



Vorstadtquai Zug (Foto: Andreas Busslinger)

Globales Wachstum setzt sich fort

Die US-Zentralbank Federal Reserve (Fed) korrigierte ihre Wachstumsprognose für das Bruttoinlandprodukt 2024 deutlich nach oben – von 1.4% auf 2.1%. Zu Beginn des ersten Quartals 2024 wurde vielerorts noch mit einer Rezession in den USA gerechnet. Inzwischen bahnt sich für das laufende Jahr vielmehr ein ziemlich normales Wachstumsjahr an: Nicht eine «weiche Landung», sondern überhaupt keine Landung zeichnet sich konjunkturell ab. Verläuft dieses nach den Schätzungen mancher US-Topanalysten, könnte das reale Wachstum letztlich sogar deutlich über dem Trendpotenzial zu liegen kommen. Damit ist auch klar, dass es sich weiterhin empfiehlt, in den Realmärkten investiert zu sein und zu bleiben.

Die Fed korrigierte an der Sitzung vom 20. März auch ihre Inflationsprognosen für die Kernrate der persönlichen Konsumausgaben (PCE) von 2.4% auf 2.6% nach oben. Dennoch zeigte der mittlere

Punkt in ihrem berüchtigten «Dot Plot» immer noch drei Senkungen um 25 Basispunkte für dieses Jahr an, so dass der massgebliche Leitzins von derzeit 5.4% auf 4.6% per Ende Jahr fallen dürfte.

Auch in Europa zeichnet sich eine Erholung im Laufe der kommenden Quartale ab. Stark dürfte sie bei Schweizer Unternehmen ausfallen. Sie profitieren von Währungsgewinnen. Mit dem soliden Euro (+4.8% gegenüber dem Franken seit Jahresbeginn) und dem noch stärkeren Dollar (+7.1%) setzt sich die Gewinnerholung für international tätige Schweizer Unternehmen im ersten Quartal 2024 fort.

Wir gehen davon aus, dass Risikoanlagen den geopolitischen Herausforderungen standhalten werden. Die Stimmungsaufhellung aufgrund der erfolgreich bekämpften Inflation ist unübersehbar. Triftige Gründe für einen skeptischen Absentismus von den realen Kapitalmarkt-Opportunitäten werden stetig weniger.

Erstes Quartal war erfreulich

Im ersten Quartal 2024 waren weiterhin einige Schwachpunkte auszumachen. Der Weltanleihsindex (in Schweizer Franken abgesichert) liegt mit -1.0% immer noch im Minus. Nach der Leitzinssenkung durch die Schweizerische Nationalbank (SNB) holte der Index der Schweizer Anleihen auf. Dieser liegt seit Jahresbeginn nun immerhin bei +0.5%. Über alle Zugerberg Finanz Portfolios hinweg sorgte der März 2024 erneut für positive Renditen, wie schon der Januar und der Februar. Der aktienbezogene Swiss Market Index (SMI) stieg im März weiter und liegt inzwischen mit +5.3% gegenüber dem Jahresbeginn klar im Plus.

In der defensiven Risikoklasse 1 (z. B. Revo1 mit einem hohen Anteil an Anleihen) liegen wir mit +1.5% bis +2.0% deutlich im Plus, was jedoch fast ausschliesslich auf den Beitrag durch die Aktienquote

zurückgeführt werden kann. In der balancierten Risikoklasse 3 (z. B. Revo3 mit +5.0% und R3 mit +6.2% seit Jahresbeginn) liegt die Gesamtrendite bereits erfreulich klar in der positiven Zone.

Die dynamischen Risikoklassen 4 und 5 (z. B. Revo4 und R4 mit je +6.7%) übertreffen am Ende des ersten Quartals selbst unsere eigenen Erwartungen. Die Entwicklung im beliebten Revo5 mit +7.8% überragt sogar die Rendite der Dividendenlösung (+7.5%).

Generell bleibt zu betonen, dass die Renditen in den Freizügigkeitslösungen praktisch gleich auf mit jenen im freien Vermögen liegen. Dabei sind rund 15% des Anlagevolumens in der Freizügigkeit in schwankungsarmen, monatlich handelbaren Anlagestiftungen parkiert, wie dies im Rahmen von Pensionskassen-ähnlichen Anlagestrategien typischerweise der Fall ist.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	März 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz R1	+1.9%	+2.0%
Zugerberg Finanz R2	+2.6%	+4.1%
Zugerberg Finanz R3	+3.2%	+6.2%
Zugerberg Finanz R4	+3.4%	+6.7%
Zugerberg Finanz R5	+3.3%	+6.3%
Zugerberg Finanz RDividenden	+4.7%	+7.8%
Zugerberg Finanz Revo1	+1.5%	+1.5%
Zugerberg Finanz Revo2	+2.2%	+3.5%
Zugerberg Finanz Revo3	+2.8%	+5.0%
Zugerberg Finanz Revo4	+3.3%	+6.7%
Zugerberg Finanz Revo5	+3.7%	+7.8%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+4.3%	+7.5%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+3.2%	+0.0%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+4.1%	-0.8%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+4.7%	-1.8%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	März 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+1.1%	+0.5%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+1.6%	+2.1%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+2.0%	+3.3%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+2.4%	+4.8%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+2.7%	+5.0%

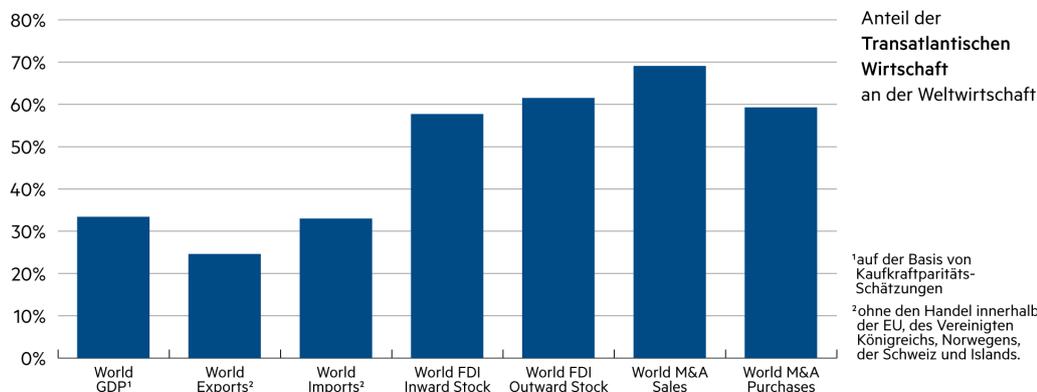
Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	März 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+1.5%	+1.5%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+2.2%	+3.5%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+2.8%	+5.0%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+3.3%	+6.7%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+3.7%	+7.8%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+4.3%	+7.5%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+3.2%	+0.0%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+4.1%	-0.8%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+4.7%	-1.8%

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

Makroökonomie

Transatlantische Bindungen



Transatlantische Wirtschaft vs. Weltwirtschaft (Quelle: U.N., IMF, Zahlen beziehen sich auf 2022 | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die transatlantische Wirtschaft – ein jährlicher Handels-, Investitions- und Arbeitskräftefluss von 8.7 Billionen Dollar zwischen den USA und Europa – übersteht die Zeit der Re-Globalisierung und des Re-Shorings. Auch der Wahlausgang bei den US-Präsidentenwahlen wird an dieser wichtigsten Bindung in der Weltwirtschaft nichts Ernsthaftes verändern.

«Geschüttelt, nicht gerührt»: So lautet die Überschrift des ersten Kapitels des Berichts der Handelskammer zwischen den USA und der EU, der sogenannten AmCham EU. «Die USA und Europa bleiben füreinander die wichtigsten Märkte und die wichtigste geökonomische Basis», wird im 200-seitigen Bericht festgehalten. Keine zwei anderen Regionen der Welt sind so stark verbunden wie die USA und Europa.

Der Bericht zeichnet möglicherweise ein rosiges Bild einer langen Wirtschaftsbeziehung, die in letzter Zeit auf politischer Ebene zwischen Brüssel und Washington angespannt war. Was die Wettbewerbsfähigkeit betrifft, büsste Europa als weltwirtschaftliches Kraftzentrum gewiss an Bedeutung ein. Mit Donald Trump als Präsident würden die Spannungen ebenso gewiss zunehmen.

Laut dem transatlantischen Handelsbericht wurden im Jahr 2023 einige Rekorde aufgestellt, die den wirtschaftlichen Zusammenhalt mit den USA in einer ansonsten fragmentierten Welt eindrücklich untermauern:

- Der Warenhandel zwischen den USA und Europa erreichte ein Allzeithoch von 1.22 Billionen Dollar, mehr als das Doppelte des Warenhandels zwischen den USA und China, und auch die Warenexporte der USA nach Europa erreichten einen Rekord.

- Europa wurde zum wichtigsten Abnehmer von US-Rohöl und bezog mehr als 60% von den US-Flüssiggaslieferungen ins Ausland.
- Die Tochtergesellschaften von US-Unternehmen in Europa verdienten schätzungsweise 350 Milliarden Dollar, und die europäischen Einheiten in den USA erwirtschafteten 190 Milliarden Dollar.

Unterm Strich heisst es: «Die Globalisierung ist nicht tot, aber sie wird verfeinert und umgestaltet.» Über die Ströme ausländischer Direktinvestitionen kann nicht dieselbe positive Bilanz gezogen werden. Dem Bericht zufolge gingen die ausländischen Direktinvestitionen der USA in Europa in den ersten neun Monaten des Jahres 2023 um fast ein Drittel zurück, während die Investitionen in die andere Richtung um fast 30% sanken. Das sind Trends, die sich in diesem Jahr fortsetzen könnten.

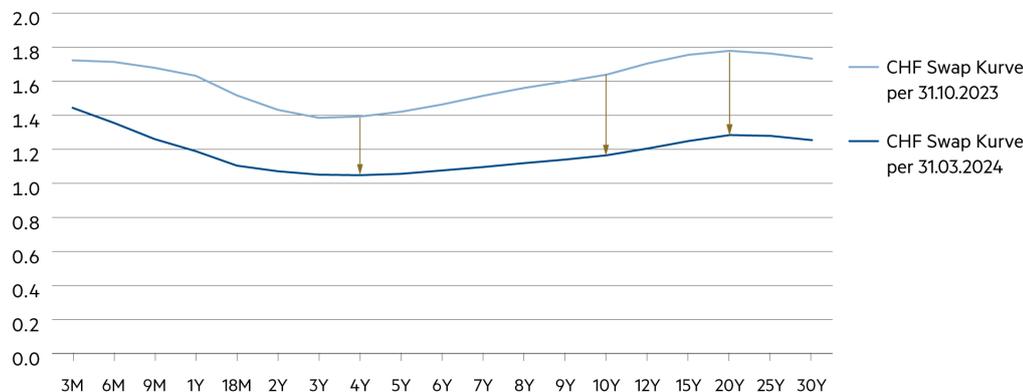
«Es würde uns nicht überraschen, wenn die Investitionsströme 2024 angesichts der Unsicherheiten im Zusammenhang mit einer Reihe von Wahlen in den USA, in Europa und in vielen anderen Ländern der Welt weiterhin schwach bleiben würden», heisst es im Bericht. «Das Risiko für die Investitionsströme besteht darin, dass die Unternehmen eine abwartende Haltung gegenüber den Wahlen einnehmen und ihre Investitionen zurückhalten, bis die Wähler ihre Meinung geäussert haben.»

Günstigere Kreditkosten könnten dazu beitragen, das Blatt zu wenden. Weil beidseits des Atlantiks erwartet wird, dass die Zinssätze in diesem Jahr sinken werden, wird dies mittelfristig wohl eine neue Runde von Investitionsausgaben sowie Mergers & Acquisitions begünstigen. Der jüngste Rückgang der Investitionen wird daher eher als zyklisch und nicht als strukturell bedingt betrachtet.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Nachdem die SNB ihren Leitzins um 0.25% auf 1.5% senkte, zogen erste Banken gleich mit und kündigten tiefere Sparrzinsen an – nicht weit von der Null entfernt.
Eurozone, Europa	↗	↗	Das reale BIP-Wachstum in der Eurozone dürfte überraschend hoch ausfallen, getragen insbesondere von flexiblen, südeuropäischen Ländern und Unternehmen.
USA	↗	↗	Die Resilienz der US-Volkswirtschaft ist nicht mehr zu leugnen. Die falschen Thesen von Rezession und Hard Landing gehören inzwischen in den Papierkorb.
Rest der Welt	↗	↗	Während westliche Aktienindizes sich in der Nähe ihres Allzeithochs befinden, liegen chinesische Aktien rund 39% unter ihrem Höchst. Wir sind dort nicht investiert.

Liquidität, Währung

Der Schweizer Franken ist überverkauft



Die Franken Swap-Kurve vom 31. März 2024 vs. 31. Oktober 2023 (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Im Zuge ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung hat die SNB den Leitzinssatz um 0.25% auf 1.5% gesenkt. Damit leitete sie auch eine Schwächung des Frankens und eine deutliche Senkung der Zinskurve über alle Laufzeiten ein. Uns erscheint der Nutzen, der sich aus den neuen Swap-Zinsen ergeben, erheblich. Dagegen sind wir überzeugt davon, dass die massive Abschwächung des Frankens im ersten Quartal 2024 eher von vorübergehender Natur ist.

Die Swap-Kurve verzeichnet derzeit ihren tiefsten Punkt bei vier Jahren, d. h. im Interbanken-Geschäft werden vierjährige Kontrakte mit einer Verzinsung von 1.04% (Briefkurs) abgeschlossen. Für einen Hypothekarkreditzins gilt die ungefähre Daumenregel, dass man unter kompetitiven Bedingungen für erstrangige Sicherheiten eine Kundenmarge von zusätzlichen 0.8% hinzurechnen muss, um auf die Verzinsung des jeweiligen Hypothekarkredits zu kommen, d. h. derzeit dürfte eine vierjährige Festhypothek den besten Schuldnern zu rund 1.84% offeriert werden.

Mit anderen Worten sind derzeit zwei- bis zehnjährige Festhypotheken wieder zu 2.0% oder knapp darunter erhältlich. Das ist rund 0.5% weniger als vor fünf Monaten. Ein weiteres derart substantielles Absinken wird vom Markt nur gerade im Geldmarkt erwartet. Da liegt die drei- und sechsmonatige Verzinsung derzeit bei rund 1.4%. Sie dürfte sich Ende Dezember 2024 und Ende 2025 leicht unter 1.0% bewegen, was sich aus den gegenwärtigen Saron Futures ableiten lässt. Mit anderen Worten: Der Kapitalmarkt erwartet momentan

zwei weitere Leitzinssenkungen in der Höhe von 0.25% bis Ende des Jahres. Erst wenn diese eingetreten sind, fallen die Hypothekarzinsen jener Kredite, die an den variablen Saron-Geldmarktzins gebunden sind.

Noch tiefere Leitzinsen sind nicht zu erwarten. Es ist gut möglich, dass die SNB bereits bei 1.25% die «Neutralität» ihrer Geldpolitik ausruft. Gewissheit besteht da nicht. Wenn das wirtschaftliche reale Trendpotenzial bei jährlich +1.25% betrachtet wird, braucht der Leitzins ohne konjunkturelle Not (z. B. als Bekämpfung einer allfälligen Rezession) nicht daruntergedrückt zu werden.

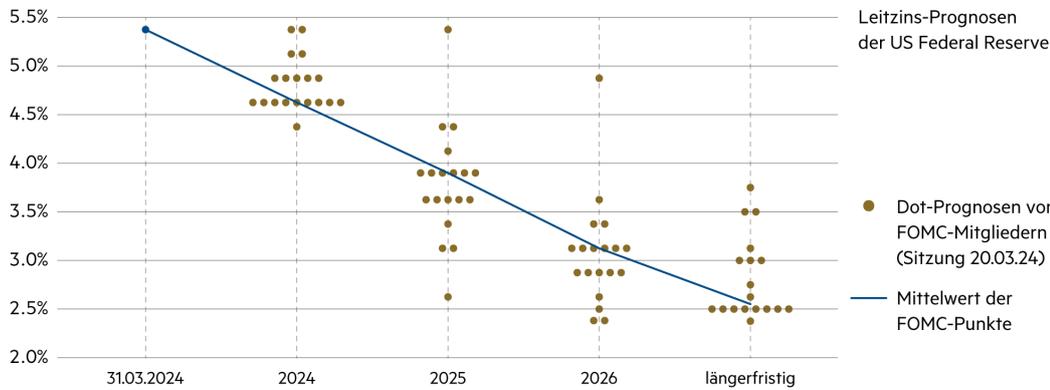
Gewiss ist, dass der jüngste SNB-Entscheid einen positiven Einfluss auf die Stabilisierung der inländergeprägten Preislandschaft (z. B. Mietzinsen) ausübt. Die vorübergehende Schwäche gegenüber dem Euro und dem Dollar dürfte lediglich kurzfristiger Natur sein, sorgt jedoch für eine unmittelbare Entlastung für die schweizerische Exportindustrie.

Gegenwärtig scheinen uns die Zinssenkungserwartungen an die SNB zu hoch. Der Straffungsbedarf in Zeiten erhöhter Inflation darf nicht gleich gestellt werden mit dem Lockerungspotenzial in Zeiten von Inflationsraten zwischen 1% und 2%. Diese liegen immerhin im oberen Band dessen, was die SNB als Preisstabilität betrachtet (0% bis 2%). Die Inflationsprognose der SNB lässt den Rückschluss zu, dass es eine erhebliche Chance gibt, dass die Erwartungen an die SNB enttäuscht werden. In dem Moment wird sich der Franken wieder aufwerten.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Die rückläufigen Geldmarktrenditen sorgen für eine anhaltende Liquiditäts-Zufuhr in langfristige Nominal- und nachhaltige Realanlagen.
Euro / Schweizer Franken	↗→	↗→	Im Laufe der kommenden 12 Monate dürfte sich das starke Momentum für den Euro (+4.8% ytd) wieder etwas abschwächen.
US-Dollar / Schweizer Franken	→↘	↘	Im ersten Quartal 2024 hat der Dollar zwar knapp 80% seiner Einbusse gegenüber dem Franken im vierten Quartal 2023 wieder wettgemacht, er bleibt aber instabil.
Euro / US-Dollar	↗	↗	Mit 1.08 steht das global wichtigste Währungspaar genau 3% höher als vor sechs Monaten. Die Inflationsraten in der Eurozone fielen rascher als jene in den USA.

Anleihen

Erhebliches Leitzins-Senkungspotenzial



Fed Leitzinsprognosen per Ende 2024, 2025, 2026 und längerfristig (Quelle: Federal Reserve FOMC Sitzung vom 20. März 2024 | Grafik: Zugerberg Finanz)

Mit den sinkenden Inflationsraten in den USA wie auch in Europa ist das grösste Leitzins-Senkungspotenzial seit 17 Jahren entstanden. Den abwärts gerichteten Zinszyklus begann die SNB am 21. März. Die Europäische Zentralbank (EZB) dürfte als nächstes folgen, zuletzt wohl die amerikanische Fed. Die Marktteilnehmer haben bereits begonnen, kurzfristig auf Bankkonti parkierte Gelder angesichts der sinkenden Zinsen wieder in die mittelfristig lukrativeren Anleihsen- und Aktienmärkte zu verlagern.

Die jüngsten Inflationswerte lassen keinen Zweifel aufkommen, dass der Zinsbuckel von 2023 von vorübergehender Natur war. Angebots- und nachfrageseitig lassen die Inflationstreiber insbesondere in der Eurozone nach. Nun muss vornehmlich die EZB darauf achten, dass sie mit ihrer restriktiven Geldpolitik das zarte Wachstums-Pflänzchen an der Frühjahrssonne nicht gleich wieder zum Erliegen bringt. Die Lieferengpässe wie auch die Energiepreise haben sich entspannt, aber die Weltwirtschaft rollt nicht reibungslos. Das Konsumentenvertrauen kehrt allmählich zurück, ebenso die so wichtige Güternachfrage für die exportorientierten Träger der europäischen Wirtschaft. Nachdem der IWF seine Prognose für das globale Wirtschaftswachstum auf 3.1% angehoben hat, gilt es nun den Schwung der Weltwirtschaft auch in Europa zu nutzen.

Wo die Inflation erfolgreich bekämpft ist und sich auch der Arbeitsmarkt in einer Balance bewegt, ist jeder weitere restriktive geldpolitische Entscheidung einer zu viel. Der fortgesetzte restriktive Kurs sorgte bislang dafür, dass die Wirtschaft nach ihrer Schwächephase nur

langsam wieder auf die Beine kommt. Er behindert die volle Ausschöpfung des Wachstumspotenzials Europas. Auch die Schweizer Wirtschaft wird davon profitieren, sobald die EZB endlich ihren Senkungszyklus beherzt einleitet und der momentan leichten Aufwärtstendenz Momentum verleiht.

Die robuste weltweite Wirtschaftstätigkeit sorgt auch dafür, dass wir bei den Unternehmensanleihen kaum Ausfälle sehen. Die Risikoprämien sind rückläufig und bei den besten Bonitäten auf einem sehr tiefen Niveau angelangt. Weiteres Potential einer sogenannten «Spread-Verengung» ist vorhanden, aber gering. Die «High Grade» Unternehmensanleihen sind praktisch zu einem Zinspapier verkommen. Der unternehmensspezifische Risikoaufschlag gegenüber einer Staatsanleihe macht bei Dollar-Anleihen nur noch 17% der Rückzahlungsrendite aus – so wenig wie seit 17 Jahren nicht mehr.

Auch in Europa sind die besten Unternehmensanleihen mit geringen Risikoaufschlägen versehen. Doch hierzulande tragen sie immerhin noch 31% zur Rückzahlungsrendite bei. Kritisch könnte man anmerken, dass die Rückzahlungsrenditen höher liegen als die durchschnittlich ausstehenden Zinscoupons. Mit anderen Worten muss mit jeder Refinanzierung einer fälligen Anleihe derzeit noch ein höherer Zins für die neue Anleihe in Kauf genommen werden. Doch das Risiko, wie wir es berechnet haben, ist moderat. Zudem haben viele Unternehmen ihre Finanzierungsbedürfnisse rechtzeitig zu guten Konditionen gedeckt, weshalb wir bei den von uns selektierten Unternehmensanleihen derzeit kaum Überraschungen erfahren.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→↗	↗	Staatsanleihen in Dollar und in Euro sind von uns bevorzugt, wenn sie über eine längere Restlaufzeit und damit über ein gutes Kurssteigerungspotenzial verfügen.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Unternehmensanleihen bevorzugen wir insgesamt gegenüber Staatsanleihen aufgrund der vielfältigen Risiko/Rendite- sowie Diversifikationsaspekte.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Weiterhin lassen sich mit europäischen Hochzins- und Hybrid-Anleihen äusserst attraktive, superiore risikoadjustierte Renditen erzielen.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Vorwärts mit Unternehmensanleihen



Rollmaterial des Bus- und Bahnbetreibers Arriva, ab dem Frühjahr 2024 im Rebranding zu «GoCollective» (Bildquelle: GoCollective / arriva.dk)

Mit Unternehmensanleihen liess sich im März vorwärtskommen. Der auf interessante, riskante Unternehmens-Kreditrisikoprämien ausgerichtete Credit Opportunities Fund (COF) legte mit +1.7% deutlich zu und erzielte damit eine Quartalsrendite von +3.3%. Das ist vielversprechend für den weiteren Jahresverlauf. Auch der defensiv ausgerichtete Zugerberg Income Fund (ZIF) vermochte im März mit +1.0% spürbar zuzulegen.

Im März übertraf der zinsensitive ZIF die Performance des Swiss Bond Index (+0.7%) und des Weltanleihensindex (+0.6%; in Schweizer Franken abgesichert). Weil sich die Aussichten auf anstehende Leitzinssenkungen verstärkten, befinden sich die internationalen Anleihenmärkte nach einem schwierigen Jahresstart momentan in guter Verfassung. Wir gehen davon aus, dass die Nachfrage nach Anleihen zunehmen und positiven Druck auf die Anleihenmärkte erzeugen wird.

In der Beurteilung des ZIF darf nicht vergessen werden, dass dieser eine wichtige Pufferfunktion in konjunkturell schwierigen Phasen hat. Es handelt sich somit um ein zentrales Element der Diversifikation. Ein Portfolio wäre nicht gut diversifiziert, hätte es alle Eier in denselben Korb gelegt. Die Diversifikation misst man an der Korrelation zwischen zwei Investments, und diese sollte gering oder gar negativ sein, je nach Absicht des Portfolio Managers. Diversifikation verringert die Risiken. Ein Portfolio aus 50% Anleihen und 50% Aktien erwies sich in der Vergangenheit als weniger schwankungsfähig als ein ausschliesslich aus Aktien bestehendes Portfolio. Der ZIF wird demzufolge seinen grössten Nutzen dann beweisen können und müssen, wenn die Performance an den Aktienmärkten

nachlässt oder die Konjunktur sich abkühlt.

Der COF hat einen anderen Charakter. Dessen Duration ist typischerweise viel geringer als im ZIF, dafür liegen dessen Haupteinnahmequellen nicht in der Zinsstrukturkurve, sondern in den unternehmensspezifischen Risikoprämien. Unter den 178 Anleihen hat es solche, die eine geringe Risikoprämie gegenüber Staatsanleihen aufweisen (z. B. Microsoft, Deutsche Telekom). Eine Reihe von Anleihen sind ebenfalls im «High Grade» Bereich angesiedelt, doch sind sie nachrangig in der Bilanzstruktur. Rund 10% aller Anleihen haben einen soliden Versicherungscharakter als Geschäftsmodell (SwissRe, Zurich, Helvetia usw.), was sich derzeit angesichts der hohen Solvabilitätskennzahlen als besonders vorteilhaft auszeichnet. Doch die rund 40 «Trades» im März zeigen auch auf, dass das Portfolio stets überprüft, an aktuelle Trends angepasst und aktiv bewirtschaftet wird.

Die Outperformance des COF im laufenden Jahr ist zum grössten Teil auf die Selektion und zum Teil auf die zugrundeliegenden Marktsegmente zurückzuführen. Unter den neuen Anleihen, die in den COF aufgenommen wurden, gefällt uns insbesondere GoCollective. Dabei handelt es sich um den marktführenden Leistungserbringer von öffentlichem Verkehr in und rund um Kopenhagen, Dänemark, mit einer Pünktlichkeitsquote von 99.9%. Das Unternehmen wird von der führungserprobten CEO Marianne Bøttger geleitet, die sich mit ihren Erfahrungen aus über 23 Jahren in Mobilitäts- und Public Transportation-Geschäftsjahren und mit einem inspirierenden Team für einen erfolgreichen Turnaround einsetzt.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2024 (seit Jahresbeginn)	-0.3%	+3.3%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-8.7% (-1.6%)	+29.3% (+2.3%)
Anteil positiver Renditemonate	52%	67%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	120 BP (-3 BP)	494 BP (-22 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A-	BB+

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

Immobilien, Infrastruktur

Vielversprechende Infrastrukturwerte



Ein Jet der Swiss International Air Lines auf dem Flughafen Zürich (Bildquelle: Flughafen Zürich AG)

Das Umfeld für Infrastrukturwerte ist alles andere als perfekt, aber es hat sich entscheidend verbessert. Resilientes Wachstum, sinkende Zinsen, geringere Kapitalkosten, tiefere Diskontierungssätze, höhere Bewertung – das sind nur einige Faktoren, welche die Anlageklasse im Laufe der kommenden zwei Jahre positiv beeinflussen werden. Derzeit kommt es zu einer Vielzahl von Infrastrukturangeboten, weil sich auch die Zahl der zugrundeliegenden Vorhaben weltweit deutlich erhöhte.

Nach einer schwierigen Phase während der Pandemie befindet sich die Flughafen Zürich AG immer noch in der postpandemischen Erholung. Die Investoren schätzen die offene Kommunikation und das grosse Bemühen, die Gesellschaft breiter abgestützt in die Zukunft zu führen. Der Aktienkurs liegt am Quartalsende mit knapp +17% deutlich über dem Jahresbeginn. Zwar waren rund um Ostern mit rund 90'000 Passagieren pro Tag die Zahlen immer noch leicht tiefer als 2019, aber die Passagiere nutzen das breite Angebot für mehr Konsumation.

Erfreulich war auch die im Grundsatz getroffene Vereinbarung betreffend der Flugbetriebsgebühren am Flughafen Zürich mit dem Bundesamt für Zivilluftfahrt. Auf die nächste Gebührenperiode soll ein «Roll-over Mechanismus» eingeführt werden – zum Vorteil aller Stakeholder. Der abschliessende Entscheid obliegt dem Bundesrat und eine Entscheidung ist im vierten Quartal 2024 zu erwarten.

Auch andere Infrastrukturunternehmen wie BKW (Energie), Veolia (Wasser) und Vinci (Flughäfen und Mautstrassen) befinden sich mit

der konjunkturellen Entwicklung im Aufwind.

Im Schweizer Immobilienmarkt zeichnen sich unterschiedliche Entwicklungen ab. Obschon der Eigenheimmarkt aufgrund des «UBS Swiss Real Estate Bubble Index» als überbewertet gilt, sind weitere Preiserhöhungen absehbar. Die zuletzt deutlich günstigeren Finanzierungskonditionen als vor sechs Monaten erhöhen die Nachfrage, die auf ein beschränktes Angebot stösst. In den letzten Jahren war die Bautätigkeit aufgrund der hohen Zinsen und der höheren Baukosten eher moderat.

Inzwischen haben sich die Baupreise stabilisiert. Gemäss Schweizerischem Baumeisterverband dürften die Baupreise in diesem Jahr nicht stärker als die Inflation steigen, also im Bereich zwischen einem und zwei Prozent. Im Bauhauptgewerbe dürften rund 23 Milliarden Franken umgesetzt werden, etwa gleich viel wie im Vorjahr.

Obwohl die Einwanderung und damit die Bevölkerungszahl in jüngster Zeit deutlich zunahm, wurde zu wenig Wohnraum produziert. Das sinkende Zinsumfeld wird allerdings dafür sorgen, dass wieder mehr Kapital in Wohnrenditeinvestitionen fließen wird. Auch dürften institutionelle Anleger angesichts der moderaten Zinsausichten bei den Eidgenossen wieder verstärkt tiefe Anfangsrenditen in Kauf nehmen. Gleichzeitig hat sich für die Mietlandschaft das Umfeld verbessert. Der hypothekarische Referenzzinssatz dürfte unverändert auf seinem aktuellen Niveau von 1.75% verharren und damit die Mietpreise stabilisieren.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗	↗	Bei den Hypothekarvolumen rechnen wir in diesem Jahr mit einem beschleunigten Wachstum aufgrund der tieferen Zinsen.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→	→	Der strukturelle Wandel bei den Verkaufsflächenmieten setzt sich fort. Die Leerstände nehmen zu. Qualität bleibt weiterhin Trumpf.
Immobilienfonds CH	↗	↗	Am Transaktionsmarkt zeichnen sich allgemein steigende Kaufpreise für neuere Mehrfamilienhäuser mit einem guten Energiestandard ab.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Die Perspektiven von weitsichtigen Infrastruktur-Unternehmen verbessern sich im Laufe des Jahres 2024. International beliebt sind Data-Center und Logistik-Center.

Aktien

Verbesserte Aussichten für Aktien



Die Aktienmarktentwicklungen diesseits und jenseits des Atlantiks im März 2024 (Quelle: Bloomberg Finance L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Im Frühjahr 2024 haben sich die realwirtschaftlichen Aussichten für Aktien verbessert. Ein Faktor besteht darin, dass sich das weltwirtschaftliche Wachstum beschleunigt und sich weit von einer Rezession entfernt. Ein weiterer Faktor besteht in der Produktivitätssteigerung durch neue Technologien, welche derzeit sämtliche Branchen und Sektoren global erfasst. Hinzu kommt, dass die US-Investoren zunehmend die relativ tiefen Bewertungen in Europa zu entdecken beginnen.

Europäische Aktien werden von US-Investoren seit längerem mehr verkauft als gekauft. Das ist mit Wertpapierstatistiken untermauert. In jüngster Zeit findet sie wieder vermehrt Gefallen an europäischen Unternehmen. Wir nennen hier nur auszugsweise ein paar Beispiele:

Holcim (+24% seit Jahresbeginn) imponiert mit den Abspaltungsplänen, um den stark wachsenden US-Baumarkt noch näher und besser zu bedienen. Der Fabrikbau weist durch den Trend zum Re-Shoring die stärksten Wachstumsraten der vergangenen 50 Jahre auf.

Lonza (+53%) beweist unternehmerische Weitsicht mit ihrem Biologics-Investment an der US-Westküste, das insgesamt rund 2 Milliarden Franken kosten dürfte – genau in jener Phase, in welcher der Konkurrent Wuxi Biologics in Schwierigkeiten gerät. Die jährlichen Wachstumsraten für Lonza dürften auf durchschnittlich 17% bis mindestens ins Jahr 2028 steigen.

Nestlé (-2%) hat klares Potenzial, als multinationalste Lebensmittelunternehmung der Welt vom global wachsenden Mittelstand zu profitieren. Auf diesem geduldigen Pfad wird man mit einer Dividendenrendite von mehr als 3% vergütet.

SwissRe (+23%) ist ein global verankerter Rückversicherer, der über eine sehr hohe Solvabilität verfügt und dennoch nur zu einem Kurs Gewinn Verhältnis von 10 gehandelt wird. Die Dividendenrendite von über 5% bleibt aufgrund der ökonomischen Substanz auf Jahre hinaus gesichert.

SGS (+21%) ist der globale Marktleader in der Warenprüfung und Zertifizierung. Der Genfer Konzern mit einem starken Ankeraktionär befindet sich in einem strukturellen Wachstumsmarkt, weil Gesetzgeber und Verträge immer mehr Prüfungen und Zertifikate erfordern.

Axa (+18%) ist der global grösste Nichtlebensversicherer. Die Strategie des langjährigen CEO Thomas Buberl, der an der HSG in St. Gallen doktorierte, beginnt Früchte zu tragen. Zudem trägt KI dazu bei, die Produktivität erheblich zu verbessern.

Verschiedene interessante europäische Unternehmen mit einer globalen Bedeutung befinden sich mitten in einer Metamorphose. Accelleron (+29%) hat sich erst vor kurzem von ABB abgespalten, was ihr eine neuartige Dynamik verlieh.

Der schwächere Franken hilft: Das gilt für eine Vielzahl von hiesigen Unternehmen, so auch für Bossard (-1%) und U-blox (-13%), die wie Accelleron einen erheblichen Teil der Wertschöpfung in der Schweiz erbringen, aber global ihre Nischen bearbeiten. Deren beste Jahre stehen noch bevor. Das lässt sich von zahlreichen Unternehmen sagen, deren Geschäftsmodell wir eingehend überprüft haben. Das erfordert aber noch manchenorts Geduld, ebenso beim global führenden Spediteur Kühne+Nagel (-13%), der unter dem neuen CEO Stefan Paul einen mehrjährigen Wandel durchläuft.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Im SMI waren die Ausreisser im März Lonza (+17%), Holcim (+13%) am oberen Ende und Sonova (-4%) und Kühne+Nagel (-16%) am unteren Ende.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Der Euro Stoxx 50 (+12.4% seit dem 1.1.) verkörpert weiterhin die verbesserten Makro-Indikatoren aus der Eurozone. Banken profitierten dabei überproportional.
Aktien USA	↗	↗	Die europäischen Märkte legten im März deutlich mehr zu als der amerikanische Dow Jones (+2.1%) oder der Technologieindex Nasdaq (+1.8%).
Aktien Schwellenländer	↗	↗	In Indien begann am 1. April das neue Geschäftsjahr für alle Unternehmen. Die Umsatz- und Gewinnerwartungen sind nochmals gestiegen.

Alternative Anlagen

Gold als Werterhalt



(Quelle: stock.adobe.com | Grafik: Zugerberg Finanz)

In Dollar erscheint der Goldpreis als Rallye. In Franken verläuft der Preis für ein Kilogramm Gold seit fünf Jahren bis vor zwei Wochen orientierungslos in einem Seitwärtsband. Privatinvestoren haben aktiv ihre Gold ETF-Positionen seit zwei Jahren erheblich reduziert. Seit den Sanktionen der USA gegen Russland und China setzen diese beiden Länder vermehrt auf Gold als Reserve in ihrer Zentralbank, um die Abhängigkeit vom Dollar als wichtigste Weltwährung zu reduzieren.

Die strukturellen Treiber hinter den Zentralbanken-Käufen aus Russland und China, aber auch russlandnahen Ländern wie Weissrussland, Aserbaidschan, Kasachstan usw. bleiben intakt. Aus den jüngsten Zahlen des World Gold Council geht hervor, dass die Zentralbanken im Jahr 2023 ihre physischen Goldbestände um mehr als 1'000 Tonnen aufstockten. Dies dürfte sich im ersten Quartal 2024 sogar noch beschleunigt haben.

Hinzu kommt die Nachfrage aus Asien. In Indien steigt die Nachfrage nach Goldschmuck aufgrund des zunehmenden Wohlstands, während chinesische Anleger nach alternativen, echten Wertaufbewahrungsmitteln zu ihren Immobilien (sinkende Preise!) und Aktien (sinkende Kurse!) suchen.

Wererhalt steht stets im Zentrum des Goldbesitzes. In Zeiten hoher Unsicherheit ist Gold auch im Westen beliebt, um das restliche Vermögen etwas abzusichern. Da es keinen Ertrag abwirft, geht es bei Gold einzig darum, den Wert langfristig zu erhalten. Seit über 3'000 Jahren ist teuerungsbereinigt keine Wertsteigerung zu beobachten. Das gilt auch für die letzten hundert Jahre, wie wir grafisch am obigen Beispiel dargestellt haben.

Damals reichten einige kleine Barren, um ein Haus in den USA zu erwerben. Die Häuser sind inzwischen rund 90mal teurer geworden, aber genauso der Goldbarren. Heute benötigt man immer noch gleich viele Barren, um ein Haus zu erwerben. Um Werterhalt geht es auch den Zentralbanken mit einer schwachen Währung. Nie wurde in den letzten 25 Jahren so viel Gold durch Zentralbanken erworben wie in den vergangenen Jahren.

Einen Diversifikationsnutzen erzielt man mit Gold deshalb, weil der Preis sich relativ erratisch verändert und kaum mit jenen auf den ertragsreichen Kapitalmärkten korreliert. Der Goldpreis beträgt derzeit 1'979 Franken pro Unze (31.1 Gramm). Die Höhe, die leicht über dem Seitwärtsband liegt, geht auf die aktuelle Frankenschwäche nach der Leitzinssenkung durch die SNB zurück. Allerdings steigt mit dem Goldpreis erfahrungsgemäss auch die Angst um das Gold. Die Aufbewahrung kostet immer mehr, und von einer leichtsinnigen Aufbewahrung zuhause ist dringend abzuraten.

Goldkäufe wurden der chinesischen Zentralbank nachgesagt, welche sich unabhängiger vom Dollar machen möchte. Dabei spielt auch die Schweiz mit ihrem Goldhandel eine wichtige Rolle. Der Export nach China hat sich im Januar 2024 gegenüber dem Dezember 2023 verdreifacht. Eine Zinslockerungsphase der westlichen Zentralbanken sollte den Wert der ertragslosen Goldreserven erhöhen.

Wenn wir schon die Edelmetalle betrachten, dann sei noch ein Hinweis gemacht: Der Gesamtwert der Bitcoins hat die Bewertung aller Silberbestände auf der Welt überschritten. Sämtliche Goldbestände auf der Welt machen etwa den zehnfachen Bitcoin-Wert aus.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→	↗	Rezyklierte Rohstoffe werden zu einem zentralen Faktor, weshalb selbst «seltene Rohstoffe» eine bescheidene Preisentwicklung in Zukunft erfahren dürften.
Gold, Edelmetalle	↗	↗	Wer die Welt negativ betrachten möchte, sieht im Goldpreis ein Zeichen für den schlechten Zustand der Welt und sucht im Gold einen «sicheren Hafen».
Insurance Linked Securities	↗	↗	Wir sind von der risikoadjustierten Attraktivität von nachrangigen Versicherungsanleihen und ILS-Lösungen weiterhin überzeugt.
Private Equity	↗	↗	Die kommenden Jahre werden einen Bewertungsboom in der Branche auslösen und dürften zu erfreulichen «Incentive Fees» und Kursentwicklungen führen.

Marktdaten

Anlageklasse		Kurs (in Lokalwährung)			Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)		
		31.03.2024	03/2024	2024 YTD	2023	2022	2021
Aktien							
SMI	CHF	11'730.4	+2.5%	+5.3%	+3.8%	-16.7%	+20.3%
SPI	CHF	15'442.9	+3.9%	+6.0%	+6.1%	-16.5%	+23.4%
DAX	EUR	18'492.5	+6.6%	+15.7%	+13.1%	-16.3%	+10.4%
CAC 40	EUR	8'205.8	+5.5%	+14.0%	+9.6%	-13.9%	+23.6%
FTSE MIB	EUR	34'750.4	+8.7%	+20.0%	+20.4%	-17.3%	+17.3%
FTSE 100	GBP	7'952.6	+6.3%	+9.3%	-0.3%	-8.8%	+16.7%
EuroStoxx50	EUR	5'083.4	+6.2%	+17.8%	+12.1%	-16.0%	+16.0%
Dow Jones	USD	39'807.4	+4.1%	+13.4%	+3.5%	-7.7%	+22.2%
S&P 500	USD	5'254.4	+5.1%	+18.3%	+13.1%	-18.5%	+30.6%
Nasdaq Composite	USD	16'379.5	+3.8%	+17.2%	+30.6%	-32.3%	+25.0%
Nikkei 225	JPY	40'168.1	+3.6%	+19.9%	+8.6%	-19.7%	-2.6%
Sensex	INR	73'651.4	+3.0%	+9.3%	+7.4%	-4.8%	+23.2%
MSCI World	USD	3'436.8	+5.0%	+16.5%	+10.8%	-18.5%	+23.7%
MSCI EM	USD	1'040.4	+3.9%	+9.1%	-2.6%	-21.5%	-1.8%
Obligationen (gemischt)							
		31.03.2024	03/2024	2024 YTD	2023	2022	2021
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	153.9	+0.5%	-1.0%	+2.2%	-13.2%	-3.0%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	182.8	+1.0%	-0.9%	+4.2%	-16.7%	-2.0%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	345.2	+1.3%	+1.7%	+8.7%	-13.6%	+1.4%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	267.4	+1.4%	+0.7%	+4.5%	-18.2%	-2.7%
Staatsobligationen							
		31.03.2024	03/2024	2024 YTD	2023	2022	2021
SBI Dom Gov	CHF	179.1	+1.5%	-0.2%	+12.5%	-17.0%	-4.2%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	139.0	+0.3%	-1.9%	-0.5%	-15.0%	-3.5%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	179.4	+0.9%	-1.2%	+4.8%	-18.9%	-3.7%
Unternehmensobligationen							
		31.03.2024	03/2024	2024 YTD	2023	2022	2021
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	183.1	+0.6%	+0.7%	+5.7%	-7.5%	-0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	185.9	+1.0%	-1.4%	+3.5%	-18.5%	-2.3%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	589.5	+0.9%	+0.5%	+8.5%	-13.7%	+4.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	164.4	+1.1%	-0.1%	+5.9%	-14.1%	-1.2%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	289.8	+0.2%	+1.0%	+9.8%	-10.9%	+3.2%
Alternative Anlagen							
		31.03.2024	03/2024	2024 YTD	2023	2022	2021
Gold Spot CHF/kg	CHF	64'643.1	+11.2%	+14.8%	+0.8%	+1.0%	-0.6%
Commodity Index	USD	99.5	+4.9%	+8.3%	-20.4%	+15.1%	+30.8%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'488.5	+3.5%	+6.4%	+5.4%	-17.3%	+7.6%
Währungen							
		31.03.2024	03/2024	2024 YTD	2023	2022	2021
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.9017	+1.9%	+7.2%	-9.0%	+1.3%	+3.1%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9727	+1.8%	+4.7%	-6.1%	-4.6%	-4.0%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5958	+1.1%	-0.1%	-15.4%	-11.0%	-7.5%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1382	+1.9%	+6.2%	-4.2%	-9.3%	+1.9%

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 finden entsprechend 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ussiweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch; Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 31.03.2024; Wirtschaftsdaten per 31.03.2024; Wirtschaftsprognosen vom 31.03.2024; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.