



Val Tasna im Unterengadin (Bild: Patricia Föhn)

Konjunkturpakete beschleunigen die wirtschaftliche Erholung

Vielenorts sind enorme Unterstützungspakete geschnürt worden, um die von der Corona-Pandemie geschwächten Volkswirtschaften in Schwung zu bringen. Gut läuft es derzeit einzig in China. Im restlichen asiatischen Raum sind diverse Programme im Gang, aber auch in Europa und ganz speziell in den USA. Klar ist, dass eine vollständige konjunkturelle Erholung erst dann möglich sein wird, wenn die Menschen das Vertrauen haben, sich wieder ohne Gefahr in der Öffentlichkeit bewegen zu können.

Die Dimensionen auf dem Weg dahin sind riesig. Noch nie wurde die Impfstoffentwicklung mit derart hohen öffentlichen Mitteln unterstützt und prozedural gefördert. Hinzu kommen geldpolitische Hilfe-

leistungen und Finanzhilfen für Krisenbranchen. In der Europäischen Union ist das Hilfspaket noch nicht definitiv beschlossen, aber so weitreichend jedenfalls wie noch nie zuvor. Und auf den britischen Inseln kündigte der Premierminister Boris Johnson ein milliardenschweres Konjunkturpaket an. Kurzfristig will die Regierung demnach 5 Milliarden Pfund in den Bau und die Sanierung von Krankenhäusern, Strassen und Schulen stecken. Dazu sollen in den kommenden acht Jahren 12 Milliarden Pfund in die Schaffung von bezahlbarem Wohnraum fließen. Auch dadurch dürfte Europas Wirtschaft nach dem Auslaufen der Corona-Beschränkungen wieder in Gang kommen, stärker als noch vor kurzem erhofft.

Mandate mit Fortsetzung der Erholung im Juni

Der Schweizer Obligationenindex Swiss Bond Index hat im Juni um 0.2% höher geschlossen. Der Schweizer Aktienindex Swiss Market Index hat um 2.2% zugelegt. Die US-Märkte haben in Franken leichte Einbussen erlitten.

Unsere Strategien haben sich deutlich besser entwickelt als die Indizes, trotz zwischenzeitlicher Einbrüche an den Märkten. Damit war der Juni der dritte Monat in Folge mit höheren Depotwerten.

In den risikoärmeren Strategien mit einem geringeren Aktienanteil ist das Juni-Ergebnis auch deswegen so gut ausgefallen, weil sich unsere Unternehmensanleihen deutlich positiv entwickelt haben

(Zugerberg Finanz R1: +2.5%, Zugerberg Finanz Z1: +2.1%).

Bei den Aktien haben sich insbesondere zurückgebliebene, zyklische Werte im Juni gut entwickelt, ebenso der Schwellenländer-Satellit Indien (+7%). Die Anlageklasse Immobilien- und Infrastruktur hat insgesamt stagniert. In den risikofreudigeren Strategien ist der Performancezuwachs im Juni in erster Linie auf die Aktienselektion zurückzuführen. Diese hat wesentlich zur Erholung beigetragen. In der Risikoklasse 3 resultierte letztlich ein Plus von knapp 3% (Zugerberg Finanz R3: +2.8%, Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3: +2.8%).

Vorwiegend einzelstitelbasierte Strategien	Juni 2020	YTD 2020	Seit Lancierung* bis 31.12.2019	
			Kumuliert	Durschn.
Zugerberg Finanz R1	+2.5%	-6.0%	+43.9%	+3.4%
Zugerberg Finanz R2	+2.4%	-7.6%	+83.0%	+5.6%
Zugerberg Finanz R3	+2.8%	-8.7%	+96.7%	+6.3%
Zugerberg Finanz R4	+2.9%	-11.6%	+71.5%	+5.5%
Zugerberg Finanz Z1	+2.1%	-5.0%	+45.9%	+3.5%
Zugerberg Finanz Z2	+2.0%	-8.5%	+73.8%	+5.2%
Zugerberg Finanz Z3	+1.9%	-9.8%	+93.8%	+6.2%

Fondsasierte Strategien	Juni 2020	YTD 2020	Seit Lancierung* bis 31.12.2019	
			Kumuliert	Durschn.
Zugerberg Finanz Fondspicking 30	+1.6%	-6.7%	+21.2%	+1.8%
Zugerberg Finanz Fondspicking 60	+1.4%	-9.0%	+39.5%	+3.1%
Zugerberg Finanz Fondspicking 100	+1.5%	-9.9%	+45.5%	+3.5%
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 20	+1.7%	-6.7%	+9.4%	+0.8%
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 40	+1.4%	-9.6%	+13.1%	+1.1%
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 100	+1.3%	-10.4%	+18.4%	+1.5%

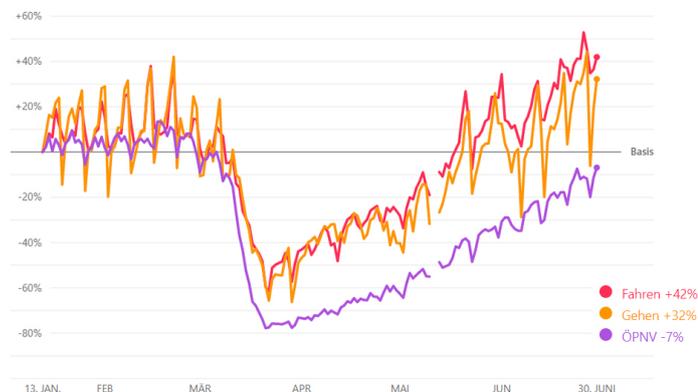
Zugerberg Finanz Freizügigkeit	Juni 2020	YTD 2020	Seit Lancierung* bis 31.12.2019	
			Kumuliert	Durschn.
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+1.7%	-5.5%	+15.4%	+2.1%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+1.8%	-6.1%	+48.9%	+3.7%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+2.5%	-8.4%	+77.0%	+5.3%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+2.8%	-9.4%	+93.9%	+6.2%

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge	Juni 2020	YTD 2020	Seit Lancierung* bis 31.12.2019	
			Kumuliert	Durschn.
Zugerberg Finanz 3a20	+1.6%	-6.2%	+25.2%	+2.1%
Zugerberg Finanz 3a40	+1.4%	-7.9%	+32.0%	+2.6%
Zugerberg Finanz 3a60	+1.4%	-9.1%	+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

Verstärkte Erholung der Weltwirtschaft im zweiten Halbjahr erwartet



Apple Mobilitätstrends - Änderung in den Anfragen zur Routenführung seit 13.01.2020 (Grafik: apple.com/covid19/mobility)

Die Wirtschaftserholung nimmt Formen an und wird im zweiten Halbjahr 2020 an Zugkraft gewinnen. Fiskalische und geldpolitische Anreize fördern den Aufschwung. Die industriellen Kapazitäten in Deutschland und Frankreich sind bereits wieder zu 85% ausgelastet. Der oftmals unterschätzte Produktivitätsfortschritt setzt sich mit der Digitalisierung fort, selbst in traditionell eher trägen Branchen (Bauindustrie).

Die jüngsten Konjunkturprognosen reichen weit ins Jahr 2021 hinein. Schliesslich beginnt das neue Jahr bereits in wenigen Monaten, und die entsprechenden Produktionspläne zwingen schon heute zur Sicherung der Rohmaterialien und Lieferketten.

Die Anzeichen mehren sich, dass Konjunkturpakete der verschiedenen Gebietsverantwortlichen und Anleihekäufe durch die jeweiligen Zentralbanken und Staaten stabilisierend respektive investitionsfördernd wirken. Die Bilanz der Fed ist auf erstaunliche 7.1 Billionen Dollar gestiegen, ein Anstieg um 3.3 Billionen Dollar (+88%) seit dem letzten August. Das hat sich als positiv für die Vermögensmärkte und als vertrauensbildend für die US-Konsumenten erwiesen. Hinzu kommen Pläne, die Infrastruktur massiv auszubauen und die Steuern für Privatpersonen zu senken. In Deutschland beispielsweise wurde die Konsumbesteuerung bis Ende 2020 kurzerhand massiv reduziert.

Mit der vergangenheitsbezogenen Berichtssaison zum zweiten Quartal werden vereinzelt schreckliche Ergebnisse sichtbar, doch

ermutigend bleibt, dass der wirtschaftliche Tiefpunkt deutlich hinter uns gelassen werden konnte. Die Kapitalmärkte haben nun mal die eiserne Disziplin, vorwärts zu blicken. Deshalb wird sich das Interesse der Investoren auf die jüngsten Entwicklungen (Auftragseingänge, Buchungen usw.) sowie auf die absehbare Zukunft fokussieren.

Die Industrieländerorganisation OECD beziffert den weltwirtschaftlichen Jahresrückgang 2020 auf -6.0% (bei einer Pandemiewelle) bis -7.6% (bei einer zweiten Welle). Die Erholung dürfte im 2021 deutlich ausfallen. Da rechnet die OECD mit einem Wachstum von +5.6%. Das soll ungefähr gleichermassen auf die europäische und die amerikanische Wirtschaftsleistung zutreffen.

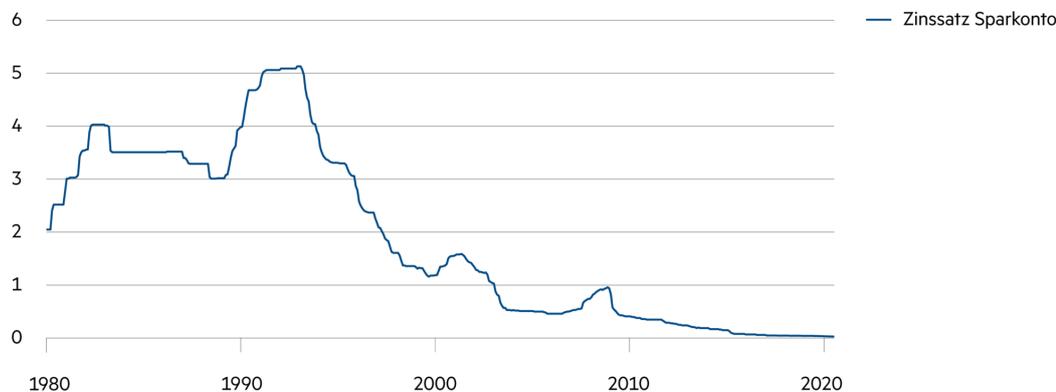
Anhand der Mobilitätsreports von Apple und Google lässt sich das Ausmass der Reaktionen auf die entsprechenden Lockerungsmassnahmen zeitnah verfolgen. Die Unterbrüche in den Lieferketten werden behoben, die Rückkehr an den gewohnten Arbeitsplatz erfolgt allmählich. Die Kurzarbeit nimmt in Europa ab, ebenso die Zahl der wöchentlichen Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe in den USA.

In vielen Unternehmen ist ein Digitalisierungsschub zu beobachten. Dennoch kehren die Konsumenten gerne in ihre vertrauten Detailhandelsgeschäfte zurück. Die Wiedereröffnung lockt nicht gleich wieder dieselbe Zahl von Konsumenten zurück, dafür geben diese je nach Branche zwischen 10% und 40% mehr pro Besuch aus.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	→↗	↗	Die Rezession war kurz und heftig. Einzelne Branchen liegen noch immer deutlich zurück, in anderen macht sich erneut der Fachkräftemangel bemerkbar.
Eurozone, Europa	→↗	↗	Die europäische Wirtschaft ist weiter auf dem Erholungskurs. «Don't fight the Fed» lässt sich auch auf die EZB übertragen.
USA	→↗	↗	Die geldpolitische und fiskalische Bazooka, die auf die kränkelnde US-Wirtschaft abzielt, ist historisch beispiellos und wirksam.
Rest der Welt	→↗	↗	Einkaufsmanagerindizes etablieren sich in China wieder über 50. Das chinesische BIP könnte 2020 in einem Gesamtplus münden.

Liquidität, Währung

Den Anlagehorizont hinterfragen



Entwicklung der Sparzinsen von 1980 bis Mai 2020 (Quelle: Schweizerische Nationalbank, Grafik: ZFAG)

Die Coronakrise hat gezeigt, wie turbulent es an den diversen Kapitalmärkten zugehen kann. Der schnellste Kursrutsch aller Zeiten wurde durch einen steilen Anstieg inzwischen massgeblich abgefedert. Aus Sicht des Sparers bleibt die zentrale Frage, ob der «Notgroschen» auf dem zinslosen Konto liegen bleiben oder langfristig ertragsorientiert angelegt werden soll.

Die Schweiz ist ein Volk von Sparern. Derzeit liegen – ohne Vorsorgegelder – 754 Milliarden Franken auf Bankkonti (Ende April 2020). Vor zehn Jahren waren es 450 Milliarden Franken. Zählt man alle Sparformen und Einlagen zusammen, halten die Schweizer Haushalte mehr als 900 Milliarden Franken Cash (Bargeld und Einlagen). Der Anteil der Wertschriften beträgt dagegen «nur» 670 Milliarden Franken (ca. 300 Mrd. Franken Aktien, 280 Mrd. Franken kollektive Kapitalanlagen und rund 80 Mrd. Franken Anleihen).

Darüber berichtet die Schweizerische Nationalbank regelmässig in ihren bankstatistischen Rapporten. Diese Summe von Bargeld und Einlagen ist im vergangenen Jahrzehnt um knapp 300 Milliarden Franken angestiegen. Dabei erscheint uns die Aussicht auf eine signifikante Verzinsung dieser enormen Sparsumme hoffnungslos.

Deshalb muss man sich fragen, ob es nicht sinnvoll wäre, das Ersparne am Kapitalmarkt anzulegen. Je nach Risikoneigung eignen sich

unterschiedliche Kombinationen von Anleihen und Aktien. Ist die Risikoneigung tief, liesse sich das vertretbare Maximum an Aktien auf 20% festlegen. Der restliche Teil soll schliesslich mit relativ risikoarmen Anleihen ergänzt werden. Wo die Risikoneigung höher ist, lässt sich die entsprechende maximale Aktienquote höher festlegen. Sachgemäss würde die entsprechende Quote mit etwas risikoreicheren, renditestärkeren Anleihen kombiniert.

Ein häufiger Irrtum, den wir antreffen, betrifft den Anlagehorizont. Manche glauben bereits mit 80 Jahren, dass sie keine Kapitalmarktanlagen mehr machen könnten, weil ihr Anlagehorizont nicht mehr lang genug sei. Ein Blick auf die Lebenserwartung des Bundesamts für Statistik belehrt uns dagegen, dass eine 80-jährige Frau in der Schweiz über eine durchschnittliche Lebenserwartung von 10.5 Jahren verfügt. Bei den 80-jährigen Männern liegt sie bei 9 Jahren.

Natürlich kann man den Prozess des Wertpapiersparens schon in der Berufslehre beginnen und damit wohl maximal vom Zinseszinsseffekt profitieren. Die Komplexität der Kapitalanlage wird überschätzt. Gerade mit unserer neuen Lösung «Revo» breiten wir die Grundlage aus, um in einer äusserst transparenten Art und Weise Erfahrungen zu sammeln. Wir halten es für zentral, frühzeitig erste Schritte für den langfristigen Vermögensaufbau einzuleiten.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Die hoffnungsvollen Aussichten auf signifikante Zinssätze auf Sparkonti sind wohl auf viele Jahre hinaus verschwunden.
Euro / Schweizer Franken	↗	↗	Mit 1.07 blieb der Euro relativ stabil. Mit der Erholung in der Eurozone könnte er in der zweiten Jahreshälfte erstarken.
US-Dollar / Schweizer Franken	→	↘	Der Dollar handelt inzwischen über 4% tiefer als bei Ausbruch der Coronakrise im März. Der Abwärtsdruck hält mit der weltwirtschaftlichen Erholung an.
Euro / US-Dollar	↗	↗	Das wichtigste Währungspaar hält sich vorderhand stabil. Der Euro blieb mit 1.12 gegenüber dem Dollar im ersten Halbjahr 2020 unverändert.

Anleihen

Auf eine ruhigere Phase zusteuernd



Entwicklung des Swiss Bond Index (AAA-BBB Total Return) – 01.06.2019 bis 30.06.2020 (Quelle und Grafik: ZFAG)

Die Staats- und Unternehmensanleihen haben sich in den vergangenen 12 Monaten durch eine beträchtliche Volatilität bemerkbar gemacht. Auf beiden Teilmärkten treten inzwischen die Zentralbanken als Käufer auf und sorgen dafür, dass die Anleihensmärkte auf ruhigere Gewässer zusteuern. Auf absehbare Zeit dürfte sich der Trend zu rückläufigen Risikoprämien fortsetzen.

Mit der Coronarezession wurde ein neuer Kreditzyklus eingeläutet. Viele Unternehmen haben sich jüngst mit enormen liquiden Mitteln eingedeckt, um sich für ruppige konjunkturelle Zeiten zu wappnen. Das beruhigt und sorgt auch dank dem erhöhten Risikoappetit der Anleger allmählich wieder für sinkende Risikoprämien. Noch liegen diese z.B. beim «Credit Opportunities Fund» bei sehr attraktiven 650 Basispunkten (oder 6.5% p.a.).

Rückenwind erfahren europäische Unternehmensanleihen durch die EZB. Das 750 Milliarden Euro schwere «Pandemic Emergency Purchase Programme» (PEPP) erweitert das bisherige Vorgehen auf dem Kapitalmarkt. Dazu gesellen sich eine PEPP-Ergänzung im Umfang von 600 Milliarden Euro sowie der nicht unumstrittene «EU Recovery Fund» im Umfang von 750 Milliarden Euro. Diese wirtschaftlichen Stützmassnahmen werden national, regional und lokal ergänzt und mit fiskalischen Massnahmen in ihrer Wirkung verstärkt.

Wir sind von der Wirksamkeit der verschiedenen Massnahmen

hinsichtlich der erhofften wirtschaftlichen Stabilisierung überzeugt. Davon profitieren Unternehmensanleihen überproportional, genauso wie sie anfangs der Rezession überdurchschnittliche Einbussen erlitten haben. Dennoch bleiben wir vorsichtig gegenüber einzelnen Marktsegmenten, beispielsweise den verbrieften, gehebelten Bankdarlehen (sogenannte «Collateralized Loan Obligations» respektive CLO).

Bei den CLO handelt es sich um Darlehen an Schuldner mit einem moderaten Ratingausweis, welche vornehmlich die angelsächsischen Geschäftsbanken aus ihren Banken in handelbare Vehikel transferieren. Diese CLOs haben im März 2020 eine aussergewöhnlich hohe Einbusse erlitten. Sie erholten sich wieder, bleiben jedoch eine Schwachstelle im Kreditmarkt. Bei etlichen Schuldnern liegt das Rating nur noch bei einem «CCC» oder es fehlt vollends. Deshalb berühren wir derartige Produkte nicht.

Erhöhte Vorsicht gibt es bei uns auch gegenüber «Gefallenen Engeln». So werden jene Unternehmen genannt, die im Zuge einer Krise ihr High Grade-Rating verlieren. In den letzten Monaten wurden bereits rund 150 amerikanische und 30 europäische Unternehmen abgestuft. Darunter befinden sich bekannte Namen wie Ford, Delta Airlines, Occidental Petroleum sowie Peugeot, Renault und Zeppelin Friedrichshafen. In diesem Segment werden überdurchschnittlich hohe Risikoprämien bezahlt, wenn man diese mit der effektiven historischen Ausfallrate vergleicht.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	↘	↘	Die Fed begann im Juni, nebst Staatsanleihen auch Unternehmensanleihen zu kaufen, selbst im High Grade Segment.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Besondere Vorsicht gilt es gegenüber hoch verschuldeten US-Unternehmen beizubehalten: Hertz, American Airlines, Occidental Petroleum usw.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Hybride Anleihen mit einem guten Rating sind nicht selten attraktiver hinsichtlich des Risiko Rendite Verhältnisses als Hochzinsanleihen.

Immobilien, Infrastruktur

Die Qualität in den Vordergrund rücken



Trendquartier Zürich-West (Bild: Maurice Pedergnana)

Tiefe Zinsen haben bislang den Immobilienmarkt gestützt, und dabei dürfte es noch eine Weile bleiben. Denn Fed-Chairman Jerome Powell meinte jüngst, dass «wir nicht einmal darüber nachdenken, über eine Zinserhöhung nachzudenken». Das war ein starkes Signal für anhaltend tiefe Zinsen. Entsprechend sind die Signale für moderat bepreistes Wohneigentum positiv.

Auf dem Markt des Wohneigentums zeichnet sich eine Veränderung ab. In manchen Unternehmen dürfte die Pflicht zur ständigen Anwesenheit abnehmen und der Anteil an Aktivitäten, der gleichermaßen effektiv im Homeoffice erbracht wird, zunehmen. Doch längst nicht alle Betroffenen sind in ihrer gegenwärtigen Wohnform auf diesen Trend vorbereitet.

Es erfordert keine prophetischen Fähigkeiten um zu erkennen, dass die Wohnqualität in den kommenden Jahren noch stärker in den Fokus rücken dürfte. Das sorgt für erfreuliche Perspektiven für diejenigen, die mit einem entsprechenden Angebot auf den Markt gelangen. Gleichzeitig ist es ein bedrohliches Szenario für Liegenschaftsbesitzer mit einem veralteten Bestand und Mieten am oberen Ende der subjektiven Schmerzgrenze.

Der Eigenheimmarkt wie auch der Mietermarkt werden sich in den kommenden Quartalen nachfragebedingt beleben. Viele Wohnungen sind nicht wirklich gut auf eine erhöhte Homeoffice-Zeit vorbereitet. Nebst den technologischen Möglichkeiten ist auch erforder-

lich, Erwerbsarbeit und Privatleben klar zu trennen.

Auch bei den Geschäftsimmobiliën zeichnen sich Veränderungen ab. In der Krise wurde das Online-Einkaufen «entdeckt». Dies wird den Strukturwandel hin zum e-Commerce zweifellos beschleunigen und die Nachfrage nach Detailhandels-Verkaufsflächen reduzieren. Insbesondere dem stationären Textilhandel dürfte eine schwierige Zeit bevorstehen.

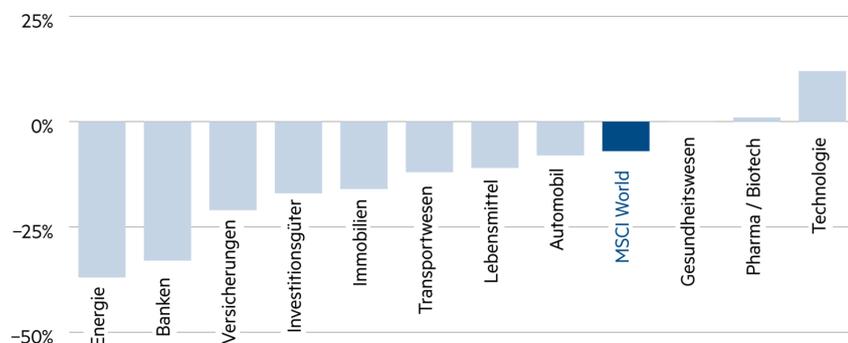
Während es für Topobjekte und an Toplagen wie bevorzugte Innenstadtlagen, Ballungszentren und wichtige Tourismusregionen einfacher sein wird, dürften die übrigen Detailhandelsflächen Wertebussen erleiden. An diversen Nebenlagen, bei Obergeschossen sowie an schwachen Standorten wird es zu einer Umnutzung kommen müssen. Da gilt es, mit innovativen Eigentümern Flächen zu optimieren, zusätzliche Nutzungen beispielsweise aus Gesundheit und Mikrologistik aufzunehmen, um die Service- und Aufenthaltsqualität zu erhöhen. Retailliegenschaften bleiben anspruchsvoll.

Zum Thema Infrastruktur noch eine Randnotiz: In Genua, wo im August 2018 der Polceveraviadukt eingestürzt ist, soll in wenigen Tagen der Neubau eingeweiht werden. Selten je wurde eine vergleichbar grosse Brücke derart rasch geplant und gebaut. Das Projekt zeuge «von all der Anstrengung und Leidenschaft dieser Monate. Es zeige zudem, dass in Italien grosse Werke geleistet und schnell erbracht werden können.»

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	→	→↗	Die Wohnqualität durch bauliche Verdichtung an zentraler Lage zu fördern, erfordert sorgfältige Planung und generiert solide langfristige Renditen.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	↘	→	Wir sehen derzeit eine gewisse Gefahr der Entkoppelung von der Liegenschaftsbewertung von ihrer realen Nachfrage. Das Leerstandsrisiko steigt.
Immobilienfonds CH	→	→	Der SXI Real Estate Fund hat im ersten Halbjahr fast 2% eingebüsst, die Kurse von Swiss Prime Site 22% und von PSP 20%.
Infrastruktur	↗	↗	Unsere «Perle» Vonovia, Europas grösster Wohnungskonzern, hat eine Beteiligung an einer Wohnimmobilienfirma in den Niederlanden erworben.

Aktien

Europäische Aktienmärkte finden allmählich wieder Zuspruch



Weltaktienindex: Kursentwicklung von ausgewählten Branchen im ersten Halbjahr 2020 in CHF (Quelle: iShares MSCI World ETF nach GICS Branchen / ZFAG; inkl. Dividenden; Grafik: ZFAG)

In der Coronakrise haben europäische Aktien überdurchschnittliche Einbussen erlitten. Inzwischen hat sich die Stimmung verändert. Im Juni haben die US-Aktienmärkte leicht verloren und die europäischen Aktienmärkte dagegen zugelegt. Dieser Trend hat sich durch die Abschwächung des Dollars zusätzlich akzentuiert. Am wichtigsten für die Halbjahresperformance war jedoch der Branchenmix.

Gegenwärtig liegt der Weltaktienindex MSCI World in Franken rund 9% tiefer als zu Jahresbeginn. Der SMI (-6%) ist dank seinem Branchenfokus einer der besten Länderindizes. Die US-Aktien, die 68% zum Weltindex beisteuern, trugen stärker zur negativen Halbjahresrendite bei. Der Dow Jones liegt bei -12%, und der breitere S&P500 Index bei -6%. Letzterer besteht zu mehr als 50% aus Technologieaktien; durch das förmlich explodierte Investoreninteresse sind diese im ersten Halbjahr 2020 gestiegen. Die Nasdaq legte wie der weltweite MSCI World IT/Tech-Index um +11% zu – als hätte es keine Krise gegeben.

Die Länderdiversifikation hat im ersten Halbjahr 2020 nicht viel hergegeben. Vielmehr war der Branchenmix für die Performance ausschlaggebend. Energieaktien (-37% im Durchschnitt), freizeit- und reisebezogene Aktien (-26%) sowie Banken (-33%) und Versicherungen (-21%) zählten zu den Verlierern. Zu den relativen Gewinnern zählten auch hoffnungsvolle Pharmafirmen.

Zweifellos ist in den gegenwärtigen Bewertungen von Technologie-

werten viel Positives vorweggenommen worden. Dagegen hängen an diversen eigenkapitalstarken Versicherungen die grossen Dividendenfrüchte ambitionslos tief und dürften inskünftig manch hungrige Investoren mehr als sättigen.

Die Liste der deutlichen Kursverlierer ist in der Coronarezession erheblich länger als die der Gewinner. Entscheidend war zudem das bevorzugte Segment. Die grossen Unternehmen (MSCI Large Caps) verloren «nur» 7%. Schlechter erging es dagegen der Vielzahl von kleineren Unternehmen, die im MSCI Small Caps Index gebündelt sind (-15%).

In unseren einzeltitelbasierten Portfolios zählen der Pharmazulieferer Lonza (+42%) sowie HBM Healthcare Investments (+11%), Roche (+8%) sowie SAP (+5%), Nestlé und Infineon Technologies (je+3%) zu den Gewinnern des ersten Halbjahres. Auf der Seite der grössten Verlierer stehen Dufry (verkauft) sowie solide Firmen wie Zurich Insurance (-11%), Swiss Life (-25%) und Axa (-26%).

Bei den fondsasierten Lösungen sind wir mit den beiden auf Schweizer Aktien ausgerichteten Fonds (-1% respektive -5%) zufrieden. Der global auf hohe Dividenden ausgerichtete Fonds übertraf mit -5% den Weltaktienindex deutlich. Als Satellit eingesetzt haben wir in den risikofreudigeren Lösungen einen Fonds, der auf Indiens Midcaps ausgerichtet ist. Dessen Performance war mit je etwa -16% im Rahmen der Schwellenländer-Fonds, die durch die Coronakrise besonders beeinträchtigt waren.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Im Juni legte der SMI um 2% zu. Für den Zuwachs waren vor allem die Zurückgebliebenen verantwortlich; die Schwergewichte wirkten als Bremse.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Der Euro Stoxx 50 stieg im Juni um 6%. Das Vertrauen in die Erholungsfähigkeit der europäischen Grossunternehmen hat wieder zugenommen.
Aktien USA	↗	↗	US-Aktienmärkte waren vor allem von den Technologietiteln getrieben. Der Dow Jones gewann im Juni wie der breite S&P 500 knapp 0.5% (in CHF).
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Mit einem Kurszuwachs von 6% im Juni haben sich unsere Schwellenländer-Engagements weiter erholt.

Alternative Anlagen

Gold in inflationären Zeiten interessant



Entwicklung der Inflationserwartungen in der Eurozone – 01.01.2010 bis 30.06.2020 (Quelle: Bloomberg, Grafik: ZFAG)

Gold darf man keinesfalls aus dogmatischen Gründen aus einem Portfolio ausschliessen. Wir haben die Möglichkeit, in Gold als Anlageklasse zu investieren, aber dies muss mit Bedacht geschehen. Derzeit halten wir es nicht für dringend, doch zu Beginn einer Phase von stark steigenden Inflationserwartungen dürfte sich Gold als wesentliches Stabilisierungselement durchsetzen.

Solange die Zuversicht in die wirtschaftliche Erholung anhält, drängt sich eine wesentliche Goldposition im Portfolio nicht auf. Es gibt jedoch gute Gründe, dies nicht per se auszuschliessen, denn die Herausforderungen einer weitsichtigen Anlagepolitik haben in jüngster Zeit eher noch zugenommen.

Seit April ist der Goldpreis in eine Seitwärtsbewegung eingekehrt. Eine Unze Gold kostet Mitte Jahr 1689 Franken: rund 15% höher als zu Jahresbeginn. Der Preis mag sich im Zuge der weltwirtschaftlichen Entwicklung in den kommenden Quartalen rückläufig entwickeln.

Aber Weitsicht bedeutet, dass man sich auch auf Zeiten mit steigenden Inflationserwartungen gefasst macht. Dann spätestens wird das Halten von langfristigen Anleihen ziemlich teuer. In den letzten 40 Jahren blieb der säkulare Inflationstrend stets rückläufig. Das hat in jeder Krise dafür gesorgt, dass sich der Kurs von langfristigen Staatsanleihen in einem Portfolio gegenläufig zu fallenden Aktienkursen entwickeln konnte und das Portfolio zumindest teilweise zu

stabilisieren vermochte.

In der jüngsten Krise war dies nicht mehr der Fall. Nur in den USA sind die Staatsanleihen noch gestiegen. In allen anderen Ländern sind sie im März massiv gefallen. Das hängt damit zusammen, dass es in den USA noch Zinssenkungspotenzial gab. Beachten Sie die Vergangenheitsform. Mit Leitzinssenkungen ist es vorbei. Die Fed wird mit anderen Mitteln die Wirtschaft zu stabilisieren versuchen. Bei Nullzinsen ist sie angelangt und Negativzinsen hat sie bislang strikt ausgeschlossen. Nachdem die Fed vor wenigen Wochen dazu übergegangen ist, auch High Yield Anleihen aufzukaufen, ist absehbar, dass in einer nächsten Krise – wie jetzt schon in Japan – Aktienaufkäufe zum vertrauensbildenden Zentralbank-Instrumentarium zählen könnten.

Die Suche nach stabilisierenden Bausteinen in einem krisenresilienten Portfolio wird immer anspruchsvoller. Rückfallende Goldpreise könnten genutzt werden, um sich gegen Inflationsrisiken zu schützen. Ob die Absicherung auch gegenüber politischen und gesamtwirtschaftlichen Risiken nützt, lässt sich analytisch kaum erhärten. Dazu fehlen historische Daten mit vergleichbar tiefen Opportunitätskosten. Wenn die US-Zinsen so tief liegen wie heute, entgehen dem Investor keine Zinsen. Entsprechend geht er subjektiv ein geringes Risiko ein, wenn er liquide Mittel gegen Goldbarren tauscht. Inzwischen werden ca. 3200 Tonnen Gold in ETFs gehalten, befeuert von der Nachfrage von Finanzinvestoren.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↗	↗	Im Juni haben sich die Rohölpreise der Sorte Brent (+5% in Dollar) und WTI (+7%) dank steigender Nachfrage weiter erholt.
Gold, Edelmetalle	→	→	Der Silberpreis liegt mit 18.20 Dollar pro Unze 2% über dem Niveau des Jahresbeginns und deutlich über dem März-Tiefpunkt von 12 Dollar.
Insurance Linked Securities	↗	↗	Unter den diversen versicherungsrisikobezogenen Lösungen finden wir risikoadjustiert attraktive Kombinationen zwischen ILS und Insurance Debt.
Private Equity	↗	↗	Im zweiten Halbjahr können die Privatmarktanlagen von der Belebung der Konjunktur profitieren. Die Transaktionsvolumen haben wieder zugenommen.

Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)	Jahresperformance (in CHF)					
		30.06.2020	6/2020	2020 YTD	2019	2018	2017
Aktien							
SMI	CHF	10'045.3	+2.2%	-5.4%	+26.0%	-10.2%	+14.1%
SPI	CHF	12'436.0	+1.6%	-3.1%	+30.6%	-8.6%	+19.9%
DAX	EUR	12'310.9	+6.0%	-8.8%	+20.9%	-21.3%	+22.8%
CAC 40	EUR	4'936.0	+4.9%	-19.0%	+21.8%	-14.4%	+19.2%
FTSE MIB	EUR	19'375.5	+6.2%	-19.1%	+23.6%	-19.3%	+24.0%
FTSE 100	GBP	6'169.7	+0.5%	-25.2%	+14.7%	-16.7%	+12.9%
EuroStoxx50	EUR	3'234.1	+5.8%	-15.3%	+20.3%	-17.6%	+16.2%
Dow Jones	USD	25'812.9	+0.1%	-11.4%	+20.3%	-4.7%	+19.7%
S&P 500	USD	3'100.3	+0.3%	-6.0%	+26.7%	-5.4%	+14.3%
Nikkei 225	JPY	22'288.1	+0.3%	-6.9%	+17.8%	-9.3%	+18.1%
Sensex	INR	34'915.8	+6.1%	-21.8%	+10.0%	-2.0%	+30.3%
MSCI World	USD	2'201.8	+0.9%	-8.5%	+23.1%	-9.6%	+15.0%
MSCI EM	USD	995.1	+5.3%	-12.5%	+13.5%	-15.8%	+28.6%
Obligationen (gemischt)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	180.3	+0.0%	+3.3%	+3.7%	-0.4%	-0.3%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	208.5	+1.7%	+2.4%	+8.7%	-4.2%	+3.2%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	275.7	+1.4%	-4.5%	+10.5%	-5.1%	+5.4%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	300.9	+2.3%	-1.7%	+9.0%	-5.2%	+5.5%
Staatsobligationen							
SBI Dom Gov	CHF	199.2	-0.3%	+1.3%	+4.4%	+0.7%	-0.4%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	175.9	+0.0%	+7.7%	+3.3%	-2.4%	-0.2%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	216.0	+1.0%	+1.8%	+6.2%	+0.6%	-0.3%
Unternehmensobligationen							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	183.7	+0.7%	-1.2%	+2.4%	-0.3%	+0.6%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	219.9	+1.9%	+3.9%	+10.7%	-5.7%	+3.8%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	545.1	+0.9%	-4.8%	+10.5%	-5.3%	+4.9%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	176.3	+1.3%	-1.4%	+5.8%	-1.7%	+1.9%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	263.8	+1.9%	-5.3%	+10.9%	-4.2%	+6.4%
Alternative Anlagen							
Gold Spot CHF/kg	CHF	54'240.5	+0.9%	+15.0%	+16.4%	-1.6%	+6.6%
Commodity Index	USD	65.0	+0.7%	-21.3%	+3.7%	-12.2%	-3.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'224.2	+1.2%	+0.7%	+21.7%	-4.4%	+7.6%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'276.8	+0.6%	-2.7%	+6.8%	-5.8%	+1.5%
Währungen							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.9473	-1.5%	-2.0%	-1.6%	+0.8%	-4.4%
Euro / Schweizer Franken	CHF	1.0642	-0.3%	-2.0%	-3.5%	-3.8%	+9.2%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.8777	-1.6%	-1.5%	-0.6%	+3.6%	-0.7%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1747	-1.0%	-8.4%	+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 angegebene Wertentwicklung ist netto, nach Abzug aller laufenden Kosten, ohne Berücksichtigung von Abschlusskosten. Alle Angaben hinsichtlich der Wertentwicklung sind indikativer Natur, beziehen sich auf die Vergangenheit und erlauben keine garantierten Prognosen für die Zukunft. Impressum: Zugerberg Finanz AG, Lussliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch; Fotos: Andreas Busslinger, Patricia Föhn, Adobe Stock. Schlusskurse per 30.06.2020; Wirtschaftsdaten per 30.06.2020; Wirtschaftsprognosen vom 30.06.2020; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.