



Foto: Andreas Busslinger

Die wirtschaftliche Erholung nimmt Fahrt auf

Jeder Rezession liegt ein Erholungspotenzial zugrunde. Die globalen Wirtschaftsaktivitäten mussten pandemiebedingt in weitgehenden Bereichen stillgelegt werden. Das hat für den raschesten Bärenmarkt in der jüngeren Geschichte geführt. Der breite US-Aktienindex S&P 500 verlor innert 24 Handelstagen 34%. Der breite Stoxx Europe 600 verlor vom 19. Februar bis zum 23. März 36%. Anschliessend setzte eine Gegenbewegung ein, die unterstützt von klaren Zeichen der wirtschaftlichen Erholung weiterhin anhält.

Die entscheidende Einschätzung besteht darin, ob es sich nun um ein Erholungsrallye in einem strukturellen Abwärtstrend (ein sogenanntes «Bärenrallye») handelt oder ob sich eine dauerhafte Stabilisierung mit einer anschliessenden Aufwärtsbewegung

abzeichnet. Schaut man aktuell nur auf die Gewinnrevisionen (nach unten), könnte man zur Überzeugung gelangen, dass diese Gegenbewegung allzu stark ausgefallen sei.

Andererseits beobachten wir, wie der behördlich angeordneten Stilllegung weltweit mit undogmatischen Mitteln wirksam und rasch begegnet wird. Während die einzelnen Massnahmenpakete in Folge der globalen Finanzkrise 2008/09 über drei Jahre bruchstückhaft beschlossen und umgesetzt wurden, beobachten wir derzeit ein entschlossenes, kohärentes Handeln, wie es die moderne Weltwirtschaft noch nie erfahren hat. Das stimmt optimistisch, selbst wenn ein (erneuter) vorübergehender Rückschlag auf dem gegenwärtigen Niveau keine Überraschung wäre.

Vermögensverwaltungsmandate legten im Mai deutlich zu

Im Mai haben sich unsere Strategien vom schockartigen Kurszerfall im März weiter erholt. Obschon sich anleihsenseitig der Swiss Bond Index und aktienseitig der Swiss Market Index im Mai kaum verändert haben, haben unsere Mandate im Durchschnitt um 2% zugelegt und weiter aufgeholt. In den risikoärmeren Strategien mit einem geringeren Aktienanteil ist das Mai-Resultat typischerweise etwas tiefer ausgefallen. Da zeichnet sich zudem eine gängige Beobachtung ab: Die Kurse von Unternehmensanleihen benötigen für ihre Erholung deutlich länger als jene von Aktien.

In der Risikoklasse 1 betrug das Plus im Schnitt +2.5%, in Risikoklasse 2 +3.0%, und in Risikoklasse 3 +3.4%. Zur positiven Performance

trugen sämtliche Anlageklassen bei.

Das weitere mittelfristige Erholungspotenzial ist beträchtlich und reicht von Unternehmensanleihen über Infrastruktur- und Immobilienwerte bis hin zu Aktien, die bislang nicht in der Gunst des lockeregetriebenen Rallyes standen oder aus anderen Gründen überdurchschnittlich unter Druck standen. Erhebliches mittelfristiges Potenzial erkennen wir da unter anderem in Versicherungsaktien und in Aktien von konjunkturzyklischen Unternehmen. Aktien aus den Branchen Software, Internet, Hochtechnologie, Bio- und Medizintechnologie waren bislang die «Corona-Krisengewinner». Ihr Aufwärtstrend ist durch reale Gewinnverbesserungen untermauert.

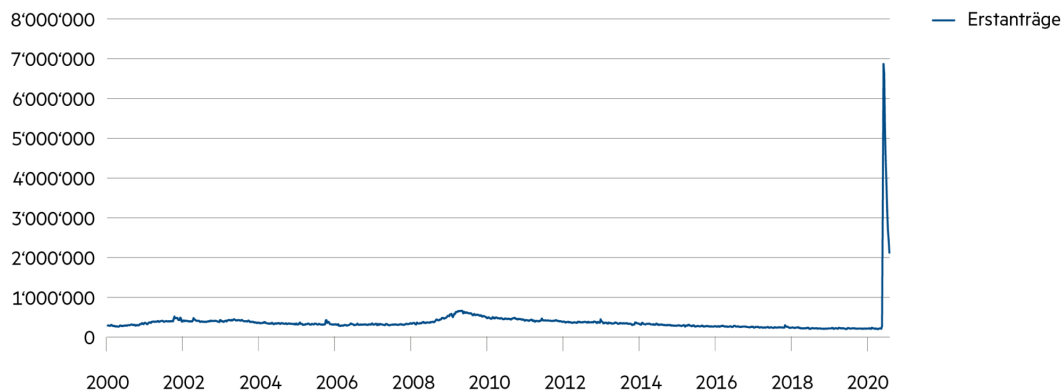
Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien	Mai 2020	YTD 2020	Seit Lancierung* bis 31.12.2019	
			Kumuliert	Durschn.
Zugerberg Finanz R1	+2.5%	-8.2%	+43.9%	+3.4%
Zugerberg Finanz R2	+3.0%	-9.8%	+83.0%	+5.6%
Zugerberg Finanz R3	+3.4%	-11.2%	+96.7%	+6.3%
Zugerberg Finanz R4	+3.3%	-14.1%	+71.5%	+5.5%
Zugerberg Finanz Z1	+2.0%	-7.0%	+45.9%	+3.5%
Zugerberg Finanz Z2	+2.2%	-10.2%	+73.8%	+5.2%
Zugerberg Finanz Z3	+2.4%	-11.5%	+93.8%	+6.2%
Fondbasierte Strategien				
	Mai 2020	YTD 2020	Seit Lancierung* bis 31.12.2019	
			Kumuliert	Durschn.
Zugerberg Finanz Fondspicking 30	+1.8%	-8.1%	+21.2%	+1.8%
Zugerberg Finanz Fondspicking 60	+1.9%	-10.2%	+39.5%	+3.1%
Zugerberg Finanz Fondspicking 100	+2.4%	-11.3%	+45.5%	+3.5%
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 20	+1.7%	-8.2%	+9.4%	+0.8%
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 40	+2.1%	-9.3%	+13.1%	+1.1%
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 100	+2.1%	-11.5%	+18.4%	+1.5%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit				
	Mai 2020	YTD 2020	Seit Lancierung* bis 31.12.2019	
			Kumuliert	Durschn.
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+1.4%	-7.1%	+15.4%	+2.1%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+1.8%	-7.8%	+48.9%	+3.7%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+2.2%	-10.6%	+77.0%	+5.3%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+2.8%	-11.9%	+93.9%	+6.2%
Zugerberg Finanz 3a Vorsorge				
	Mai 2020	YTD 2020	Seit Lancierung* bis 31.12.2019	
			Kumuliert	Durschn.
Zugerberg Finanz 3a20	+1.9%	-7.8%	+25.2%	+2.1%
Zugerberg Finanz 3a40	+1.8%	-9.1%	+32.0%	+2.6%
Zugerberg Finanz 3a60	+2.0%	-10.4%	+38.2%	+3.0%

* 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

Bodenbildung bei der U-förmigen Erholung der Weltwirtschaft



Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe in den USA - 01.01.2000 bis 28.05.2020 (www.fred.stlouisfed.org; Grafik: ZFAG)

Die U-förmige Wirtschaftserholung wird in diesen Wochen sichtbar und greifbar. Der drastische Tiefpunkt der temporären Corona-Rezession dürfte bereits einen Monat hinter uns liegen. Die Beschäftigung nimmt wieder zu, die Arbeitslosigkeit ab. Mit den schrittweisen Lockerungen kehrt allerdings nicht gleich die Lockerheit der Konsumenten zurück, doch die trüben Wirtschaftsdaten erholen sich allmählich und kontinuierlich.

Der makroökonomische Datenfluss hinkt oftmals mehrere Wochen respektive Monate der wirtschaftlichen Realität hinterher. Deswegen richtet sich unser Fokus auf möglichst aktuelle Werte. Das können Detailhandelsumsätze oder Kauf- und Leasingverträge für Neuwagen des letzten Wochenendes sein. Die spürbar erhöhte Mobilität durch das Hochfahren der Weltwirtschaft hat dem Ölpreis im Mai zu einer Bodenbildung verholfen. Für uns sind solche Indikatoren von Belang, nicht das statistische Aufarbeiten der Monate April und Mai, welche im Laufe des Sommers eintreffen werden und für die Geschichtsbücher relevant sind.

Durch die schrittweise Lockerung des wirtschaftlichen Stillstands wird wieder Zuversicht gefasst, denn die aggressiven Zentralbanken-Interventionen haben Schlimmeres verhindert. In diesem Zusammenhang wichtig ist die Sitzung der US-Zentralbank Federal Reserve (Fed), die in der zweiten Juni-Woche stattfinden wird. Die «führende» Bank unter den Zentralbanken bleibt ein bedeutender

Orientierungspunkt in der wirksamen Krisenbewältigung.

Die Fed genehmigte mitten in der Krise den Kauf von Anleihen im Wert von 700 Milliarden Dollar und sagte Unternehmen Notfallhilfen im Umfang von 2.3 Billionen Dollar zu, während die US-Regierung parallel dazu ein Rettungspaket in Höhe von 2 Billionen Dollar schnürte, was 7.5% des BIP entspricht. In Europa beschloss die EZB ein beispielloses Hilfspaket, um den sich verschärfenden Finanzierungsbedingungen im gesamten Euroraum zu entgegenen. Hinzu kommen zuletzt die Vorschläge zu einem EU-Wiederaufbaufonds in Höhe von 750 Milliarden Euro. Zusammen mit dem ersten Hilfspaket würde die EU in den kommenden vier Jahren knapp 1.3 Billionen Euro als Wachstumsimpulse ausschütten.

Fed-Chef Jerome Powell betonte jüngst, dass die Erholung bis Ende 2021 dauern kann und er die gesamte Bandbreite der Instrumente «kraftvoll, vorausschauend und aggressiv» zur wirtschaftlichen Stützung einsetzen werde. Der Einbruch des Wirtschaftswachstums im zweiten Quartal verursache enormes menschliches und ökonomisches Elend, sowohl in den USA als auch auf der ganzen Welt. Deshalb signalisierte die Fed, dass der Leitzins so lange an der Nulllinie bleiben werde, bis die Wirtschaft die Folgen der Corona-Krise überstanden habe. Die Fed hat ihre Geldpolitik seit Krisenausbruch in einem Ausmass gelockert, das alle bisher ergriffenen Kriseneinsätze übersteigt.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	→	↗	Die Länge und das Ausmass der Rezession und der anschliessenden Erholung lassen sich nur schwer vorhersagen.
Eurozone, Europa	→	↗	Der starke Konjunkturabschwung im April lässt auf eine fortgesetzte Erholung in den kommenden Monaten schliessen.
USA	→	↗	Der Tiefpunkt bei der Wirtschaftsaktivität und der Höhepunkt der Arbeitslosigkeit (19.5%) sind wohl erreicht.
Rest der Welt	→	↗	Einkaufsmanagerindizes sind in China auf über 50 gestiegen (Expansion), und haben sich in Indochina spürbar verbessert.

Liquidität, Währung

Der konjunkturelle Hochsommer sorgt für starken Euro



Entwicklung des Euro im Vergleich zum US-Dollar und zum Schweizer Franken in den letzten 5 Jahren (Quelle: Bloomberg, Grafik: ZFAG)

Der Euro wird häufig als schwache Währung dargestellt. Fakt ist, dass der Euro in den vergangenen 5 Jahren weder gegenüber dem Schweizer Franken noch gegenüber dem US-Dollar an Wert eingebüsst hat. Gerade letzteres ist erstaunlich, denn über dieselbe Periode waren die Euro-Zinsen deutlich tiefer als jene in den USA. Der Euro hat sich stärker etabliert als viele es wahrhaben wollen.

Philip Lane, Chefvolkswirt der Europäischen Zentralbank (EZB), hat die Kritik des deutschen Bundesverfassungsgerichts an den Staatsanleihekäufen der EZB zurückgewiesen. Sie würden nicht zu einer Verzerrung der Finanzmärkte führen. Die EZB kauft monatlich für einen vorab festgelegten Betrag und stellt die Käufe ein, sobald das Inflationsziel erreicht ist. Was daran unverhältnismässig sein soll, entzieht sich der ökonomischen Logik.

Im Vergleich mit der US-amerikanischen Fed ist das Anleiheengagement der EZB ohnehin verhältnismässig gering. Das hängt auch damit zusammen, dass sich US-Unternehmen ihr Fremdkapital eher über den Kapitalmarkt als über Bankkredite besorgen. Gerade in Kontinentaleuropa ist dagegen das Hausbankensystem derart stark verankert, weshalb den Geschäftsbanken durch ihre Kreditvergabepraxis in der derzeitigen Krisenbewältigung eine übergeordnete, systemstabilisierende Rolle zukommt.

Ein positives Zeichen des europäischen Aufschwungs besteht deshalb in der beobachtbaren Kreditexpansion in den vergangenen

Wochen. In der Vergangenheit war dies ein verlässlicher Indikator für eine konjunkturelle Aufschwungsphase, und es gibt keinen Grund, weshalb dies nicht auch diesmal so sein soll.

Das stabilitätsorientierte Inflationsziel der EZB liegt wie bei der Schweizerischen Nationalbank bei 2%. Zum Start der Anleihekäufe habe man dafür gesorgt, dass es bei der Inflation «nicht zu einer Abwärtsspirale kommt». Die hohen Staatsausgaben von Deutschland zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen der Corona-Krise verteidigte Lane: «Wenn starke Länder mehr tun, profitiert ganz Europa davon.» Eine starke Wirtschaft in Deutschland würde beispielsweise die Importe ankurbeln und dadurch auch anderen europäischen Ländern helfen.

Insgesamt bleibt die Verschuldungslage in Europa aber deutlich tiefer als in den USA. Das stärkt den Euro, der im Laufe des Jahres auf 1.15 zum US-Dollar zulegen könnte.

Der Schweizer Franken profitiert jeweils, wenn Deutschland stärker wird und sich die Eurozone erholt. Der Franken ist seit Jahresbeginn zunächst unter Aufwertungsdruck geraten. Nun liegt er bei 1.07 und ist damit keine Bedrohung mehr für die Schweizer Wirtschaft. Mit einer starken Erholung in der Eurozone lässt sich die Überbewertung des Frankens weiter abbauen, so dass Kurse von 1.10 wieder möglich werden. Dies wiederum wird die in Schweizer Franken gerechneten Gewinne im 2020 stützen.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Um vom Markterholungspotenzial zu profitieren, halten wir die Liquidität in den diversen Mandaten eher tief.
Euro / Schweizer Franken	↗	↗	Mit 1.07 (+1.0% im Mai) hat sich der Kurs auf einen Erholungspfad begeben, der sich mit der Erholung in der Eurozone weiter fortsetzen dürfte.
US-Dollar / Schweizer Franken	→	→↘	Mit zuletzt 0.96 schwinden die Aussichten auf eine Währungsparität. Der Dollar schwächt sich mit der globalen Wirtschaftserholung ab.
Euro / US-Dollar	↗	↗	Der Euro hat sich zuletzt mit 1.11 gegenüber dem Dollar wieder nahezu an das Niveau von Jahresbeginn genähert.

Anleihen

Auf die richtige Positionierung kommt es an



Kursentwicklung der zehnjährigen Schweizer Staatsanleihe in den letzten 12 Monaten (Bloomberg: Swiss 0.5%, fällig am 27.05.2030; Grafik: ZFAG)

Die politischen Entscheidungsträger haben sich in der Krisenbewältigung klar und unmissverständlich auf stabile Kreditmärkte fokussiert. Unternehmen sollen möglichst ununterbrochen ihre Zinsen und Tilgungen gegenüber den Anleihegläubigern leisten. Da bleiben wir zuversichtlich, auch weil immer mehr Investoren wieder verstärkt Kapital in Unternehmensanleihen fliessen lassen. Ein neuer Kreditzyklus hat begonnen.

Staatsanleihen bleiben wenig attraktiv. Die eidgenössische Anleihe, die in zehn Jahren fällig wird und über eine Rückzahlungsrendite von -0.5% p.a. verfügt, ist wohl sicher. Das Rating ist mit einem «AAA» top, aber dennoch schwankungsanfällig. In den vergangenen 12 Monaten hat sich der Kurs in einer grossen Bandbreite zwischen 107.50 und 118.50 bewegt, um letztlich genau wieder dort zu landen, wo er schon vor einem Jahr stand. Eine sichere Anleihe bedeutet also nicht, dass sie nicht auch erheblichen Schwankungen unterworfen ist. Umso enttäuschender ist, dass man als Investor für das Risiko, das man eingeht (die sog. Volatilität), bei Staatsanleihen nicht entschädigt wird.

Bei Unternehmensanleihen verhält es sich vollkommen anders. Das ist ein Anleihe-segment, indem man immer eine Entschädigung bekommt. Nur wird erst im Laufe der Zeit klar, ob sie angemessen, zu hoch oder zu tief war. Letztlich lohnt sich deshalb die Diversifikation von Anleihen über Branchen und Sektoren, Laufzeiten und

Währungen, Fälligkeiten und Gläubigerrangfolge hinweg.

Insgesamt scheint es, dass durch die Corona-Krise ein neuer Kreditzyklus eingeläutet wurde. Viele Unternehmen haben Kredite zur Überbrückung ihrer Liquiditäts- und Ertragslage bekommen. Die Stabilität der Geschäftsbanken, die im Gegensatz zur letzten Krise vorhanden ist, bleibt ein zentrales Element des Wiederaufbaus. Das Fehlen einer vorangegangenen Kreditblase, d.h. das unverschuldete Exponiertsein gegenüber dem angeordneten Lockdown auch für gesunde Unternehmen, ist es, was die Entscheidungsträger in Politik und Zentralbanken diesmal weniger zurückhaltend bei der Bereitstellung von Unterstützung macht.

Der ultimative Geldfluss, der über Kredit- und Anleihensmärkte in die konjunkturelle Stabilisierung und schliesslich Erholung strömt, wird in den kommenden Quartalen die Wirtschaft ankurbeln. Dies wird den Unternehmensanleihen einen substantziellen Schub verleihen und zum attraktivsten Anleihe-segment machen.

Wir erwarten bis zum Jahresende engere Kreditrisikoprämien, da die fundamentalen makroökonomischen Risiken durch die wirtschaftliche Erholung abnehmen werden. Die CDS Indizes handeln am unteren Ende der Bollinger Bänder: ein starkes technisches Signal. Angesichts der positiven Marktaussichten sehen wir an der Grenze zwischen «High Grade» und «High Yield» starke Opportunitäten in den kommenden 12 Monaten.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	↘	↘	Mit Staatsanleihen wird man auf Dauer nicht auf einen grünen Zweig kommen. Die Renditen verharren tief im negativen Territorium.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Die Fokussierung auf die Qualität in Bilanz, Cash Flow usw. lohnt sich. Teils lassen sich auch Aspekte der Inflationsrisiken strukturell einbauen.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Hybride weisen oftmals grosse Risikoaufschläge und damit höhere Verfallsrenditen auf und verfügen über attraktive Risiko-Rendite-Verhältnisse.

Immobilien, Infrastruktur

Vorsicht bei Renditeliegenschaften



Swiss Prime Site (6.8 Mrd. Franken Marktkapitalisierung)

Der Schweizer Immobilienmarkt steht vor grossen Herausforderungen. Verkaufsflächen mit guter Rendite zu vermieten ist zu einem Kunststück geworden. Bei den Büroflächen könnte der Lockdown einen nachhaltigen Wandel der Nachfrage eingeläutet haben. Und bei den Wohnimmobilien ist die Leerstandsquote auf rekordhohe 1.9% angestiegen. In der Schweiz stehen derzeit 85'000 Wohnungen leer. Die Tendenz ist steigend.

Auf dem Markt der Renditeliegenschaften ist Ernüchterung eingeleitet. Die Aktien von Swiss Prime Site, dem Flaggschiff der Schweizer Immobilienszene, notieren Ende Mai 27% unter dem Kurs vom 5. März und 20% tiefer als zu Jahresbeginn. Kein einziger Analyst empfiehlt die Aktie mehr zum Kauf. Der Konkurrenz geht es kaum besser. Kurzfristig haben sich die Aussichten für Geschäftsliegenschaften verdüstert, mittelfristig bleiben sie nebulös.

Auch bei den Wohnrenditeliegenschaften hat die Unsicherheit zugenommen. Die tiefen Zinsen haben zu einem enormen Bauboom geführt, doch die Wirtschaftskrise sorgt für eine sinkende Nachfrage. Je grösser die finanzielle Unsicherheit, desto länger bleiben die Jungen im Elternhaus. Zudem fehlt die Nachfrage aus der Zuwanderung, wie man sie während des Wirtschaftsbooms beobachten konnte. Gleichzeitig hält die Wohnungsproduktion auf hohem Niveau an.

Deshalb stehen derzeit rund 85'000 Wohnungen leer, was es in der Schweiz noch nie gab. Verschärfend wirkt, dass eine Vielzahl von

neuen Wohnungen auf den Markt gelangen wird. Wer am «falschen» Ort investiert hat, wird überdurchschnittliche Leerstandsquoten in Kauf nehmen müssen.

Auch auf dem Schweizer Eigenheimmarkt dürfte sich die Corona-Krise auswirken. Im laufenden Quartal sind die Transaktionen spürbar zurückgegangen. Zudem waren die Preise rückläufig. Sowohl Verkäufer als auch Käufer agieren vorsichtiger. Zufall und objektspezifische Eigenschaften dürften gerade in wenig liquiden Bereichen einen grösseren Einfluss auf den Transaktionspreis haben als noch im Vorjahr.

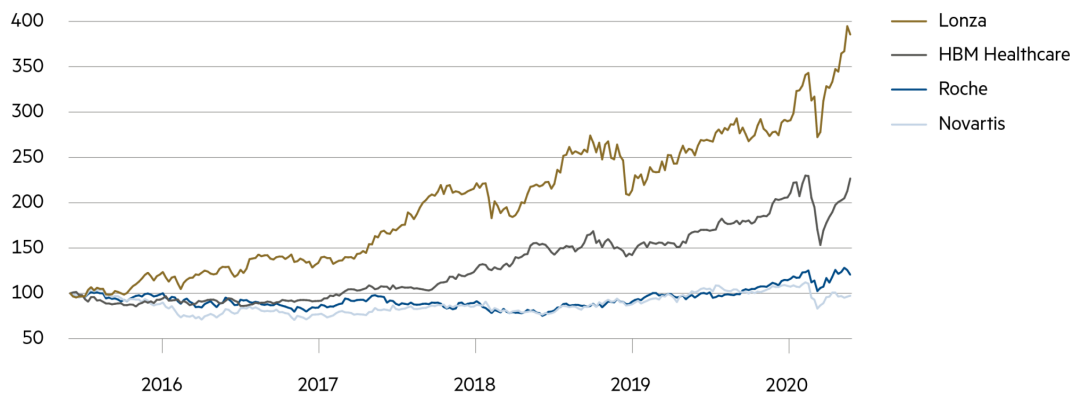
Ausserdem sinkt die aggregierte Nachfrage nach Eigenheimen angesichts zunehmender Arbeitslosigkeit und Unsicherheit über die wirtschaftliche Entwicklung. Nur noch gut die Hälfte der Mietenden wollen gemäss einer aktuellen Umfrage Wohneigentum kaufen. Die durch sinkende Hypothekarzinsen getriebene Beschleunigung der Preisentwicklung ab Mitte 2019 findet damit vorerst wohl ein Ende.

Der UBS Swiss Real Estate Bubble Index verzeichnete im ersten Quartal 2020 noch einen Anstieg auf 1.30 Indexpunkte (vs. 1.26 im Vorquartal). Der Schweizer Immobilienmarkt steht damit in der Risikozone. Die Preiskorrektur im zweiten Quartal 2020 ist allerdings nicht überhitzungsbedingt, sondern nachfragebedingt. Mit dem Rückgang von Einkommen und Vermögen seit März aufgrund der Corona-Krise dürfte der Index wieder auf ein leicht tieferes Niveau zurückfallen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↘→	→↗	Die anhaltende Überproduktion wird eine dämpfende Wirkung auf Mieten selbst in Neubauten haben. In Altbauten geraten die Mieten unter Druck.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	↘	→	Reine Bürotürme sind «out». Trendig gelten moderne Quartiere, wo man wohnen, arbeiten, shoppen und sich vergnügen kann.
Immobilienfonds CH	↘→	→	Der SXI Real Estate Funds Total Return Index hat im Mai 1% eingebüsst. Ein selektives Vorgehen ist zwingend zu empfehlen.
Infrastruktur	↗	↗	Im Mai haben sämtliche Immobilien- und Infrastrukturwerte stark zugelegt: Vonovia (+15%), Vinci (+11%), Enel (+11%) und Flughafen Zürich (+11%).

Aktien

Aktienmärkte sind differenziert zu betrachten



Kursentwicklung von Schweizer Pharmawerten in den letzten 5 Jahren (Quelle: Bloomberg/ZFAG; ohne Dividenden. Grafik ZFAG)

In der Krise haben sich die Aktien unterschiedlich verhalten. Während konjunktursensible Titel stark fielen, konnten konjunkturresiliente Titel ihren defensiven Charakter hervorheben. Je nach Phase der Abwärts- wie auch der darauffolgenden Aufwärtsbewegung ergeben sich Unterschiede in der Betrachtung der günstigen Gelegenheiten. Ein besonderes Augenmerk richten wir auf die Pharmaaktien.

Der Lockdown wird sich im zweiten Quartal gewiss stark niederschlagen. Wichtiger ist jedoch, dass das Schlimmste bereits hinter uns liegt. Charakteristisch dafür steht der IFO Geschäftsklimaindex, der sich Ende Mai deutlich auf 80.1 Punkte verbessert hat. Auch der ZEW Index für Konjunkturerwartungen ist mit 51.0 Punkten unerwartet hochgeschossen und liegt für die nächsten 6 Monate auf dem höchsten Wert seit 5 Jahren.

Deshalb interessiert aus Aktionärsicht vor allem, welche Signale hinsichtlich der kommenden Quartale und Jahre vermittelt werden. Wir sehen weiteres Potenzial für einen soliden Wertzuwachs auf einem fairen Bewertungsniveau – beispielsweise die Pharmatitel, mit der wir das Aktienportfolio in konjunkturell labilen Zeiten zu stabilisieren versuchen. Dabei verfolgen wir in unserer Gewichtung nicht den Ansatz, nach der Marktkapitalisierung vorzugehen. Die beiden Schweizer Schwergewichte Novartis (höher gewichtet) und Roche (geringer gewichtet) sind in mehreren Lösungen zusammen etwa gleich gewichtet wie der agile Pharmazulieferer Lonza mit

einer Marktkapitalisierung, die gerade mal 12% von jener von Roche entspricht.

Mit einem Pharmaanteil von insgesamt rund 15% des Aktienportfolios halten wir ein höheres Gewicht als im weltweiten Aktienindex (13%), aber ein geringeres als im SMI, dessen Branchenschwergewicht bekanntlich im Gesundheitswesen liegt (43%). Hinzu kommt, dass wir im Private Equity Bereich ab der Risikoklasse 2 noch ein erhebliches Gewicht von HBM Healthcare halten, deren Pipeline mit bio- und medtechbezogenen Hoffnungsträgern gefüllt ist.

Diese Gewichtung haben wir auch angesichts des US-Wahlkampfes im laufenden Jahr gewählt. Wer sich als Pharmaaktionär an die heisse Phase des Wahlkampfes von 2016 zurückbesinnt, weiss, wie stark und häufig das Thema hohe Medikamentenpreise geäussert und zum Symbol der Misere im US-Gesundheitswesen hochstilisiert wurde. Sowohl republikanische wie auch demokratische Kandidierende haben auf Pharmatitel eingepregelt. Zwischen Ende Mai und Ende November 2016 haben Roche (-15%) und Novartis (-13%) deutliche Einbussen erlitten. Deshalb halten wir eine geringere Gewichtung dieser Titel als im SMI.

In der Versicherungsbranche, in der wir überdurchschnittlich exponiert sind, gehen wir in den kommenden Quartalen von einer deutlichen Kurserholung aus. Die virusbedingten Versicherungsschäden sind nicht aussergewöhnlich, und die Eigenmittelquoten bleiben auf einem hohen Niveau.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Wir bleiben mit dem attraktiven Heimaufokus Schweiz zuversichtlich und nutzen vereinzelte Kursdellen zur Arrondierung des Portfolios.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Unsere Selektion (u.a. im Bereich Technologie) ist von einer soliden Wachstumsperspektive getragen.
Aktien USA	↗	↗	US-Aktien könnten darauf reagieren, dass die Spitze der Arbeitslosigkeit erst im Juni erreicht wird. In Europa zeigen sich bereits Erholungstendenzen.
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Wir halten an einer leichten Exponierung gegenüber dem indischen Subkontinent und dessen KMU Struktur fest.

Alternative Anlagen

Turbulenzen in den grossen Schweizer Goldraffinerien



Entwicklung des Goldpreises (pro Unze) vom 1.1.2010 bis 31.5.2020 in US-Dollar (Quelle: Bloomberg, Grafik: ZFAG)

Die vier grossen Schweizer Schmelzbetriebe Valcambi, Metalor, Pamp und Agror-Heraeus verarbeiten rund die Hälfte der globalen Produktionsmenge. Zunächst wurden die Lieferketten unterbrochen, später die Raffinerien im Tessin geschlossen. Im Zuge der Corona-Krise ist allerdings auch die Goldschmuck-Nachfrage eingebrochen, insbesondere jene aus China, später auch jene aus Indien.

Der Goldpreis wird hauptsächlich durch die Nachfrage von Zentralbanken beeinflusst. In Russland und China versucht man seit Jahren, die Dollar-Abhängigkeit durch Goldkäufe zu reduzieren. Kommt die Spekulation der Anleger dazu, kann der Goldpreis stark schwanken. In den vergangenen drei Monaten hat die Feinunze Gold mit Preisen zwischen 1472 und 1748 Dollar eine wilde Achterbahnfahrt hinter sich gebracht.

Die industrielle Nachfrage liegt bei Gold (14%) deutlich tiefer als bei Silber (68%). Das «billige» Edelmetall wird vor allem für Elektronik, Dental- und Medizinalprodukte eingesetzt. Trotz der besten Monatsperformance seit 2011 liegt der Silberpreis mit 18 Dollar pro Unze lediglich auf dem Jahresanfangsniveau.

Sofern wie zuletzt die Gold-Nachfrage aus spekulativer Seite (getreu dem Motto «In Gold We Trust») weiter zunimmt, kann der Preis weiter steigen. Denn die Gold-ETF Nachfrage hat zugenommen. Rekordhohe 3400 Tonnen sind inzwischen in ETFs angelegt; der Preis liegt so hoch wie seit 2012 nicht mehr. Wenn steigende

Goldpreise jedoch wirklich Krisenindikatoren sind, bleiben signifikante Gewinne für Gold in den kommenden Monaten eher unwahrscheinlich. Weit wahrscheinlicher ist, dass im Zuge der weltwirtschaftlichen Erholung der Goldpreis unter dem Strich nachgibt oder sogar deutlich fällt.

Die heutige Situation erinnert uns stark an das Jahr 2011. Im Zuge der damaligen Euro-Staatsschuldenkrise stieg der Goldpreis auf 1900 Dollar pro Unze. Gross war der Wunsch nach einer vermeintlich krisensicheren Anlage. Im Zuge der Erholung in der Eurozone glitt Gold bis Ende 2015 auf 1100 Dollar zurück. Seit diesem Jahrzehntief könnte man, unabhängig von der jüngsten Schwächephase, einen langfristigen Aufwärtstrend ausmachen.

Übrigens sind schwere Goldbarren günstiger als Goldmünzen. Privatkunden weichen zwar oftmals auf kleine Barren und Münzen aus, doch die physische Lieferung (fürs Schliessfach) erzeugt erhebliche Kosten. Grosse Preisspannen weisen auf satte Margen zwischen An- und Verkaufspreis hin. Für den «American Eagle» zahlt der führende Goldhändler Degussa beispielsweise 153.50 Euro im Ankauf. Der Verkaufspreis liegt mit 205.90 Euro 34% höher.

Hinzu kommt das Risiko des klassischen Identitätsbetrugs. Für einen Laien ist kaum zu unterscheiden, welcher Goldhändler wirklich seriös ist. Zudem wird immer wieder versucht, gefälschte Barren und Münzen in den Umlauf zu bringen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↗	↗	Industriemetalle wie Aluminium (-15%) und Kupfer (-13%) haben sich im Mai von ihren Tiefstbewertungen spürbar erholt.
Gold, Edelmetalle	→	→	Der Goldpreis liegt bei 1730 Dollar pro Unze und hat sich im Mai (+2.5%) kaum verändert. Die konjunkturelle Erholung sorgt für Gegenwind.
Insurance Linked Securities	↗	↗	Von den versicherungsrisikobezogenen Lösungen erwarten wir in den kommenden Quartalen einen stolzen Beitrag zur Gesamtperformance.
Private Equity	↗	↗	Die Privatmarktanlagen können durch die Belebung der Weltkonjunktur gewiss mit einer Aufwertung im weiteren Jahresverlauf rechnen.

Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)			Jahresperformance (in CHF)			
		31.05.2020	5/2020	2020 YTD	2019	2018	2017
Aktien							
SMI	CHF	9'831.5	+2.1%	-7.4%	+26.0%	-10.2%	+14.1%
SPI	CHF	12'246.1	+2.9%	-4.6%	+30.6%	-8.6%	+19.9%
DAX	EUR	11'586.9	+7.7%	-14.0%	+20.9%	-21.3%	+22.8%
CAC 40	EUR	4'695.4	+3.7%	-22.7%	+21.8%	-14.4%	+19.2%
FTSE MIB	EUR	18'197.6	+3.9%	-23.9%	+23.6%	-19.3%	+24.0%
FTSE 100	GBP	6'076.6	+0.3%	-25.5%	+14.7%	-16.7%	+12.9%
EuroStoxx50	EUR	3'050.2	+5.2%	-19.9%	+20.3%	-17.6%	+16.2%
Dow Jones	USD	25'383.1	+3.8%	-11.5%	+20.3%	-4.7%	+19.7%
S&P 500	USD	3'044.3	+4.0%	-6.2%	+26.7%	-5.4%	+14.3%
Nikkei 225	JPY	21'877.9	+6.9%	-7.2%	+17.8%	-9.3%	+18.1%
Sensex	INR	32'424.1	-4.8%	-26.3%	+10.0%	-2.0%	+30.3%
MSCI World	USD	2'147.9	+4.1%	-9.4%	+23.1%	-9.6%	+15.0%
MSCI EM	USD	930.4	+0.1%	-16.9%	+13.5%	-15.8%	+28.6%
Obligationen (gemischt)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	180.2	-0.2%	+3.3%	+3.7%	-0.4%	-0.3%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	205.0	+1.1%	+0.7%	+8.7%	-4.2%	+3.2%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	271.9	+4.0%	-5.8%	+10.5%	-5.1%	+5.4%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	294.2	+4.4%	-3.9%	+9.0%	-5.2%	+5.5%
Staatsobligationen							
SBI Dom Gov	CHF	199.9	-0.6%	+1.6%	+4.4%	+0.7%	-0.4%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	175.8	-0.3%	+7.7%	+3.3%	-2.4%	-0.2%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	213.9	+0.2%	+0.8%	+6.2%	+0.6%	-0.3%
Unternehmensobligationen							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	182.5	+0.6%	-1.8%	+2.4%	-0.3%	+0.6%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	215.9	+1.5%	+2.1%	+10.7%	-5.7%	+3.8%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	540.3	+4.3%	-5.6%	+10.5%	-5.3%	+4.9%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	174.0	+0.1%	-2.7%	+5.8%	-1.7%	+1.9%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	258.8	+2.8%	-7.1%	+10.9%	-4.2%	+6.4%
Alternative Anlagen							
Gold Spot CHF/kg	CHF	53'492.1	+2.2%	+13.4%	+16.4%	-1.6%	+6.6%
Commodity Index	USD	63.5	+3.8%	-21.8%	+3.7%	-12.2%	-3.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'198.8	-0.5%	-0.4%	+21.7%	-4.4%	+7.6%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'256.4	+1.0%	-3.3%	+6.8%	-5.8%	+1.5%
Währungen							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.9616	-0.4%	-0.5%	-1.6%	+0.8%	-4.4%
Euro / Schweizer Franken	CHF	1.0675	+0.9%	-1.7%	-3.5%	-3.8%	+9.2%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.8916	-1.0%	+0.1%	-0.6%	+3.6%	-0.7%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1871	-2.4%	-7.5%	+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 31.05.2020; Wirtschaftsdaten per 31.05.2020; Wirtschaftsprognosen vom 31.05.2020; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.