

Zugersee mit Rigi, Kanton Zug (Foto: Andreas Busslinger)

## Ein robuster Konjunkturzyklus

Der Konjunkturzyklus bleibt robust. Aber wie immer gibt es Herausforderungen, welche auf den Kapitalmärkten Turbulenzen verursachen können. Gegenwärtig bewegen sich die Kursschwankungen bei Aktien und Anleihen tendenziell rückläufig, was ein positives Zeichen ist. Vielleicht legen die Investoren nach einer monatelangen Hausse eine vorübergehende Pause ein. Denn die Stimmungslage hat sich seit einem halben Jahr deutlich verbessert. Allerdings mehren sich Risiken in den USA, wo z. B. hartnäckige Inflationsdaten von etwas mehr als 2% und hohe Bewertungen für eine angespannte Lage sorgen.

Darüber hinaus sind Anleihe- und Aktienkurse weiterhin negativ korreliert. Das wirkte sich in unseren Portfolios seit Jahresbeginn 2024 renditemässig vorteilhaft für aktienbetonte Portfolios aus. Die negative Korrelation senkte dagegen das Portfoliorisiko insbesondere

in den stark mit Anleihen gewichteten Lösungen. Das bedeutet, dass wir da im Weiteren geringe Abwärtsrisiken sehen. Bei den aktienbezogenen Lösungen messen wir hingegen der realwirtschaftlichen Diversifikation noch mehr Gewicht bei, um den Wert der Portfolios im weiteren Jahresverlauf zu schützen.

Mittelfristig bleibt das kapitalmarktbezogene Umfeld für Realwerte wie Aktien sowie Infrastruktur- und Privatmarktanlagen positiv. Der fundamentale Hintergrund ist nach wie vor solid. Der Konjunkturzyklus verbessert sich insbesondere in Europa und in Asien. In den USA beobachten wir die erhoffte Verlangsamung des stürmischen Wachstums vor einem halben Jahr. Da bewegt sich die Konjunktur wohl etwa in der Mitte des postpandemisch verlängerten Zyklus, der in einem unüblichen Ausmass mit expansiven fiskalpolitischen und zugleich restriktiven geldpolitischen Massnahmen einhergeht.

## Aussergewöhnlich starke Performance im Mai

Der Swiss Market Index (SMI) stieg im Mai stark an und erklomm ein neues Jahreshöchst. Momentan liegt der Index 7% unter seinem Allzeithoch vom 29. Dezember 2021. Unter Berücksichtigung der Gesamttrendite (Kursentwicklung und Dividenden) erreichte der SMI im Mai ein neues Allzeithoch. Dividendenbereinigt lag die Gesamttrendite im Mai nur gerade bei Swisscom (-1%) und Lonza (-4%) in der negativen Zone. Nestlé blieb trotz dem Anstieg (+4%) auf einem für langfristige Anleger attraktiv tiefen Niveau. Starke Erholungen waren bei SMI-Aktien wie Roche und Novartis sowie Partners Group (je +5%), Holcim und Swiss Life (je +6%) und Zurich (+7%), Kühne+Nagel (+9%) zu beobachten. Einige Aktien wie Swiss Re (+15%) und Alcon (+13%) sowie HBM Healthcare Investments (+12%) sorgten ebenso wie unsere Selektion von internationalen Aktien für einen erfreulichen Aufschwung in den aktienbetonten Portfolios.

In der defensiven Risikoklasse 1 (z. B. Revo1 mit einem hohen Anteil an Anleihen mit +0.8%) liegt die Performance seit Jahresbeginn leicht im Plus. In der «balancierten» Risikoklasse 3 (z. B. Revo3 mit +6.9% und R3 mit +7.6% seit Jahresbeginn) liegt die Gesamttrendite auf einem soliden Niveau. Die dynamischen Risikoklassen 4 und 5 (z. B. Revo4 mit +9.2% und Revo5 mit +10.8% seit Jahresbeginn) liegen im Vergleich mit den langfristig erwarteten Jahresrenditen sogar bereits nach fünf Monaten darüber. Die Performance der Dividendenlösungen stiess in den zweistelligen Bereich hervor. Stark verbesserten sich im Mai zudem die DecarbRevo Strategien. Das hängt mit dem Trend zusammen, dass Unternehmen auf dem deutlich tieferen Preisniveau im Vergleich zu den Jahren 2020/21 vermehrt langfristige Kontrakte für erneuerbare Energien eingehen.

## Vorwiegend einzelstitelbasierte Strategien

|                                 | Wertentwicklung der Strategien* |          |
|---------------------------------|---------------------------------|----------|
|                                 | Mai 2024                        | YTD 2024 |
| Zugerberg Finanz R1             | +1.1%                           | +0.9%    |
| Zugerberg Finanz R2             | +2.1%                           | +4.2%    |
| Zugerberg Finanz R3             | +2.8%                           | +7.6%    |
| Zugerberg Finanz R4             | +3.3%                           | +9.1%    |
| Zugerberg Finanz R5             | +3.4%                           | +9.3%    |
| Zugerberg Finanz RDividenden    | +4.2%                           | +10.6%   |
| Zugerberg Finanz Revo1          | +1.2%                           | +0.8%    |
| Zugerberg Finanz Revo2          | +2.3%                           | +4.3%    |
| Zugerberg Finanz Revo3          | +3.1%                           | +6.9%    |
| Zugerberg Finanz Revo4          | +3.5%                           | +9.2%    |
| Zugerberg Finanz Revo5          | +4.1%                           | +10.8%   |
| Zugerberg Finanz RevoDividenden | +4.2%                           | +10.2%   |
| Zugerberg Finanz DecarbRevo3    | +4.3%                           | +3.8%    |
| Zugerberg Finanz DecarbRevo4    | +5.7%                           | +4.3%    |
| Zugerberg Finanz DecarbRevo5    | +6.7%                           | +4.1%    |

## Zugerberg Finanz Freizügigkeit

|                                     | Wertentwicklung der Strategien* |          |
|-------------------------------------|---------------------------------|----------|
|                                     | Mai 2024                        | YTD 2024 |
| Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5 | +0.3%                           | -1.1%    |
| Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1   | +0.7%                           | +1.1%    |
| Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2   | +1.3%                           | +3.2%    |
| Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3   | +1.9%                           | +5.7%    |
| Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4   | +2.6%                           | +6.6%    |

## Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

|                                    | Wertentwicklung der Strategien* |          |
|------------------------------------|---------------------------------|----------|
|                                    | Mai 2024                        | YTD 2024 |
| Zugerberg Finanz 3a Revo1          | +1.2%                           | +0.8%    |
| Zugerberg Finanz 3a Revo2          | +2.3%                           | +4.3%    |
| Zugerberg Finanz 3a Revo3          | +3.1%                           | +6.9%    |
| Zugerberg Finanz 3a Revo4          | +3.5%                           | +9.2%    |
| Zugerberg Finanz 3a Revo5          | +4.1%                           | +10.8%   |
| Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden | +4.2%                           | +10.2%   |
| Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3    | +4.3%                           | +3.8%    |
| Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4    | +5.7%                           | +4.3%    |
| Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5    | +6.7%                           | +4.1%    |

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

Makroökonomie

# Deutlicher Rückgang der Inflation



Tiefe Inflation fördert die Bautätigkeit (Quelle: stock.adobe.com)

Über die vergangenen 18 Monate kam es zu einem starken Rückgang der Inflation. Auch die Aussicht auf die zukünftige Inflationsentwicklung bleibt positiv. Der disinflationäre Druck bleibt, was erste Zentralbanken dazu bewog, ihre Leitzinsen zu senken. In der Schweiz könnte es im Juni bereits zur zweiten Senkung kommen. In der Eurozone beginnt der etwas weniger restriktive geldpolitische Kurs am 6. Juni.

Die sequenziellen Werte für die Kerninflation im April waren in Japan sehr niedrig (+0.2%), im Euroraum (+1.6%) und in Kanada (+1.9%) niedrig und in den USA moderat (+2.7%, PCE Inflation). Vereinzelt ist die Inflation hartnäckig, dabei aber handelt es sich um Ausreisser im rückwärtsgerichteten Trend in den Industrieländern. Eine Reihe von statistischen Messgrössen untermauert diesen Trend. Bei Waren war die Disinflation stärker als im Dienstleistungssektor, was zu einem erheblichen Teil auf die Inflation der Mietpreise zurückzuführen ist und statistisch in den kommenden Quartalen verschwinden wird.

Das ist denn auch der kritische Punkt der Geldpolitik. Wie in der Schweiz ist vielenorts im Ausland die Mietpreisinflation ein direktes Ergebnis der Geldpolitik. Ist diese restriktiv, wirkt sie in diesem Bereich zumindest vorübergehend inflationär, nicht deflationär. Die amerikanische Zentralbank Federal Reserve (Fed) sollte deshalb zu einer weniger restriktiven Geldpolitik übergehen, damit sich die Disinflation bei den Wohnkosten jener der Waren angleicht. Die Güterinflation ist praktisch verschwunden.

Die Inflationsbetrachtung bleibt letztlich ein Derivat der makroöko-

nomischen Entwicklung. Diese verläuft beispielsweise in den USA stärker, als man zu Jahresbeginn im Allgemeinen erwartete. Manche gingen in ihrer skeptischen Prognose für die USA von einer Rezession im ersten Halbjahr 2024 mit steigender Arbeitslosigkeit und sinkender Kapazitätsauslastung aus, was mit einer Reihe von Leitzinssenkungen begleitet worden wäre. Davon ist in der robusten Volkswirtschaft nach fünf Monaten noch nichts zu sehen.

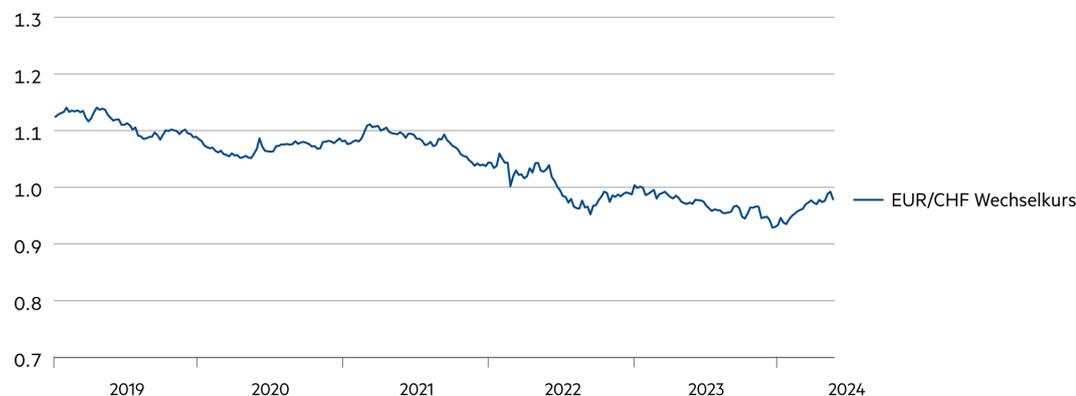
Vielmehr gehen die in Atlanta beheimateten Ökonomen der amerikanischen Zentralbank Federal Reserve (Fed) von einem aktuellen Wachstum von +1.8% im zweiten Quartal aus. Die Beschäftigung nimmt zu, auch dank der raschen Integration der Einwanderer in den Arbeitsmarkt und deren Beitrag zur Konsumbelebung. Die Arbeitslosigkeit bewegt sich im ersten Quartal 2024 immer noch auf einem anhaltenden Tief (3.8%) und signalisiert eine konjunkturelle Robustheit. Trotz den erhöhten Zinsen nimmt auch der Wohnungsbau zu; einzig der Konsum von langlebigen Konsumgütern schwächte sich zuletzt leicht ab. Die fiskalpolitischen Impulse wirken stärker als die geldpolitischen Bremsmanöver. Dadurch mag sich der Zinssenkungszyklus verzögern, aber er wird kommen – insbesondere in den Jahren 2025/26.

Die Weltkonjunktur wird durch starkes Wachstum in Indien gestützt, das von der hohen Verfügbarkeit englischsprachiger, gut ausgebildeter Nachwuchskräfte profitiert. Anzeichen für eine Stabilisierung der chinesischen Wirtschaft tragen weiter zur Verlagerung des weltwirtschaftlichen Wachstumspols in den asiatischen Raum bei. Davon profitiert auch Europa, das durch traditionell tiefe Handelsbeziehungen eng mit Asien verbunden ist.

| Region           | 3–6 Monate | 12–24 Monate | Einschätzung  |
|------------------|------------|--------------|---|
| Schweiz          | ↗          | ↗            | Das BIP Wachstum gegenüber dem Vorquartal betrug im ersten Quartal 2024 annualisiert +1.2%. Das war mehr als erwartet.  |
| Eurozone, Europa | ↗          | ↗            | Die postpandemischen Unterschiede sind gross. Zwischen 2019 und 2023 lag das BIP Wachstum in Italien (+3.5% p. a.) deutlich höher als in Deutschland (+0.7%). |
| USA              | ↗          | ↗            | Das BIP Wachstum schwächte sich im ersten Quartal 2024 ab und beschleunigt sich im laufenden zweiten Quartal wieder – bei sinkenden Inflationsraten.          |
| Rest der Welt    | ↗          | ↗            | Aus Asien gibt es eine Reihe von positiven makroökonomischen Überraschungen, was an den asiatischen Aktienmärkten zu einer Stimmungsaufhellung führte.        |

Liquidität, Währung

## Der Euro bleibt im Abwärtstrend



Der EUR/CHF Wechselkurs in den vergangenen fünf Jahren (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der Euro hat sich im bisherigen Jahresverlauf um 5.4% gegenüber dem Franken aufgewertet und liegt mit 0.98 wieder auf demselben Niveau wie im Frühjahr 2023. Doch der strukturelle Abwärtstrend bleibt. Sicherlich verhilft die konjunkturelle Belebung in der Eurozone vorübergehend der Währung. Andererseits bleibt der Franken nach der steilen Aufwertung im Vorjahr verhältnismässig schwach im laufenden Jahr, was übrigens auch eine Folge der geldpolitischen Lockerung durch die Schweizerische Nationalbank ist.

In der Eurozone häuften die Anleger in den letzten 18 Monaten «Bares» in Form von kurzfristigen Festgeldern, angezogen von der Kombination aus höheren Zinserträgen und sehr geringem Risiko. Gegenwärtig liegt fast eine Billion Euro in europäischen Privatkundeneinlagen, die noch bis Ende Jahr fällig werden. Diese riesige Geldmenge muss neu angelegt werden – aber mit welchen Ertragsaussichten und in welcher Anlageklasse?

Der Inflationstrend in der Eurozone bleibt deutlich rückläufig, und die Zinssätze werden sich wahrscheinlich in die gleiche Richtung entwickeln. Es wird immer unattraktiver, in Termingeld fixiert zu bleiben. Denn die Gesamtinflation nähert sich jener von Finnland (+0.5%) und Italien (+0.8%) an. Die Zeit ist reif für eine erste Zinssenkung. Das wäre auch ein starkes Signal an die Gewerkschaften, welche in Zeiten hoher Inflation höhere Tariflöhne durchzusetzen vermochten. Gegenwärtig deutet der «Wage Tracker» genannte experimentelle Lohnindikator der Europäischen Zentralbank (EZB) darauf hin, dass in der Eurozone der Lohndruck abnimmt. Mit einem

weniger restriktiven Kurs kann die EZB zudem die Erwartung einer nachlassenden Inflation bestätigen.

Aus dieser Gemengenlage von makroökonomischen Daten und geldpolitischen Überlegungen heraus ist es an der Zeit, Festgelder in Anlagen mit längerer Laufzeit und höheren Cash Flows umzuschichten, die bei sinkenden Zinsen relativ attraktive (Nominal- und Real-) Renditen bieten können. Das sind beispielsweise längerfristige Unternehmensanleihen, die derzeit eine geringere Volatilität aufweisen. Zudem zeigt dieses Anleihssegment in Europa eindrücklich niedrigere Ausfallraten, selbst bei einer schwachen Konjunktur. Verbessern sich die Aussichten, dürfte es noch attraktiver werden, Unternehmensanleihen mit einer historisch attraktiven Risikoprämie im Portfolio zu halten.

Mit sinkenden Zinsen werden auch reale Anlagen mit stabilen Cash Flows mittelfristig höhere Bewertungen erfahren. Die Bewertungen sind bislang immer noch unter dem Druck, der durch die hohen Zinsen (und entsprechend hohe Diskontsätze) ausgeübt wird. Das höhere Potenzial bei tieferen Zinsen betrifft typischerweise dividendträchtige Aktien von ertragsstarken Unternehmen, was inhärent mit einem vorteilhaften Rendite/Risiko Verhältnis verbunden ist. Auch Infrastrukturwerte zählen wir dazu. Wenn ein Unternehmen wie der Flughafen Zürich in den kommenden Jahren überproportional steigende Erträge erzielt, ist das sogar besonders vorteilhaft – insbesondere im Vergleich mit dem Segment der Geschäftsimmobilen.

| Anlageklasse                  | 3–6 Monate | 12–24 Monate | Einschätzung   |
|-------------------------------|------------|--------------|--|
| Bankkonto                     | ↘          | ↘            | Die Inflation bewegt sich im Zielband der SNB. Dies lässt auf eine weitere Leitzinssenkung durch die SNB am 25. Juni hoffen.                                   |
| Euro / Schweizer Franken      | ↔↘         | ↘            | Der künftige Zinspfad der EZB dürfte «gradueller» Natur sein, d. h. also eher im Tempo von quartalsweisen Schritten erfolgen und nicht von Sitzung zu Sitzung. |
| US-Dollar / Schweizer Franken | ↔↘         | ↘            | Derzeit liegt der Dollar mit 0.90 rund 0.9% tiefer als vor einem Jahr. Diese geringe Veränderung war jedoch mit zwischenzeitlich hohen Schwankungen verbunden. |
| Euro / US-Dollar              | ↗          | ↗            | Trotz deutlich tieferem Zinsniveau legte der Euro im vergangenen Jahr 3.1% gegenüber dem Dollar zu. Die Neuverschuldung in den USA ist horrend.                |

Anleihen

## Die US Anleihsrenditen bleiben hoch



US Anleihsrenditen beinahe auf einem 20-Jahres-Hoch (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Der Anleihsmarkt reagierte in den meisten OECD-Ländern auf sinkende Inflationsraten. Die Ausnahme bildet der Anleihsmarkt in den USA, wo die Renditen lange auf einem historisch hohen Niveau zu verharren scheinen, die Staatsanleihen auf eine geringe Nachfrage stossen und eine Schuldenkrise näher rücken lassen. Die Renditen lagen Ende Mai mit 4.5% beinahe auf einem 20-Jahres-Hoch. In Europa dagegen steuern die Zentralbanken bei tieferen Inflationsraten auf sinkende Leitzinsen und steigende Anleihsurse zu.

Die Komplexität und Vielfalt der weltweiten Anleihsmärkte bieten weiterhin interessante Möglichkeiten für erfahrene Anleger. Ein ausgewogenes, über verschiedene Branchen und Regionen diversifiziertes Anleihsportfolio vermag derzeit die Rendite bei unterschiedlichen wirtschaftlichen Bedingungen zu optimieren. Vor allem gilt es nun das Augenmerk darauf zu richten, wie weit die Inflationsdaten dies- und jenseits des Atlantiks fallen und was dies für die seit mehr als zwei Jahren verfolgte, äusserst restriktive Geldpolitik bedeutet.

Wir glauben, dass wir uns derzeit in einer klar disinflationären sowie eher unterschätzten deflationären Preisphase befinden. In Zeiten steigender Inflation bieten phasenweise inflationsgeschützte Wertpapiere einen Schutz, doch in Zeiten sinkender Inflation muss man die Wertpapier-Alternativen differenziert betrachten.

Wenn sich das BIP Wachstum auf einem moderaten Niveau verstetigt, liefern beispielsweise kurzlaufende, hochverzinsliche Anleihen robuste Renditen. In diesem Marktsegment erzielten wir mit dem

«Credit Opportunities Fund» im laufenden Jahr +4.0% mit entsprechenden Anleihen – in Franken abgesichert, notabene.

In Rezessionen schneiden dagegen mittel- bis längerfristige Anleihen besonders gut ab, da die Zentralbanken die Leitzinsen rasch senken. Diesem Szenario verschreibt sich der «Zugerberg Income Fund», der in einer rezessiven Phase eine Pufferfunktion im Portfolio hat, in wirtschaftlich starken Zeiten allerdings eher seitwärts tendiert. Der in Franken abgesicherte Weltanleihsindex (-2.4%) und der Swiss Bond Index (-0.6%) liegen seit Jahresbeginn spürbar im Minus.

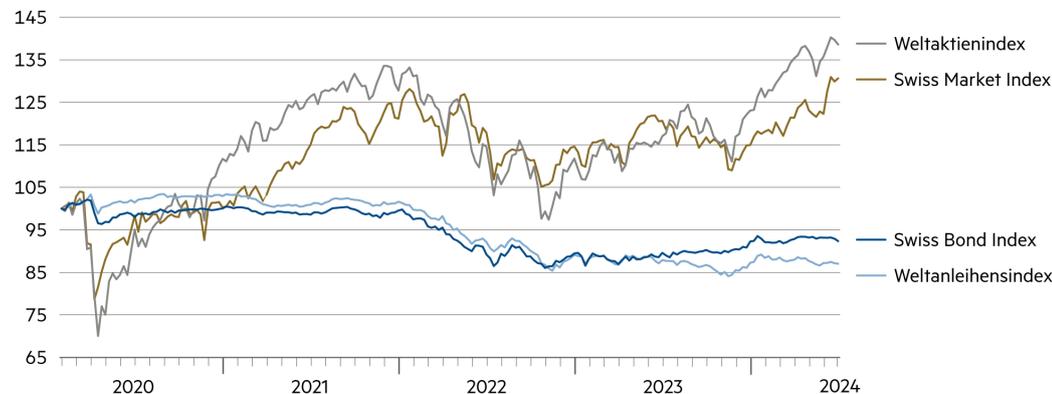
Da die Konjunkturzyklen je nach Region unterschiedlich sind, erhöht eine globale Diversifikation der Anleihsbestände das gesamte Renditepotenzial. Dieser strategische Ansatz gewährleistet Widerstandsfähigkeit und Rentabilität in einem dynamischen Marktumfeld. Das zeigt sich gerade auch in den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres. In der wachsenden US Wirtschaft führten zehnjährige Staatsanleihen zu einer stark negativen Rendite (-4.1% seit Jahresbeginn). Zwei unserer drei Kernanlagen bei den Anleihen liegen dagegen klar im Plus.

Wir betrachten jedoch nicht nur die Anleihsmärkte, sondern auch deren wechselseitige Beziehungen zu den Aktienmärkten. Die Korrelation zwischen Anleihsrenditen und Aktien ist komplex und instabil. In den ersten beiden Jahrzehnten dieses Jahrhunderts war sie im Allgemeinen positiv und kehrte das «typische» negative Muster um. Gegenwärtig bleibt es schwierig abzuschätzen, ob die Korrelation zukünftig eher wieder negativ sein würde.

| Sub-Anlageklasse            | 3–6 Monate | 12–24 Monate | Einschätzung  |
|-----------------------------|------------|--------------|---|
| Staatsanleihen              | →↗         | ↗            | Die 10-jährigen Staatsanleihen in Dollar werden mit 4.5% verzinst und in Euro mit 2.6% (Deutschland) bis 4.0% (Italien) – jedenfalls tiefer als in den USA.     |
| Unternehmensanleihen        | ↗          | ↗            | Wir sehen in Unternehmensanleihen mit einer mittleren Bonität ein erhebliches Renditepotenzial. Staatsanleihen sind eher für sehr vorsichtige Anleger geeignet. |
| Hochzins-, Hybride Anleihen | ↗          | ↗            | Risikoadjustiert bleiben hybride Anleihen weiterhin interessant, auch weil sie vielfach über ein solides Rating verfügen (z. B. in der Versicherungsbranche).   |

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

## Realwerte schützen vor Inflation



Verlauf der Gesamtrendite von Anleihsen- und Aktienmärkten (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die grösste Inflationswelle der letzten Jahrzehnte liegt hinter uns. Sie war vorübergehender Natur und hinterliess dennoch grosse Spuren bei den Wertpapieren. Nominalwerte wie Anleihen bleiben weiterhin unter dem vorpandemischen Niveau. Der Weltanleihsenindex liegt mehr als 11% tiefer als vor fünf Jahren. Realwerte wie Aktien haben dagegen ihren Charakter als langfristig wirksamen Inflationsschutz bestätigt und liegen rund 30% höher als vor fünf Jahren.

Diesen «Gesetzmässigkeiten» konnten wir uns nicht entziehen. Wer sich aufgrund seines Risikoprofils ein risikoarmes Portfolio (Risikoklasse 1) wünscht, wird überall auf ein stark anleihsenbetontes Portfolio stossen. Die Anleihen mit hoher Bonität – egal in welcher Währung – erwiesen sich langfristig als schlechter Inflationsschutz. Kurzfristig sind solche Portfolios dagegen wertstabil. Das zeigte sich beim Ausbruch der Pandemie im März 2020, als reine Aktienportfolios (Risikoklasse 5) deutlich höhere Werteinbussen erzielten.

Ein inflationäres Umfeld führt bei einem Unternehmen zu höheren Inputkosten, welche womöglich auf höhere Verkaufspreise umgewälzt werden, um die Marge zu halten. Manchen Unternehmen gelingt dies besser. Dabei handelt es sich häufig um innovative Marktführer mit Preissetzungsmacht. Einer Vielzahl von Unternehmen gelingt die Übertragung der Mehrkosten nicht vollständig. Sie müssen eine tiefere Marge in Kauf nehmen. In unserem Portfolio fokussierten wir stark auf Marktführer, was trotz Inflation zu einer ansprechenden Rendite bei aktienlastigen Portfolios führte. Bei anleihsenlastigen Portfolios mit ihren Nominalwerten konnte weder

mit dem Weltanleihsenindex noch mit dem Swiss Bond Index die Inflation kompensiert werden.

Drei «Gesetzmässigkeiten» zum Verhältnis zwischen Anleiherenditen und Aktien betrachten wir seit längerem:

- Die Triebkräfte des Renditeanstiegs: Der Unterschied zwischen realen und nominalen Renditen hat längerfristig grosse Auswirkungen. Inflationsbedingte Anstiege sind für Aktien oft jedoch leichter zu verkraften, denn in der Realität führt diese inflationsbedingt zu höheren Preisen, höheren Umsätzen und letztlich höheren Gewinnen.
- Der Zeitpunkt im Konjunkturzyklus: Aktien sind in der Regel zu Beginn des Aufschwungs immuner, wenn sich das Wachstum von einem Tiefpunkt erholt, selbst bei steigenden Renditen. Derzeit befinden wir uns jedoch nicht in einem typischen Zyklus, sondern mitten in einem postpandemisch geprägten aussergewöhnlichen Konjunkturzyklus, der auf stolze US Aktienbewertungen trifft.
- Die Bewertung von Aktien: Hohe Risikoprämien für Aktien machen diese weniger anfällig für einen gewissen Renditeanstieg. Die derzeit hohe Bewertung von Aktien macht sie dagegen anfälliger, sollten nicht alsbald die US Leitzinsen gesenkt werden. In Europa sehen die Bewertungen aus diesem Gesichtspunkt viel attraktiver aus. In den USA fokussieren wir auf dominante Wachstumsunternehmen mit starken Bilanzen und hoher Nettoliquidität, was sie gegenüber hohen Anleiherenditen immun macht.

|   | Zugerberg Income Fund | Credit Opportunities Fund |
|---|-----------------------|---------------------------|
| Rendite 2024 (seit Jahresbeginn)                  | -1.6%                 | +4.0%                     |
| Rendite seit Beginn (annualisiert)                | -9.9% (-1.7%)         | +30.2% (+2.3%)            |
| Anteil positiver Renditemonate                    | 52%                   | 67%                       |
| Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat) | 107 BP (-3 BP)        | 496 BP (+14 BP)           |
| Durchschnittliches Rating (aktuell)               | A-                    | BB+                       |

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

Immobilien, Infrastruktur

## Realanlagen bleiben interessant



Keine Immobilien-Bubble in der Schweiz (Quelle: stock.adobe.com)

Mit Wohneigentum konnte man in den vergangenen fünf Jahren wenig falsch machen. Es erwies sich als verlässlicher Inflationsschutz. Der Realwert lässt sich in den kommenden Jahren sogar überproportional steigern, sofern man sich die Hypothekarkredite rechtzeitig bei unter 1% verlängerte. Das verbesserte Finanzierungs- und Investitionsumfeld für Wohnrenditeliegenschaften sorgt auch für höhere Preise, während bei Liegenschaften mit kommerziellen Nutzungen das Bild breit gefächert bleibt.

Die gute Nachricht verharrt zunächst die Bestätigung, dass sich der Immobilienbesitz über die Inflationswelle hinaus als werthaltig erwies. Das trifft zumindest auf den Schweizer Immobilienmarkt zu, dessen Preisgefüge sich moderat aufwärts entwickelt.

Die Dynamik der Preissteigerungen auf dem Eigenheimmarkt verlangsamte sich zwar vorübergehend, wie die Immobilien-Experten der UBS für das abgelaufene erste Jahresquartal feststellten. Entsprechend hat der sogenannte «Immobilien-Blasen-Index» seinen Rückgang fortgesetzt. Wir bewegen uns nicht in einer Blase, aber gewiss im mittleren Bereich.

Das lässt sich nicht über die Grenzen hinaus übertragen. Beispielsweise fallen in Deutschland die Immobilienpreise weiterhin. Seit dem Höchststand im zweiten Quartal 2022 sind die Immobilienpreise laut amtlicher Statistik um rund 13% gefallen. In diesem Jahr sollen die Preise laut Wohnimmobilienexperten weiter fallen – sogar etwas stärker (-2%) als bislang angenommen, obschon steigende Reallöh-

ne und sinkende Darlehenszinsen den finanziellen Spielraum der privaten Haushalte verbessern.

Letzteres zeigt sich auch in der Schweiz. Hinzu kommt der gewichtige Zuwanderungssaldo, der hierzulande über 12 Monate gerechnet sogar knapp die 120'000er Marke erreichen dürfte. Das könnte für stabile und steigende Transaktionspreise sorgen, wie die halbjährliche Umfrage von Fahrländer Partner Raumentwicklung (FPRE) mit insgesamt 872 Immobilienmarktfachleuten zeigt. Ausserdem werden weiterhin höhere Wohnungsmieten erwartet.

Im Bereich der Wohnungsmieten erwarten gemäss FPRE 56% der Umfrage-Teilnehmenden für die nächsten 12 Monate steigende Mieten, 42% rechnen mit stagnierenden Mieten und nur 2% gehen von tieferen Mieten aus. Deutlich aufgeheitert hat sich deshalb wohl auch die Wertentwicklung von Mehrfamilienhäusern. Der entsprechende Index fiel im Herbst 2023 mit -33.7 Punkten auf den tiefsten Wert seit 1996. Inzwischen ist er wieder auf 22.7 Punkten angestiegen. Das knappe Angebot und die Zinssenkung durch die SNB sind die beiden entscheidenden Faktoren.

Mit Blick auf die acht Grossregionen der Schweiz ist der Index für Mehrfamilienhäuser in den Regionen Genfersee, Zürich und Ostschweiz am höchsten. Auffallend ist der tiefe Wert in der Region Basel. Hier dürfte das Wohnraumschutzgesetz in Basel-Stadt dazu geführt haben, dass die Teilnehmenden in dieser Region kaum mit Preissteigerungen rechnen.

| Sub-Anlageklasse                 | 3–6 Monate | 12–24 Monate | Einschätzung  |
|----------------------------------|------------|--------------|---|
| Wohnliegenschaften CH            | ↗          | ↗            | Der umfragebasierte, von FPRE berechnete Preiserwartungsindex für Eigentumswohnungen wie auch für Einfamilienhäuser für die kommenden 12 Monate stieg an. |
| Büro-, Verkaufsliegenschaften CH | →          | →            | Der Preiserwartungsindex für Büromieten ist leicht höher und bei den Transaktionspreisen von Büro- und Geschäftshäusern ist man weniger pessimistisch.    |
| Immobilienfonds CH               | →          | ↗            | Die kotierten Immobilienfonds legten bis Ende Mai (+2.7%) etwas zu. Die Flaggschiffe wie SPS (-3.6%) und PSP (-0.4%) liegen dagegen in der Minuszone.     |
| Infrastrukturaktien/-fonds       | ↗          | ↗            | Die Zinssenkungen sind ein Segen für die Infrastrukturwerte. Deren Bewertungen steigen durch die sinkenden Diskontierungssätze.                           |

Aktien

## Verbesserte Perspektiven

| USA       | In Lokalwährung | KGV |
|-----------|------------------|-----|
| Dow Jones | +2.2%            | 22  |
| S&P 500   | +11.0%           | 25  |

| Europa             | In Lokalwährung | KGV |
|--------------------|------------------|-----|
| Euro Stoxx 50      | +10.3%           | 16  |
| Stoxx Europe 600   | +8.2%            | 18  |
| Swiss Market Index | +7.8%            | 16  |

Aktienperformance seit dem 01.01.2024 sowie aktuelles Kurs/Gewinn Verhältnis (Quelle: Bloomberg Finance LP | Grafik: Zugerberg Finanz)

Wie wir bereits vor einem Monat bemerkten, hielten wir die pessimistische Grundhaltung aufgrund ihrer starken Ausprägung per Ende April nicht als gerechtfertigt. Wenig überraschend trat deshalb im Mai eine Erholung ein. Zudem verbesserten sich die Perspektiven für die Weltwirtschaft. Höhere Reallöhne, geringere Inflation und ein erhebliches Potenzial im wachstumsstarken asiatischen Raum gehen mit positiven Aussichten einher.

Die anhaltend hohe Nachfrage nach Cloud-Diensten bescherte Alphabet (+6% im vergangenen Monat) und Microsoft (+7%) starke Quartalsergebnisse. Microsoft meldete einen Anstieg des Umsatzes (+17%) und des Betriebsergebnisses (+23%). Alphabets Wachstum des Umsatzes (+15%) und Betriebsgewinnes (+46%) war ebenfalls eindrücklich.

SAP konnte im ersten Quartal 2024 die Wachstumsdynamik im Cloud-Geschäft mit einem Umsatzplus von 24% beschleunigen. Im Quartalsvergleich verbesserte sich die wichtige Cloud-Bruttomarge um 2% auf 72%. Aber die Aussichten des Rivalen Salesforce liess die Aktie gegen Ende Mai schliesslich wieder zurückgleiten, obschon SAP mit KI-Kooperationen wöchentlich neue Anwendungsfälle liefert und positiv in die Zukunft blickt.

In der Technologiewelt blieb letztlich die dominante Berichterstattung jene von Branchenführer Nvidia (+27%), die erneut die Erwartungen übertraf. Das Angebot von Nvidia Chips (aktuell das Hopper Modell «H200») übertrifft bei weitem die Nachfrage, insbesondere seit Datenzentren mehr Rechenleistung für ihre KI-Anwendungen benötigen. Dem will Jensen Huang, der CEO von Nvidia, im Jahr 2025 mit dem «Blackwell Ultra» Chip und im Jahr 2026 mit dem

«Rubin» Chip Abhilfe schaffen.

Die Stellung von Nvidia nimmt historische Dimensionen an. 2024 trug Nvidia 40% zur bisherigen Jahresrendite des S&P 500 bei, d. h. alle anderen 499 Aktien brachten zusammen die restlichen 60% ein. Neben dem Boom bei Rechenzentren gibt es eine Reihe von Unternehmen, die gewissermassen im Windschatten profitieren dürften. Dazu zählen Alphabet, Microsoft und Amazon, die im laufenden Jahr über 100 Milliarden Dollar in die Cloud investieren werden – im Wettlauf um die leistungsfähigste KI-Infrastruktur. Die grossen Betreiber von Cloud-Computing machen derzeit 45% des Umsatzes von Nvidia aus.

Chip-Aktien sind Fruhzykliker. Wenn es ihnen gut geht, folgt nachgelagert ein Aufschwung in der gesamten Volkswirtschaft. Dieser dürfte bald auch die Gaming-Branche erfassen, deren Grafikkarten auf Nvidia-Lösungen basieren. Auch Personal Computer, Laptops und Smartphones werden inskünftig mit KI-Chipsystemen bestückt, was superschnelle Rechnerleistungen in den Alltag hineinbringen wird.

Partners Group engagiert sich zudem überdurchschnittlich im Ausbau von derartiger digitaler Infrastruktur. Holcim und Sika werden in der Bauphase benötigt. Sika schloss das erste Quartal mit einem Umsatzwachstum von 14% ab. In Lokalwährung beträgt das Wachstum 20%. Für das Jahr 2024 erwartet Sika weiteres Umsatzwachstum und eine überdurchschnittliche Verbesserung der Profitabilität aufgrund der laufenden Innovationen, die den Wandel in der Industrie in Richtung Automatisierung, Digitalisierung und Nachhaltigkeit vorantreiben.

| Sub-Anlageklasse        | 3–6 Monate | 12–24 Monate | Einschätzung   |
|-------------------------|------------|--------------|---|
| Aktien Schweiz          |           |             | Im Swiss Market Index (+7.8% seit Jahresbeginn) sind die Dividendenzahlungen nicht inkludiert. Trotzdem schlägt er den Index der mittelgrossen Aktien (+4.5%). |
| Aktien Eurozone, Europa |           |             | Der Euro Stoxx 50 ist seit Jahresbeginn deutlich besser als der Dow Jones mit seinen 30 geschichtsträchtigen Aktien. Dies könnte sich noch akzentuieren.      |
| Aktien USA              |          |             | Abgesehen von den Tech-Titeln läuft in den USA wenig wirklich gut. Der Dow Jones (+2.6%) und der Russell 2000 (+2.1%) enttäuschen seit Jahresbeginn.          |
| Aktien Schwellenländer |           |             | Der MSCI Emerging Markets (+2.5%) hat im bisherigen Jahresverlauf noch keine Stricke zerrissen. Der MSCI Indien (+9.3%) hob sich vom Mittelmass ab.             |

Alternative Anlagen

## Die Dekarbonisierung schreitet voran



Stromverteilungsinfrastruktur ist nötig (Quelle: stock.adobe.com)

**In Zuge der Investitionen in Rechenzentren und KI-Infrastruktur werden nicht nur bessere Algorithmen und mehr Daten nötig. Es wird auch mehr Strom benötigt, denn KI-Rechenzentren sind Stromfresser. Weil die grossen Anbieter auf dekarbonisierte Energie setzen, dürfte es zu einer verstärkten Nachfrage nach erneuerbaren Energieträgern kommen. Davon profitieren auch die DecarbRevo-Strategien.**

Rohöl verliert im 21. Jahrhundert seine entscheidende Rolle. Wettbewerbsstrategisch sind Daten und deren jederzeitige Aufbereitung viel bedeutungsvoller, doch sie verändern wohl auch die Energienachfrage. Denn bei jeder Standortsuche für Rechenzentren wird es auch darum gehen, den Anschluss an erneuerbare Energiequellen durch stabile Stromnetze zu sichern. Auch werden wohl Kühlanlagen benötigt, die mit erneuerbarer Energie betrieben werden sollen.

Der derzeitige Strombedarf für das moderne Cloud-Computing liegt etwa 10- bis 30-Mal höher als mit bisherigen Cloud-Servern. Das Ökosystem wird deshalb wohl für andere Stromverbraucher zu einem Problem. Denn der Strombedarf für die Elektromobilität, sollte sich diese dereinst durchsetzen, und für die Rückverlagerung der industriellen Produktion aus China nach Europa und in die USA kommt hinzu. Das dürfte die Energiewende auf der Konsumentenseite zweifelsohne verteuern. Die Umstellung von reichlich vorhandenen, aber umweltbelastenden fossilen Brennstoffen auf erneuerbare Energieträger in Form von Wind- und Sonnenenergie mag ein wichtiger Faktor sein. Ein weiterer besteht darin, dass die Erzeugung von erneuerbarer Energie mit enormen Kosten für die Stromübertra-

gungsinfrastruktur verbunden ist, da die besten Standorte für die Stromproduktion von Gebieten mit hohem Strombedarf oft weit entfernt sind.

Die grossen Akteure umgehen daher das allgemeine Stromnetz und wenden sich direkt an Stromhändler und -produzenten, um über langfristige Verträge Strom zu beziehen – oft mit einem erheblichen Aufschlag auf die herrschenden Strompreise. Amazon schloss kürzlich einen 1-Gigawatt-Stromvertrag mit einem Aufschlag von 50% ab. Der Stromnetzbetreiber E.on wird die grüne Transformation durch massive Investitionen in den Ausbau der europäischen Energienetze vorantreiben. Kein Wind- und kein Solarpark macht volkswirtschaftlich Sinn, wenn nicht gleichzeitig in die Netzinfrastruktur investiert wird.

Das haben auch Microsoft und Brookfield Renewables begriffen. Im ersten globalen Rahmenabkommen seiner Art geht es dem kanadischen Infrastrukturbetreiber darum, mehr als 10 Gigawatt an erneuerbarer Energie für den Softwarekonzern bereitzustellen. Das ist achtmal so gross wie der grösste jemals unterzeichnete Stromvertrag und soll dazu beitragen, dass Microsoft bis 2030 den eigenen Bedarf weltweit zu 100% mit kohlenstofffreier Energie deckt. Gleichzeitig bietet die Vereinbarung dem weltweit grössten Infrastruktur-Unternehmen Brookfield einen Anreiz, in den kommenden Jahren ein grosses Portfolio an neuen erneuerbaren Energieprojekten inklusive wirkungsvolle kohlenstofffreie Energieerzeugungstechnologien aufzubauen.

| Sub-Anlageklasse            | 3–6 Monate | 12–24 Monate | Einschätzung   |
|-----------------------------|------------|--------------|--|
| Rohstoffe                   | →          | ↗            | Die Rohöl-Notierungen liegen anfangs Juni mit 74 Dollar pro Fass (Sorte WTI Crude) unter dem Durchschnitt der letzten 12 Monate. Das wirkt disinflationär. |
| Gold, Edelmetalle           | ↗          | →            | Gold-Notierungen (+13% seit Jahresbeginn) zeigen sich von der goldenen Seite. Die Silber-Preise (+28%) überraschen fast noch mehr.                         |
| Insurance Linked Securities | ↗          | ↗            | Die Häufigkeit von Windstürmen könnte nach meteorologischen Faktoren in diesem Jahr zu einem neuen Rekord führen.  |
| Private Equity              | ↗          | ↗            | Die globale Leitmesse der Branche liess in Berlin einige Lebenszeichen aussetzen. Eindrückliche IPOs wie Galderma an der Schweizer Börse dürften zunehmen. |

## Marktdaten

| Anlageklasse                           |     | Kurs (in<br>Lokalwährung) | Monats- / YTD- / Jahresperformance<br>(in CHF) |         |          |        |        |      |
|--|-----|----------------------------|--|---------|----------|--------|--------|------|
|  |     |                            | 31.05.2024                                     | 05/2024 | 2024 YTD | 2023   | 2022   | 2021 |
| <b>Aktien</b>                          |     |                            |  |         |          |        |        |      |
| SMI                                    | CHF | 12'000.9                   | +6.6%  | +7.7%   | +3.8%    | -16.7% | +20.3% |      |
| SPI                                    | CHF | 15'992.3                   | +6.1%  | +9.8%   | +6.1%    | -16.5% | +23.4% |      |
| DAX                                    | EUR | 18'497.9                   | +3.1%  | +16.5%  | +13.1%   | -16.3% | +10.4% |      |
| CAC 40                                 | EUR | 7'992.9                    | +0.1%  | +11.8%  | +9.6%    | -13.9% | +23.6% |      |
| FTSE MIB                               | EUR | 34'492.4                   | +2.2%  | +19.9%  | +20.4%   | -17.3% | +17.3% |      |
| FTSE 100                               | GBP | 8'275.4                    | +1.8%  | +14.9%  | -0.3%    | -8.8%  | +16.7% |      |
| EuroStoxx50                            | EUR | 4'983.7                    | +1.2%  | +16.3%  | +12.1%   | -16.0% | +16.0% |      |
| Dow Jones                              | USD | 38'686.3                   | +0.7%  | +10.5%  | +3.5%    | -7.7%  | +22.2% |      |
| S&P 500                                | USD | 5'277.5                    | +3.2%  | +19.1%  | +13.1%   | -18.5% | +30.6% |      |
| Nasdaq Composite                       | USD | 16'735.0                   | +5.2%  | +20.0%  | +30.6%   | -32.3% | +25.0% |      |
| Nikkei 225                             | JPY | 38'487.9                   | -1.2%  | +10.9%  | +8.6%    | -19.7% | -2.6%  |      |
| Sensex                                 | INR | 73'961.3                   | -2.2%  | +9.9%   | +7.4%    | -4.8%  | +23.2% |      |
| MSCI World                             | USD | 3'445.2                    | +2.6%  | +17.0%  | +10.8%   | -18.5% | +23.7% |      |
| MSCI EM                                | USD | 1'049.0                    | -1.3%  | +10.3%  | -2.6%    | -21.5% | -1.8%  |      |
| <b>Obligationen (gemischt)</b>         |     |                            |  |         |          |        |        |      |
| Glob Dev Sov (Hedged CHF)              | CHF | 151.2                      | +0.1%  | -2.7%   | +2.2%    | -13.2% | -3.0%  |      |
| Glob IG Corp (Hedged CHF)              | CHF | 180.5                      | +1.0%  | -2.1%   | +4.2%    | -16.7% | -2.0%  |      |
| Glob HY Corp (Hedged CHF)              | CHF | 344.6                      | +0.9%  | +1.5%   | +8.7%    | -13.6% | +1.4%  |      |
| USD EM Corp (Hedged CHF)               | CHF | 265.7                      | +1.2%  | +0.1%   | +4.5%    | -18.2% | -2.7%  |      |
| <b>Staatsobligationen</b>              |     |                            |  |         |          |        |        |      |
| SBI Dom Gov                            | CHF | 175.5                      | -1.7%  | -2.3%   | +12.5%   | -17.0% | -4.2%  |      |
| US Treasury (Hedged CHF)               | CHF | 136.7                      | +1.1%  | -3.6%   | -0.5%    | -15.0% | -3.5%  |      |
| Eurozone Sov (Hedged CHF)              | CHF | 175.8                      | -0.3%  | -3.2%   | +4.8%    | -18.9% | -3.7%  |      |
| <b>Unternehmensobligationen</b>        |     |                            |  |         |          |        |        |      |
| CHF IG Corp (AAA-BBB)                  | CHF | 181.9                      | -0.6%  | +0.1%   | +5.7%    | -7.5%  | -0.5%  |      |
| USD IG Corp (Hedged CHF)               | CHF | 183.1                      | +1.5%  | -2.8%   | +3.5%    | -18.5% | -2.3%  |      |
| USD HY Corp (Hedged CHF)               | CHF | 586.1                      | +0.7%  | -0.1%   | +8.5%    | -13.7% | +4.1%  |      |
| EUR IG Corp (Hedged CHF)               | CHF | 162.7                      | +0.0%  | -1.2%   | +5.9%    | -14.1% | -1.2%  |      |
| EUR HY Corp (Hedged CHF)               | CHF | 291.2                      | +0.8%  | +1.4%   | +9.8%    | -10.9% | +3.2%  |      |
| <b>Alternative Anlagen</b>             |     |                            |  |         |          |        |        |      |
| Gold Spot CHF/kg                       | CHF | 67'513.5                   | -0.1%  | +19.9%  | +0.8%    | +1.0%  | -0.6%  |      |
| Commodity Index                        | USD | 103.0                      | -0.3%  | +12.4%  | -20.4%   | +15.1% | +30.8% |      |
| SXI SwissRealEstateFunds TR            | CHF | 2'362.0                    | -0.6%  | +0.9%   | +5.4%    | -17.3% | +7.6%  |      |
| <b>Währungen</b>                      |     |                            |  |         |          |        |        |      |
| US-Dollar / Schweizer Franken          | CHF | 0.9023                     | -1.9%  | +7.2%   | -9.0%    | +1.3%  | +3.1%  |      |
| Euro / Schweizer Franken               | CHF | 0.9789                     | -0.2%  | +5.4%   | -6.1%    | -4.6%  | -4.0%  |      |
| 100 Japanische Yen / Schweizer Franken | CHF | 0.5734                     | -1.5%  | -3.9%   | -15.4%   | -11.0% | -7.5%  |      |
| Britisches Pfund / Schweizer Franken   | CHF | 1.1505                     | +0.2%  | +7.4%   | -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](http://www.zugerberg-finanz.ch) finden entsprechend Anwendung. Die Wertentwicklung ist gemäss Musterportfolio. Die effektive Struktur des einzelnen Depots und die daraus resultierende Wertentwicklung können aufgrund des aktiven Managements davon abweichen und sind vom Zeitpunkt und der Höhe der Investition abhängig. Dies insbesondere im ersten Jahr der Investition wegen des gestaffelten Einstiegs in den Markt. Massgeblich ist einzig die effektive Wertentwicklung gemäss Konto-/Depotauszug der Depotbank resp. der Stiftung. Die angegebene Wertentwicklung ist netto, nach Abzug aller laufenden Kosten, ohne Berücksichtigung von Abschlusskosten. Alle Angaben hinsichtlich der Wertentwicklung sind indikativer Natur, beziehen sich auf die Vergangenheit und erlauben keine garantierten Prognosen für die Zukunft. Impressum: Zugerberg Finanz AG, Lussiweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, [info@zugerberg-finanz.ch](mailto:info@zugerberg-finanz.ch), [www.zugerberg-finanz.ch](http://www.zugerberg-finanz.ch); Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 31.05.2024; Wirtschaftsdaten per 31.05.2024; Wirtschaftsprognosen vom 31.05.2024; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.