



Hünenberg, Kanton Zug, Schweiz (Foto: Andreas Busslinger)

## Weltwirtschaft wächst um knapp 3%

Die Weltwirtschaft steuert in diesem Jahr nicht auf eine Rezession zu, sondern wächst vielmehr um knapp 3%. Diese Einschätzung wird sowohl von der Weltbank wie auch vom Internationalen Währungsfonds geteilt. Das Wachstum in den Schwellenländern, insbesondere in Asien, trägt die Weltwirtschaft. Dagegen dürften die Impulse aus den Industrieländern im laufenden Jahr bescheidener ausfallen.

In den USA kühlt die Konjunktur nach einem starken Jahresbeginn allmählich etwas ab. Dagegen befindet sich die europäische Konjunktur in der Erholung, welche sich insbesondere in den südlichen Ländern dank dem Aufschwung im Tourismus in den Sommermonaten fortsetzen dürfte. Unternehmen mit einem stark asiatischen

Bezug dürften ebenfalls zu den Gewinnern zählen.

Die Inflationsraten nehmen in allen Industrieländern deutlich ab und das Risiko einer Lohn-Preis-Spirale bleibt gering. Inflation ist gewiss nicht (mehr) das Hauptproblem. Vielmehr geht es gesamtwirtschaftlich darum, die Reallöhne nicht weiter zu reduzieren. Es gilt, die Reallöhne in eine leichte Wachstumsphase zu bringen. Dazu dürfte auch der robuste Arbeitsmarkt beitragen. Letztlich geht es darum, das Geschäftsklima wie auch das Konsumentenvertrauen aufrechtzuerhalten und damit den Konsum respektive die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu stabilisieren.

## Im April wie gewohnt positive Renditen

In der saisonalen Betrachtung gibt es Monate, die historisch betrachtet mit überdurchschnittlichen Renditen verbunden sind. Dazu zählt der Monat April, der in den letzten 20 Jahren in 70% der Fälle jeweils eine positive Monatsrendite erzielte. Auch in diesem Jahr erfüllte der April die Erwartungen voll und ganz. Der Swiss Market Index (SMI) legte um +3% zu. In Europa gab es einzelne Länderindizes, die stärker anstiegen, andere entwickelten sich flacher. In der Erwartung einer milden Rezession in den USA blieben die amerikanischen Indizes zurück. Der breite S&P 500 Index erzielte mit +1.5% dennoch ein solides Plus, der Technologieindex Nasdaq endete unverändert.

Kaum verändert blieben die Anleienslösungen. Die Erholung bei den Anleihen erfordert Geduld. Der Swiss Bond Index (SBI AAA-BBB Total Return) legte seit Jahresbeginn dank sinkenden Inflationsraten und tieferen Langfristzinsen um 2.3% zu. Der positive Beitrag bei den Anleihen sorgte immerhin dafür, dass alle Portfolios – auch jene mit einem hohen Anleiensanteil – klar im Plus liegen. Die

Aktienquote wird weiterhin neutral gehalten. Dennoch vermochte ein Portfolio in den ersten vier Monaten tendenziell umso mehr zu profitieren, je höher der Aktienanteil lag. Balancierte Portfolios sind seit Jahresbeginn auf einem guten Weg (z. B. Revo2 +5.3%, Revo3 +6.5%). Portfolios mit einem höheren Aktienanteil liegen stärker im Plus (z. B. Revo4 +7.6%, Revo5 +8.8%) und übertreffen die SMI-Performance (z. B. RevoDividenden +10.6%, RDividenden +10.3% seit Jahresbeginn).

Bei den Wechselkursen blieb der Trend: Der Euro legte gegenüber dem Dollar im April weiter zu und handelte zuletzt bei 1.10 (+2.9% im 2023). Der Dollar büsste gegenüber dem Franken weiter Terrain ein und handelte zuletzt bei 0.89 (-3.2% im 2023). Im Hinblick auf das Zyklusende der gegenwärtigen US-Leitzinserhöhungen von 500 Basispunkten innert 15 Monaten ist mit einer weiteren Abschwächung des Dollars zu rechnen. Der schwache Dollar setzte vor allem den Dollar-exponierten DecarbRevo Lösungen zu.

## Vorwiegend einzelstitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	April 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz R1	+0.3%	+2.9%
Zugerberg Finanz R2	+0.9%	+4.8%
Zugerberg Finanz R3	+1.0%	+5.9%
Zugerberg Finanz R4	+1.2%	+6.9%
Zugerberg Finanz R5	+1.4%	+6.0%
Zugerberg Finanz RDividenden	+2.2%	+10.3%
Zugerberg Finanz Revo1	+0.5%	+3.1%
Zugerberg Finanz Revo2	+1.0%	+5.3%
Zugerberg Finanz Revo3	+1.4%	+6.5%
Zugerberg Finanz Revo4	+1.6%	+7.6%
Zugerberg Finanz Revo5	+1.8%	+8.8%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+2.4%	+10.6%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-1.3%	+0.7%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-2.4%	+0.5%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-3.4%	+0.7%

## Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	April 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+0.1%	+1.6%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+0.4%	+2.5%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+0.3%	+3.2%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+0.4%	+4.2%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+0.7%	+5.3%

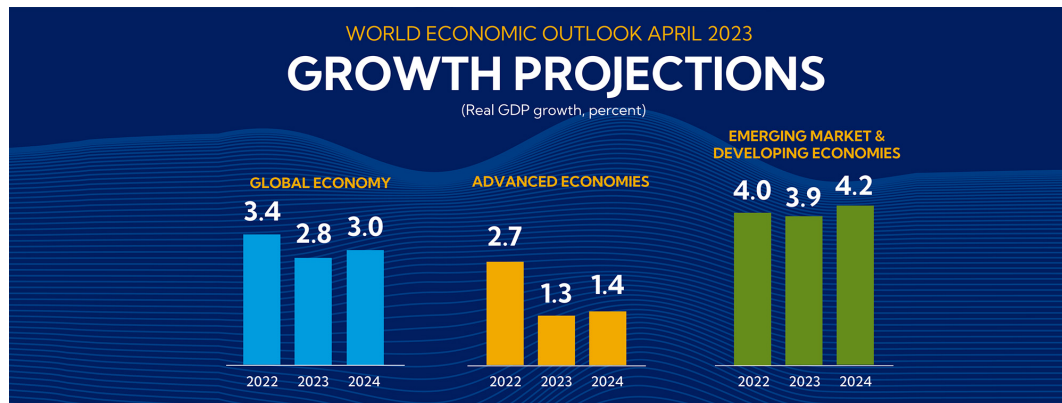
## Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	April 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.5%	+3.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+1.0%	+5.3%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+1.4%	+6.5%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+1.6%	+7.6%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+1.8%	+8.8%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+2.4%	+10.6%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-1.3%	+0.7%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-2.4%	+0.5%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-3.4%	+0.7%

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

Makroökonomie

# Wachstums-Unterschiede in Asien und in den USA



Die weltwirtschaftlichen Wachstumsprognosen (Quelle: Internationaler Währungsfonds, April 2023)

Die Weltwirtschaft dürfte nach Einschätzung des Internationalen Währungsfonds im laufenden Jahr um knapp 3% zulegen, in den Schwellenländern jedoch deutlich mehr als in den Industrieländern. Die konjunkturelle Dynamik unterscheidet sich vor allem am Pazifik. Während sich der asiatische Teil in einem konjunkturellen Aufschwung befindet (+5.3%), steuert die US-amerikanische Wirtschaft auf ein langsames Wachstum zu (+1.6%).

Die Zeichen stehen immer noch gut, dass sich die US-Wirtschaft abkühlt, ohne in eine mindestens sechsmontatige Schrumpfungsphase (= Rezession) zu driften. Im Fed Konjunkturbericht «Beige Book» wird berichtet, wie sich das Wachstum am Arbeitsmarkt etwas abschwächte und sich der Preisanstieg verlangsamt habe. Immer stärker setzt im zweistufigen Bankensystem der Kreditkanal den restriktiven geldpolitischen Kurs fort, indem die Geschäftsbanken ihre Kreditvergabestandards verschärfen. Die unterstellte Wirkungskette ist, dass sich damit Investitionen und der Konsum verteuern. Doch herrscht nach wie vor eine gute Konsumlaune. Die historisch niedrige Arbeitslosenquote beflügelt zum Geld ausgeben.

Ein zentrales Abwärtsrisiko in den USA ist der Gegenwind durch die straffere Geldpolitik. Die geldpolitischen Nebenwirkungen auf die weitgehend unregulierten und lasch beaufsichtigten US-Regionalbanken und deren Kreditpolitik bleiben unklar. Dies wirkt sich auf die Aussichten für 2024 stärker aus als auf die diesjährigen. Und wie die Zusammenbrüche der Silicon Valley Bank wie auch der First Republic Bank zeigen, können die Risiken eines «Bank-Runs» plötz-

lich und heftig auftreten. Gewiss hat das mit den jeweiligen geschäftsspezifischen Bankstrategien zu tun, aber die Trump Administration hat der Volkswirtschaft keinen Gefallen damit getan, die Regulierung der Regionalbanken massiv zu lockern.

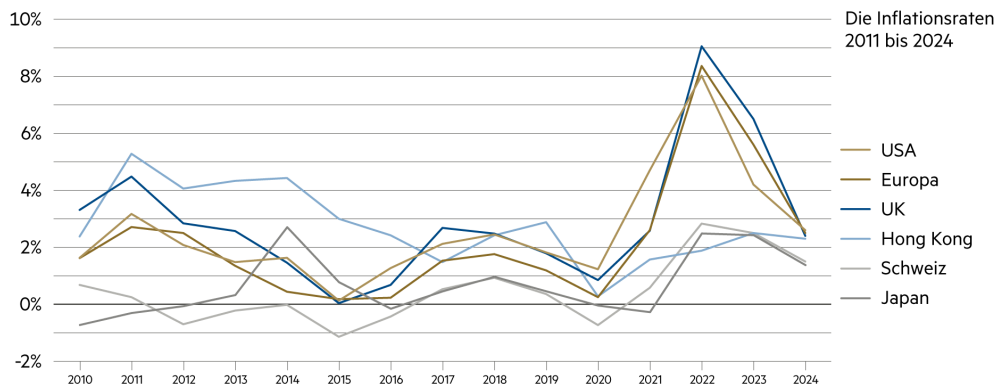
In der Eurozone nimmt der Markt implizit an, dass es zu drei weiteren Zinserhöhungen kommen wird, bis die Zielzins-Bandbreite im Sommer 2023 bei 3.5% bis 3.75% erreicht sein wird. Wie wir schon mehrfach erläutert haben, ist der Zinserhöhungszyklus in Europa etwas verzögert zu jenem in den Vereinigten Staaten. Zudem führt er nie so weit in die Höhe wie jenseits des Atlantiks. Das hat im Kern mit kontinentalspezifischen Gegebenheiten der Wirtschaftsräume und der unterschiedlichen Herkunft der Inflation zu tun.

Die Zinserhöhungen werden die Zinsmarge und damit die Profitabilität von Banken erhöhen. Das ermöglicht wiederum eine von Kontinuität geprägte Kreditvergabepolitik, was sich wohlthuend vom angelsächsischen kapitalmarktorientierten System unterscheidet. Das in Kontinentaleuropa verbreitete Hausbankensystem erweist sich gerade in wirtschaftlich unsicheren Phasen als stabilisierend. Bemerkenswert ist auch, dass anlagesuchendes Kapital stärker in konservative Anlageklassen strömt und dort für einen stabilen Kapitalstrom sorgt. Selbst strukturell risikofähige institutionelle Anleger in Europa fokussieren mehr auf Anleihen und Immobilien als auf Aktien. Der norwegische Staatsfonds mit einem Aktienanteil von knapp 70% bildet in dieser Hinsicht eine Ausnahme. Er hält inzwischen 1.5% aller weltweit gehandelten Aktien.

Region	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Die realen BIP-Wachstumsprognosen wurden durch das KOF auf +1.1% (2023) und +1.7% (2024) bei Teuerungsprognosen von +2.6% (2023) und +1.5% (2024) erhöht.
Eurozone, Europa	↗	↗	Für 2023 erwartet die deutsche Regierung +0.4% und für 2024 +1.6% beim BIP. Das GfK Konsumklima-Barometer erreicht den höchsten Stand seit April 2022.
USA	→↗	↗	Amerikas Konjunktur büsst Wachstumstempo ein, doch die Konsumenten zeigen sich weiter ausgabenfreudig (+3.7% im ersten Quartal 2023).
Rest der Welt	↗	↗	Durch den schwächeren Dollar nimmt das BIP-Wachstum in den Schwellenländern Fahrt auf, insbesondere in China, Indien und Indonesien.

Liquidität, Währung

## Die Weltwirtschaft wird von hohen Inflationsraten erlöst



Die Inflationsraten von 2011 bis 2024 inkl. Konsensus-Schätzungen (Quelle: Bloomberg Finance | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der globale Leitzinszyklus erreicht in diesen Monaten sein Zyklus-hoch. Dabei gilt die US-amerikanische Zentralbank Federal Reserve (Fed) als Taktgeber mit ihrer jüngsten und wohl letzten Leitzinserhöhung. Die Inflationsraten kehren im Laufe der kommenden vier bis sechs Quartale auf ein Niveau zurück, das Zentralbanken mit Preisstabilität verbinden. Damit ist der Weg frei für eine attraktive Phase im Aktienzyklus.

Die Schätzungen der Zinsaguren sind unmissverständlich. Der Inflationsdruck lässt aufgrund der Entspannung an den Rohstoffmärkten und der Normalisierung im Frachtmarkt nach. Die Frachtkosten für einen Standardcontainer von Shanghai nach Rotterdam sind mit 1'600 Dollar wieder auf die langjährigen Durchschnittswerte zurückgefallen. Die Lieferketten normalisierten sich trotz anhaltenden geopolitischen Spannungen selbst im südchinesischen Meer. Der Global Supply Chain Pressure Index, den die Federal Reserve Bank of New York monatlich berechnet, ist sogar auf das tiefste Niveau seit 15 Jahren gefallen. Davon profitieren die Unternehmen. Die Produzentenpreise (gemessen an der Preisänderung, wenn sie ihren Produktionsort verlassen) fielen bereits extrem stark zurück. Das wird in einer Wettbewerbswirtschaft zu einer Veränderung der Konsumentenpreise führen.

Die Chancen sind intakt, dass wir gegen Ende 2024 Inflationsraten erfahren werden, die sich wieder im herkömmlichen Rahmen bewegen. Vom Wettbewerb geht seit jeher ein deflationärer Charakter aus. Unternehmen, die auf den Gewinn von Marktanteilen und

damit eine grössere Kundschaft ausgerichtet sind, senken ihre Preise. Prominente Beispiele dazu gibt es zuhauf, jüngst vor allem in der Telekom- und Automobilbranche. Auch von der Globalisierung, der Automatisierung und Roboterisierung geht ein deflationärer Trend aus. Wofür früher viel Geld ausgegeben wurde (z. B. Übersetzungsdienste), erfolgt dies heute grösstenteils kostengünstig und maschinell (z. B. «DeepL»).

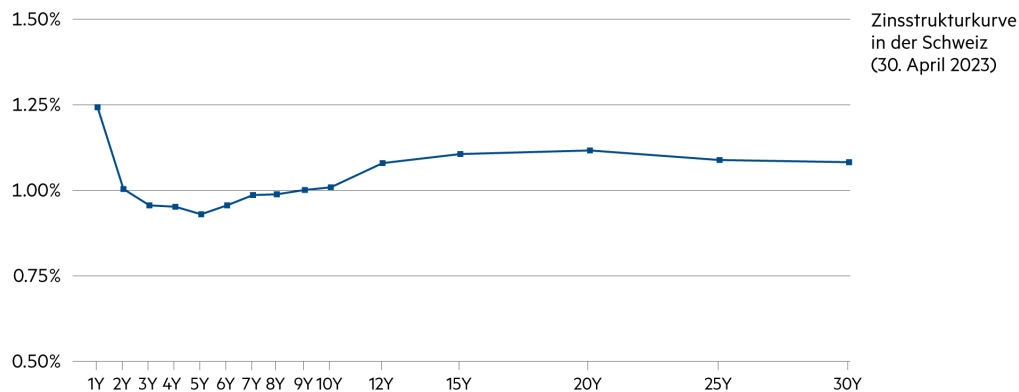
Mit der neuen Bandbreite von 5.0% bis 5.25% der US-Leitzinsen, welche der Offenmarktausschuss der Fed anfangs Mai festlegte, dürfte der Zinsgipfel erreicht sein und die Volatilität auf den Dollaranleihen abnehmen. Die unkonventionelle Geldpolitik mit 500 Basispunkten Zinserhöhung innert 15 Monaten hat zunächst den Dollar gestärkt und die restliche Weltwirtschaft inflationiert. Es ist nicht das erste Mal, dass die starken Nebenwirkungen von geldpolitischen Handlungen unterschätzt werden.

Nun aber stehen positive Zeiten an. Der Dollar schwächt sich weiter ab und begünstigt damit gleichermassen die Disinflation und das Wachstum in Nicht-Dollar-Wirtschaftsräumen wie Europa und den Schwellenländern. Aktien haben in den letzten 50 Jahren den Zinsgipfel immer als attraktiven Ausgangspunkt erfahren. In den zwei Jahren nach der letzten Zinserhöhung haben Aktien stärker als alle anderen Anlageklassen zugelegt. Auch Unternehmensanleihen dürften vom Zinsgipfel auf mittlere Frist deutlich profitieren, u. a. Anleihen von Versicherungen, aber auch von Banken, deren Zinsmarge und Profitabilität ausserhalb der USA im Steigen begriffen sind.

Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	→	→	Viele Banken verdienen derzeit eine Menge Geld an der wachsenden Marge zwischen praktisch unverzinsten Bankkonti und gut verzinsten Ausleihungen.
Euro / Schweizer Franken	→	→↗	Seit einem halben Jahr pendelt der EURCHF Kurs in einer engen Bandbreite zwischen 0.98 und 1.00 hin. Wir rechnen weiterhin mit dieser Stabilität.
US-Dollar / Schweizer Franken	↘	↘	Der aktuelle Wechselkurs liegt bei 0.89 (-3.2% seit Jahresbeginn). Auf Termin in 12 Monaten wird der Dollar nur noch zu 0.86 gehandelt.
Euro / US-Dollar	↗	↗	Der Euro erstarkt und der aktuelle Kurs liegt bei 1.10. Der Terminkurs in 12 Monaten liegt bei 1.12. Es wird somit weiterhin mit einem starken Euro gerechnet.

Anleihen

## Disinflationäre und deflationäre Tendenzen



Die Schweizer Zinsstrukturkurve am 30. April 2023 (Quelle: Bloomberg Finance | Grafik: Zugerberg Finanz)

In wesentlichen Volkswirtschaften werden fallende Inflationsraten beobachtet. Zwar handelt es sich vielfach erst um die März-Zahlen, doch der Trend auch im April und Anfang Mai zeigt bis Ende Jahr deutlich südwärts. Es gibt gegenwärtig drei Arten von Inflationstreibern, die sich überlagern. Aber die gute Nachricht ist: Alle drei tendieren nach unten. Bereits im kommenden Jahr kann es nicht nur zu disinflationären, sondern gar zu deflationären Tendenzen kommen.

Der Markt nimmt die disinflationäre Entwicklung vorweg. Die Zinsstrukturkurve ist flach, d. h. wer der Eidgenossenschaft Geld anvertraut, erhält über 30 Jahre mit rund einem Prozent praktisch dieselbe Rendite wie für eine zweijährige Anleihe. Das ist eine seltene Konstellation, die nicht dem «normalen» Verlauf einer Zinskurve entspricht. Aufgrund der Liquiditätspräferenz sind Anleger nur zu langfristigen Anlagen bereit, wenn ihnen dafür eine höhere Rendite geboten wird. Am langen Ende sind die Renditen seit Jahresbeginn deutlich zurückgekommen. Am kurzen Ende sind sie aufgrund der Eingriffe der SNB angestiegen. Eine flache Zinskurve bedeutet in der gegenwärtigen Lage daher, dass der Markt bald von tieferen Renditen, d. h. Leitzinssenkungen am kurzen Ende ausgeht.

Dabei spielen die Inflationserwartungen die zentrale Rolle. Mit der Fokussierung auf einen einzelnen Datenpunkt gelingt es nicht, den Inflationspfad richtig zu interpretieren. Derzeit liegt eine Überlagerung von drei zeitlich versetzten Arten der Inflation vor, die alle einen positiven Beitrag zur Disinflation leisten.

Die vorübergehende Inflation (engl. «transitory inflation») war bis zum Jahresende 2021 im Fokus der Fed. Aufgrund der explodieren-

den Nachfrage nach Gütern im Jahr 2021, wie dies z. B. die USA seit 1946 nie mehr erlebte, erreichte sie im Februar 2022 den Höhepunkt. Seither ist eine Güterpreis-Deflation in Gang, die sich im Jahr 2023 weiter fortsetzt. Die in der Pandemie zur Seite gelegten, überschüssigen Ersparnisse sind weitgehend aufgebraucht. Die sinkenden Reallöhne bei den einkommensschwächeren Gruppen machen sich immer stärker bemerkbar. Gleichzeitig versuchen die Unternehmen, ihre Lagerbestände durch Preissenkungen abzubauen.

Der zweite Inflationspfad ist die angebotsschockartige Inflation, die durch den Krieg in der Ukraine ab März 2022 einsetzte und – weil die Inflation eine 12-Monats-Veränderungsgrösse darstellt – ab März 2023 automatisch zu einem Basiseffekt führt: D. h. die Veränderungen zum Vorjahr gehen von einem hohen Niveau aus. Doch nun setzt statistisch die massive Energie-Disinflation ein – mit Rohölpreisen 40% sowie Gas- und Strompreisen 85% unter ihren Höchstnotierungen von 2022.

Der dritte Inflationspfad ist die gewinnbedingte Inflation (engl. «greedflation»). KMUs bis hin zu Grosskonzernen versuchten, das undurchsichtige Zeitfenster von ungerегelten Preiserhöhungen zu nutzen, um die eigene Margenexpansion zu forcieren. Sie setzten auf Kunden- und Markenloyalität, doch schon im Frühjahr 2023 zeigte sich, dass man an die Grenzen des Machbaren gestossen ist. Weil die Lieferketten wieder weitgehend funktionieren, Halbleiter wieder verfügbar sind, Transport- und Logistikkosten einbrachen und Rohmaterialien wie auch Energiepreise zurückgingen, gibt es kaum noch Begründungen für Preiserhöhungen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→	→	Die Zinsstrukturkurven in den USA und in Deutschland bleiben invertiert, d. h. am kurzen Ende sind die Renditen höher als am langen Ende.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Im renditestarken BBB und BB Bereich locken reale Renditen wie schon lange nicht mehr. Die Ausfallrisiken bleiben bei kurzfristigen Anleihen überschaubar.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Hybride Anleihen in der Finanzbranche haben unter dem Ausfall der AT1-Anleihen der Credit Suisse gelitten. Inzwischen hat eine spürbare Erholung eingesetzt.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

## So attraktiv wie schon lange nicht mehr



Generalversammlung der Swiss Life Holding AG am 28. April 2023 in der Swiss Life Arena in Zürich (Foto: Walter Grimm)

**Auch der April lässt keine Zweifel aufkommen: Unternehmensanleihen sind so attraktiv wie schon lange nicht mehr. Im Gegensatz zu den letzten fünf Jahren können sie ihre ursprüngliche Funktion in einkommensorientierten Strategien wieder besser erfüllen. Die durchschnittliche Rückzahlungsrendite im Zugerberg Income Fund (ZIF) liegt bei 3.8% p. a., beim Credit Opportunities Fund bei 9.9%.**

Der Swiss Bond Index (SBI; AAA bis BBB Total Return) liegt nach vier Monaten bei +2.3%. Der Zugerberg Income Fund ebenfalls bei +2.3% (Total Return). Weil die Verrechnungssteuern auf den Zinserträgen jeweils im April in Abzug gelangen, steht der im Kurstableau sichtbare Kursverlauf seit Jahresbeginn bei +1.3%. Mit der Steuererklärung wird dieser Abzug jeweils rückvergütet. In den vergangenen drei Jahren übertraf der Fonds den Swiss Bond Index um insgesamt 2.7%. Wir rechnen allerdings mit einer klaren Ausweitung dieser Differenz, denn die durchschnittliche Rückzahlungsrendite liegt beim ZIF bei 0.49% und damit deutlich höher als beim SBI (0.18%).

Im Zugerberg Income Fund ist es im April zu mehreren Zukäufen gekommen, u. a. die Schweizer Franken Neuemissionen von Galenica (2.35% bis November 2029) und von der Finanzgesellschaft vom französischen Automobilkonzern Renault (3.5% bis Mai 2028). Solche Anleihen stehen für das charakteristische Profil des ZIF. Galenica betreibt in der Schweiz 368 Apotheken, verfügt über eine solide Eigenkapitalquote von 47.8% und zählt zu den Grundpfeilern

des hiesigen Gesundheitssystems.

In einer wirtschaftlich unsicheren Zeit wird der Credit Opportunities Fund (COF) typischerweise stärker in Mitleidenschaft gezogen. In den ersten Wochen des aktuellen Jahres legte der Kurs zu. Durch die Unsicherheiten rund um Bilanzen von Finanzinstitutionen (Silicon Valley Bank, First Republic Bank, Credit Suisse) und deren Zahlungsfähigkeit wurden nachrangige Anleihen von Banken und Versicherungen in Mitleidenschaft gezogen. Das hat sich auch auf nachrangige Anleihen generell ausgewirkt, so dass der Kurs des COF nach vier Monaten praktisch wieder am selben Ort wie zu Jahresbeginn liegt.

Wir finden nachrangige Anleihen von soliden Versicherern wie Swiss Life, Helvetia und Zurich Insurance Group nach wie vor interessant. Diese haben ihre gegenüber dem Vorjahr deutlich verbesserten Eigenmittel-Solvenzquoten und ihre Bilanzstärke vor wenigen Tagen veröffentlicht. Versicherungsanleihen, selbst wenn sie nachrangig sind, verfügen über ein gutes High Grade Rating. Die Anleihe von Helvetia (2.75% bis September 2031 mit einem «A-» Rating durch Standard & Poor's), die wir im April erworben haben, rentiert bis zum Rückzahlungstermin in Schweizer Franken 3.1% mehr als eine vergleichbare Staatsanleihe. Das betrachten wir als eine charakteristische Opportunität. Von der Erholungskraft in diesem Portfolio bleiben wir ebenfalls fest überzeugt.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2023 (seit Jahresbeginn)	+2.3%	-1.0%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-11.7% (-2.5%)	+18.7% (+1.7%)
Anteil positiver Renditemonate	55%	65%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	278 BP (+2 BP)	706 BP (-5 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	BBB	BB

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

Immobilien, Infrastruktur

## Immobilienwerte stagnieren, Infrastrukturwerte florieren

Bei den Schweizer Immobilien ist es zu einer Stagnation auf hohem Niveau gekommen. Dennoch kann für das Gesamtjahr 2023 mit leicht höheren Marktwerten für Wohneigentum gerechnet werden. Der Bewertungs- und Preisentwicklung von Wohnrenditeliegenschaften kommt zugute, dass sie die Mieten ab Mitte 2023 erhöhen können. Europäische Infrastrukturwerte entwickeln sich weiterhin überdurchschnittlich.

Die Wahrscheinlichkeit, dass der Hypothekarkredit-bezogene Referenzzinssatz im Juni steigt, ist sehr hoch. Hintergrund dafür ist, dass sich die Hypozinsen im Zuge der Zinswende von ihren historischen Tiefstständen gelöst haben. Wenn das Bundesamt für Wohnungswesen den Referenzzins von 1.25% auf 1.50% anhebt, dürfen die Vermieter den Mietzins um 3.0% anheben – sofern sie auch die vorherigen Senkungen weitergegeben haben. Rund die Hälfte aller Mietverhältnisse basiert derzeit auf dem aktuellen Referenzzinssatz.

«Kommt es zu der erwarteten Referenzzinssatzerhöhung, gehen wir davon aus, dass wir die betroffenen Mietwohnungsverträge in unserem Portfolio entsprechend anpassen werden», teilt etwa die Versicherungsgruppe Swiss Life mit, eine der grössten Vermieterinnen des Landes. Für Aussagen zum genauen Zeitpunkt und zur Höhe der Anpassungen sei es zum jetzigen Zeitpunkt aber noch zu früh.

Ein freiwilliger Verzicht ist kaum ein Thema. Das System mit dem Referenzzinssatz hat sich etabliert und ist von allen Seiten anerkannt und nachvollziehbar. Bei der Immobiliengesellschaft Allreal heisst es: «Neben höheren Mieten aufgrund des Referenzzinssatzes wird auch ein Teil der Teuerung an die Mieter weitergegeben.» Die Herausforderung besteht darin, die Kostenmiete und die Marktmieten in ein Gleichgewicht zu bringen.

Derzeit ist das Mieten wieder attraktiver als der Erwerb von Wohneigentum. Bei Kosten von 2.5% bis 3.0% für Hypothekarkredite und Preisen von 1.0 bis 1.5 Millionen Franken für eine Wohneinheit resultieren allein schon Finanzierungskosten von 2'000 bis 3'800

Franken pro Monat. Hinzu kommen die weiteren Kosten (u. a. Amortisation, Abschreibungen, Versicherungen, laufende Unterhaltskosten). Zudem vermittelt ein Mietverhältnis mehr Flexibilität auf dem Arbeitsmarkt und macht Standortveränderungen kostengünstiger.

Durch die erhöhten Mieten dürften sich auch die Preise für Wohnrenditeliegenschaften stabilisieren. Nach den Auswertungen der Fahrländer Partner AG (FPRE) stagnierten übrigens die Preise für Wohneigentum im ersten Quartal 2023. «Die dämpfende Wirkung des Zinsanstiegs macht sich allmählich in den Wohneigentumspreisen bemerkbar. Dass es in den nächsten Monaten jedoch zu tieferen Preisen für Wohneigentum auf breiter Front kommen wird, ist kaum vorstellbar. Dafür ist die Nachfrage nach Wohneigentum in der Schweiz schlicht zu gross, ausserdem befinden wir uns mit einem Leitzins von 1.5% noch immer auf einem tiefen Zinsniveau – und auch in der Schweizer Wirtschaft läuft es nach wie vor gut. Einzig dem gehobenen Segment, das in der Vergangenheit schon sensibler auf negative Entwicklungen oder Zinsanstiege reagierte, könnte die aktuelle Situation etwas zusetzen», sagt Stefan Fahrländer, Gründungspartner des Immobilienberatungs- und Forschungsunternehmens FPRE.

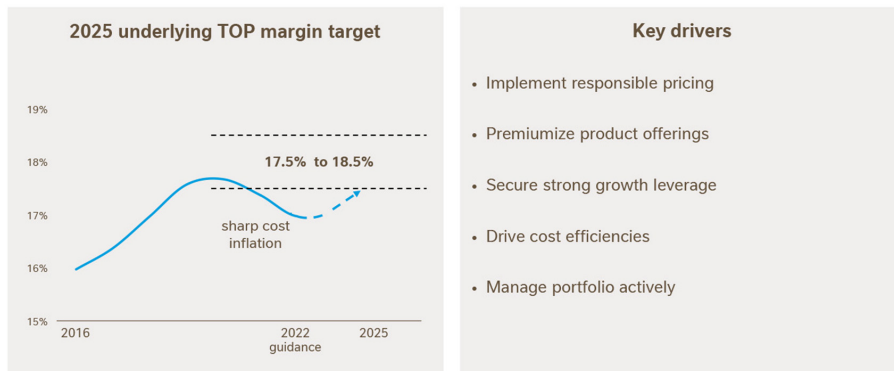
FPRE rechnet für das Gesamtjahr 2023 mit leicht höheren Marktwerten für Wohneigentum. Für das gehobene Segment bei Eigentumswohnungen sowie das untere und gehobene Segment bei Einfamilienhäusern wird hingegen eine Stagnation erwartet – bedingt durch das höhere Zinsniveau und eine sich abkühlende Schweizer Wirtschaft. Der Barometer der Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich sank im April auf 96.4 Punkte (-2.8).

Überdurchschnittlich entwickeln sich dagegen die Infrastrukturwerte. Die Erträge sind nicht nur an die Teuerung gekoppelt, sondern nehmen parallel zu den wirtschaftlichen Aktivitäten zu. Zudem können durch interessante Produktkoppelungen Zusatzerträge erwirtschaftet und Marktanteile ergattert werden. Gute Beispiele dafür sind der Flughafen Zürich (Aktie: +20% seit Jahresbeginn) und der Energiekonzern BKW (+21%).

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	→	→↗	Gesucht sind immer mehr altersgerechte Wohnlagen an zentral gelegenen Örtlichkeiten mit einem vielfältigen Angebot für ein selbstbestimmtes Leben.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→	→	Die beiden Schweizer Aushängeschilder SPS (+0.9% seit Jahresbeginn) und PSP (-3.1%) liegen deutlich hinter dem SMI zurück.
Immobilienfonds CH	→	→	Der SXI Real Estate Funds Total Return Index liegt mit 440.1 Punkten bei +1.2% seit Jahresbeginn. Das ist mit -9.4% deutlich weniger als vor einem Jahr (491.6).
Infrastruktur	↗	↗	Die Quartalszahlen von RWE (+7% im April) mit den wichtigen Segmenten Offshore & Onshore Wind, Solar, Wasser usw. fanden positive Resonanz.

Aktien

# Kräftige Markterholung im April



Nestlé will mittelfristig zurück in die Betriebsgewinn-Margenbandbreite von 17.5% bis 18.5%, Quelle: www.nestle.com (29. Nov. 2022)

Der SMI entwickelte sich im April stark (+3%). Viele europäische Aktienmärkte verhielten sich ähnlich, der Stoxx Europe 600 Index (+1.9%) verzeichnete ebenfalls eine positive Monatsrendite. Etwas verhaltener entwickelten sich die amerikanischen Indizes S&P 500 (+1.5% in Dollar, -0.9% in Franken) und Nasdaq (+0.0% in Dollar, -2.3% in Franken). Das verstärkte das Gesamtbild seit einem halben Jahr: Die europäischen Aktien entwickelten sich stetig moderat besser als die amerikanischen.

Die Berichtssaison zum ersten Quartal 2023 hat riesige Unterschiede offenbart. Während einige Unternehmen wie Tesla massive Margen- und Absatzzieleinbussen erlitten, sind andere Unternehmen auf dem besten Weg, ihre margenträchtige Marktstellung weiter auszubauen. Sie mussten im Jahr 2022 durch die Kosteninflation eine geringere Marge in Kauf nehmen, können aber mit «Pricing Power» im Jahr 2023 zu ihrer gewohnten Marge zurückkehren. Dazu zählen Nestlé, Holcim und SAP.

Nestlé setzt auf qualitativ hochstehende Premiumprodukte. Der Nahrungsmittelkonzern verfügt fast ausschliesslich über Marken, die in ihren jeweiligen Bereichen über die Marktstellung als Nummer Eins oder Zwei verfügen. Der Umsatz beispielsweise von Nespresso lag im ersten Quartal 2023 30% über dem Vor-Covid-Niveau. Die Preisfestlegung erfolgt verantwortungsvoll. Das Portfolio aller

Produkte wird seit Beginn der Ära von CEO Mark Schneider proaktiv und substanziell verbessert. Zusammen mit Effizienzprogrammen und einer strikten Kapitaldisziplin wird die Wertschöpfung sowohl für die Kundschaft und Gesellschaft wie auch für die Aktionäre verbessert. Eine Rückkehr in die mittelfristige Betriebsgewinn-Margenbandbreite ist zwar 2023 noch nicht realistisch, jedoch eine Rückkehr auf 17.0% bis 17.5%.

Seit 28 Jahren ist Nestlé in der Lage, die Dividenden jährlich zu erhöhen. Hinzu kommen Aktienrückkaufprogramme. Die organisatorische Wandlung des agilen Konzerns bleibt weiterhin beeindruckend. Im massiv veränderten Sortiment wurden medizinische und wissenschaftsbasierte Ernährungserkenntnisse in zahlreichen Rezepten selbst bei Tiernahrung eingearbeitet. In der Nachhaltigkeit werden ebenfalls Fortschritte erzielt. In zwei Jahren werden bereits mehr als 95% der Plastikverpackungen aus Recycling stammen. Ähnliche nachhaltige Ziele werden für Fleisch, Palmöl, Papier, Soja und Zucker sowie Kakaobohnen verfolgt.

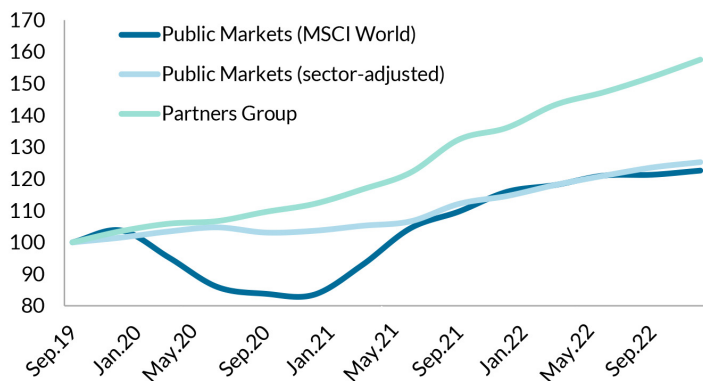
Ein weiteres Unternehmen, das als marktführendes Unternehmen vor einer vielversprechenden Zukunft steht, ist Holcim. Der Konzern trumpfte im ersten Quartal mit einer Margenverbesserung auf, die er Preiserhöhungen und dem besseren Portfoliomix verdankt. Holcim erhöhte die Guidance für das laufende Gesamtjahr deutlich.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Im Mai und Juni ist häufig eine Seitwärtsbewegung zu beobachten. Erst mit Beginn der zweiten Jahreshälfte (Juli) geht es typischerweise wieder klar aufwärts.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Zeitliche Muster sind nicht in Stein gemeisselt. Es gab miserable Monate Mai (wie 2022) und hervorragende (wie 2021 und 2020) im Stoxx Europe 600.
Aktien USA	→↗	↗	In den USA gilt es angesichts stattlicher Bewertungen umso mehr, selektiv zu sein in der Titelauswahl.
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Die Schwellenländer-Kapitalmärkte (Aktien und Anleihen) dürften vom mittelfristig schwächelnden Dollar profitieren und rasch zum Wachstumstrend zurückkehren.



Alternative Anlagen

## Privatmarkt-Unternehmen bleiben erfolgreich unterwegs



Wachstum des Bruttogewinns (EBITDA) seit 2019 (Quelle: Partners Group, 21. März 2023)

Die Portfoliogesellschaften der Privatmarktmanager bleiben weiterhin überdurchschnittlich erfolgreich. In einer Studie von Partners Group zeigt der führende Privatmarktanbieter Europas, dass dessen Gesellschaften nicht nur den jeweiligen Branchendurchschnitt übertrafen, sondern auch gleich den (passiven) Weltaktienindex. Deshalb rechnet die Führung von Partners Group auch mit einer anhaltend starken Nachfrage nach Privatmarktanlagen in den kommenden Jahren.

Kurzfristig mag sich das alles nicht richtig auswirken. Langfristig kommt man aber an den realwirtschaftlichen Fakten der Wertschöpfungsgewinnung nicht vorbei. In der Einladung von Partners Group zur jährlichen Generalversammlung, die am 24. Mai stattfinden wird, äusserte sich der exekutive Verwaltungsratspräsident Steffen Meister nicht nur über Partners Group, sondern über die gesamte Anlageklasse: «Wir sind von den langfristigen Wachstumsaussichten für Privatmärkte überzeugt.»

Dann fährt er fort: «Unserer Ansicht nach entwickeln sich die Privatmärkte zur neuen ‹traditionellen› Anlageklasse, die Anlegern Zugang zu Segmenten der Realwirtschaft bietet, die über öffentliche Märkte oft nicht mehr zugänglich sind. In diesem sich wandelnden Umfeld sind wir davon überzeugt, dass Unternehmen wie das unsere als hochaktive Investmentmanager, die sich auf thematisches Sourcing, Wertschöpfung und unternehmerische Governance in grossem Massstab konzentrieren, am besten positioniert sind, um für Kunden und andere Stakeholder eine nachhaltige Outperformance zu erzielen.»

Konkret geht Meister davon aus, dass das Volumen von gegenwärtig

rund 10'000 Milliarden Dollar sich bis Ende des Jahrzehnts auf 30'000 Milliarden Dollar verdreifachen wird. Die Marktführer der Zukunft haben immer weniger Lust, sich mit den emotionalen Schwankungen der launischen Anleger sowie Shortattacken von Hedge Funds auseinanderzusetzen. Vielmehr haben sie ein Interesse an der langfristigen Nutzung des Wertschöpfungspotenzials.

In Privatmarktanbietern sehen viele Unternehmen mit Wachstumspotenzial einen idealen, fachkundigen und langfristig orientierten Sparring Partner, um ein Geschäftsmodell und deren Führungs- und Mitarbeiter-Crew voranzubringen. Das sind qualitativ völlig andere Inputs als stundenlange 1:1-Gespräche mit jungen, führungsunerfahrenen und krisenunerprobten Finanzanalysten, die in ihren Bürosilos in Manhattan oder Canary Wharf hinter ihren Terminals sitzen.

Partners Group fasst ihre Argumentation in einem sog. White Paper zusammen. Seit Generationen gelten die öffentlichen Märkte als das schlagende Herz des Kapitalismus und erreichten ihren Höhepunkt in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts, als Aktienmärkte an der Wall Street, in der City of London und Hongkong die grossen Zentren der Kapitalbeschaffung, der Unternehmens-Investitionen und des Wachstums waren.

Aus diesem Finanzierungsmodell entwickelten sich die Industriegiganten wie die Ford Motor Company, General Electric und später auch Microsoft und Amazon. Aber die Fundamente der zukünftigen Wirtschaft liegen auf den privaten Märkten. Diesen Wandel im neuen Maschinenraum für die Wertschöpfung hat Partners Group unserer Meinung nach gut dokumentiert.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→	↗	Das Rohöl (Sorte Brent) liegt 7.4% tiefer als zu Jahresbeginn, in Dollar. In Franken ist der Rückgang noch deutlicher. Das Gas (-49%, TTF) fiel noch viel stärker.
Gold, Edelmetalle	→	↗	Hohe Anleihsrenditen reduzieren die Nachfrage nach Gold (+5.6% in CHF). Die weissen Edelmetalle wie Silber (+1.2%) und Platin (-2.9%) leiden noch mehr.
Insurance Linked Securities	↗	↗	Versicherungsbezogene Produkte wie Cat Bonds rentieren stark und verfügen durch ihre geringe Korrelation über einen nützlichen Diversifikationseffekt.
Private Equity	↗	↗	Die oben beschriebene Transformation in der Realwirtschaft schafft für Privatmarktgefässe zahlreiche neue Opportunitäten in den kommenden Jahren.

## Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)	Jahresperformance (in CHF)					
		30.04.2023	04/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
<b>Aktien</b>							
SMI	CHF	11'437.1	+3.0%	+6.6%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	15'073.0	+3.6%	+9.7%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	15'922.4	+1.0%	+14.0%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	7'491.5	+1.4%	+15.4%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	27'077.4	-1.0%	+13.9%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'870.6	+2.6%	+6.3%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'359.3	+0.1%	+14.5%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	34'098.2	+0.1%	-0.4%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	4'169.5	-0.9%	+5.1%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	12'226.6	-2.3%	+13.1%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	28'856.4	-2.0%	+3.0%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	61'112.4	+1.6%	-1.6%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	2'835.9	-0.8%	+5.5%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	977.1	-3.7%	-1.1%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
<b>Obligationen (gemischt)</b>							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	155.2	+0.0%	+2.0%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	181.2	+0.5%	+2.5%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	318.1	+0.0%	+1.8%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	256.8	+0.1%	+1.1%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
<b>Staatsobligationen</b>							
SBI Dom Gov	CHF	168.6	+1.2%	+5.6%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	145.4	+0.2%	+2.1%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	176.4	-0.2%	+1.8%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
<b>Unternehmensobligationen</b>							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	174.7	+1.0%	+1.6%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	187.1	+0.4%	+2.8%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	557.7	+0.7%	+3.1%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	158.4	+0.5%	+1.9%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	268.4	+0.3%	+2.6%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
<b>Alternative Anlagen</b>							
Gold Spot CHF/kg	CHF	57'235.0	-1.2%	+3.4%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	104.3	-3.5%	-10.5%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'254.7	+0.9%	+1.6%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'371.5	-1.7%	-2.6%	-3.3%	+6.7%	-2.2%
<b>Währungen</b>							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.8946	-2.3%	-3.2%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9854	-0.7%	-0.4%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.6561	-4.7%	-7.0%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1241	-0.4%	+0.5%	-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 30.04.2023; Wirtschaftsdaten per 30.04.2023; Wirtschaftsprognosen vom 30.04.2023; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.