

Ufer des Zugersees zwischen Brüggli und Choller, Kanton Zug, Schweiz (Foto: Andreas Busslinger)

## Guter Start in den Juni

Vor einem halben Jahr herrschte noch grosse Angst unter vielen Anlegern: Energiekrise, Inflation, Rezession. Doch die Korrektur an den Aktienmärkten ist in Europa im letzten Jahr offensichtlich zu stark ausgefallen. Das erklärt, weshalb sich die Märkte in Europa gut entwickelt haben, sogar besser als in den USA. Der Euro Stoxx 50 erzielte mit starken +11.2% in den ersten fünf Monaten ein höheres Plus als der amerikanischen S&P 500 mit +8.9%. Der Schweizer Aktienmarkt mit seinen traditionell defensiven Schwergewichten (Nestlé, Roche, Novartis) ist mit +4.6% zwar klar im Plus, aber der schlechteste Index in Kontinentaleuropa. Seit Beginn des Monats Juni setzte sich die gute Marktentwicklung fort.

Die Weltwirtschaft wächst weiterhin und sorgt für Impulse, insbesondere im asiatischen Raum, wo von einer Rezession keine Spur ist. Davon profitieren europäische Unternehmen mehr als amerikani-

sche. Letztere haben im Binnenmarkt mit hohen Leitzinsen, erhöhten Fremdkapitalkosten und einem leergefegten Arbeitsmarkt zu kämpfen. Das lässt uns bezüglich USA mit Vorsicht auf die zweite Jahreshälfte blicken, auch wenn sich der Konsum jüngst noch weiterhin robust entwickelte.

Nur haarscharf wurde der Zahlungsausfall in den USA vermieden, aber generell scheint da die gegenwärtige Wirtschaftsentwicklung wie ein Ritt auf einer Rasierklinge. Bereits wirkt der präsidentiale Vorwahlkampf und verstärkt die ohnehin schon starken Zentrifugalkräfte. Die politischen Lager der «blauen» Demokraten und der «roten» Republikaner erweisen sich kaum mehr als kompromissfähig, was den grundsätzlich attraktiven Standort unsicherer werden lässt und Prognosen deutlich erschwert.

## Geringerer Renditezuwachs im Mai

Im Mai war es für Aktien schwierig, für Staatsanleihen hingegen lief es gut. Die Rendite des zehnjährigen Eidgenossen fiel auf 0.8%, was die langfristigen Hypothekarzinsen unter die kurzfristigen fallen liess. Der anleihebezogene Swiss Bond Index (SBI AAA-BBB Total Return: +3.6% seit Jahresbeginn) legte etwas zu, doch weltweit bössten Aktienmärkte im Mai einen Teil ihrer bisherigen Jahresgewinne ein. Der aktienbezogene Swiss Market Index (SMI) war mit 11'218 Punkten (-1.9% im Mai) etwas schlechter als der Weltaktienindex (MSCI World -1.3%). Nach den ersten fünf Monaten bleibt es dabei, dass die Portfolios umso deutlicher im Plus liegen, je höher die Aktienquote (respektive die Quote aller Sachwerte) ist.

Wir halten die Aktienquote weiterhin neutral. Balancierte Portfolios liegen seit Jahresbeginn auf einem guten Weg (z. B. Revo2 +5.6%, Revo3 +7.2%). Portfolios mit einem noch höheren Anteil an Sachwer-

ten (Aktien, Immobilien, Infrastruktur und Privatmarktanlagen) liegen stärker im Plus (z. B. Revo4 +8.3%, Revo5 +9.6%). Die auf Dividenden ausgerichteten Lösungen liegen ebenfalls stark im Plus (z. B. RevoDividenden +10.5% seit Jahresbeginn). In den Freizügigkeitslösungen bestätigen sich die Bilder, aber angesichts der höheren Quote von schwankungsarmen Anlagestiftungen wird eine Bewertungsanpassung (z. B. von Immobilien- und Infrastrukturanlagen) stets verzögert eintreffen.

Bei den Wechselkursen änderte sich das Bild. Im Hinblick auf eine weitere mögliche Leitzinserhöhung in den USA im Sommer erholte sich der Dollar von seinem Jahrestiefst: Der Dollar handelte Ende April zu 0.91 gegenüber dem Franken, lag aber Ende Mai letztlich bei 0.90 (+1.8% im Mai, -1.5% im 2023). Der Euro schwächte sich zum Franken auf 0.97 ab (-1.2% im Mai, -1.6% im 2023).

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Mai 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz R1	-0.1% ↓	+2.8% ↑
Zugerberg Finanz R2	-0.1% ↓	+4.7% ↑
Zugerberg Finanz R3	+0.2% ↑	+6.2% ↑
Zugerberg Finanz R4	+0.5% ↑	+7.4% ↑
Zugerberg Finanz R5	-0.2% ↓	+5.8% ↑
Zugerberg Finanz RDividenden	-0.5% ↓	+9.7% ↑
Zugerberg Finanz Revo1	-0.1% ↓	+3.1% ↑
Zugerberg Finanz Revo2	+0.3% ↑	+5.6% ↑
Zugerberg Finanz Revo3	+0.6% ↑	+7.2% ↑
Zugerberg Finanz Revo4	+0.6% ↑	+8.3% ↑
Zugerberg Finanz Revo5	+0.7% ↑	+9.6% ↑
Zugerberg Finanz RevoDividenden	-0.1% ↓	+10.5% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-0.6% ↓	+0.1% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-0.8% ↓	-0.3% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-0.9% ↓	-0.2% ↓

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Mai 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-0.5% ↓	+1.1% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	-0.4% ↓	+2.1% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	0.0% →	+3.2% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	0.0% →	+4.2% ↑
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+0.2% ↑	+5.5% ↑

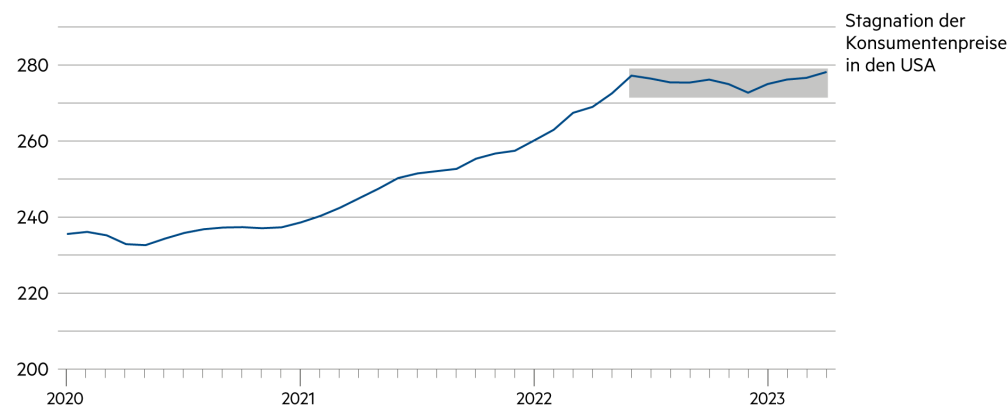
Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Mai 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.1% ↓	+3.1% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.3% ↑	+5.6% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.6% ↑	+7.2% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+0.6% ↑	+8.3% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+0.7% ↑	+9.6% ↑
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	-0.1% ↓	+10.5% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-0.6% ↓	+0.1% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-0.8% ↓	-0.3% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-0.9% ↓	-0.2% ↓

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

Makroökonomie

## Finanzmarkturbulenzen werden gemeistert



Die Stagnation der Konsumentenpreise in den USA seit Juni 2022 (Quelle: U.S. Bureau of Labor Statistics: Consumer Price Index Less Shelter | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die Weltwirtschaft befindet sich auf einem Pfad der Erholung. Die Finanzmarkturbulenzen, die insbesondere in kaum regulierten US-Regionalbanken zum Vorschein kamen, bleiben geografisch eingegrenzt und volumenmässig überschaubar. Sinkende Energie- und stabile Nahrungsmittelpreise dämpfen die Inflationsentwicklung in der zweiten Jahreshälfte. Der Inflationsdruck lässt nach, ebenso der geldpolitische Druck. In den USA stagnieren die Konsumentenpreise seit zehn Monaten.

Die Inflation fällt. Die Transportkosten sind weltweit wieder auf vorpandemische Niveaus zurückgekehrt. Lieferengpässe, die auf Störungen durch stillgelegte Produktionsanlagen, leere Lagerstätten und unterbrochene Logistikketten während der Pandemie und die hohe Warennachfrage nach der Pandemie zurückzuführen waren, haben deutlich abgenommen.

Es steht ausser Frage, dass sich Angebot und Nachfrage auf aggregierter Ebene angleichen müssen, um Preisstabilität wiederherzustellen. In der Tat wirkt sich die geldpolitische Straffung schon jetzt dämpfend auf die Nachfrage aus, und dies ist ein beabsichtigter Effekt der Zentralbanken dies- und jenseits des Atlantiks.

Dadurch wird es aber nicht zwangsläufig zu einer Rezession kommen. Die Arbeitsmärkte in den USA wie auch im Euroraum bleiben weiterhin äusserst robust. Die Arbeitslosenquoten liegen selbst nach einer leichten Erhöhung (USA: 3.7%) noch immer auf einem historisch niedrigen Niveau. Die Zahl der Erwerbstätigen befindet sich auf einem Rekordhoch und der globale Fachkräftemangel bleibt nach wie vor ausgeprägt. Das Risiko, dass die Konjunktur durch eine Verschärfung der monetären Bedingungen abgewürgt

werden könnte, bleibt daher eher begrenzt.

Der Aktivitätsindikator der Atlanta Federal Reserve betonte jüngst, dass das US-amerikanische BIP gegenwärtig mit einer Wachstumsrate von +2.0% vorankommt. Das ist eine Zahl, die sich aus 13 Komponenten aggregieren lässt, welche das BIP mit der vom US Bureau of Economic Analysis verwendeten Kettengewichtungsmethode berechnen. Gewiss wächst die Wirtschaft nicht mehr derart stark wie im Herbst 2022. Das gilt jedoch als wünschenswert. Eine Mässigung hat sich jüngst insbesondere bei den Löhnen abgezeichnet, obschon selbst im Mai wieder über 300'000 neue Stellen ausserhalb der Landwirtschaft geschaffen wurden.

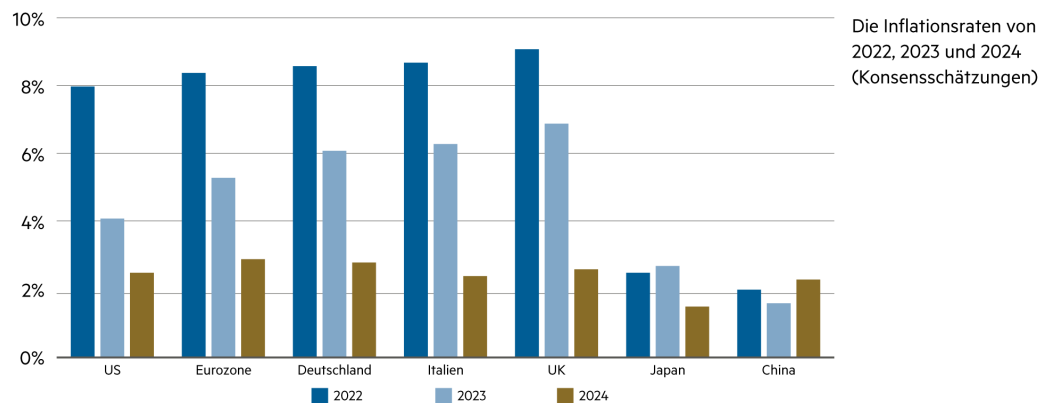
Um 2% dürfte die US-Wirtschaft in den letzten Monaten gewachsen sein. Zugleich war die Wachstumsrate zuletzt etwas höher als die geschätzte Zuwachsrate des BIP von +1.3% in der zweiten Hälfte April 2023. Von Rezession ist auch im Juni 2023 nichts zu erkennen. Entsprechend positiv sind die US-Aktienmärkte in den neuen Monat gestartet. Dazu trug auch die hart umkämpfte Einigung auf eine neue Schuldengrenze zwischen dem Präsidenten Joe Biden und dem Sprecher des Repräsentantenhauses Kevin McCarthy bei.

Wie die Grafik zeigt, hat die Inflationsrate in den USA, klammert man das Wohnen aus, von Juni 2022 bis April 2023 nur noch um 0.3% zugenommen. Das entspricht einer Preisniveaustabilität. Das Wohnen verläuft leicht verzögert linear mit den höheren Zinsen, d. h. wenn die Leitzinsen erhöht werden, wird das Wohnen teurer. Weil dieser Effekt ausläuft, sobald der Leitzinserhöhungszyklus abgeschlossen ist, macht es volkswirtschaftlich Sinn, sich auf die Teuerungskomponenten ohne Wohnen zu fokussieren.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Es liegt an den Steuerungs- und Überwachungsbehörden, die Energiepreise zu senken und die 90% tieferen Preise mit langfristigen Kontrakten abzusichern.
Eurozone, Europa	↗	↗	Die Composite Einkaufsmanagerindizes für die Eurozone bewegen sich weiterhin deutlich über 50, also in der Expansionszone.
USA	→↗	↗	Amerikas Wirtschaft wächst real mit einer Geschwindigkeit von rund +2% p. a., was angesichts der stark erhöhten Leitzinsen eindrücklich ist.
Rest der Welt	↗	↗	Weiterhin zeigt sich, dass die Inflationsrate in den Schwellenländern tiefer liegt als in den Industrieländern. Das bleibt aussergewöhnlich.

Liquidität, Währung

## Die Kerninflation liegt bei 2.2%



Die Inflationsraten von 2022, 2023 und 2024 als Konsensschätzungen (Quelle: Bloomberg Finance | Grafik: Zugerberg Finanz)

In der Schweiz ist die Inflation bereits wieder deutlich zurückgefallen. Die Kerninflation liegt bei 2.2% und folgt einem sinkenden Pfad. Es besteht in der Schweiz eine anhaltend positive Dynamik, weil eine tiefe Kerninflation die Währung stärkt und ein stärkerer Franken zu tieferen Importpreisen führt, was wiederum inflationsdämpfend wirkt. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) wird den Leitzins um 0.25% erhöhen, danach jedoch vermutlich pausieren.

Die Verbesserung bei der Inflation ist greifbar. Im Euroraum betrug sie im Oktober 2022 10.6%. Inzwischen liegt die Kerninflation bei 5.3%. In der Schweiz liegt die Kerninflation mit 2.2% zwar über dem Inflationsziel der SNB, aber aus der nächsten geldpolitischen Lagebeurteilung vom 22. Juni dürfte nur noch eine Leitzinserhöhung von 0.25% resultieren.

Vorbei sind die «Jumbo»-Erhöhungen von 0.75%, längst vorbei ist die Leitzinsperiode mit -0.75%. Nun dürften wir uns Richtung 1.75% bewegen, d. h. innert 15 Monaten werden sich die Leitzinsen um 250 Basispunkte erhöht haben. Das hat vielerorts zu herben Rückschlägen geführt, nicht zuletzt bei der Bewertung von Anleihen und von Immobilien. Inzwischen liegt das Inflationshöchst hinter uns. Nun geht es «nur» noch darum, wie rasch die Inflation wieder in die Zielbandbreite zurückkehrt.

Die Inflationsraten in der Schweiz sind international vergleichbar mit Japan und China, aber der Preisdruck lässt global deutlich nach. Die Energiepreise im Grosshandel wirken extrem disinflationär. Seit dem Sommer 2022, als man mit Bundesgeldern einen milliarden-schweren Rettungsschirm über den insolvenzbedrohten Energiekon-

zern Axpo halten musste, fielen die Spot- und Forward-Preise zwischen 80% und 93%. Einen derart starken Rückgang der Gas- und Strompreise gab es in der Schweizer Wirtschaftsgeschichte noch nie. Dass dies von den zahlreichen Energiemonopolisten im Land noch nicht an die Haushalte und Unternehmen weitergegeben wurde, ist das Ergebnis eines überforderten Preisüberwachers.

Der Energieanteil in einem Produkt macht bis zu 10% der Wertschöpfung aus. Halbieren sich nur schon die Energiepreise, resultiert ein erhebliches Kostensenkungspotenzial. Dieses lässt sich margensteigernd und/oder preissenkend einsetzen. Gewiss ist, dass die Produzentenpreise derzeit stärker sinken als die Konsumentenpreise, d. h. die Margen der Unternehmen nehmen im laufenden Jahr weiterhin zu.

Der genaue Blick auf die Teuerung führt über die Begriffe Kerninflation (engl. «Core Inflation») und Gesamtinflation (engl. «Headline Inflation»). Bei der Kerninflation handelt es sich um die geglättete Form der Inflation und um jenen Teil, der von einer Zentralbank am stärksten beeinflusst werden kann. Deshalb werden die Preise für Energie, die oft kurzfristig schwanken und auf den Weltmärkten ausserhalb des Einflussbereichs einer Zentralbank gebildet werden, sowie die saisonal stark schwankenden Lebensmittelpreise herausgerechnet. Das Konzept der Kerninflation geht auf die 1970er Jahre zurück. Damals betonte der Ökonom Robert Gordon, dass man sich gleichsam auf das «Herz» der Inflation fokussieren möge, das aus kurzfristigen Schwankungen externer Einflussfaktoren herauszuarbeiten sei.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	→	→	Die intensivere Nutzung von Onlinebanking und digitalen Vergleichsportalen erhöht den Wettbewerb um Einlagen. Der Druck auf höhere Zinsen nimmt zu.
Euro / Schweizer Franken	→	→	Der EUR/CHF Kurs hat sich im Mai zwischen 0.99 und 0.97 hin und her bewegt. Tendenziell dürfte er sich im Sommer in dieser Bandbreite stabilisieren.
US-Dollar / Schweizer Franken	→↓	↓	Der aktuelle Wechselkurs liegt bei 0.91. Auf Termin in 12 Monaten wird der Dollar mit 0.87 allerdings deutlich tiefer gehandelt. Der Abwertungsdruck bleibt.
Euro / US-Dollar	→↑	→↑	Im Mai hat sich dieser Wechselkurs von 1.10 auf 1.07 reduziert, d. h. praktisch unverändert gegenüber dem Niveau zu Jahresbeginn.

Anleihen

## Perspektiven im Lagebild ändern



Der Swiss Bond Index (AAA – BBB Total Return) vom 1. Januar 2019 bis 31. Mai 2023 (Quelle: Bloomberg Finance | Grafik: Zugerberg Finanz)

**Wer mit einem Lagebild beginnt, muss bei der Herkunft beginnen. Die Phase nach der globalen Finanzkrise von 2008/09 bis zum Ausbruch der Pandemie 2020 war aus makroökonomischer Sicht aussergewöhnlich stabil. Finanzierungskosten und reale Zinsen waren niedriger als in den vorangegangenen 150 Jahren. Das wirtschaftliche Wachstum war konstant und die Insolvenzen rückläufig. Entsprechend sanken die Kreditrisiken.**

Die Resilienz des Finanzsystems gegenüber negativen Entwicklungen nahm deutlich zu. Die durchschnittliche Kernkapitalquote von europäischen Banken stieg seit dem Jahr 2008 um rund 60% an; ähnlich entwickelte sich die Solvenzquote bei Versicherungen. Zudem verbesserten die Unternehmen ihre Liquidität. Das liess die Ausfallrate selbst während der Corona-Pandemie kaum ansteigen.

In einer solchen Phase bauten sich allerdings auch Verwundbarkeiten auf. Das Absichern von Zinsänderungsrisiken kostete. Wer es getan hat, fiel im Wettbewerbsvergleich zurück. Die SNB hielt ihren Leitzins mehr als sieben Jahre lang bei -0.75%. Da verliert man mit der Zeit das Gespür, was geschieht, wenn die Inflation wieder anzieht und, um dem Inflationsdruck entgegenzuwirken, die Leitzinsen rasch und stark erhöht werden. In der Vergangenheit war es zur guten «Regel» geworden, die Zentralbankenpolitik nicht zu bekämpfen. Aber das kostete im Jahr 2022 viel Performance, denn die Zentralbanken unterschätzten die Inflationsentwicklung völlig und erhöhten laufend ihre Inflationsprognosen sowie parallel dazu die Leitzinsen. Die Bondmärkte erholten sich davon noch nicht.

Die Wahrscheinlichkeit von parallel stark steigenden Leitzinsen,

Kreditrisikoprämien und Volatilitäten wurde unterschätzt. Weitere Schocks kamen dazu. Geopolitische Spannungen beeinflussten die globalen Wirtschaftsbeziehungen. Der Ausbruch des russischen Kriegs gegen die Ukraine erforderte einen energie- und sicherheitspolitischen Paradigmenwechsel. Hinzu kam die drängende Herausforderung, den Klimawandel einzudämmen. Cyber-Angriffe, wie sie vor einem Jahrzehnt noch nicht bekannt waren, bedrohten zuletzt unablässig das reibungslose Wirtschaften.

Der Finanzzyklus erlitt einen Schock. In den USA stiegen die Leitzinsen um 500 Basispunkte, in Europa um rund 300 Basispunkte. Das mindert die Risikobereitschaft. Für Unternehmensanleihen werden höhere Risikoprämien gefordert. Die Kreditvergabe der Banken wird zurückhaltender – aber auch die Kreditnachfrage der Unternehmen, die aufgrund der höheren Zinsen diverse Investitionspläne kippen.

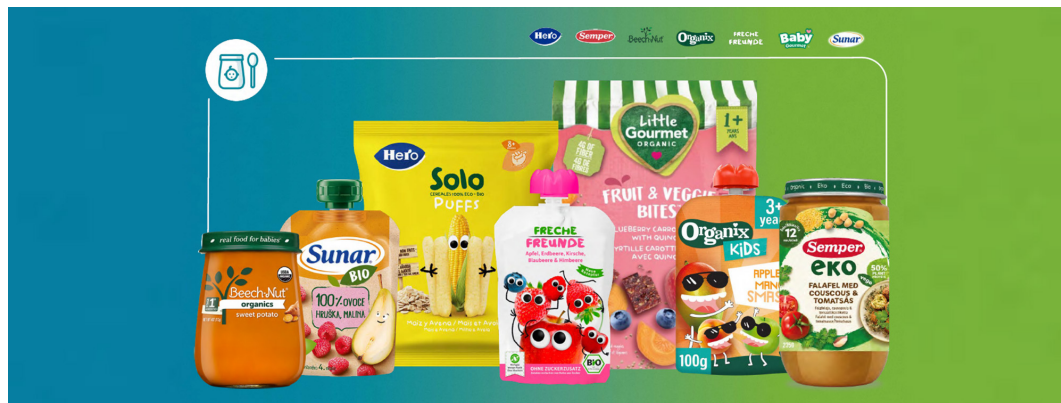
Durch höhere Finanzierungskosten zeichnen sich nun veränderte Perspektiven ab. Möglicherweise ist gar von einem rückläufigen globalen Potenzialwachstum auszugehen. Die Spielräume für Fiskal- und Geldpolitik, Schocks wie in der Vergangenheit abzufedern, werden jedenfalls geringer. Energieintensive Produktionsprozesse haben in energiearmen Ländern kaum Zukunft.

Die Realwirtschaft passt sich an diese Rahmenbedingungen an. Ein verlässlicher Kompass wäre wichtig. Aber weil es ihn nicht gibt, erfordert der Kapitalmarkt höhere Risikoprämien für Unternehmensanleihen. Wer solide Unternehmen vorfindet, wird deshalb noch lange deutlich mehr Rendite mit Unternehmens- als mit Staatsanleihen verdienen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→↓	→↓	Die SNB hat den Leitzins 2022 dreimal und 2023 bislang einmal auf 1.5% erhöht, nachdem sie ihn mehr als sieben Jahre lang bei -0.75% gehalten hatte.
Unternehmensanleihen	↑	↑	Die Kreditrisikoprämien, die es zusätzlich zu den Staatsanleiherenditen zu verdienen gibt, sind besonders attraktiv im BB Segment – auf viele Jahre hinaus.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↑	↑	Hybride Anleihen können besonders interessant sein, auch mit einem Konsumgüter-Hintergrund (z. B. Hero).

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

## Immer mehr interessante Unternehmensanleihen



(Quelle: Hero, 10. Mai 2023)

Im Mai ist es nicht nur zu Rückzahlungen von Anleihen gekommen, sondern gleich zur Neuemission einer Reihe von interessanten Unternehmensanleihen. Damit lässt sich in den kommenden Jahren wieder deutlich mehr Rendite erzielen als mit Staatsanleihen, die derzeit gerade noch 0.8% p. a. über die nächsten zehn Jahre abwerfen. Die durchschnittliche Kreditrisikoprämie in unseren Unternehmensanleihen liegt wesentlich höher.

Nach einer Periode niedriger Ausfälle in den Jahren 2021 und 2022 wirft der Anstieg der Ausfälle im Jahr 2023 bei den Anlegern die Frage auf, ob der nächste Ausfallzyklus bereits begonnen hat und wie hoch die Ausfallraten sein werden. Wir betrachten den jüngsten Anstieg der Ausfälle als Rückkehr zur Normalität und nicht als Beginn eines ausgewachsenen Ausfallzyklus. Insbesondere in Europa, wo der Schwerpunkt unserer Unternehmensanleihen liegt, ist die Ausfallsrate verhältnismässig gering. Wir halten eine ausgewachsene Rezession in den nächsten 12 Monaten für unwahrscheinlich und erwarten daher für dieses Jahr lediglich einen moderaten Anstieg der Ausfallquote. Das wird zu einem interessanten Ausgangsjahr für Investoren in Unternehmensanleihen werden.

Der Credit Opportunities Fund (COF) zeichnete im Mai u. a. eine Anleihe der Lenzburger Hero. Die Transaktion wurde mit Mitteln aus einer Schweizer Gewerbeimmobilien-Anleihe finanziert (Inter-shop), die lediglich einen Coupon von 1.125% aufwies und zurückbezahlt wurde. Die neue hybride Anleihe von Hero weist eine investorenfreundliche Struktur auf und wird in den nächsten fünf Jahren zu

5.0% jährlich verzinst.

Von einem spezialisierten Unternehmen im krisenfesten Laboratoriumsbereich (ADDvise Group) erworben wir ebenfalls eine Anleihe. Das vor allem auf den margenträchtigen US-Markt fokussierte Unternehmen bezahlt einen variablen Coupon von 5% über dem Leitzins. Etwas höher liegt der Coupon bei der Münchner Central Media, einem Unternehmen, das zur zugerischen Beteiligungsgesellschaft der Familie Brenninkmeijer (u. a. C&A) zählt und mit der Anleihe eine attraktive Übernahme finanziert. Die Familie verfügt über 175 Jahre Unternehmensgeschichte und unterstützt erfolgreiche Unternehmen bei ihrer weiteren Entwicklung. Ebenfalls attraktiv erschien uns die fünfjährige Anleihe von Ziton. Die Gesellschaft ist im Norden Europas mit fünf Spezialschiffen auf das Servicegeschäft von Offshore Windparks im Auftrag von Bluechip-Unternehmen wie Siemens Gamesa, Orsted und RWE unterwegs. Mit derartigen Transaktionen wird die Widerstandskraft des COF gefestigt und die mittelfristige Rendite gesichert.

Im Zugerberg Income Fund (ZIF) ist es im Mai ebenfalls zu mehreren Zukäufen gekommen, u. a. interessante Neuemissionen aus der Finanzbranche (Zürcher Kantonalbank, Cembra Money Bank, Banco Santander, Charles Schwab, State Bank India) wie auch aus der nachhaltigen Energieversorgung (Energias de Portugal, Fortum) und der Industrie (Stora Enso, die älteste Aktiengesellschaft der Welt, und UPM-Kymmene, der grösste Papierkonzern Europas).

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2023 (seit Jahresbeginn)	+2.1%	-0.5%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-11.8% (-2.5%)	+19.2% (+1.7%)
Anteil positiver Renditemonate	58%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	314 BP (+6 BP)	742 BP (+13 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



(Quelle: Flughafen Zürich)

Bei den Schweizer Immobilien ist es zu einer Stagnation auf einem hohen Niveau gekommen. Dennoch kann für das Gesamtjahr 2023 mit leicht höheren Marktwerten für Wohneigentum gerechnet werden. Bei der Bewertungs- und Preisentwicklung von Wohnrenditeliegenschaften kommen teilweise höhere Mieten ab Mitte 2023 zugute. Europäische Infrastrukturwerte entwickeln sich weiterhin solid und überdurchschnittlich.

Die zehnjährige eidgenössische Anleihe rentiert nur gerade noch 0.8%. Das ist der niedrigste Wert im laufenden Jahr und wirkt sich auch auf langfristige Festhypotheken aus. Festhypotheken am kurzen Ende sind tendenziell teurer geworden, während jene am langen Ende gefallen sind. Laut dem Online-Vergleichsdienst MoneyPark hat der Hypotheken-Index den höchsten Stand des Jahres hinter sich. Die angegebenen 2.9% für fünfjährige und 3.1% für zehnjährige Festhypotheken sind Standardkonditionen, die sich noch herunterverhandeln lassen.

Auch die Saron-Hypothek ist nicht mehr so hoch und fiel zuletzt unter 2.4%. Der Saron (Abkürzung für Swiss Average Rate Over Night) ist ein Schweizer Referenzzinssatz. Er orientiert sich eng am offiziellen Leitzins der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Hinzu kommt eine kundenspezifische Marge. Insgesamt verringert sich derzeit das Sparpotenzial der Saron-Hypothek im Vergleich zur Festhypothek, aber die Saron-Hypothek könnte deshalb 2024 wieder günstiger werden.

Unter den gestiegenen Zinsen litten Immobilienwerte. In nicht kotier-

ten Gefässen dauert der preisliche Anpassungsprozess erfahrungsgemäss länger, an der Börse geht es rascher. Die Aushängeschilder im Büroliegenschaftsmarkt, Swiss Prime Site (-38%) und PSP Swiss Property (-37%), liegen deutlich tiefer als in der vorpandemischen Phase im März 2020. Nicht überraschend handeln deshalb auch Schweizer Immobilienfonds mit kommerziellem Hintergrund nicht mehr mit einem Agio, sondern vielmehr mit einem Disagio. Trotzdem fiel die durchschnittliche Ausschüttungsrendite erstmals unter 3%.

Infrastruktur-Gesellschaften entwickeln sich dagegen weiterhin besser. Vereinzelt übertrafen Infrastrukturunternehmen den Gesamtaktienmarkt seit Jahresbeginn deutlich. Der Berner Energiekonzern BKW erzielte seit Jahresbeginn ein stolzes Plus (+29%) und ist mittlerweile mit 8.6 Milliarden Franken bewertet. Davon gehörten 52.5% dem Kanton Bern und 10.0% der Groupe E.

In eine ähnliche Flughöhe brachten es die Aktien des Flughafens Zürich (+23% seit Jahresbeginn). Dank des höheren Anteils an stabilen Immobilienerträgen, des Expansionspotenzials, des Einzelhandels und eines wachsenden internationalen Geschäfts, das sich positiv auf die Renditen auswirkt, verbleibt für die Flughafen AG ein erhebliches Potenzial für Rentabilitätssteigerungen, selbst bei einem ähnlichen Verkehrsaufkommen. Auch der stark auf Wasser/Abwasser und Abfallentsorgung fokussierte Infrastrukturkonzern Veolia Environnement entwickelte sich seit Jahresbeginn stark (+15%).

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	→	→↗	Das Transaktionsvolumen ist etwas abgeklungen, weil die Spanne zwischen Käufer und Verkäufer spürbar angewachsen ist (d. h. grosse Meinungsunterschiede).
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→	→	In der Schweiz ist die Problematik im kommerziellen Liegenschaftsgeschäft nicht vergleichbar mit den grossen Herausforderungen in den USA.
Immobilienfonds CH	→	→↗	Da lässt sich über die faire Bewertung nur spekulieren. Fakt ist, dass SPS (-3%) und PSP (-8%) deutliche Einbussen seit Jahresbeginn erlitten.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Die BKW (+8% im Mai) war der mit Abstand beste Infrastrukturwert im Portfolio. Nur die Aktien des Flughafens Zürich (+2%) schlossen ebenfalls im Plus.

Aktien

## Aktien nehmen langfristig zu



Der Swiss Market Index (SMI) über die letzten 5 Jahre (Quelle: Bloomberg Finance | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der SMI stieg im April stark an (+3%) und fiel nun im Mai etwas zurück (-2%). Diese monatlichen Schwankungen fallen teils noch viel stärker aus. Doch es ändert nichts an der Beobachtung, dass Aktien als Sachwert langfristig zunehmen, während Nominalwerte wie Staatsanleihen und Kassenobligationen ihren nominellen Wert erhalten. Nach dem Hoch im Februar 2020 dauerte es 1.5 Jahre, ehe dieses wieder übertroffen wurde. Die Zukunft wird zeigen, wann der SMI das Hoch vom Jahreswechsel 2021/22 wieder erreichen wird.

Nominalwerte werfen heute immerhin wieder leicht positive Zinsen ab. Sachwerte nehmen in leicht inflationären Zeiten dagegen zu. Zwar steigen die Inputkosten, doch andererseits kommt es auch zu Preiserhöhungen. Unter dem Strich resultieren ein nominell deutlich höherer Umsatz und auch höhere Gewinne, was die Aktienkurse steigen lässt.

Das ist selbstverständlich kein linearer Prozess, und manchmal kann die Abweichung vom langfristigen Trend sogar zwei, drei oder mehrere Jahre dauern. Aber der zugrundeliegende ökonomische Sachverhalt ist seit weit über hundert Jahren evident. Manche Anleger machen sich kurzfristig aufgrund von täglichen Nachrichten und den damit verbundenen Schwankungen allzu starke Sorgen.

Die kurzfristigen Aktienkurse verkörpern jedoch oftmals mehr Stimmungsschwankungen als fundamentale Veränderungen. Im Mai haben beispielsweise die Kurse der Versicherer Swiss Life und Axa rund 10% eingebüsst. Das waren die stärksten Kurseinbussen in unseren einzeltitelbasierten Depots. Bei näherer Betrachtung war jedoch alles halb so wild. Bei einer Dividendenrendite von rund 6%,

die im Mai ausgeschüttet wurde, reduziert sich der zunächst beobachtbare Kursverlust in einer Gesamttrendbetrachtung bereits erheblich. Berücksichtigt man auch die beiden ersten Handelstage im Juni, die als Erholungstage nach dem Schuldendeal in den USA gelten, relativiert sich dies noch mehr. Die Aktien von Axa und Swiss Life legten 3% respektive 2% zu, so dass man die Gesamttrendite über die vergangenen fünf Wochen als stabil betrachten kann.

Auf der anderen Seite des Spektrums liegen als Kursgewinner im Monat Mai die Technologieaktien wie der Weltkonzern Alphabet (Google) mit +14% und das eher kleine Unternehmen u-blox, das aus der ETH Zürich hervorgegangen ist, mit +9%. Bei der ersten Gesellschaft summiert sich der Kursgewinn seit Jahresbeginn auf 39%, was auf die fundamental verbesserte Einschätzung zurückzuführen ist, wer als Gewinner der Anwendung von Künstlicher Intelligenz hervorgehen wird. Beim zweiten Unternehmen ist die Marktkapitalisierung gering. Einzelne Kundenaufträge, Analystenberichte oder auch Kauforder können bereits zu erheblichen Schwankungen führen. Derartige Ausschläge sind nicht unüblich. Wir setzen aber deshalb gering kapitalisierte Gesellschaften nur in verhältnismässig risikofreudigen Lösungen ein.

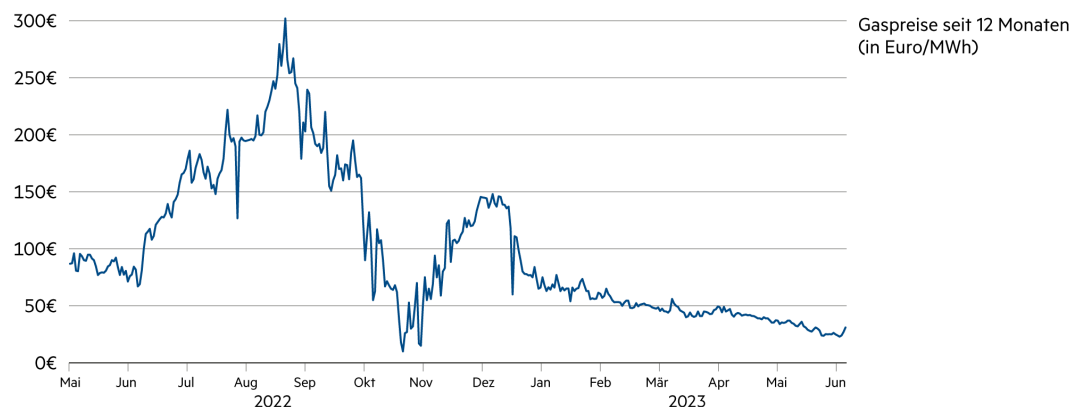
Wir bleiben weiterhin vorsichtig und diszipliniert in der Selektion von Aktien und behalten den Schweizer Heimatfokus bei einer aktuell neutralen Aktienquote bei. Überzeugende Langfriststrategien und robuste Bilanzen sowie marktführende Stellungen sind drei wichtige Selektionskriterien. Auf die konjunkturelle Resilienz legen wir in der gegenwärtigen Wirtschaftsphase besonderen Wert.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	→↗	↗	Der Start in den Juni ist geglückt. Insbesondere die industriellen Perspektiven hellen sich wieder auf. Die Rezessionsängste gehen zurück.
Aktien Eurozone, Europa	→↗	↗	Aktien aus der Reise- und Luxusgüterbranche sowie Tech-Titel haben stark zugelegt. Die bisherigen Jahresverlierer sind Energie- und Rohstoff-Aktien.
Aktien USA	→	↗	Die herausragende Volkswirtschaft wendet sich immer wieder neuen Märkten und Technologien zu, was spannende Anlageopportunitäten mit sich bringt.
Aktien Schwellenländer	→↗	↗	Die Schwellenländer profitieren von tiefen Inflationsraten bei einer strukturell erhöhten Wachstumsdynamik. Davon profitiert Indien in besonderem Ausmass.



Alternative Anlagen

## Energie- und Strompreise normalisieren sich



Gaspreise im europäischen Grosshandel seit 12 Monaten (Quelle: Bloomberg Finance, TTF Gaspreise für physische Lieferungen in Amsterdam | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die wichtigste volkswirtschaftliche Veränderung der vergangenen zwölf Monate sind gewiss die Energiepreise. Seit Jahresbeginn und der Etablierung von zahlreichen Flüssiggasterminals haben sich die Grosshandelspreise von Gas und Strom deutlich nach unten entwickelt. Auch die Öl-, Kerosin- und Heizölpreise sind gefallen. Entsprechend wird in den kommenden Monaten eine grosse Entlastung auf die Unternehmen und Konsumenten zukommen.

In den vergangenen Wochen verschlechterten sich die chinesischen Daten für April, da die Daten zu Importen, Inflation und Bankkrediten schwächer ausfielen als erwartet. Über den USA hing lange das Damoklesschwert der Zahlungsunfähigkeit. Starke US-Arbeitsmarktdaten sind nach wie vor eine Stütze für die US-Wirtschaft und für die allgemeine Preisbildung für zyklisches Wachstum. Doch die Rohstoffspekulanten veräusserten vor einem konjunkturell bedrohlichen Szenario ihre gehorteten Öl- und Gasvorräte, was sich rasch in sinkenden Preisen niederschlug. In den USA wird das Rohöl der Sorte WTI zu 40% günstiger als vor einem Jahr gehandelt. Zudem sind die Raffineriemargen wieder gefallen.

Rohstoffe sind in der Regel die Anlageklasse, die bei einer Normalisierung der Inflation am schlechtesten abschneidet. Das ist in diesen Monaten erneut zu beobachten, auch bei den Energie- und Rohstoffaktien. Insbesondere wenn es zu einer Nachfrageabschwächung

kommt, preisen die Rohstoffmärkte mehr Wachstumsrisiken ein. Es mag sein, dass die jüngsten starken Ölpreistrückgänge auf übermässige Rezessionsängste, Positionierungs- und Überangebotsorgen zurückzuführen sind. Jedenfalls vermag selbst das von Saudi-Arabien und Russland angeführte Ölkartell OPEC+ mit ihren wiederholt angekündigten Förderkürzungen vorderhand noch etwas zu bewirken.

Mit dem starken Ölpreistrückgang gingen auch Verwerfungen bei energieexponierten Vermögenswerten einher, wobei Energieaktien aus den USA und Europa wie Chevron und Equinor am stärksten zurückblieben. Aber auch Energietitel aus dem Dekarbonisierungsbereich (Windkraft, Solarenergie, Wasserkraft) leiden unter den stark gefallen Energie- und Strom-Grosshandelspreisen.

Die schwache industrielle Produktion in den USA, China und Europa hat die Energienachfrage reduzieren lassen, aber auch die Preise der Industriemetalle und der entsprechenden Minenbetreiber belastet. Die Sorge um tiefe Einkaufsmanagerindexwerte im gewerblichen Bereich üben einen zusätzlichen Abwärtsdruck aus.

Die Performance von Gold in Schweizer Franken (Bloomberg: XAUCHF) war hingegen im bisherigen Jahresverlauf ungefähr gleich wie beim SMI, ausser, dass bei Gold keine Dividenden ausgeschüttet wurden. Gold kann als Portfoliodiversifikator betrachtet werden, wir betrachten das Aufwärtspotenzial aber als begrenzt.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	→	↗	Die jüngsten starken Ölpreistrückgänge sind wohl auf übermässige Rezessionsängste, neue Positionierungen und ein Überangebot zurückzuführen.
Gold, Edelmetalle	→	↗	Gold und Silber haben in den letzten Monaten etwas an Attraktivität eingebüsst. Das Silber handelt um 21.40 Franken pro Unze, das Gold um 1'787 Franken.
Insurance Linked Securities	↗	↗	Besonders attraktiv halten wir nachrangige Versicherungsanleihen mit einem High Grade Rating, abgesichert in Schweizer Franken.
Private Equity	↗	↗	In der Erwartung von Abwertungen handeln viele Anlagen mit einem (attraktiven) zweistelligen Discount im Vergleich mit dem bilanzierten Nettoanlagevermögen.

## Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)	Jahresperformance (in CHF)					
		31.05.2023	05/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
<b>Aktien</b>							
SMI	CHF	11'217.9	-1.9%	+4.6%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	14'788.5	-1.9%	+7.7%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	15'664.0	-2.8%	+10.8%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	7'098.7	-6.4%	+8.0%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	26'051.3	-4.9%	+8.2%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'446.1	-4.5%	+1.5%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'218.0	-4.4%	+9.5%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	32'908.3	-1.1%	-1.5%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	4'179.8	+2.7%	+8.0%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	12'935.3	+8.4%	+22.6%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	30'887.9	+6.8%	+10.1%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	62'622.2	+3.8%	+2.1%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	2'800.6	+1.2%	+6.7%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	958.5	+0.5%	-0.6%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
<b>Obligationen (gemischt)</b>							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	154.1	-0.7%	+1.3%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	178.8	-1.3%	+1.1%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	315.3	-0.9%	+0.9%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	254.2	-1.0%	+0.1%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
<b>Staatsobligationen</b>							
SBI Dom Gov	CHF	172.7	+2.5%	+8.2%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	143.1	-1.6%	+0.4%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	176.8	+0.2%	+2.1%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
<b>Unternehmensobligationen</b>							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	175.8	+0.6%	+2.2%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	183.6	-1.9%	+0.8%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	550.2	-1.3%	+1.8%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	158.4	0.0%	+1.9%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	269.8	+0.5%	+3.2%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
<b>Alternative Anlagen</b>							
Gold Spot CHF/kg	CHF	57'466.9	+0.7%	+3.8%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	98.0	-3.8%	-13.9%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'271.1	+0.7%	+2.3%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'367.8	+1.2%	-1.7%	-3.3%	+6.7%	-2.2%
<b>Währungen</b>							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.9107	+1.8%	-1.5%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9734	-1.2%	-1.6%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.6532	-0.4%	-7.4%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1330	+0.8%	+1.3%	-9.3%	+1.9%	-5.7%

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

Die angegebene Wertentwicklung ist netto, nach Abzug aller laufenden Kosten, ohne Berücksichtigung von Abschlusskosten. Alle Angaben hinsichtlich der Wertentwicklung sind indikativer Natur, beziehen sich auf die Vergangenheit und erlauben keine garantierten Prognosen für die Zukunft. Impressum: Zugerberg Finanz AG, Lussliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, [info@zugerberg-finanz.ch](mailto:info@zugerberg-finanz.ch), [www.zugerberg-finanz.ch](http://www.zugerberg-finanz.ch); Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 31.05.2023; Wirtschaftsdaten per 31.05.2023; Wirtschaftsprognosen vom 31.05.2023; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.