

Kirschblüte in Zug (Foto: Andreas Busslinger)

## Mit geringerem Preisdruck ins Frühjahr

Die Inflation geht deutlich zurück, und der Preisdruck aus dem Energiebereich und von den Rohstoffen ist weg. Die Frachtkosten sind zusammengebrochen und die Lieferketten wieder intakt. Ein Unternehmen versucht natürlich stets, so viele Kosten wie möglich durch Effizienz- und Produktivitätssteigerungen abzufedern. Nur wer über Preissetzungsmacht und starke Marken verfügt, kann die Preise erhöhen, ohne die Nachfrage zu beeinträchtigen. Das bestätigt auch Paul Bulcke, Verwaltungsratspräsident von Nestlé, dem weltweit grössten Nahrungsmittelkonzern. Kostenerhöhungen bei Rohstoffen, Energie, Verpackungen und Fracht wurden zu einem erheblichen Teil in den letzten Monaten weitergegeben. Mit Blick nach vorne fügt er jedoch an: «Etwas mehr wird auch im laufenden Jahr noch nötig sein.» Der Preisdruck lasse jedoch allmählich nach.

Das hängt auch mit den Energiekosten zusammen, die je nach Güter- und Dienstleistungskorb bis zu 10% der Gesamtkosten

ausmachen können. Durch die Beruhigung der Energiekrise sind die Preise gegenüber dem Vorjahresmonat März gesunken, gegenüber ihren Höchstwerten im Sommer 2022 sogar um durchschnittlich rund 50%. Deshalb rechnen auch Coop und Migros mit stabilen Preisen ab Mitte Jahr. Die Stabilisierung ist auch in der Industrie zu spüren, weshalb sich der Geschäftsklimaindex im März auf breiter Front und in allen Schlüsselbranchen spürbar aufhellte.

Der Trend ist generell in ganz Europa zu beobachten. Das Konsumklima ist mittlerweile den sechsten Monat in Folge gestiegen. Die verbesserten Einkommensaussichten sorgen allmählich für eine nachhaltige Erholung der Binnennachfrage. Auch die Exportindustrie sieht einen verhaltenen Aufschwung auf sich zukommen und ist deshalb zögerlich hoffnungsvoll. Die Exporterwartungen haben sich im März leicht verbessert, wie die ifo-Umfragen zeigen.

## Positives erstes Quartal 2023

Nach einem starken Januar zeigten sich die Monate Februar und März von ihrer volatilen Seite, doch das erste Quartal fand letztlich ein gutes Ende. Der aktienbezogene Swiss Market Index (SMI) schloss mit +3.5% gegenüber dem Jahresbeginn ab; der anlehensbezogene Swiss Bond Index (SBI) lag zuletzt mit +1.4% ebenfalls im Plus.

Folglich konnte ein balanciertes Portfolio im ersten Quartal zulegen und eine positive Rendite erzielen (Revo2 +4.2%, Revo3 +5.1%). Portfolios mit einem höheren Aktienanteil (z. B. Dividenden-Strategie +8% seit Jahresbeginn) liegen bei uns noch stärker im Plus. Das ist darauf zurückzuführen, dass wir mit unserer Aktienselektion den

SMI übertroffen haben. Die Aktienquote wird weiterhin neutral gehalten. Der Konsum litt unter dem erhöhten Preisniveau. Doch mit den jüngsten Lohnerhöhungen und der greifbaren Entspannung an der Preisfront gewinnen Aktien und Unternehmensanleihen sowie Infrastrukturtitel wieder an Attraktivität.

Bei den Wechselkursen blieben die Veränderungen im ersten Quartal moderat. Der Euro legte gegenüber dem Dollar um 1.3% (auf 1.08) und gegenüber dem Schweizer Franken um 0.3% (auf 0.99) zu. Der Dollar büsste 1.0% gegenüber dem Franken ein und handelte zuletzt bei 0.91. Im Hinblick auf das zweite Quartal ist weiterhin mit Schwankungen zu rechnen.

## Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	März 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz R1	-0.5% ↓	+2.6% ↑
Zugerberg Finanz R2	-1.0% ↓	+3.9% ↑
Zugerberg Finanz R3	-1.1% ↓	+4.8% ↑
Zugerberg Finanz R4	-0.7% ↓	+5.6% ↑
Zugerberg Finanz R5	-0.6% ↓	+4.6% ↑
Zugerberg Finanz RDividenden	-0.2% ↓	+7.9% ↑
Zugerberg Finanz Revo1	-0.9% ↓	+2.6% ↑
Zugerberg Finanz Revo2	-0.8% ↓	+4.2% ↑
Zugerberg Finanz Revo3	-0.8% ↓	+5.1% ↑
Zugerberg Finanz Revo4	-0.8% ↓	+5.9% ↑
Zugerberg Finanz Revo5	-0.6% ↓	+6.8% ↑
Zugerberg Finanz RevoDividenden	-1.7% ↓	+8.0% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-1.9% ↓	+2.0% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-2.2% ↓	+3.1% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-2.2% ↓	+4.3% ↑

## Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	März 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-0.3% ↓	+1.5% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	-0.5% ↓	+2.1% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	-0.8% ↓	+2.9% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	-0.8% ↓	+3.7% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	-0.7% ↓	+4.6% ↑

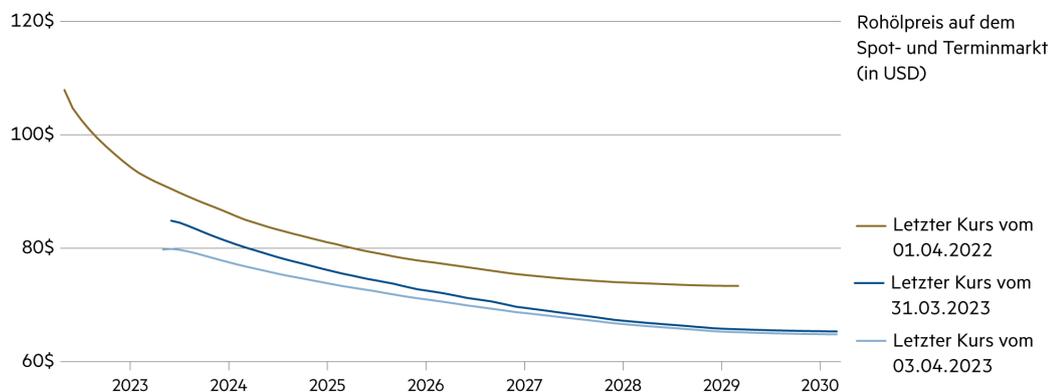
## Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	März 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.9% ↓	+2.6% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-0.8% ↓	+4.2% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-0.8% ↓	+5.1% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-0.8% ↓	+5.9% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-0.6% ↓	+6.8% ↑
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	-1.7% ↓	+8.0% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-1.9% ↓	+2.0% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-2.2% ↓	+3.1% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-2.2% ↓	+4.3% ↑

\* Die angegebene Wertentwicklung ist netto, nach Abzug aller laufenden Kosten, ohne Berücksichtigung von Abschlusskosten.

Makroökonomie

## Neue makroökonomische Bedrohung?



Rohölpreis auf dem Spot- und Terminmarkt (Quelle: Bloomberg Finance, Terminkontrakte für 1 Fass Rohöl Sorte Brent | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Weltwirtschaft wächst spürbar. Dennoch haben die Energiepreise stark nachgelassen, d. h. die Preissetzungsmacht des Ölkartells ist eingeschränkt. Kurzfristig funktioniert sie, wie man dies Anfang April gesehen hat, doch längerfristig stehen die Zeichen auch auf den Terminmärkten unverändert auf sinkende Rohöl- und Gaspreise. Deshalb erachten wir die angekündigte Angebotskürzung nicht für besorgniserregend.

Insgesamt ist spannend, dass derzeit nicht nur die gesamtwirtschaftlichen Prognosen nach oben korrigiert werden, sondern auch die Gewinnprognosen der europäischen Unternehmen. Insbesondere in energieintensiven Branchen gehen die Gewinnschätzungen nach oben, z. B. bei Fluggesellschaften. Weil der handlungsgewichtete Dollar seit Oktober rund 8% einbüsste, entwickelten sich die Preise für in Dollar gehandelte Güter (z. B. Rohöl) und Dienstleistungen (z. B. Frachtraten) für Europa besonders vorteilhaft.

Anders als noch im Herbst 2022 nach dem Energiepreisschock und aus Sorge vor einer Gasmangellage befürchtet, sind die Schweiz, der Euroraum und Grossbritannien um eine echte Rezession herumgekommen. Doch die stark gestiegenen Energiepreise und die nach wie vor zu hohe Inflation belasteten den privaten Konsum und stellen für die Unternehmen eine spezielle Herausforderung dar. Und auch aus dem Aussenhandel kam nur wenig Schub, weshalb nicht erstaunt, dass europäische Aktien bis Ende 2022 zu Rezessionsniveaus gehandelt wurden. Nun zeichnet sich im Frühjahr 2023 eine Wende zum Besseren ab. Und für das Jahr 2024 werden ebenfalls

positive Wachstumswahlen erwartet. Entsprechend hellten sich auch die Perspektiven für die Unternehmen wie auch für deren Aktien wieder auf.

In den USA dagegen zeichnet sich ab, dass die Unternehmensgewinne stagnieren und mancherorts gar eine leichte Delle durchlaufen dürften. Die Förderkürzungen der öllexportierenden Länder OPEC+, die etwa 40% des Weltmarktes bedienen, die zu Monatsbeginn angekündigt wurden, kommen nicht wirklich überraschend. Die OPEC+ Staaten fürchten um ihre Einnahmen und versuchen die Energiepreise in die Höhe zu treiben. Das wird ihnen zu einem gewissen Grad auch gelingen, doch werden sie dadurch die Transformation hin zu erneuerbaren Energiequellen nur noch weiter beschleunigen. Deshalb ist das von Saudi-Arabien in enger Zusammenarbeit mit Russland operierende Ölkartell hinsichtlich der Signale, die von den Förderkürzungen ausgehen, vielleicht schlecht beraten.

Rohöl fiel im März auf ein 15-Monats-Tief. Daraus lässt sich Saudi Arabiens billionenschwere Transformation in einen Tourismus Hotspot und einen globalen Logistik- und Business-Hub nicht finanzieren. Jedenfalls lässt sich der Markt auch von der jüngsten Nachricht der Förderkürzungen nicht aus der Ruhe bringen. Wie aus der obigen Grafik herausgelesen werden kann, hält die sogenannte «Backwardation» an: Kurzfristig sind die Preise anfangs April gegenüber Ende März wohl um einige Prozentpunkte gestiegen. Gleichzeitig ist in den längerfristigen Kontrakten keine Veränderung sichtbar. Die aktuellen Preise bleiben substantiell tiefer als vor einem Jahr.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Nach dem BIP-Wachstum von +2.2% (2022) zeigt sich der Arbeitsmarkt weiterhin robust. Das reale BIP dürfte in diesem Jahr mindestens 1.0% zulegen.
Eurozone, Europa	↗	↗	Die realen BIP-Prognosen der Europäischen Zentralbank (EZB) erhöhen sich substantiell von 1.0% (im Jahr 2023) auf 1.6% (in den Jahren 2024 und 2025).
USA	→	↗	Die Volkswirtschaft hat nach einem Rekord-Januar das erste Quartal mit einem starken Wachstum beendet. Das BIP dürfte auch im zweiten Quartal zulegen.
Rest der Welt	↗	↗	Für die stärksten weltwirtschaftlichen BIP-Wachstumsraten im Jahr 2023 sorgt gegenwärtig der asiatische Wirtschaftsraum mit China und Indien.

Liquidität, Währung

## Wohin steuert der Dollar?



Wechselkurs USD/CHF seit dem Jahr 2000 (Quelle: Bloomberg Finance | Grafik: Zugerberg Finanz)

**Nichts ist so schwierig wie eine Devisenprognose über die nächsten Monate. Während langfristige Entwicklungen mit angemessener Genauigkeit aus Inflationsdifferenzen und Leistungsbilanzen absehbar erscheinen, sind kurzfristige Schwankungen kaum solid prognostizierbar. Was sich jedoch abzeichnet, ist eine Schwächung des Dollars, der auf unter 0.90 Franken pro Dollar zusteuert.**

Nach den Worten von Martin Schlegel, Direktoriumsmitglied der Schweizerischen Nationalbank (SNB), ist die SNB bei den milliardenschweren Liquiditätshilfen für die Credit Suisse ans Äusserste gegangen. Eine durch ein Konkursprivileg geschützte Liquiditätshilfe ist und bleibt aussergewöhnlich. Es habe allerdings Handlungsbedarf bestanden, nachdem sich abgezeichnet habe, dass die Bank in Liquiditätsschwierigkeiten geraten würde. SNB und die Schweizer Regierung unterstützten die Rettungsaktion mit bis zu rund 260 Milliarden Franken an Liquiditätshilfen und Garantien und lassen

sich diese Hilfe aber auch sehr gut vergüten.

Aus derartigen Liquiditätshilfen verbreitete sich die Unsicherheit auf die typischerweise ruhigen Anleihensmärkte. In jüngster Zeit ging es an den Anleihensmärkten turbulent zu wie selten zuvor. So erreichte die Rendite der zweijährigen amerikanischen Staatsanleihen am 8. März 5.07%. Der vom Markt unterstellte geldpolitische Pfad der US Zentralbank Federal Reserve (Fed) deutete auf eine Leitzins-Bandbreite Ende 2023 von 5.50% bis 5.75% hin. Inzwischen fiel die Erwartung auf 4.0% bis 4.25% per Ende Januar 2024. Solche Erwartungsveränderungen innert drei Wochen sind äusserst selten.

Vor allem setzen derartige Erwartungen eine tiefe Rezession voraus. Interessanterweise fielen die zukunftsgerichteten Kurs-Gewinn-Verhältnisse weder im S&P500 noch in einer anderen breiten Benchmark auf Rezessionsniveau. Auch die Spreads bei den Anleihen handeln nicht auf Rezessionsniveau.

Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	→	→	Es kommt allmählich Bewegung in die Sparkonto-Landschaft, weil die Geldmarkt-Anlagen bessere Renditen abwerfen – aber immer noch weniger als die Inflation.
Euro / Schweizer Franken	→	→↗	Die Euro-Stabilität in den vergangenen sechs Monaten ist bemerkenswert. Der Kurs oszilliert zwischen 0.98 und 1.01 stabil seitwärts.
US-Dollar / Schweizer Franken	↘	↘	Der Dollar macht deutlich höhere Bewegungen und wurde noch vor fünf Monaten zu 1.02 gehandelt. Inzwischen liegt der Wechselkurs unter 0.92 (rund 10% tiefer).
Euro / US-Dollar	↗	↗	Das wichtigste Währungspaar bewegt sich mit 1.08/1.09 praktisch wieder auf demselben Niveau wie vor einem Jahr.

Anleihen

## Die Schwankungen bei den Anleihen waren hoch



Der Swiss Bond Index im ersten Quartal 2023 (Quelle: Bloomberg Finance, Indexveränderung gegenüber dem 30.12.2022 | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der Verlauf des Swiss Bond Index (SBI) im ersten Quartal war aussergewöhnlich volatil. Bis Mitte Januar stieg der Index aufgrund der hohen Renditeaussichten zu Jahresbeginn. Bis am 6. März büsste der SBI praktisch den gesamten Kursgewinn wieder ein, weil ein anhaltend erhöhtes Zinsniveau der erstarkten Wirtschaft angemessen schien. Danach schoss er in der Angst vor einer Bankenkrise auf +4.0% hinauf. Als sich die dunkelsten Wolken verzogen, fiel der SBI gleich wieder zurück, zuletzt auf +1.4% seit Jahresbeginn.

Womit zu Jahresbeginn niemand gerechnet hatte, trat gleich im ersten Quartal 2023 ein: sinkende Renditen am langen Ende der Zinskurve. Die zehnjährigen Benchmark-Staatsanleihen rentieren in den USA nur noch 3.5%, zu Jahresbeginn waren es noch 3.9% (-40 Basispunkte). In Deutschland sank die entsprechende Anleihensrendite um rund 20 Basispunkte auf 2.3% und in Italien um rund 45 Basispunkte auf 3.7%.

In der Schweiz sank die Rendite wie in den USA um 40 Basispunkte. Die zehnjährigen Staatsanleihen rentieren nur gerade noch 1.1%. Das führte beim SBI netto zu einem Zuwachs von letztlich 1.4% im ersten Quartal. Wer nun aber glaubt, damit würden die langfristigen Hypothekarkredite gleich wieder attraktiv, sieht sich jedoch getäuscht. In der Schweiz verlangen die meisten Anbieter für eine zehnjährige Festhypotheken im ersten Rang von guten Schuldnern zwischen 2.5% und 3.0%. Das zeigt auf, wie attraktiv das Zinsdifferenzgeschäft geworden ist.

Auch am kurzen Ende der Zinskurve ergeben sich seltene Beobachtungen, denn die Marktmeinung weicht stark von den Zentral-

banken ab. Wir halten den Anleihenmarkt aufgrund von Überreaktionen für 2023 als falsch bewertet. Auf den Anleihenmärkten haben viele Anleger vor lauter Stress im Bankensektor offensichtlich die Makrodaten aus den Augen verloren, was zu einer Fehlbewertung führte. In den USA, wo geldpolitische Veränderungen häufig als erstes eintreten, erwarten die Anleger inzwischen eine geldpolitische Lockerung um etwa 60 Basispunkte bis Ende 2023 und eine kumulative Lockerung um 170 Basispunkte bis Ende 2024. Dabei liegen die Konjunkturdaten alle über den Erwartungen und die meisten wichtigen Makrodaten (z. B. von den Arbeitsmärkten, globale Einkaufsmanagerindizes) deuten weiter darauf hin, dass sich das Wachstum der Weltwirtschaft fortsetzt.

Aus länderspezifischen Gründen haben eine Reihe von Zentralbanken ihr Tempo bei den Zinserhöhungen verlangsamt. Das war alles schon zu Jahresbeginn bekannt. Doch eine geringe Erhöhung oder eine Pause sind noch längst keine Senkung. Die Fed signalisiert in diesem Jahr ganz klar keine Lockerung. Der vom Markt unterstellte geldpolitische Fed-Pfad liegt in krassem Gegensatz zur Fed. Der Markt geht somit in einen Kampf mit der grössten Zentralbank. Der unterstellte Pfad führte dazu, dass die US-Leitzinsen im Jahr 2024 unter die Sätze der EZB und der Bank of England fielen. Das hiesse, dass der handelsgewichtete US-Dollar massiv unter Druck käme.

Wir folgen dem Grundsatz «Don't fight the Fed» und schliessen uns den Spekulationen um Leitzinssenkungen im Jahr 2023 nicht an. Aber wir vergegenwärtigen uns stets die erhöhte Wahrscheinlichkeit einer Dollar-Abwertung, welcher den globalen Disinflationstrend beschleunigen würde.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→	→↗	Die Zinsstrukturkurven bleiben invertiert, d. h. am kurzen Ende sind die Renditen höher als am langen Ende. Zwischen 5 und 30 Jahren sind viele Kurven flach.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Die Renditezuschläge auf den Staatsanleihen sind im Segment der besten Bonitäten weiterhin weniger interessant als im renditestarken BBB und BB Bereich.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Hybride Anleihen (und Aktien) von ausgesprochen robusten Versicherern bieten eine gute Gelegenheit, in die hohe Qualität auf eher tiefem Niveau zu investieren.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

## Zugerberg Income Fund auf Erholungspfad



Kursverlauf der 3.0% CHF Anleihe von MSC Cruises, fällig am 14. Juli 2023 (Quelle: Bloomberg Finance | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der volatile Monat März hinterliess auf den allermeisten Anleihensmärkte erhebliche Spuren. Während Unternehmensanleihen mit hoher Bonität die Unsicherheit auf den Märkten gut bewältigten, gerieten Anleihen mit geringerer Bonität unter die Räder. Deshalb erfuhr der Credit Opportunities Fund eine Einbusse und liegt 0.8% unter dem Niveau vom Jahresbeginn. Der Zugerberg Income Fund entwickelte sich mit +1.6% seit Jahresbeginn etwas besser als der SBI.

Über eine längere Periode fühlen wir uns wohl mit Unternehmensanleihen. Bei der Emission werden sie mit einem Risikozuschlag («Spread») zur Staatsanleihe auf den Markt gebracht. Diese Spreads können nach Branche, Rating, Sicherheit und bilanzieller Rangordnung variieren. Ausschlaggebend ist letztlich der Risikoappetit der Anleger. Bahnt sich eine Krise an, nehmen die Spreads zu. Erholt sich die Branche, komprimieren die Spreads wieder.

In der letzten März-Woche wurde eine fünfjährige «grüne» Anleihe von Allreal emittiert. Das Schweizer Immobilien- und Generalunternehmen mit rechtlichem Sitz im zugerischen Baar und operativem Sitz im zürcherischen Glattpark zeichnet sich durch diszipliniertes, strategiekonformes Wachstum aus. Dennoch war es nicht einfach, die Anleihe zu platzieren. Letztlich musste ein Coupon von 3.0% angeboten werden: ein satter Renditezuschlag von 194 Basispunkten gegenüber einer vergleichbaren eidgenössischen Anleihe.

Bekanntlich investieren wir für unsere Kundschaft fast ausschliesslich mittels Unternehmensanleihen. Die entsprechenden Gefässe

unterliegen Schwankungen. In einer wirtschaftlichen Delle oder in einer Periode einer verängstigten Anlegerschaft wird der Credit Opportunities Fund (COF) typischerweise stärker in Mitleidenschaft gezogen. Dafür zeichnet er sich durch höhere Spreads aus, die über einen ganzen Konjunkturzyklus zu einer Überrendite gegenüber dem Swiss Bond Index führen. Seit wir diesen Fonds vor mehr als zehn Jahren aufgesetzt haben, rentierte er netto jährlich rund 1.8% mehr als der SBI.

Weniger Schwankungen wird man typischerweise durch den Zugerberg Income Fund (ZIF) erfahren, wie das erste Quartal 2023 exemplarisch aufzeigt. Hier ist der Anteil an Anleihen mit einem guten Rating deutlich höher. Das verringert zwar die Renditeaussichten, sorgt jedoch für mehr strukturelle Stabilität im gesamten Portfolio. Im ersten Quartal übertraf der ZIF den SBI leicht und sorgte für eine Gesamtperformance von +1.6%.

Im ZIF wie auch im COF kam es zu mehreren kleineren Veränderungen, wobei der Charakter der jeweiligen Gefässe per se beibehalten wurde. Exemplarisch für die Geduld, die man auf dem Anleihensmarkt benötigt, sei auf die obige Grafik verwiesen. Demnächst wird die Anleihe der Genfer Kreuzschiffahrtsgesellschaft MSC Cruises fällig. Der Kurs stürzte nach Ausbruch der Corona-Pandemie im Frühjahr 2020 ab. Die Erholung benötigte mehr als zwei Jahre. Einige Anleihen sind durch die starken Leitzinserhöhungen im Jahr 2022 unter Druck geraten. Auch hier braucht es Geduld. Von der Erholungskraft in beiden Portfolios bleiben wir fest überzeugt.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2023 (seit Jahresbeginn)	+1.5%	-0.9%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-12.5% (-2.7%)	+18.8% (+1.8%)
Anteil positiver Renditemonate	54%	66%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	276 BP (+28 BP)	711 BP (+94 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	BBB	BB

Weiterführende Informationen finden Sie in den [Factsheets](#) zum Zugerberg Income Fund und Credit Opportunities Fund.

Immobilien, Infrastruktur

## Infrastruktur-Aktien mit guten Aussichten

Bei den Immobilienaktien haben wir uns vorübergehend aus dem Marktgeschehen verabschiedet. Investiert bleiben wir dagegen gleich bei mehreren führenden Infrastrukturanbietern. Diese haben unterschiedliche Geschäftsmodelle, unterschiedliche geografische Reichweiten und Ertragsquellen, was zur Diversifikation im Portfolio beiträgt. Gemeinsam ist ihnen allerdings, dass sie sich allesamt auf einem Wachstumspfad befinden, der noch mindestens ein Jahrzehnt andauern wird.

In den Freizügigkeitsgefässen halten wir Immobilien in Form von Anlagestiftungen. Diese zeichnen sich im Gegensatz zu börsenkotierten Immobilienaktien durch schwankungsarme Kursverläufe aus. Die Mieterträge in den Anlagestiftungen sind steuerbefreit. Deshalb dürfen die Stiftungsanteile nur von Pensionskassen und Freizügigkeitsstiftungen gehalten werden und sind eine Spezialität des Schweizer Kapitalmarktes. Im Durchschnitt rechnen wir dort mit einem jährlichen Zuwachs von rund 4% (netto).

Aufgrund der Schwankungen von kotierten Immoaktien haben wir uns im Zuge des garstigen Umfelds von steigenden Zinsen, einer wachsenden Angst vor sinkenden Immobilienpreisen und steigenden Umweltschutzanforderungen aus diesem Segment vorübergehend verabschiedet. Um zusätzlichen Gestaltungsraum zu gewinnen, haben wir uns zudem mit Gewinn vom erfolgreichen Infrastrukturbetreiber Vinci getrennt. Somit bleiben in vielen Strategien vier zentrale Pfeiler, die ihre Wertschöpfung im Wesentlichen mit der Bewirtschaftung ihrer Infrastruktur sowie ergänzenden Geschäftsreichen erzielen.

**Veolia Environnement (+18% im 1. Quartal 2023):** Das Unternehmen, das 1853 von Kaiser Napoleon III. in Paris gegründet wurde, ist inzwischen ein Weltmarktführer in Umweltdienstleistungen. Die Aktie befindet sich auf dem Jahreshöchst. Die Gewinnerwartungen legten in jüngster Zeit zu, weil das inflationsgesicherte, resiliente Konzessionsgeschäft in Kombination mit höheren Wachstumserwartungen zum operativen Rückenwind in der Branche beiträgt. Die schönsten Jahre stehen den Veolia Aktionären erst noch bevor.

**Flughafen Zürich (+17%):** Der Konzessionsbetrieb ist klar geregelt und gibt dem Flughafenbetreiber auch die Möglichkeit, die Teuerung zeitnah in Gebührenveränderungen einzubauen. Im Februar 2023 lag das Passagiervolumen bereits wieder auf 85.2% des vorpandemischen Niveaus. Die Aussichten stehen gut, dass sich die starke Erholung in den kommenden Monaten fortsetzen wird. Die kommerziellen Aktivitäten rund um den Flugbetrieb legten überdurchschnittlich zu und waren im Februar auf 96.9% des Niveaus von 2019. Der Komplex «Circle», das grösste Minergie-zertifizierte Gebäude in der Schweiz, ist bereits zu 90% vermietet. Der Kauf von 36 Liegenschaften und Grundstücken von Priora, die sich auf dem Flughafenareal bzw. angrenzend daran befinden, erweist sich je länger desto mehr als weise Entscheidung. Die Diversifikation und Stabilität der Ertragsquellen verbesserten sich gegenüber 2019 deutlich. Entsprechend der Zuversicht der Flughafenleitung sind in jüngster Zeit auch die Gewinnschätzungen und Kursziele für die Aktie spürbar erhöht worden. Nachdem die Dividendenzahlung während drei Jahren ausgesetzt wurde, kommt es im Frühjahr 2023 zu einer Ausschüttung von insgesamt 3.50 Franken je Aktie.

**BKW (+14%):** Das Allzeithoch der Aktie per Ende März ist für uns eine Bestätigung des Vertrauens in die Unternehmensleitung. Die Gewinnschätzungen aller Analysten haben inzwischen ebenfalls ein Hoch erreicht. Einen gewichtigen Vorteil sehen wir im Mehrheitsaktionär, der mit Geduld einen langfristigen, nachhaltigen Wachstumskurs verfolgen lässt. Das Ertragspotenzial (z. B. durch die steigende Nachfrage nach energieeffizienten Gebäudelösungen) liegt noch deutlich über dem gegenwärtigen Niveau.

**RWE (-5%):** Das ist eine europäische Perle, die im Kerngeschäft weltweit zu den führenden Unternehmen auf dem Weg in eine grüne Energiewelt zählt. Im attraktiven US-Markt ist das Unternehmen die Nummer 2 im Solargeschäft und die Nummer 4 im kombinierten Wind- und Solargeschäft. In Europa wird eine vergleichbar führende Marktstellung angestrebt. Insgesamt verdoppeln sich die Investitionen ins organische Wachstum bis 2027, was das mittelfristige Aufwärtspotenzial erhöht.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	→	→	Das eigene Haus kann wegen höherer Hypothekarzinsen, steigenden Handwerkerkosten und zunehmender Energiesanierungsmassnahmen zur Kostenfalle werden.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→	→	Gestiegene Zinsen und die anhaltende Verunsicherung beim Trend zu Remote Work führen dazu, dass das Investoreninteresse rückläufig ist.
Immobilienfonds CH	→	→	Immobilieninvestoren sollten vorsichtig bleiben. Es schlummert vielenorts ein Abwertungspotenzial (Beispiel ehemaliges Swisshotel in Oerlikon: -33%).
Infrastruktur	↗	↗	Unsere Infrastrukturaktien liegen 2023 bislang deutlich über dem Durchschnitt der Aktienkurse im europäischen Infrastrukturbereich, d. h. die Selektion lohnte sich.

Aktien

## Versöhnlicher Abschluss im März

Der Swiss Market Index blieb im volatilen Monat März unverändert. Der US-amerikanische Dow Jones (+1.9%) legte etwas weniger zu als der breite S&P 500 Index (+3.5%). Viele europäische Aktienmärkte verhielten sich stabil, während der rohstoffgeprägte britische FTSE 100 Index (-3.1%) einen schlechten Monat verzeichnete.

Wir betrachten die US-Märkte weiterhin für generell überbewertet und bleiben dort nur mit wenigen ausgewählten Unternehmen engagiert. Das Risiko-Rendite-Verhältnis auf den europäischen Aktienmärkten dürfte sich weiterhin als vorteilhafter erweisen. Im Folgenden konzentrieren wir uns auf wenige Bemerkungen zu unseren Bausteinen im Aktienportfolio, die im ersten Quartal stark zugelegt haben:

**Swissquote** (+34% im 1. Quartal 2023): Die Aktie befindet sich nur 10% unter ihrem Allzeithoch. Das gründergeführte Unternehmen (CEO Marc Bürki: 12.6% Aktionär) verfügt über einen anerkannten Brand. Swissquote gilt als «sicherer Hafen» in einem turbulenten Frühjahr mit Bankübernahmen und Krypto-Beschiss. Das Zinsdifferenzgeschäft dürfte die Swissquote im laufenden Jahr zu einem deutlichen Rekordergebnis führen. Die Aktie bleibt günstig bewertet.

**Apple** (+27%): Das Unternehmen erweist sich auch 11 Jahre nach dem Tod von Steve Jobs als innovativ und in vieler Hinsicht marktführend. Wir kennen zahlreiche Investoren, die es inzwischen bereuen, die Aktie verkauft zu haben. Von Mitte August 2022 bis Anfangs 2023 verlor die Aktie 25%. Das hat sie wieder fast aufgeholt, weil sich die Aussichten aufhellten.

**Kühne+Nagel** (+26%): Das weltweit führende Speditions- und Kontraktlogistikunternehmen mit mehr als 80'000 Beschäftigten wird auf Cashflow-Erzeugung fitgetrimmt. Die ambitionierten Rentabilitätsziele (Bruttogewinn von 25% bis 30%) für das Jahr 2026 halten wir unter dem neuen CEO Stefan Paul auch dank der starken Governance-Struktur für realistisch. Die Volumensteigerungen im Welthandel, die Möglichkeiten der Digitalisierung und viele weitere Massnahmen der Effizienzsteigerung sowie gezielte Akquisitionen sollen den aktuellen Margenrückgang überkompensieren. Die Aktie des 130-jährigen Unternehmens mit einem starken Mehrheitsaktio-

när befindet sich auf dem 12-Monats-Hoch.

**Holcim** (+23%): Der kolossale Umbau im rasenden Tempo wird am Kapitalmarkt noch zu wenig gewürdigt. Da liegt weiterhin noch viel Potenzial drin, auch dank der jüngsten Übernahmen.

**Lonza** (+21%): Am 3. April begann das 2 Milliarden Franken schwere Aktienrückkaufprogramm.

**Deutsche Post** (+22%): Mit der DHL Group ist der Logistikkonzern weltweit unter den marktführenden Anbietern. Das besonders Attraktive an dieser Aktie ist das solide Management, die bescheidene Bewertung und der steigende Dividendentrend (+10% p. a. in den letzten zehn Jahren).

**SAP** (+20%): Europas grösster IT-Konzern befindet sich in toller Verfassung. Die Gewinnschätzungen legen zu.

**Deutsche Telekom** (+20%): Die Aktie endete im März auf einem 20-Jahres-Hoch und verfügt weiterhin über ein starkes Wachstumspotenzial in Nordamerika wie auch in Europa.

**Swiss Life** (+18%): Die beste Versicherungsaktie im ersten Quartal in Europa hat weiterhin Potenzial, ist jedoch risikoärmer ausgerichtet als viele Wettbewerber. Stark ist ihre Entwicklung im Asset Management. In den letzten zehn Jahren hat sie die Ausschüttung pro Aktie um jährlich 21% gesteigert.

**Helvetia** (+18%): Die Versicherungsgruppe steht ein CEO-Wechsel bevor, der als Chance zur Dynamisierung betrachtet wird. Vom genossenschaftlichen Ankeraktionär Patria blieb der Druck bislang moderat, Wertschöpfung über die ökonomischen Kosten hinaus zu generieren. Da schlummert Potenzial.

**Alphabet** (+17%): Der weltweit grösste Informationsverarbeiter wird ein struktureller Gewinner in der zunehmend digitalisierten Wirtschaft sein. Darin sind nicht mehr fossile Energieträger entscheidend, sondern Daten entwickelten sich längst zum wichtigsten Rohstoff der Zukunft.

Zugelegt haben auch **Emmi** (+17%), **u-Blox** und **Mercedes-Benz** (je +16%), **Sika**, **Saint Gobain** und **Bossard** (je +15%). Letztere, eine dynamische Perle in der industriellen Lieferfähigkeit, wird vorderhand nur in der Dividendenlösung eingesetzt.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Der SMI liegt mit +3.5% seit Jahresbeginn eher am unteren Ende der europäischen Aktienmärkte, was an dessen defensivem Charakter liegt.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Europa mit seinen Index-Entwicklungen (Euro Stoxx 50 +14.0%, Stoxx Europe 600 +7.8%) war im ersten Quartal 2023 die beste Aktienregion der Welt.
Aktien USA	↔↗	↗	Der S&P 500 (+7.0%) steht deutlich besser da als der traditionelle Dow Jones (+0.4%), was auf die Technologie-Werte (+16.8%) zurückgeführt werden kann.
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Der breiteste Schwellenländerindex MSCI Emerging Markets liegt mit +3.5% seit Jahresanfang etwa im Durchschnitt der weltweiten relevanten Aktienmärkte.

Alternative Anlagen

## Rohstoffzyklus bereits wieder am Ende?



Rohstoffpreise in den vergangenen 20 Jahren (Quelle: Bloomberg Commodity Index | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die herausragende Einschätzung vieler Analysten in den vergangenen Monaten war, dass wir uns in einem säkularen Aufschwung der Rohstoffpreise bewegen würden. Ein Blick auf den weltweiten Standardindex für Rohstoffpreise vermittelt dagegen eine andere Perspektive. Der gewichtete Preis aller Rohstoffe hat sich in den vergangenen 20 Jahren nach drei kurzen Erhöhungszyklen immer wieder deutlich zurückgebildet.

Wenn man die Entwicklung von Rohstoffpreisen betrachtet, fallen drei Zyklen auf, in denen die Rohstoffpreise zugelegt haben: September 2007 bis Juni 2008 (Wirtschaftsboom), März 2009 bis April 2011 (starke Wirtschaftserholung nach der globalen Finanzkrise) und April 2020 bis Sommer 2022 (starke Erholung nach dem globalen Pandemie-Lockdown). Ansonsten bewegten sich die Rohstoffpreise seitwärts oder rückwärts. Weil der Rohstoffpreis-Index in Dollar gemessen wird, fiel die Abwärtsbewegung der Rohstoffpreise über 20 Jahren noch mehr auf, stellte man den Index in Schweizer Franken dar.

Wir leben somit in einer Weltwirtschaft, in der die Rohstoffe für die Güterproduktion tendenziell eher günstiger werden. Kommt hinzu, dass die Gewinnungs-, Verarbeitungs- und Transportprozesse durch Effizienzsteigerungen zu erheblichen Einsparungen führten. Hinzu kommen Verbesserungen im Energiemanagement und in der Rohstoffeffizienz. Ausserdem wird in einer zirkulären Wirtschaft zum Klima- und Ressourcenschutz auch wesentlich stärker als vor

20 Jahren auf geschlossene Stoffkreisläufe geachtet.

Gewiss stehen wir noch nicht da, wo wir dereinst als klimaneutrale, wettbewerbsfähige Industrieregion stehen werden. Aber die Weichen sind gestellt, und die Rohstoffintensität pro Einheit Bruttoinlandprodukt nimmt fortwährend ab. Das hat den Vorteil, dass wir uns weniger Sorgen um vorübergehende preisliche Schwankungen machen müssen. Was mal hochschießt, kommt rasch wieder runter.

Die Gas-Notierungen in Europa sind zuletzt mit 47 Euro pro Megawattstunde (in der zweiten August-Hälfte 2022 wurde bis über 300 Euro bezahlt) auf den tiefsten Wert seit zwei Jahren gefallen. Dasselbe Preismuster gilt auch für die Strompreise im europäischen Grosshandel. Und die Rohölpreise stabilisierten sich jüngst wieder auf dem Durchschnittsniveau der vergangenen fünf Jahre. Das Heizöl ist seit Jahresbeginn um 20% gefallen. In Ländern wie Italien und Spanien sind die Energieversorger vor diesem Hintergrund gesetzlich dazu verdonnert worden, die Haushaltstarife per sofort um mehr als die Hälfte zu senken.

Das schlägt sich unmittelbar in den Inflationswerten nieder. In Spanien liegt die Inflationsrate nur noch bei rund 3%. Ähnliche Beobachtungen sind auch in diversen Schwellenländern festzustellen. Obschon China rasant wächst, ist die Inflation kein Problem. In Indien wächst die Wirtschaft ebenfalls sehr stark – bei relativ stabilen Inflationsraten. In Mexiko beschleunigt sich das BIP-Wachstum auf 3% und gleichzeitig fällt die Inflation auf 4% zurück.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→	→	Wir erwarten, dass sich die Benchmarks von Öl, Gas, Strom und weiteren Rohstoffen in nächster Zeit innerhalb einer stabilen Schwankungsbreite oszillieren.
Gold, Edelmetalle	→	→	Gold hat im März die Delle von Februar wieder wettgemacht und handelt leicht über dem Kurs von Ende Januar (1'969 Dollar/Unze Feingold).
Insurance Linked Securities	↗	↗	Versicherungsbezogene Produkte wie Cat Bonds rentieren stark. Für uns bleibt dies in den Freizügigkeitslösungen ein wichtiger Bestandteil der Diversifikation.
Private Equity	↗	↗	Die kotierten Private Equity Gefässe haben bisher ein volatiles 2023 hinter sich, liegen jedoch allesamt weiterhin in der Pluszone.

## Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)	Jahresperformance (in CHF)					
		31.03.2023	03/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
<b>Aktien</b>							
SMI	CHF	11'106.2	+0.1%	+3.5%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	14'547.1	+1.7%	+5.9%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	15'628.8	+1.6%	+12.9%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	7'322.4	+0.7%	+13.8%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	27'114.0	-1.4%	+15.0%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'631.7	-3.6%	+3.6%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'315.1	+1.7%	+14.4%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	33'274.2	-0.7%	-0.5%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	4'109.3	+0.9%	+6.1%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	12'221.9	+4.0%	+15.7%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	28'041.5	+1.9%	+5.1%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	58'991.5	-1.9%	-3.2%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	2'791.4	+0.3%	+6.3%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	990.3	+0.2%	+2.6%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
<b>Obligationen (gemischt)</b>							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	155.1	+2.1%	+2.0%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	180.4	+1.7%	+2.0%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	318.0	+0.1%	+1.8%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	256.6	+0.8%	+1.0%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
<b>Staatsobligationen</b>							
SBI Dom Gov	CHF	166.6	+2.9%	+4.3%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	145.1	+2.5%	+1.8%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	176.8	+2.3%	+2.1%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
<b>Unternehmensobligationen</b>							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	172.9	-0.4%	+0.5%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	186.3	+2.4%	+2.3%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	554.0	+0.7%	+2.5%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	157.5	+0.8%	+1.4%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	267.5	-0.5%	+2.3%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
<b>Alternative Anlagen</b>							
Gold Spot CHF/kg	CHF	57'949.8	+4.7%	+4.7%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	105.5	-3.1%	-7.3%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'234.7	-1.8%	+0.7%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'364.6	-3.9%	-1.1%	-3.3%	+6.7%	-2.2%
<b>Währungen</b>							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.9153	-2.9%	-1.0%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9922	-0.4%	+0.3%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.6888	-0.4%	-2.4%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1284	-0.4%	+0.9%	-9.3%	+1.9%	-5.7%

Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschliesslich der Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden, allgemein zugänglichen Quellen. Für die Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation richtet sich ausschliesslich an Kunden/Interessenten aus der Schweiz und die rechtlichen Hinweise im Impressum auf [www.zugerberg-finanz.ch](http://www.zugerberg-finanz.ch) finden entsprechende Anwendung. Die Wertentwicklung ist gemäss Musterportfolio. Die effektive Struktur des einzelnen Depots und die daraus resultierende Wertentwicklung können aufgrund des aktiven Managements davon abweichen und sind vom Zeitpunkt und der Höhe der Investition abhängig. Dies insbesondere im ersten Jahr der Investition wegen des gestaffelten Einstiegs in den Markt. Massgeblich ist einzig die effektive Wertentwicklung gemäss Konto-/Depotauszug der Depotbank resp. der Stiftung.

Die angegebene Wertentwicklung ist netto, nach Abzug aller laufenden Kosten, ohne Berücksichtigung von Abschlusskosten. Alle Angaben hinsichtlich der Wertentwicklung sind indikativer Natur, beziehen sich auf die Vergangenheit und erlauben keine garantierten Prognosen für die Zukunft. Impressum: Zugerberg Finanz AG, Lussliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, [info@zugerberg-finanz.ch](mailto:info@zugerberg-finanz.ch), [www.zugerberg-finanz.ch](http://www.zugerberg-finanz.ch); Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 31.03.2023; Wirtschaftsdaten per 31.03.2023; Wirtschaftsprognosen vom 31.03.2023; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.