



Rapsfelder bei Niederwil, Cham (Foto: Andreas Busslinger)

Der Grundton der Widerstandsfähigkeit

Die Märkte bleiben überrascht vom Grundton der Widerstandsfähigkeit. Die makroökonomischen Daten sind in jüngster Vergangenheit alles andere als makellos, aber stark genug, um die Anleihensmärkte durchzuschütteln. Die Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen stiegen im vergangenen Monat massiv an. In den USA sorgte die Erhöhung von 4.3% auf 4.7% für erhebliche Schwankungen auch auf den Aktienmärkten. In Europa waren die Ausschläge sowohl bei den Anleihen wie auch bei den Aktien weniger ausgeprägt.

Die Wachstumsaussichten verfestigten sich global. Bemerkenswert ist der jüngste Aufschwung in der Industrie. Angesichts dessen erstaunt, dass die Inflationsdaten in Europa (und in der Schweiz) im Zielbereich der Zentralbanken landeten. Wer 18 Monate zurückblickt, kommt zur Erkenntnis, dass die Inflation zwar gebändigt, aber noch nicht überall ausreichend besiegt ist.

In den USA war das Wachstum im ersten Quartal 2024 zwar mässig,

doch es braucht wohl noch einige Monate, bis die Inflation insbesondere im Dienstleistungssektor auf die angestrebten «durchschnittlichen 2%» zurückfällt. Dennoch werden sowohl die Europäische Zentralbank und später auch die US-amerikanische Federal Reserve dem Schweizer Vorbild folgen und im Laufe dieses Jahres beginnen, die Leitzinsen zu senken. Neben den weiterhin bestehenden geopolitischen Herausforderungen ist es vor allem die Problematik der Staatsverschuldung, die wir als zukünftiges Hauptrisiko betrachten.

Wir gehen auch aufgrund der erfreulich verlaufenden Quartalsberichterstattung davon aus, dass die weltweite Stimmung in den kommenden Wochen und Monaten weiterhin konstruktiv bleiben wird und dass Risikoanlagen den geopolitischen Herausforderungen standhalten werden. Sowohl die implizite wie auch die realisierte Volatilität dürfte wie im April etwas höher bleiben. Triftige Gründe für einen skeptischen Absentismus von den zahlreichen Kapitalmarkt-Opportunitäten werden jedoch stetig weniger.

Die Aktienmärkte litten im April stark

Der aktienbezogene Swiss Market Index (SMI) fiel im April (-4.0%) mit seinem schwächsten April-Ergebnis in seiner 35-jährigen Geschichte auf. Nur gerade im April 2010 (-3.7%) war die Monatsperformance auch annähernd so schlecht wie im April 2024. Die dividendenbereinigten Einbussen von Aktien wie Zurich (-3%), Roche (-4%), Swisscom (-5%) und Partners Group (-8%) wogen schwer. Der weltweite Anleiheindex litt weiterhin unter den steigenden Anleiherenditen und beendete den April bei -2.9% und liegt damit satte 14% tiefer als vor drei Jahren.

In der defensiven Risikoklasse 1 (z. B. Revo1 mit einem hohen Anteil an Anleihen) rutschten wir leicht in die Minuszone, was fast ausschliesslich auf den Beitrag durch die Anleihen zurückgeführt

werden kann. In der «balancierten» Risikoklasse 3 (z. B. Revo3 mit +3.8% und R3 mit +4.7% seit Jahresbeginn) liegt die Gesamttrendite weiterhin erfreulich klar über dem SMI mit seiner mageren Performance von +1.1%.

Die dynamischen Risikoklassen 4 und 5 (z. B. Revo4 mit +5.4% und R4 mit je +5.6%) liegen gut im Rennen. Die Entwicklung im beliebten Revo5 mit +6.4% liegt leicht über der Performance der Dividendenlösungen (RevoDividenden mit +5.7% und RDividenden mit +6.2%).

Generell bleibt zu betonen, dass die Renditen in den Freizügigkeitslösungen praktisch gleich auf mit jenen im freien Vermögen liegen. Die risikoarme FZ R1 Lösung liegt mit +0.4% im Plus.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	April 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz R1	-2.2% ↓	-0.2% ↓
Zugerberg Finanz R2	-1.9% ↓	+2.1% ↑
Zugerberg Finanz R3	-1.4% ↓	+4.7% ↑
Zugerberg Finanz R4	-1.1% ↓	+5.6% ↑
Zugerberg Finanz R5	-0.6% ↓	+5.7% ↑
Zugerberg Finanz RDividenden	-1.5% ↓	+6.2% ↑
Zugerberg Finanz Revo1	-1.8% ↓	-0.4% ↓
Zugerberg Finanz Revo2	-1.5% ↓	+1.9% ↑
Zugerberg Finanz Revo3	-1.2% ↓	+3.8% ↑
Zugerberg Finanz Revo4	-1.2% ↓	+5.4% ↑
Zugerberg Finanz Revo5	-1.2% ↓	+6.4% ↑
Zugerberg Finanz RevoDividenden	-1.7% ↓	+5.7% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-0.5% ↓	-0.5% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-0.6% ↓	-1.4% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-0.7% ↓	-2.5% ↓

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	April 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-1.9% ↓	-1.4% ↓
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	-1.6% ↓	+0.4% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	-1.3% ↓	+1.9% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	-1.0% ↓	+3.7% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	-1.1% ↓	+3.8% ↑

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	April 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-1.8% ↓	-0.4% ↓
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-1.5% ↓	+1.9% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-1.2% ↓	+3.8% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-1.2% ↓	+5.4% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-1.2% ↓	+6.4% ↑
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	-1.7% ↓	+5.7% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-0.5% ↓	-0.5% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-0.6% ↓	-1.4% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-0.7% ↓	-2.5% ↓

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

Makroökonomie

Konjunkturelle Lichtblicke in Europa

Frühindikatoren zeichnen in Europa das Bild einer nachhaltigen Erholung der Wirtschaft, die sich im kommenden Jahr beschleunigen dürfte. Die konjunkturelle Talsohle konnte ohne Rezession überwunden werden. Dagegen scheint sich die konjunkturelle Dynamik in den USA zu legen. Die jüngste Schätzung zum ersten Quartal (+1.6% BIP Wachstum) war überraschend niedrig.

Die deutsche Wirtschaft dürfte nach Einschätzung der Bundesbank dank einer Belebung des verarbeitenden Gewerbes, steigender Exporte und eines kräftigen Anstiegs der Bautätigkeit zu Beginn des Jahres eine Winterrezession vermieden haben. Die tieferen Zinsen und Finanzierungskosten sowie die günstigeren Energiepreise lassen die Hauspreise bereits wieder ansteigen. Die Investitionstätigkeit kehrt zurück.

Über Deutschland hinaus bleibt positiv zu vermerken, dass der Konsum weiterhin von den allgemein angespannten Arbeitsmärkten in allen OECD-Volkswirtschaften profitiert. Seit der letzten Veröffentlichung des Indikators ist die Arbeitslosenquote in Japan, dem Vereinigten Königreich, Kanada – wo das Bevölkerungswachstum nach wie vor höher ist als die Schaffung von Arbeitsplätzen – und Australien leicht gestiegen, während sie in den USA gesunken ist.

In den USA hat sich jedoch das Wirtschaftswachstum gegenüber dem Tempo von +4.1% in der zweiten Hälfte des letzten Jahres spürbar verlangsamt. Trotz hohen Zinsen bleibt ein deutlicher Anstieg der Wohnungsbauminvestitionen unübersehbar. Zudem ist die Automobilproduktion über das Niveau vor der Pandemie angestiegen. Der rekordverdächtige Bau von Fabriken («Re-Shoring») sorgt auch für eine Erholung im verarbeitenden Gewerbe. Für die weitere Zukunft erwarten wir eine Verlangsamung des BIP-Wachstums auf ein immer noch solides Tempo von leicht mehr als 2% auf Jahresbasis, was auch auf die erhöhte Zuwanderung, die anhaltende

Stärke der realen persönlichen Einkommen und den Auftrieb durch verbesserte finanzielle Bedingungen widerspiegelt.

Die Sparquote liegt im Euroraum nach wie vor über dem Niveau vor der Pandemie, in den USA jedoch darunter. Das deutet darauf hin, dass die hohe Sparneigung der europäischen Haushalte grösstenteils auf einen Rückgang des Finanzvermögens, die Verfügbarkeit historisch attraktiver Einlagenzinsen und Vorsichtsmotive zurückzuführen ist. Dennoch gehen wir davon aus, dass mit dem konjunkturellen Aufschwung ein Rückgang der europäischen Sparquote bis Ende 2024 das Wachstum des europäischen Konsums unterstützen wird.




In den meisten europäischen Ländern stützen sinkende Inflationsraten, gesunde Arbeitsmärkte und ein immer noch festes Lohnwachstum das Wachstum der Realeinkommen. Die Fundamentaldaten werden auch durch niedrige Schuldendienstquoten im Euro-Gebiet gestützt. Trotz einer allgemeinen Verschlechterung der Erschwinglichkeit von Wohnraum haben sich die Hauspreise und die Wirtschaftstätigkeit im Jahr 2023 und Anfang 2024 besser gehalten als befürchtet. Rückläufige Hauspreise sind Vergangenheit, und das Wachstum der Hypothekenschulden scheint seinen Tiefpunkt erreicht zu haben.

Die Rohstoff- und insbesondere die Ölpreise sind seit Jahresbeginn gestiegen. Das wirft die Frage auf, ob dieser Anstieg zu einem Anziehen der Inflation und einer Fortsetzung der restriktiven Geldpolitik führen könnte. Der Anstieg der Ölpreise (+14% seit Jahresbeginn) dürfte die globale Gesamtinflation 2024 im Jahresvergleich um etwa 40 Basispunkte nach oben drücken, die Kerninflation jedoch kaum anheben. Entsprechend gering bleiben deshalb die Auswirkungen des Ölpreisanstiegs auf die Inflation, das Wachstum und die Geldpolitik in den wichtigsten Volkswirtschaften.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Die Arbeitsmarktentwicklung führte zu tiefen Arbeitslosenzahlen. Für die Arbeitslosenversicherung resultierte ein Einnahmenüberschuss von 2.76 Mrd. CHF.
Eurozone, Europa	↗	↗	Der makroökonomische Surprise-Index fällt klar positiv aus. Das reale BIP-Wachstum in der Eurozone dürfte deshalb überraschend gut ausfallen.
USA	↗	↗	Das BIP-Wachstum hat sich vom vierten Quartal 2023 (+3.4%) im ersten Quartal 2024 (+1.6%) deutlich abgeschwächt. Die geldpolitische Strenge hinterlässt Spuren.
Rest der Welt	↗	↗	Deutlich höhere Wirtschaftsaktivitäten in den kommenden Monaten werden wir in asiatischen Schwellenländern beobachten können, insbesondere in Indien.

Liquidität, Währung

Die USA koppeln sich ab

	Rendite aus Dividenden	Rendite 10-jährige Staatsanleihen	Differenz
USA 	1.4%	4.7%	Δ -3.3%
Eurozone 	3.1%	2.6%	Δ +0.5%
Schweiz 	3.2%	0.6%	Δ +2.6%

Höhere Dividendenrenditen als Anleihsrenditen in Europa (Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Renditelandschaft hat sich in jüngster Zeit erheblich verändert. Das hängt damit zusammen, dass der konjunkturelle Verlauf der Weltwirtschaft nicht synchron verläuft. Die USA koppelten sich eine Weile ab, verzeichneten stärkere Wachstumsraten und damit auch hartnäckigere Inflationswerte als Europa. Daraus ergeben sich höchst unterschiedliche Renditedifferenzen, welche sich derzeit auch stark auf die Währungen auswirken.

In den USA ist die Rendite der zehnjährigen Schatzanleihen per Ende April auf 4.7% gestiegen. Die zweijährigen Schatzanleihen rentieren inzwischen sogar 5.0%. Beides ist deutlich mehr, als man als Dividende ausgeschüttet bekommt, wenn man in US-Aktien investiert. Es erklärt auch die Stärke des Dollars in den ersten vier Monaten dieses Jahres. Mit 0.92 liegt der USD/CHF Kurs wieder gleich hoch wie Ende September 2023. Zwischendurch fiel er auf 0.84, als man der US-Wirtschaft eine Rezession mit entsprechend vielen Leitzinssenkungen prophezeite.

Doch dazu kam es nicht, im Gegenteil. Derzeit ist nicht einmal mehr von einem «Soft Landing» die Rede. Die konjunkturellen Signale zeigen eher wieder eine weitere Expansion an, d. h. konjunkturzyklisch scheint es vielmehr zu einem «No Landing» zu kommen. Die Wirtschaft wird fiskalpolitisch in den letzten zwei, drei Quartalen vor den wichtigen Präsidentschafts- und Kongress-Wahlen im November 2024 dermassen gepusht, dass der Federal Reserve geldpolitisch die Hände gebunden sind. Die starken Steigerungen der Konsumausgaben (+2.5% im ersten Quartal) und insbesondere der

Ausgaben für Dienstleistungen (+4.0%) haben den sinkenden Inflationspfad vom Jahr 2023 abrupt stoppen lassen. Vor allem im Dienstleistungssektor hält sich die Inflation hartnäckig.

Als Folge davon stiegen die Renditen der US-Schatzanleihen seit Jahresbeginn von 3.9% auf 4.7% an. Das sorgte für erhebliche Kursverluste bei den Anleihen. In der Schweiz dagegen scheint die Inflation erfolgreich bekämpft. Am Kapitalmarkt begnügen sich die Anleger jedenfalls mit 0.6% Rendite auf den zehnjährigen Eidgenossen – wie zu Jahresbeginn. Die höhere Rendite liess den Dollar-Kurs steigen, aber aufgrund der deutlich höheren Inflationsrate besteht mittelfristig ein umso grösseres Kursverlustpotenzial.

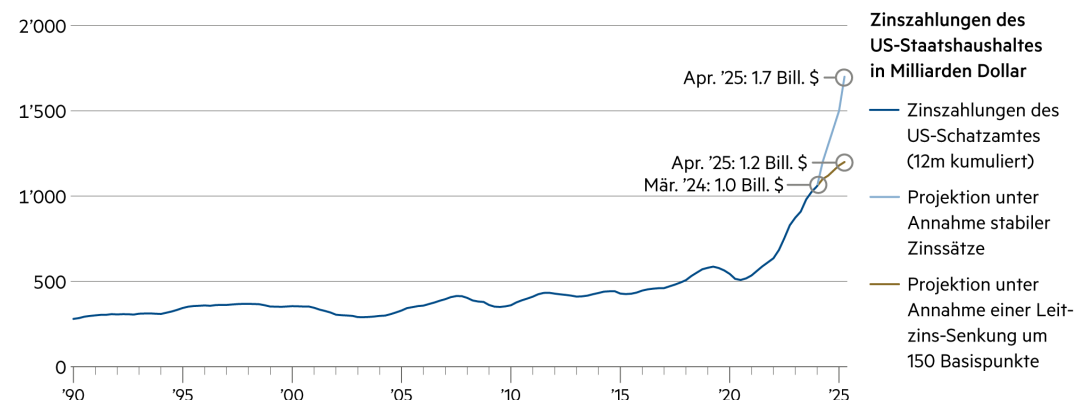
Die Aktienmärkte in Europa (mit Ausnahme der Schweiz) fielen in den ersten vier Monaten durch höhere Kursgewinne auf als in den USA. Das dürfte einerseits mit der überraschenden konjunkturellen Erholung in Europa zusammenhängen. Ein gewichtiger Faktor bleibt jedoch auch die Beobachtung, dass sich allein mit den Dividenden eine höhere Rendite erzielen lässt als mit den Benchmark-Staatsanleihen in der Eurozone.

In den USA ist dagegen die Dividendenrendite deutlich geringer als die Rendite, die sich sicher am Geld- und Kapitalmarkt erzielen lässt. Entsprechend vorsichtig betrachten viele auch die relativ hoch bewerteten US-Aktienmärkte, während sich die europäischen Märkte (auch in der Schweiz!) angesichts der steigenden Unternehmensgewinne und erhöhten Gewinnerwartungen durch verhältnismässig moderate Bewertungen auszeichnen.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Die geringe Inflation (1.4% im April vs. Vorjahr) lässt auf weitere Leitzinssenkungen durch die SNB hoffen. Einzelne Banken nehmen ihre Zinsen bereits wieder zurück.
Euro / Schweizer Franken	↗→	↗→	Das starke Momentum für den Euro (+5.6% seit Jahresbeginn) dürfte sich fortsetzen. Der Wechselkurs ist wieder auf demselben Niveau wie vor einem Jahr.
US-Dollar / Schweizer Franken	→↘	↘	Anfangs Mai liegt der Kassakurs bei 0.92. Am Terminmarkt wird der Dollar deutlich tiefer gehandelt (0.88 in 1 Jahr und knapp 0.85 in 2 Jahren).
Euro / US-Dollar	↗	↗	Mit 1.07 gewinnt der Euro anfangs Mai weiter an Boden. Risikosensitive Investoren unterstützen den Euro.

Anleihen

Die USA riskieren eine Schuldenkrise



Zinszahlungen aus dem US-Staatshaushalt explodieren (Quelle: Bank of America Global Research | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der weltweit grösste Teil der Obligationen handelt in Dollar, und ein erheblicher Teil davon sind US-Staatsanleihen und Anleihen von staatsnahen Institutionen. Die Märkte sind vorderhand noch ruhig, doch Washington riskiert eine Schuldenkrise. Die Zinszahlungen auf der US-Staatsverschuldung steigen exponentiell. Jeder Monat mit Leitzinsen auf dem gegenwärtigen Zwei-Dekaden-Hoch verschlimmert die Entwicklung. Die USA steuern auf eine explosive Entwicklung zu, in der bereits in einem Jahr rund doppelt so viel für Zinsen auf dem gegenwärtigen Zwei-Dekaden-Hoch verschlimmert die Entwicklung. Die USA steuern auf eine explosive Entwicklung zu, in der bereits in einem Jahr rund doppelt so viel für Zinsen wie für den Verteidigungsetat ausgegeben werden muss.

Obligationenmärkte bewegen sich ständig und bieten eine breite Palette an Möglichkeiten. Doch die Marktsituation ist selten stabil, wobei psychologische Kippunkte schwierig zu prognostizieren sind. Die Angst vor einer Schuldenkrise in den USA interessiert derzeit niemand, doch die Risikoaufschläge werden höher. Die USA muss für ihre Schulden bereits 200 Basispunkte mehr bezahlen als Deutschland. Die USA ist im Gegensatz zur Eurozone gefährdet, in einen Teufelskreis aus steigenden Refinanzierungskosten und einer weiteren Verschlechterung der Schuldentragfähigkeit zu gelangen. Zwei wichtige Aspekte dazu beleuchten wir.

Einerseits steuern die USA schnurgerade auf eine ökonomisch unhaltbare Zukunft zu. Es wird zu viel ausgegeben und zu wenig eingenommen. Daraus resultiert ein gigantisches Defizit. Der Schuldenberg wächst und die Zinszahlungen beschleunigen sich, je länger die Federal Reserve ihre Leitzinsen hochhält. Auf der gegenwärtigen Staatsschuld müssen jährlich rund 1'000 Milliarden Dollar Zinsen bezahlt werden. Weil billige kurzfristige Schulden aus der

Tiefzinsphase durch neue, teurere Schuldpapiere ersetzt werden, steigt die Zinslast innerhalb von der nächsten 12 Monaten auf rund 1'700 Milliarden Dollar – bei einem BIP von 28'500 Milliarden. Es handelt sich dabei um die grösste Schuldenlast seit 1946.

Der zweite wichtige Aspekt ist die Inflation. Die USA sind weitaus höher verschuldet als die gesamte Eurozone. Im Gegensatz zu Italien, der gewichtigsten Hochschuldennation in der Eurozone, erzielen die USA bereits im Primärhaushalt (Einnahmen minus Ausgaben ohne Zinsdienst) ein Defizit. Zudem vermag Italien das gesamte Staatsdefizit durch inländische Ersparnisse finanzieren. Die USA sind dagegen auf das Ausland (ca. 30%) angewiesen; 20% der Schuldpapiere hat die Zentralbank. Die privaten Haushalte halten verhältnismässig wenig Treasuries.

Die Abhängigkeit von ausländischen Gläubigern schwächt die geostrategische Rolle der USA. Die einzige Massnahme, welche sich wohl das US-Treasury klammheimlich erhofft, besteht in einer fortgesetzten Inflation. Damit liessen sich die Schulden «weginflationieren». Das hätte sozial verheerende Folgen. Die Inflation lässt ärmere Bevölkerungskreise weiter verarmen. Wer über Realanlagen verfügt wie Aktien, Private Equity und Immobilien, ist dagegen geschützt.

Wir rechnen damit, dass die Kreditwürdigkeit der USA weiter heruntergestuft wird. Eine strukturelle Verbesserung der Haushaltslage bleibt auch nach den Wahlen illusorisch, d. h. der Druck auf weitere Kürzungen der Staatsausgaben für Verkehr, Bildung und Verteidigung sowie Gesundheit nimmt zu. Ebenso das Abwertungspotenzial des Dollars.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→ ↗	↗	Die 10-jährigen Staatsanleihen in Dollar werden mit 4.7% verzinst und in Euro mit 2.6% (Deutschland) bis 3.9% (Italien) – jedenfalls tiefer als in den USA.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Wir sehen in Unternehmensanleihen weiterhin positive Rendite/Risiko-Perspektiven gegenüber den diversen Staatsanleihen.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Wir halten mit europäischen Hochzins- und Hybrid-Anleihen äusserst attraktive, superiore risikoadjustierte Rendite-Erbringer in unseren Portfolios.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Gute Aussichten für Anleihen



Implenia Messeauftritt (Bildquelle: impenia.com)

Die wichtigste Botschaft von Jerome Powell an der Federal Reserve (Fed) Medienkonferenz vom 1. Mai war, dass die Inflation bereits einen weiten Weg hinter sich hat. Mit Ruhe, Sachlichkeit und Weitblick ging er auch auf Sonderfaktoren ein, welche jüngst den Inflationstrend gestoppt haben. Durch Corona stieg die Inflation auf über 9%. Inzwischen werden wieder Werte zwischen 2.6% und 3.5% (USA) und noch tiefer in Europa gemessen. Das Leitzins-senkungspotenzial bleibt beträchtlich und macht Anlagen in längerfristige Unternehmensanleihen interessant.

Die amerikanische Zentralbank blieb angesichts der robusten Wirtschaft, welche mit einer hartnäckigen Inflation und erheblichen Lohnsteigerungen (+4.6% im April gegenüber dem Vorjahr) einhergeht, bei den bestehenden Leitzinsen. Das hat der Markt vorhergesehen und entsprechend Anleihenskurse in den vergangenen Wochen gedrückt. Die jüngste Einschätzung vom Fed-Vorsitzenden lässt jedoch aufhorchen. Erhöhungen schloss er praktisch aus. Vielmehr hielt er fest, dass die Fed im Jahresverlauf mit einem Rückgang der Inflation rechnen und dass eine weitere Zinserhöhung «unwahrscheinlich» sei. Damit eröffnete der Mai mit spürbar höheren Anleihenskursen.

Das BIP sowohl in der Eurozone als auch in der gesamten Europäischen Union ist im ersten Quartal 2024 um +1.2% annualisiert gewachsen und übertraf damit die Prognosen. Im Gegensatz zum vergleichbaren Wachstum in den USA (+1.6%) waren in Europa keine wesentlichen Inflationstreiber auszumachen. In der Eurozone entsprach die Inflation den Erwartungen und blieb im April bei

tiefen 2.4%. In den drei grössten Nationen (Deutschland, Frankreich und Italien) liegt sie sogar tiefer und damit im Zielbereich der EZB. Wir erwarten deshalb, dass die EZB an ihrer nächsten Sitzung am 6. Juni tiefere Leitzinsen beschliessen wird.

Wir nutzten das Umfeld, um die Anleihensportfolios weiter auf die vielversprechende Zukunft auszurichten. Der zinsensensitive Zugerberg Income Fund hatte im April den Abzug der Verrechnungssteuern zu verkraften. Diese sind mit der Steuererklärung rückforderbar. Das sorgt im bisherigen Jahresverlauf für eine Kursperformance von -2.7% und einen Gesamtertrag von -1.8%. Damit liegt der ZIF zwischen dem Swiss Bond Index (-0.3%) und dem Weltanleihensindex (-2.9%; in Schweizer Franken abgesichert). Abgesehen von den oftmals makroökonomisch induzierten Kursschwankungen erzielt der ZIF eine monatliche Rendite von +0.37% gegenüber dem Swiss Bond Index mit lediglich +0.12%.

Der konsequent auf Unternehmens-Kreditrisikoprämien ausgerichtete Credit Opportunities Fund (COF) liegt nach vier Monaten dagegen mit +3.0% deutlich im Plus. Der durchschnittliche Kurs der Anleihen liegt bei 95.0% und die modifizierte Duration bei 3.2, d. h. der COF hat einen anderen Charakter als der ZIF. Dessen Duration ist typischerweise viel geringer als im ZIF, dafür liegen dessen Haupteinnahmequellen nicht in der Zinsstrukturkurve, sondern in den unternehmensspezifischen Risikoprämien. Typisch für das durchschnittliche Rating von BB+ im COF wurde u. a. die vierjährige Anleihe von Implenía, die mit einem Coupon von 3.0% ausgestattet wurde, ins Portfolio aufgenommen.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2024 (seit Jahresbeginn)	-1.8%	+3.0%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-10.1% (-1.8%)	+28.9% (+2.2%)
Anteil positiver Renditemonate	51%	67%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	110 BP (-10 BP)	482 BP (-12 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A-	BB+

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

Immobilien, Infrastruktur

Immobilienpreise steigen wieder



Implenia beim Bau des Campus Sursee (Bildquelle: implenia.com)

Das Finanzierungs- und Investitionsumfeld für Wohnrenditeliegenschaften hat sich entscheidend verbessert. Eine resiliente Konjunktur mit moderatem Bevölkerungswachstum, leicht sinkende Zinsen und eine geringere Bauteuerung sorgen für den entsprechenden Rückenwind. Da die Mieterträge im laufenden Jahr tendenziell steigen, dürfte es angesichts der tieferen Diskontierungssätze zu einer Aufwertung der Bestandsliegenschaften kommen.

Der Zuwanderungssaldo in der Schweiz betrug im vierten Quartal 2023 rund +29'900 Personen. Über 12 Monate gerechnet dürfte der Saldo sogar knapp die 120'000er Marke erreichen und damit so hoch liegen wie noch nie. Aus der Jahresstatistik wächst die ständige ausländische Wohnbevölkerung vor allem aufgrund der Erwerbstätigkeit. Der zweithäufigste Einwanderungsgrund war der Familiennachzug, gefolgt von jenen, die zwecks Aus- und Weiterbildung in die Schweiz zogen.

Mit diesem Hintergrund ist auch klar, dass sich die Nachfrage nach Wohnraum vor allem auf die Städte und ihre Agglomerationen konzentrierte. Sowohl die Leerstandsquote (meistens handelt es sich um alte Wohnungen in ruralen Gebieten fern von dynamischen Arbeitsmärkten) wie auch die Arbeitslosenquote sind gering. Weil sich die wirtschaftlichen Perspektiven weiterhin aufhellen, dürfte bei sinkenden Finanzierungskosten mit steigenden Immobilienpreisen zu rechnen sein.

Tatsächlich legten die Preise für Eigentumswohnungen in der Schweiz im ersten Quartal 2024 zum Vorjahresquartal (+3.9%) deutlich zu, insbesondere im unteren Segment, wie aus den Immobili-

enpreisindizes FPRE hervorgeht. Bei den Preisen für Einfamilienhäuser legte dagegen das gehobene Segment am stärksten zu. Auf Jahressicht ergibt sich gemäss dem SWX IAZI Private Real Estate Price Index mit +4.2% ein überdurchschnittlicher Wertzuwachs.

Im Hochbau verbessern sich offensichtlich die Angebotsindikatoren. Im Wohnungsbau, der in diesem Jahr rund 32 Milliarden Franken umsetzen wird, dürfte die Bautätigkeit leicht zurückgehen und damit für eine hohe Auslastung auch in älteren Bestandesliegenschaften sorgen. Für die Bauinvestoren verbesserten sich die Konditionen. Im Hochbau berichtete der Baumeisterverband über tiefere Produktionskosten im Schlussquartal 2023 (-3.3%); einzig im Stein- und Betonbau erhöhten sich die Preise leicht (+0.9%).

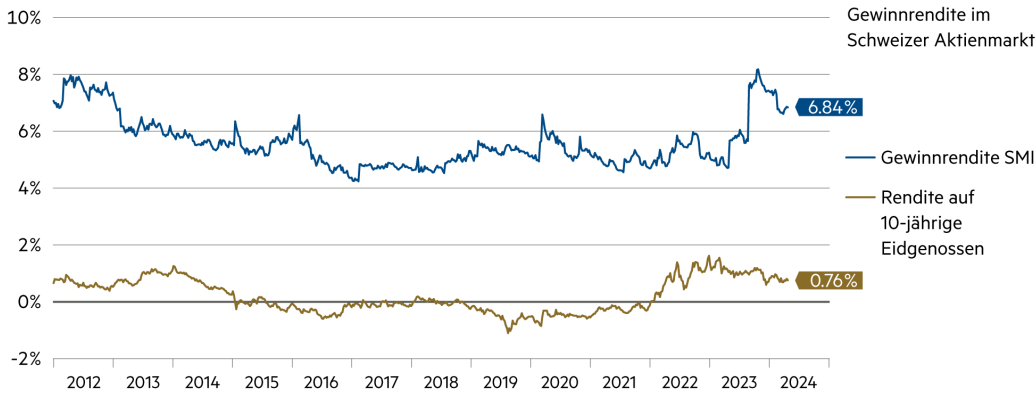
Der schweizerische Baupreisindex, den das Bundesamt für Statistik publiziert, veränderte sich im zweiten Halbjahr 2023 gegenüber dem Vorhalbjahr nur minim (+0.5%). Die Periode mit hohen Baupreisveränderungen (2021 und 2022) ist vorbei. Geringe Preisveränderungen sorgen für eine höhere Planungssicherheit und eine robuste Bautätigkeit.

Zur Performance auf den direkten und indirekten Immobilienmärkten lässt sich gemäss Fahrländer Partner festhalten, dass die Cash-flow-Rendite im vergangenen Jahr ungefähr bei 3.0% lag; im Mittelland etwas höher und in Zürich etwas tiefer. Die Wertveränderungsrendite war mit rund -9.0% nicht nur negativ, sondern auch noch aussergewöhnlich hoch; sie sorgte für eine negative Gesamtrendite. Mit tieferen Diskontierungssätzen im Jahr 2024 dürfte zumindest eine teilweise Umkehr bei den Bewertungen erfolgen.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗	↗	Der Markt für Mehrfamilienhäuser erfuhr im Jahr 2023 durch die stark gestiegene Zinslandschaft eine aussergewöhnlich hohe, negative Wertveränderungsrendite.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→	→	Bei den Büroimmobilien kam es 2023 zum vierten Mal innerhalb von sieben Jahren zu einer negativen Wertänderungsrendite (wie 2017, 2018 und 2020).
Immobilienfonds CH	↗	↗	Die kotierten Fonds weisen auf ihrem derzeitigen Kursniveau eine Ausschüttungsrendite von 2.9% aus, was unter der SMI-Dividendenrendite liegt.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Die Zinssenkungen sind nicht aufgehoben, sondern vielerorts aufgeschoben. Sie sorgen demnächst für höhere Bewertungen bei den Infrastruktur-Investitionen.

Aktien

Hoher Marktpessimismus



Die Gewinnrendite im Schweizer Aktienmarkt von 2012 bis 2024 (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Nach einem fulminanten Start ins Aktienjahr 2024 haben sich die Märkte im April in eine Phase der Konsolidierung begeben. Dort, wo die Indizes jedoch deutlich zurückgingen, interpretieren wir dies als eine klare Zunahme einer pessimistischen Grundhaltung. Diese erachten wir weder als dauerhaft noch aufgrund der starken Ausprägung als gerechtfertigt. Es gibt eine Reihe von attraktiv bewerteten Aktien mit einem grundsoliden Geschäftsmodell.

Grundsätzlich steht jeder Anleger vor einer Vielzahl von Anlagemöglichkeiten. Manche sind liquid und täglich handelbar (Aktien und Anleihen). Andere gelten als semi-liquid wie beispielsweise die Privatmarkteteiligung «The Partners Fund», die von Partners Group gesteuert und monatlich gezeichnet werden kann. Das ist eher eine Anlagemöglichkeit in langfristigen Gefässen, z. B. wenn es um Pensionskassen- oder Freizügigkeitsgelder geht. Eine weitere Anlagemöglichkeit sind Immobilien, aber die entsprechende Handelbarkeit ist eingeschränkt und entsprechend werden die Transaktionen teuer.

In jeder illiquiden Anlageklasse gibt es mittlerweile auch kotierte Fonds. So gibt es beispielsweise Immobilienfonds, deren Nettoanlagevermögen kaum Schwankungen unterliegt, weil auch die zugrundeliegenden Liegenschaften äusserst selten gehandelt werden. Die Anleger interessiert das wenig. An den täglichen Bewertungen misst man deshalb mit dem sogenannten Agio und Disagio, ob der Markt-

wert über respektive unter dem Sachwert liegt. Das durchschnittliche Agio bei den wichtigsten Schweizer Immobilienfonds liegt Ende April bei 11%, d. h. die Anleger bezahlen einen Aufpreis gegenüber dem Sachwert. Gleichzeitig erhalten sie eine jährliche Ausschüttung von 2.9%.

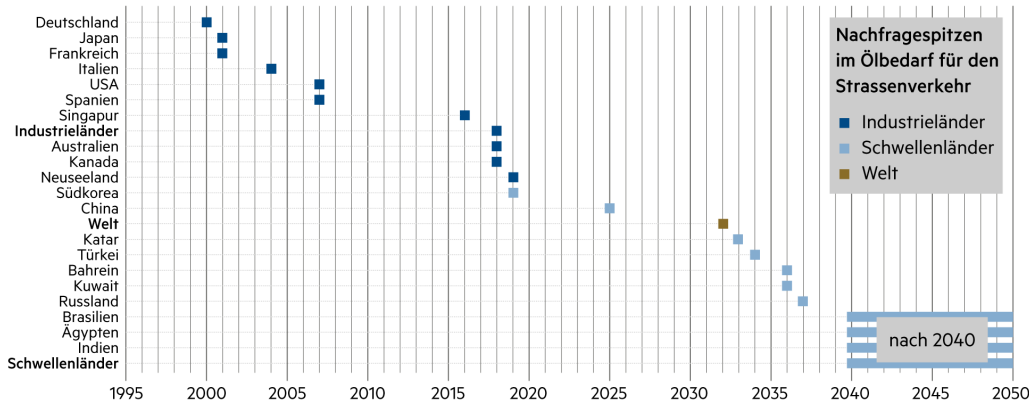
Bei den Aktien gibt es einen anderen Hinweis, den man herbeiziehen kann. Risikolos lässt sich das Kapital in Schweizer Staatsanleihen investieren. Das wirft über die nächsten zehn Jahre allerdings nur gerade eine Rendite von 0.6% jährlich ab und deckt damit nicht einmal die Inflation. Mit Schweizer Aktien erhält man dagegen eine Gewinnrendite, die rund 5% bis 7% höher liegt. Das ist ein Grundsatz seit vielen Jahrzehnten, denn der Aktionär will für sein höheres Risiko auch vergütet werden.

Weil als Alternativen die Renditen von Bankspärlösungen und Staatsanleihen dermassen tief liegen, ist es für längerfristig ausgerichtete Investoren nur eine Frage des Umfangs, ob sie 20%, 40% oder mehr Prozent in Aktien investieren möchten. Als Vermögensverwalter achten wir zudem darauf, unter der Vielzahl von Aktien eine überzeugende Selektion vorzunehmen. Wie wir in Wochen- und Monatsberichten wiederholt aufzeigen, gibt es derzeit eine ganze Reihe von attraktiv bewerteten Aktien mit einem grundsoliden Geschäftsmodell.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Im SMI waren die Ausreisser im April ABB (+7%) und Novartis (+2%) am oberen sowie UBS (-10%) und Logitech (-11%) am unteren Ende.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Der Euro Stoxx 50 (+8.8% seit Jahresbeginn) verkörpert die überraschend stark verbesserten makroökonomischen Frühindikatoren aus der Eurozone.
Aktien USA	↗	↗	Die amerikanischen Märkte büssten im April über 4% ein: der Dow Jones (-5.0%) etwas mehr als der Technologieindex Nasdaq (-4.4%).
Aktien Schwellenländer	↗	↗	In Indien legte der MSCI India im April klar zu (+2.4%). Der seit zehn Jahren amtierende Regierungschef Narendra Modi dürfte Premierminister bleiben.

Alternative Anlagen

Der Strassenverkehr sorgt für wachsenden Ölbedarf



Globaler Ölbedarf für den Strassenverkehr erreicht 2032 seinen Spitzenwert (Quelle: Internationale Energie-Agentur IEA | Grafik: Zugerberg Finanz)

In wenigen Ländern wie Deutschland, Frankreich oder Japan liegt die Spitze dessen, was der Strassenverkehr an fossilen Energieträgern (Benzin, Diesel) beansprucht, hinter uns. Bevölkerungsmässig bleiben wir jedoch realistisch: Grosse Teile der Weltbevölkerung leben in Schwellenländern. Zahlreiche davon dürften bis 2040 einen deutlich steigenden Ölbedarf für deren Strassenverkehr aufweisen. Neue Elektrovehikel bleiben mangels Infrastruktur vielenorts noch lange keine echte Alternative.

Die Rohölpreise der Sorte Brent sind auf ein 5-Monats-Hoch gestiegen. Dies ist auf Störungen in russischen Raffinerien, den anhaltenden Nahostkonflikt sowie die wachsende Weltwirtschaft – insbesondere in den bevölkerungsreichen asiatischen Ländern – zurückzuführen. Es zeichnet sich ab, dass das «schwarze Gold» weltwirtschaftlich eine viel stärkere Rolle spielen wird, als manch einer sich erhofft haben dürfte.

Die gesamte Energiebranche wird derzeit sowohl von makro- wie auch von mikroökonomischen Faktoren unterstützt. Der historische Erdölverbrauch beispielsweise steigt nach wie vor an. Derzeit liegen wir bei rund 100 Millionen Barrel pro Tag. Eine wesentliche Triebkraft bleibt der Strassenverkehr, der in den bevölkerungsreichsten Ländern noch mindestens zwei Jahrzehnte lang zunehmen dürfte.

Preislich bleibt von Bedeutung, dass fundamental über mindestens ein Jahrzehnt zu wenig Mittel in die Exploration (Entdeckung und Erschliessung neuer Ressourcen) investiert wurde. Förderkürzungen von Saudi-Arabien, enttäuschende Produktionszahlen und die Sanktionierungen von Iran und Venezuela aus dem Handel mit

westlichen Ländern führten zu einem ausbalancierten Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage.

Damit bleibt der Ausblick auf erhöhte Ölpreise wohl in einem breiten Preisband von 70 bis 120 Dollar pro Barrel, das noch jahrelang anhalten dürfte. Das Interessante ist, dass die Boykotte der Europäischen Union (EU) gegen russisches Öl, Gas und Kohle deren Preise gesenkt haben. Das machte die fossilen Energieträger für Schwellenländer umso attraktiver. Beispielsweise profitiert die Türkei massiv von den günstigeren russischen Rohstoffen.

Deshalb setzt die Türkei gemäss der britischen Energie-NGO Ember Climate inzwischen weniger auf erneuerbare Energieträger und wieder vermehrt auf klimaschädliche Kohle zur Stromgewinnung. Bis zum Ukrainekrieg importierte die Türkei vier Millionen Tonnen Kohle aus Russland zu Spitzenpreisen von bis zu 450 Dollar je Tonne. 2023 waren es bereits 17.4 Millionen Tonnen, denn der Preis stürzte auf 120 Dollar je Tonne ab – ohne den zusätzlichen Diskont von Russland, weil die Türkei die westlichen Sanktionen nicht mitträgt.

Die Türkei hat Polen in der Kohleverstromung bereits überholt, wohl auch Deutschland. Während in der EU nur noch 12% der Elektrizität aus Kohle gewonnen wird, ist dieser Wert in der Türkei auf 36% geklettert und bringt das Land vom Weg in die Energiewende ab, obschon es über ein enormes Potenzial für die Erzeugung von Solar- und Windenergie verfügt. Das ist nur ein Beispiel aus einer Vielzahl von ähnlich gelagerten Schwellenland-Entwicklungen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→	↗	Die Rohöl-Notierungen liegen mit 79 Dollar pro Fass (Sorte WTI Crude) knapp 10% unter dem Jahreshöchst von anfangs April. Das wirkt leicht disinflationär.
Gold, Edelmetalle	↗	↗	Gold befindet sich in einem zyklischen Aufwärtstrend, der von strukturellen Nachfragetrends und der historischen Verschuldung der USA getragen wird.
Insurance Linked Securities	↗	↗	Wir sind von der risikoadjustierten Attraktivität von nachrangigen Versicherungsanleihen und selektiv auch vereinzelt ILS-Lösungen weiterhin überzeugt.
Private Equity	↗	↗	Das Privatmarktvehikel «The Partners Fund» liegt aktuell bei einer Bewertung von +3.9% seit Jahresbeginn. Mit der Rosen Group kam eine spannende Beteiligung dazu.

Marktdaten

Anlageklasse		Kurs (in Lokalwährung)	Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)					
			30.04.2024	04/2024	2024 YTD	2023	2022	2021
Aktien								
SMI	CHF	11'260.9	-4.0%	+1.1%	+3.8%	-16.7%	+20.3%	
SPI	CHF	15'066.7	-2.4%	+3.4%	+6.1%	-16.5%	+23.4%	
DAX	EUR	17'932.2	-2.3%	+13.0%	+13.1%	-16.3%	+10.4%	
CAC 40	EUR	7'984.9	-2.0%	+11.7%	+9.6%	-13.9%	+23.6%	
FTSE MIB	EUR	33'746.7	-2.2%	+17.4%	+20.4%	-17.3%	+17.3%	
FTSE 100	GBP	8'144.1	+3.3%	+12.9%	-0.3%	-8.8%	+16.7%	
EuroStoxx50	EUR	4'921.2	-2.5%	+14.9%	+12.1%	-16.0%	+16.0%	
Dow Jones	USD	37'815.9	-3.3%	+9.7%	+3.5%	-7.7%	+22.2%	
S&P 500	USD	5'035.7	-2.4%	+15.4%	+13.1%	-18.5%	+30.6%	
Nasdaq Composite	USD	15'657.8	-2.7%	+14.1%	+30.6%	-32.3%	+25.0%	
Nikkei 225	JPY	38'405.7	-7.0%	+12.3%	+8.6%	-19.7%	-2.6%	
Sensex	INR	74'482.8	+2.8%	+12.4%	+7.4%	-4.8%	+23.2%	
MSCI World	USD	3'305.3	-2.2%	+14.1%	+10.8%	-18.5%	+23.7%	
MSCI EM	USD	1'046.0	+2.0%	+11.7%	-2.6%	-21.5%	-1.8%	
Obligationen (gemischt)								
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	151.0	-1.8%	-2.8%	+2.2%	-13.2%	-3.0%	
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	178.6	-2.3%	-3.1%	+4.2%	-16.7%	-2.0%	
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	341.7	-1.0%	+0.7%	+8.7%	-13.6%	+1.4%	
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	262.5	-1.9%	-1.2%	+4.5%	-18.2%	-2.7%	
Staatsobligationen								
SBI Dom Gov	CHF	178.5	-0.3%	-0.6%	+12.5%	-17.0%	-4.2%	
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	135.2	-2.7%	-4.6%	-0.5%	-15.0%	-3.5%	
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	176.4	-1.6%	-2.9%	+4.8%	-18.9%	-3.7%	
Unternehmensobligationen								
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	183.0	0.0%	+0.7%	+5.7%	-7.5%	-0.5%	
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	180.5	-2.9%	-4.3%	+3.5%	-18.5%	-2.3%	
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	581.8	-1.3%	-0.8%	+8.5%	-13.7%	+4.1%	
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	162.6	-1.1%	-1.2%	+5.9%	-14.1%	-1.2%	
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	288.9	-0.3%	+0.6%	+9.8%	-10.9%	+3.2%	
Alternative Anlagen								
Gold Spot CHF/kg	CHF	67'578.5	+3.2%	+20.0%	+0.8%	+1.0%	-0.6%	
Commodity Index	USD	101.7	+4.1%	+12.7%	-20.4%	+15.1%	+30.8%	
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'375.9	-4.5%	+1.5%	+5.4%	-17.3%	+7.6%	
Währungen								
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.9194	+2.0%	+9.3%	-9.0%	+1.3%	+3.1%	
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9807	+0.8%	+5.6%	-6.1%	-4.6%	-4.0%	
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5824	-2.2%	-2.4%	-15.4%	-11.0%	-7.5%	
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1485	+1.0%	+7.2%	-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ussliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch; Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 30.04.2024; Wirtschaftsdaten per 30.04.2024; Wirtschaftsprognosen vom 30.04.2024; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.