



Foto: Andreas Busslinger

Erholung an den Kapitalmärkten

Nach dem massiven Einbruch an den Kapitalmärkten im März, der sich in allen Anlageklassen niederschlug, fand im April eine spürbare Erholung statt. Sämtliche Anlageklassen verzeichneten im April ein Plus, wobei die Aktien am stärksten zulegten. Gewinner in unseren Portfolios waren die Titel von HBM Healthcare, LafargeHolcim, Partners Group sowie Infineon. Im Zuge der allgemeinen Markterholung entwickelten sich unsere Strategien ebenfalls positiv. Im Bereich unserer Flaggschiff Strategien war die Entwicklung im April wie folgt: R1 +2.7% (-10.5% seit Jahresbeginn), R2 +3.9% (-12.4% seit Jahresbeginn), R3 +4.6% (-14.1% seit Jahresbeginn).

Wenn auch die Entwicklung unserer Portfolios im April erfreulich

war, stehen wir im Vergleich per Ende April nicht besonders gut da. Dies liegt primär daran, dass wir im März-Kurssturz auf der Obligationenseite deutliche Kursverluste hinnehmen mussten, die sich bis heute nicht erholten haben. Insbesondere der Markt der Unternehmensanleihen befindet sich in einer tiefen Depression, worunter unsere Portfolios überdurchschnittlich gelitten haben. Mit einer solchen Zäsur bei den Anleihen haben wir nicht gerechnet. Ebenfalls belastet werden unsere Performances durch Aktien wie Swiss Life und Zurich, welche deutlich stärker als der Markt korrigiert haben. Auch unsere Engagements in Privatmarktanlagen und in Indien (trotz starker Erholung im April) büssten überdurchschnittlich an Wert ein.

Vermögensverwaltungsmandate mit positiven Aussichten

Investoren, welche die Krise aussitzen oder das aktuelle Niveau nutzen und (zusätzliches) Kapital investieren, dürften in den kommenden Jahren reichlich belohnt werden. Die Erholung an den Unternehmensanleihenmärkten in den 12 Monaten nach der Krise war jeweils sehr kräftig. Im Bereich Investment Grade betrug sie +4.4% (2016) bis +19.2% (2009), im Bereich High Yield +11.2% (2018) bis 80.9% (!) (2009). Das Potenzial zeigt sich auch aufgrund der aktuellen Bewertungen und Verfallsrenditen. So beträgt die jährliche Rendite bei unserem Schweizer Franken Investment Grade Obligationenportfolio aktuell 4% (!). Solche Chancen bieten sich in der Regel nur alle 10 bis 20 Jahre.

Auch bei den Aktien sehen wir vielerorts interessante Kurse mit entsprechendem Erholungspotenzial, so unter anderem bei den vorerwähnten Versicherungsgesellschaften, aber auch bei Lafarge-Holcim, Partners Group und Stadler Rail. Die Dividendenrendite

beispielsweise bei Swiss Life beträgt satte 6.1% (!). Es ist daher besonders wichtig, dass man in schlechten Zeiten bei der Strategie bleibt und nach Möglichkeit zusätzliches Kapital investiert, und damit die Einstandspreise reduziert. Es hat sich in der Vergangenheit immer ausgezahlt, anzulegen, wenn die Volatilität hoch war. Im Fachjargon heisst dies «antizyklisches Investieren» und es ist vermutlich die erfolgversprechendste Anlagestrategie überhaupt.

Unser verhaltener Optimismus stützt sich auch darauf, dass der Krise weltweit mit undogmatischen Mitteln wirksam und rasch begegnet wird. Fiskalische Massnahmen limitieren Ausfälle und Bankrotte. Durch Kurzarbeit fielen die Einbussen der Haushaltseinkommen weitaus geringer aus als der beispiellose Einbruch des Bruttosozialprodukts. Auch deshalb dürfte die Erholung einzelner Risikoanlagen nachhaltig sein.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien	April 2020	YTD 2020	Seit Lancierung* bis 31.12.2019
Zugerberg Finanz R1	+2.7%	-10.5%	+43.9%
Zugerberg Finanz R2	+3.9%	-12.4%	+83.0%
Zugerberg Finanz R3	+4.6%	-14.1%	+96.7%
Zugerberg Finanz R4	+5.1%	-16.8%	+71.5%
Zugerberg Finanz Z1	+2.7%	-8.7%	+45.9%
Zugerberg Finanz Z2	+3.5%	-12.2%	+73.8%
Zugerberg Finanz Z3	+4.4%	-13.5%	+93.8%
Fondsbasierte Strategien	April 2020	YTD 2020	Seit Lancierung* bis 31.12.2019
Zugerberg Finanz Fondspicking 30	+4.0%	-9.7%	+21.2%
Zugerberg Finanz Fondspicking 60	+5.7%	-11.9%	+39.5%
Zugerberg Finanz Fondspicking 100	+7.5%	-13.3%	+45.5%
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 20	+3.7%	-9.7%	+9.4%
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 40	+4.9%	-12.3%	+13.1%
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 100	+7.0%	-13.3%	+18.4%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit	April 2020	YTD 2020	Seit Lancierung* bis 31.12.2019
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+1.8%	-8.4%	+15.4%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+2.6%	-9.4%	+48.9%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+2.1%	-12.5%	+77.0%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+1.9%	-14.3%	+93.9%
Zugerberg Finanz 3a Vorsorge	April 2020	YTD 2020	Seit Lancierung* bis 31.12.2019
Zugerberg Finanz 3a20	+3.7%	-9.4%	+25.2%
Zugerberg Finanz 3a40	+5.1%	-10.8%	+32.0%
Zugerberg Finanz 3a60	+6.1%	-12.1%	+38.2%

* Werte per Übernahme der Leitung des Anlageausschusses durch Prof. Dr. Maurice Pedernana seit 01.01.2009 resp. effektive Lancierung der Strategie.
Zugerberg Finanz R4 seit 01.01.2010, Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5 seit 01.01.2013.

Makroökonomie

Hauptszenario bleibt die U-förmige Erholung der Weltwirtschaft 2020



Echtzeit-Entwicklung des US Bruttoinlandprodukts von 2015 bis 2020 (Quelle: Federal Reserve Atlanta GDP Nowcast, Grafik: ZFAG)

Unser wirtschaftliches Hauptszenario geht von einer U-förmigen Erholung der Weltwirtschaft in der zweiten Jahreshälfte aus. Das Ausmass der massiv eingebrochenen Wirtschaftsaktivitäten wird in diesen Wochen sichtbar. Allerdings dürfte der drastische Tiefpunkt der temporären Corona-Rezession Ende April / Anfangs Mai 2020 erreicht worden sein. Mit den schrittweisen Lockerungen werden sich die trüben Wirtschaftsdaten allmählich erholen.

Wir bleiben skeptisch gegenüber apokalyptischen Prognosen. Die Wirtschaftskrise hat auch die gesündesten Unternehmen betroffen; derzeit beginnt die Stabilisierung mitten im Rezessionstief. Die Lockerungsgeschwindigkeit wird für die Erholung entscheidend sein. Das Licht am Ende des Corona-Tunnels flackert auf.

Fiskalische Massnahmen limitieren zudem Ausfälle und Bankrotte. Durch Kurzarbeit fielen die Einbussen der Haushaltseinkommen weitaus geringer aus als die beispiellose kurzfristige Kontraktion des Bruttosozialprodukts. Auch deshalb begannen mit dem Abflauen der Pandemie einzelne Risikoanlagen sich zu erholen.

Dabei hilft die Unterstützung der Notenbanken sowie die eigenmittelstarke Ausstattung der kreditgebenden Geschäftsbanken. Im Gegensatz zur Krise von 2008/09 sind sie nicht das Problem, sondern ein effektiver Teil der fiskal- und geldpolitischen Problembewältigung. Im Gegensatz zu 2008/09 kommt es auch nicht zu einer Kreditklemme, sondern zu einer beispiellosen Ausweitung der Kreditvolumina an Unternehmen und Haushalte. Dies ist auch

deshalb zu verantworten, weil die Schuldenbelastung der privaten Haushalte in Prozent des verfügbaren Einkommens an einem historischen Tief angelangt ist. Das gilt für Europa wie auch für die USA.

Sorgen bereitet der extreme Anstieg der Arbeitslosigkeit in den USA. Dies ist auch auf die vielen, häufig wenig qualifizierten Stundenlöhner und das Prinzip von «Hire & Fire» zurückzuführen. Balancierte Vereinbarungen zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern gelten als «sozialistisch». Konjunkturglättende Kurzarbeitsmodelle sind der USA fremd. Die politisch marginalisierten Gewerkschaften spielen nur in wenigen Branchen und Regionen überhaupt eine Rolle, beispielsweise in der traditionsreichen Autostadt Detroit. Mehr als 30% der Erwerbstätigen sind Selbständigerwerbende, flexibel und anpassungsfähig. Sie bilden den zentralen Puffer im Ringen um Kontraktion und Expansion der US-Volkswirtschaft.

Der Internationale Währungsfonds (IWF) geht in seinen jüngsten Prognosen von einem Rückgang des weltweiten Sozialprodukts um real 3.0% aus. Gleichzeitig sieht er im Jahr 2021 eine Überkompensation durch ein Wachstum von prognostizierten 5.8%. Gemäss der BIP-Prognose für die Eurozone (2020: -7.5%) und die USA (2020: -5.9%) werden wir im Jahr 2021 mit +4.7% das stärkste Wachstum seit mehr als zehn Jahren erleben. China soll im kommenden Jahr um 7% wachsen. Das stärkste Wachstum im Jahr 2021 prognostiziert die IWF-Chefökonomin Gita Gopinath jedoch dem Subkontinent Indien mit einer Wachstumsrate von 7.5%.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↘→	↗	Die Unsicherheit, wie tief der Einbruch des virusbedingten Lockdowns tatsächlich ausfallen wird, bleibt nach wie vor gross.
Eurozone, Europa	↘→	↗	Mit dem Beginn der Lockerungen beginnen sich die einzelnen Volkswirtschaften zu erholen.
USA	↘→	↗	Die kräftige Schrumpfung des Konsums in der Lockdown Phase dürfte in den kommenden Quartalen kompensiert werden.
Rest der Welt	↘→	↗	Für China wie auch für Indien geht der IWF auch für das laufende Jahr von positiven Wachstumsraten aus (ca. +2%).

Liquidität, Währung

Der konjunkturelle Sommer treibt die Wechselkurse



Entwicklung des Euro / Schweizer Franken Wechselkurses in den letzten 5 Jahren (Quelle: Bloomberg, Grafik: ZFAG)

Der Dollar bleibt weiterhin unter Druck. Die rekordhohe Verschuldung der USA in Nichtkriegszeiten erinnert an Italien und die geballte Feuerkraft der Zentralbank an Japan. Keine andere relevante Volkswirtschaft war jemals derart verschuldet und infrastrukturell dermassen schlecht aufgestellt. Die US-amerikanische Zentralbank Federal Reserve (Fed) bläht in der Not ihre Bilanz auf. Derweil erhöht sich der Euro auf 1.10 zum Dollar und bleibt zum Schweizer Franken mit 1.06 stabil.

Die Konjunkturstimulierung in den USA hat ein Ausmass angenommen, das man bislang nicht für möglich hielt. Milliardenpakete gelten als mickrig. Wirklich eindrucksvoll sind nur noch billionenschwere Hilfsprogramme, begleitet von der Fed, die zeitweise Anleihen im Wert von täglich (!) bis zu 75 Milliarden Dollar erworben hatte. Aber an der Einstellung ändert sich in den USA wenig, während in Europa derzeit eine kleine Arbeitsmarktrevolution zu beobachten ist.

Statt einer Sommerpause wird in Europa im Juli und August voraussichtlich aufgeholt, was durch den Lockdown verloren ging. Das hätte man nicht ohne flexible, wertschöpfungsorientierte und betriebsfreundliche Gewerkschaften erreichen können. Selbst in Frankreich bahnt sich zum ersten Mal seit dem Zweiten Weltkrieg an, dass im August, in dem traditionell vier Wochen lang die Fabriken stillgelegt werden, in diesem Jahr hochoffiziell produziert wird.

Genauer gesagt beobachten wir derzeit das Wiedereröffnen von europäischen Fabriken und die Option auf einen industriellen Sommer. Die Manx Automation hat soeben ihre Standorte in Deutschland und Italien wiedereröffnet. Der österreichische Feuerwehrgerätehersteller Rosenbauer hat schon vor einer Woche alle Hauptproduktionsstätten für Feuerwehrfahrzeuge wiedereröffnet. Die drei österreichischen Werke sind normalerweise im August für mindestens zwei Wochen geschlossen, da Wartungsarbeiten durchgeführt werden. Aber in diesem Jahr haben die Werke stattdessen ihre Wartungsarbeiten im April abgeschlossen, und die Mitarbeiter konnten ihren Frühsommerurlaub zu Hause geniessen. Infolgedessen setzt das Unternehmen nun die Produktion den ganzen Sommer über ohne saisonale Unterbrechung im August fort.

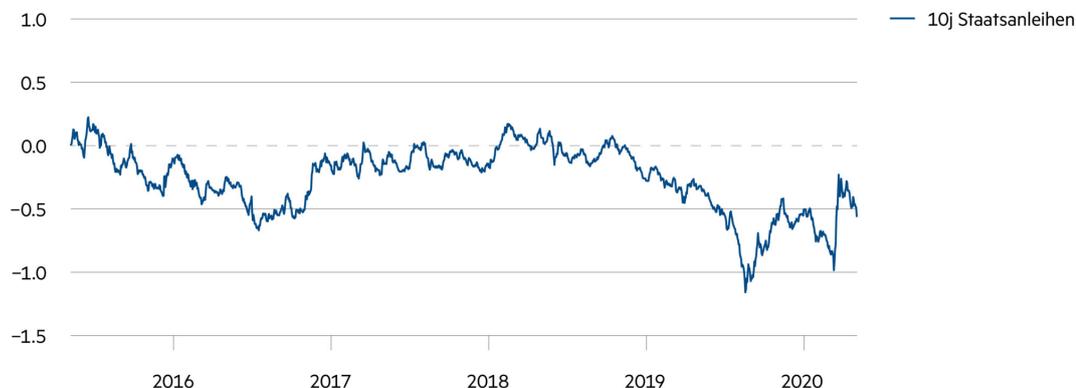
Der französische Hersteller von Hausautomatisierungsausrüstung Somfy hatte eine ähnliche Geschichte, als er die Eröffnung seiner Werke ankündigte: Er verkauft einen grossen Teil seiner Ausrüstung an Installateure, die ihm mitgeteilt haben, dass sie beabsichtigen, den Sommer über zu arbeiten, um verpasste Geschäfte nachzuholen. Eine ziemliche Revolution in Frankreich!

Viele Unternehmen bereiten sich wie in den aufgeführten Beispielen auf die Option eines arbeitsreichen Sommers 2020 vor. Dies wird die Eurozone und den Euro stärken und sich letztlich positiv auf die beschleunigte Erholung der Schweizer Volkswirtschaft auswirken.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Um schrittweise von einer allfälligen Markterholung zu profitieren, verfolgen wir das zeitnahe Wiederanlegen von Dividenden.
Euro / Schweizer Franken	↗	↗	Mit 1.06 ist der Wechselkurs im vergangenen Monat stabil geblieben, wohl auch dank teilweisen Interventionen der SNB.
US-Dollar / Schweizer Franken	→	↘	Mit den tieferen Zinsen fällt die Gunst für den Dollar. Zuletzt wurde er noch für 0.96 gehandelt.
Euro / US-Dollar	→	↗	Der Euro hat sich zuletzt mit 1.10 gegenüber dem Dollar eher wieder gestärkt.

Anleihen

Im festverzinslichen Segment eröffnen sich seltene Chancen



Entwicklung der Rendite der zehnjährigen Schweizer Staatsanleihen in den vergangenen 5 Jahren (Quelle: Bloomberg, Grafik: ZFAG)

Im April haben sich die Anleihen teilweise erholt. Die Coronavirus-Pandemie hat einige der Trends stark beschleunigt. Die offiziellen Zinssätze in den Industrieländern dürften für viele Jahre länger niedrig bleiben, da die grossen Zentralbanken wie die US-amerikanische Federal Reserve (Fed) und auch die Europäische Zentralbank (EZB) die quantitative Lockerung fortsetzen werden. Die Verfallsrenditen für die Schweizer Staatsanleihen bleiben wohl noch sehr lange negativ.

Die deflationären Auswirkungen der gesunkenen Ölpreise untermauern die Notwendigkeit der quantitativen Lockerung. Die Fed wird sogar die gesamte Renditekurve kontrollieren («yield curve control»). Sie ist inzwischen stark politisch getrieben und verkommt immer stärker zur Trumpschen Förderbank der US-Wirtschaft. Entsprechend der risikoreduzierenden Devise «Don't fight the Fed» werden wir uns jedoch nicht auf eine Zinsspekulation gegen die Fed einlassen. Vielmehr wollen wir von den selektierten Risikoaufschlägen gegenüber der Zinskurve profitieren. Die angeschlagene US-Energiebranche, welche in vielen ETF enthalten ist, lassen wir dabei aussen vor.

Auch in Europa lohnt sich das selektive Vorgehen. Denn die Pandemie verstärkte die potenzielle Spaltung zwischen Nord- und Südeuropa. Die EZB befindet sich derzeit in einem feinen Balanceakt. Sie will nach 2011/12 eine weitere Staatsschuldenkrise verhindern. Aber sie gibt den Druck auf die Politiker in der Eurozone nicht auf, sich auf eine Art von Schuldengegenseitigkeit zu einigen. Italiens Schulden werden jedoch nicht dadurch kleiner, dass man sie vergemeinschaftet. Die italienische Verschuldung wird bis Ende 2020 auf

rund 150% des BIP ansteigen. Die EZB besitzt italienische Schulden bereits im Wert von etwa 22% des italienischen BIP und spielt somit die grösste Rolle, kann dem Land aber nicht wie der IWF Hilfgelder gegen Auflagen zur Verfügung stellen. Bedingungslos die Schwächen Italiens weiter zu finanzieren, wäre zugleich verantwortungslos.

Italiens Schwächen liegen bekanntlich in der Korruption, in der starren Arbeitsmarktgesetzgebung sowie in der unternehmerfeindlichen Wirtschaftspolitik. Als Ergebnis davon driftet ein erheblicher Teil der Wirtschaftsleistung in die Schwarzarbeit ab: ca. 30% werden ohne Sozialversicherungs- und Steuerabgaben geleistet, Tendenz steigend. Damit fehlen dem Staat auch in einem allfälligen Aufschwung die Mittel, um seine Schulden zu bedienen und zu tilgen.

Häufig wird die politische Führung mit Wahlversprechen «erkauft», welche die italienischen Staatsausgaben strukturell schwächen. Renten zu erhöhen und am Gesundheitswesen zu sparen erwiesen sich als fatal in der Coronakrise. Weshalb nordeuropäische Steuerzahler für das Versagen in Italien aufkommen sollen, entzieht sich jeglicher Demokratie-Logik. Wenn die Menschen in den nordeuropäischen Ländern Italien kein Geld leihen möchten, damit dort die Menschen früher in den Ruhestand gehen können, haben sie recht.

Die Nordeuropäer wollen das Projekt «Europa» stärken. Aber sie wollen es, ohne die eigene Finanzkraft fundamental zu schwächen. Jens Weidmann, Präsident der Deutschen Bundesbank, fügt vielsagend hinzu: «Man vertraut anderen doch seine Kreditkarte nicht an, wenn man keine Möglichkeit hat, deren Ausgaben zu kontrollieren.»

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	↘	↘	Wer den Fokus auf Staatsanleihen aus der Schweiz und aus Deutschland legt, muss weiterhin negative Verfallsrenditen in Kauf nehmen.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Die Verfallsrenditen von Unternehmensanleihen haben erst etwa einen Drittel der Erholung hinter sich.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Der Selektivität ist eine hohe Bedeutung beizumessen, um Chancen zu orten. Nachrangige Versicherungsanleihen haben reizvolle Perspektiven.

Immobilien, Infrastruktur

Wiedererlangung der defensiven Qualität absehbar

Die erwartete Dividendenrendite des Immobilien- und Infrastruktur-Teils über die kommenden 12 respektive 24 Monate beträgt rund 4.5%. Sie ist durch solide Cashflows untermauert. Politische Eingriffe in die Dividendenpolitik der Firmen haben sich bislang auf Frankreich beschränkt. Wir gehen davon aus, dass der restliche Verlauf des Jahres bei den Versorgern positiv verlaufen wird und der Sektor seine defensive Qualität wiedererlangt.

Die EZB befürchtet im zweiten Quartal einen Rückgang des BIP um 15%, und erwartet über das ganze Jahr hinweg einen Rückgang um 5%, gefolgt von einem Wachstum von 6% im kommenden Jahr. Banken wird vereinfacht ermöglicht, an neue EZB-Kredite zu gelangen. Dies wird die Kreditvergabe in Europa beschleunigen, den Konsum wie die Wirtschaft gleichermaßen erfreuen und letztlich wesentlich zur Erholung in den Bereichen Immobilien und Infrastruktur beitragen.

Infrastrukturbetreiber erhoffen sich in Europa wie auch in den USA eine wirtschaftspolitische Ankurbelung über eine Beschleunigung von vorliegenden, beschäftigungswirksamen Infrastrukturprojekten. Dies wird von Schiffs- über Flughäfen bis Autobahnen und Eisenbahnen führen. Auch im Bereich Wasser und Abwasser(reinigung) liegt noch ein erhebliches Potenzial, welches zum grossangekündigten «Europäischen Grünen Deal» der EU-Kommission passen würde.

Ursula von der Leyen will einen Investitionsschub auslösen. Schliesslich werde eine moderne und zirkuläre Wirtschaft Europa weniger abhängig machen und deren Widerstandsfähigkeit stärken. Investitionen in gross angelegte Renovierungen, erneuerbare Energien, sauberen Verkehr, nachhaltige Lebensmittel und die Wiederherstellung der Natur werden noch wichtiger sein als bisher. Die EU ist

überzeugt davon, dass dies nicht nur gut für die europäischen Volkswirtschaften sei. Es sei auch gut für die Umwelt und verringere die Abhängigkeit durch Verkürzung sowie Diversifizierung der Lieferketten.

Gleichwohl ist nicht mit einer Inflation zu rechnen, obschon manche Hilfsprogramme wie der «Grüne Deal» prozyklisch wirken werden, wenn sie letztlich ihre Wirkung entfalten werden. In einem massgeblich von den Zentralbanken gesteuerten Geldsystem lässt sich die Liquidität rasch wieder entziehen, sollte sich die Geldumlaufgeschwindigkeit dereinst entscheidend erhöhen. Von dieser Entwicklung sind wir allerdings noch weit entfernt.

In naher Zukunft geht es vielmehr darum, für Stabilität zu sorgen. Im Immobilienmarkt haben die beiden beliebtesten Anlagevehikel an der Schweizer Börse (Swiss Prime Site und PSP) rund 17% Kurseinbussen seit Jahresbeginn zu verdauen. Als globaler Benchmark für Geschäfts- und Wohnimmobilien wird häufig der EPRA NAREIT Index beigezogen. Dieser hat bis Ende März rund 30% eingebüsst. Ende April waren es immer noch rund -25%.

Manche Fonds und Anlagestiftungen sind dazu übergegangen, per Ende März überhaupt keine Bewertung mehr vorzunehmen. Teils stehen Geschäftsimmobilien praktisch leer, und umsatzbezogene Mieteinnahmen sind in Shopping Malls zuletzt massiv gefallen. Wie lässt sich in einer derartigen Lage eine faire Bewertung für Geschäftsflächen errechnen? Jede Antwort ist arbiträr, denn es bleiben offene Fragen: Sind die Leerstände von Dauer? Kommt es zu längeren Mietzinsausfällen? Wie greift der länderspezifische Regulator in die coronabezogene Geschäftsimmobilienkrise ein?

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↘→	→↗	Durch den drohenden Zuwanderungsrückgang verschärft sich die Vermarktungssituation bei Renditeliegenschaften in peripheren Gebieten.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	↘	→	Geschäftsimmobilien sind arg unter Druck geraten. Anfragen auf Mieterlasse und de facto Leerstände haben sprunghaft zugenommen.
Immobilienfonds CH	↘→	→	Die Aufschläge zum Nettoinventarwert haben sich nach unten normalisiert. Es muss mit weiteren Kursrückschlägen gerechnet werden.
Infrastruktur	↗	↗	Der Fokus auf qualitativ hochstehende Infrastrukturunternehmen mit einigen Dividendenperlen bleibt mittelfristig lohnenswert.

Aktien

Aktienmärkte blicken stärker in die Zukunft



Entwicklung des Swiss Market Index 1990 bis 2020 (Quelle: Bloomberg / SIX; SMI ohne Dividenden, Grafik: ZFAG)

Kurzfristig kann man auf den Aktienmärkten trotz einer spürbaren Lockerungs-Euphorie noch keine finale Entwarnung geben. Die Krise ist realwirtschaftlich noch nicht überstanden und neue Rückschläge sind nicht ausgeschlossen. Entscheidend wird das Konsum- und Investitionsverhalten in den kommenden Wochen und Monaten sein.

Aktienmärkte blicken nicht nur auf die kurzfristigen, massiven Gewinnrevisionen. Unklar bleibt, wieviel der kurzfristigen Rezession und der darauffolgenden Erholung bereits in den Kursen eskomptiert ist. Fakt ist, dass Aktien als Realwerte gegenüber Nominalwerten (Staatsanleihen) so attraktiv sind wie selten zuvor. Auch Unternehmensanleihen, vor allem im Crossover Segment an der Grenze zwischen «High Grade» und «High Yield» verfügen über realwirtschaftliches Erholungspotenzial und haben in der Krise einen Charakter mit Verhaltensweisen ähnlich wie Aktien angenommen.

Letztlich ändert die kurzfristige quartalsbezogene Einschätzung nichts an der Erwartung, dass der konjunkturelle Trendwechsel kommen und dem geduldigen Langfristanleger eine erfreuliche Perspektive bieten wird. Denn die Konjunktur dürfte Ende April / Anfangs Mai ihren Tiefpunkt durchschritten haben und im Verlauf der Monate Mai und Juni erste Zeichen der Erholung signalisieren. Negative Nachrichten zum April werden erfahrungsgemäss verzögert eintreffen und die Anleger weiterhin verunsichern. Dies ist dann allerdings relevanter für die Statistiker und die Geschichts-

bücher als für Unternehmen, welche vor realwirtschaftlichen Entscheidungen stehen, und deren Investoren.

Mit der Lockerung im Mai werden zunächst stabilisierende und allmählich verbesserte konjunkturelle Daten rapportiert. Gutes Timing in solchen Phasen ist und bleibt wichtig, nicht das Befolgen von anekdotischen Heuristiken wie «Sell in May and go away». Das könnte sich in diesem Jahr sogar als fataler Fehler erweisen, weil man das Angesparte damit zum konjunkturell schlechtesten Zeitpunkt dem realwirtschaftlichen Erholungspotenzial entziehen würde. Ein Vermögensverwaltungsmandat versteht sich in diesem Sinne immer auch als Schutz gegen emotionale Kurzfristhandlungen, die selten zu befriedigenden Langfristrenditen führen.

Statistisch betrachtet haben unzählige Untersuchungen gezeigt, dass Privatanleger in der Regel zu spät in Trends einsteigen oder sie sogar ganz verpassen. Nach der letzten grossen Krise 2008/09 war die Liquiditätsquote bei den Privatanlegern im Durchschnitt bis auf 40% angestiegen und hat sich seither kaum mehr erheblich reduziert. Untersuchungen zu 2008/09 haben auch in der Schweiz gezeigt, dass Privatanleger in der Krise entnervt die Flinte ins Korn werfen und hohe Verluste in Kauf nehmen, wenn der Markt kurz davorsteht zu drehen. Dann lautet das verhaltensökonomische Motto: «Aktien, nie wieder!». Wer dagegen den Aufschwung mitgemacht hat, verfügt nun gleichermassen über die Reserven wie auch über die Gelassenheit, die Coronakrise zu überwinden.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	➔	➔	Die meisten Bewertungen im Segment Small & Mid Caps sind inzwischen massiv verzerrt.
Aktien Eurozone, Europa	➔	➔	Unsere Erfahrung erinnert uns daran, dass Zeiten wie diese für geduldige Investoren äusserst lohnend waren.
Aktien USA	➔	➔	US-Aktien zeigen, wie wichtig es ist, über eine Netto-Cash-Position zu verfügen: Das tun derzeit nur 20% in den USA.
Aktien Schwellenländer	➔	➔	Interessante Langfrist-Opportunitäten eröffneten sich, u.a. in indischen Fonds mit dem Segment Small & Mid Cap.

Alternative Anlagen

Turbulenzen am Rohölmarkt halten an

Die Wirtschaft ist derart stark eingebrochen, dass die unter den OPEC+ Staaten vereinbarte Förderungskürzung von knapp 10% gleichwohl zu einem massiven Überangebot geführt hat. Dessen Preis ist in einer Sorte vorübergehend sogar ins Negative gefallen. Hätte man Mitte April in Oklahoma ein Fass Rohöl entgegengenommen, hätte man dafür bis zu 40 Dollar bekommen (Sorte West Texas Intermediate WTI Crude).

Daraus darf man allerdings nicht ableiten, dass sämtliche Energiepreise gefallen seien. Zum einen wird der in Europa übliche Ölhandel in der Nordsee-Sorte Brent abgewickelt. Alle Kontrakte werden dort mit Geld beglichen. Es kommt beim Handel von Futures-Kontrakten zu keiner physischen Auslieferung.

Öl ist zudem nicht gleich Strom: Während die Rohölpreise (Sorte Brent) teils mehr als 60% tiefer notieren, haben die Strom-Forwards für Lieferung im 2021 bis Ende April um lediglich 5% (Deutschland) und 8% (Schweiz) nachgegeben. Das Umfeld für die Wasserkraft hat sich kurzfristig etwas eingetrübt, aber nicht signifikant verschlechtert. Die Schweizer Wasserkraft wird von den hohen Schwankungen

am Spot und Intraday Markt sogar profitieren können.

Die Strom- und Gaspreise sind in den USA seit Jahresbeginn sogar um 8% respektive 10% gestiegen. Klar ist, dass die Tiefsee- und Schieferölförderung bei den gegenwärtigen Rohöl-Preisniveaus verlustträchtig ist. Dies führt zu einem erwarteten Einbruch der US Ölförderung. Damit geht allerdings eine signifikante Verknappung am US Gasmarkt einher, wovon der Stromsektor (der Gaspreis bestimmt dort den Strompreis) profitieren kann.

Grosse Erholungschancen in absehbarer Zukunft gibt es im Bereich der Privatmarktanlagen. In einer «Epidemiewirtschaft» können einige Akteure mehr profitieren als andere. Zu den mittelfristigen Profiteuren zählen gewiss die teils mit üppiger Liquidität ausgestatteten, neu aufgelegten Private Equity Fonds. Da die meisten Bewertungen – insbesondere im Segment der nichtkotierten Unternehmen – inzwischen massiv verzerrt sind, können starke Akteure mit soliden Wachstumsaussichten und qualitativ hochwertigen Unternehmen identifiziert und zu attraktiven Bewertungen erworben werden.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↗	↗	Das Positive liegt darin, dass Industriemetalle wie Aluminium und Kupfer «nur» rund 17% unter dem Jahresbeginn handeln.
Gold, Edelmetalle	→	→	Der Goldpreis liegt bei 1688 US Dollar pro Unze, deutlich über dem Jahrestief von 1472 USD/oz. am 19. März.
Insurance Linked Securities	↗	↗	Es handelt sich um inzwischen wieder attraktive Anlagen mit Renditeaussichten im Bereich von 2% bis 4% (in Franken).
Private Equity	↗	↗	Die quartalsweise bewerteten Privatmarktanlagen können mit einer Aufwertung im weiteren Jahresverlauf rechnen.

Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)	Jahresperformance (in CHF)					
		30.04.2020	4/2020	2020 YTD	2019	2018	2017
Aktien							
SMI	CHF	9'629.4	+3.4%	-9.3%	+26.0%	-10.2%	+14.1%
SPI	CHF	11'905.9	+5.2%	-7.3%	+30.6%	-8.6%	+19.9%
DAX	EUR	10'861.6	+9.0%	-20.2%	+20.9%	-21.3%	+22.8%
CAC 40	EUR	4'572.2	+3.7%	-25.5%	+21.8%	-14.4%	+19.2%
FTSE MIB	EUR	17'690.5	+3.5%	-26.7%	+23.6%	-19.3%	+24.0%
FTSE 100	GBP	5'901.2	+5.6%	-25.8%	+14.7%	-16.7%	+12.9%
EuroStoxx50	EUR	2'927.9	+4.8%	-23.9%	+20.3%	-17.6%	+16.2%
Dow Jones	USD	24'345.7	+11.1%	-14.7%	+20.3%	-4.7%	+19.7%
S&P 500	USD	2'912.4	+12.7%	-9.9%	+26.7%	-5.4%	+14.3%
Nikkei 225	JPY	20'193.7	+7.7%	-13.2%	+17.8%	-9.3%	+18.1%
Sensex	INR	33'717.6	+14.7%	-22.6%	+10.0%	-2.0%	+30.3%
MSCI World	USD	2'052.9	+10.9%	-13.0%	+23.1%	-9.6%	+15.0%
MSCI EM	USD	924.9	+9.1%	-17.0%	+13.5%	-15.8%	+28.6%
Obligationen (gemischt)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	180.5	+0.7%	+3.4%	+3.7%	-0.4%	-0.3%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	202.8	+4.5%	-0.4%	+8.7%	-4.2%	+3.2%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	261.5	+4.8%	-9.4%	+10.5%	-5.1%	+5.4%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	282.0	+2.1%	-7.9%	+9.0%	-5.2%	+5.5%
Staatsobligationen							
SBI Dom Gov	CHF	201.1	+2.8%	+2.2%	+4.4%	+0.7%	-0.4%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	176.4	+0.5%	+8.0%	+3.3%	-2.4%	-0.2%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	213.5	+0.4%	+0.6%	+6.2%	+0.6%	-0.3%
Unternehmensobligationen							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	181.4	+2.5%	-2.4%	+2.4%	-0.3%	+0.6%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	212.8	+5.1%	+0.6%	+10.7%	-5.7%	+3.8%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	518.0	+4.3%	-9.5%	+10.5%	-5.3%	+4.9%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	173.8	+3.7%	-2.8%	+5.8%	-1.7%	+1.9%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	251.8	+6.1%	-9.6%	+10.9%	-4.2%	+6.4%
Alternative Anlagen							
Gold Spot CHF/kg	CHF	52'339.5	+7.4%	+11.0%	+16.4%	-1.6%	+6.6%
Commodity Index	USD	60.9	-1.5%	-24.7%	+3.7%	-12.2%	-3.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'210.2	+2.2%	+0.1%	+21.7%	-4.4%	+7.6%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'238.5	+2.9%	-4.2%	+6.8%	-5.8%	+1.5%
Währungen							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.9653	+0.4%	-0.1%	-1.6%	+0.8%	-4.4%
Euro / Schweizer Franken	CHF	1.0578	-0.2%	-2.6%	-3.5%	-3.8%	+9.2%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.9006	+0.8%	+1.1%	-0.6%	+3.6%	-0.7%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.2160	+1.9%	-5.2%	+2.4%	-4.9%	+4.7%

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 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 ausgewiesene Wertentwicklung von Zugerberg Finanz Z wurde bis 30.06.2014 (Lancierung Zugerberg Finanz Z) von Zugerberg Finanz R übernommen. Die historische Wertentwicklung von Zugerberg Finanz R basiert teilweise auf dem Aufbau der Portfolios nach aktuellen Investmentkriterien mit Daten aus der Vergangenheit. Die Entwicklung gibt dabei einen indikativen Einblick über den möglichen Erfolg des Portfolios wieder, wäre dieses in der Vergangenheit in der aktuellen Form seit 2009 angelegt worden. Seit dem 01.01.2012 handelt es sich um die effektive Wertentwicklung der Portfolios. Die ausgewiesene Wertentwicklung von Zugerberg Finanz FZR wurde bis am 31.12.2013 (Lancierung Zugerberg Finanz FZR) von Zugerberg Finanz R übernommen. Die ausgewiesene Wertentwicklung von Zugerberg Finanz 3a wurde bis 31.12.2009 (Lancierung Zugerberg Finanz 3a) von der fondsbasierten Lösung der Zugerberg Finanz FZR übernommen. Die angegebene Wertentwicklung ist netto, nach Abzug aller laufenden Kosten, ohne Berücksichtigung von Abschlusskosten. Alle Angaben hinsichtlich der Wertentwicklung sind indikativer Natur, beziehen sich auf die Vergangenheit und erlauben keine garantierten Prognosen für die Zukunft. Impressum: Zugerberg Finanz AG, Lussiweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch; Fotos: Andreas Busslinger, Adobe Stock. Schlusskurse per 30.04.2020; Wirtschaftsdaten per 30.04.2020; Wirtschaftsprognosen vom 30.04.2020; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.