



Klöntal, Glarus (Bild: Patricia Föhn)

Aufstieg aus dem Krisental

Nach dem beispiellosen, synchronen Fall auf allen Kapitalmärkten setzte in der zweiten März-Hälfte der Aufstieg an. Aktienmärkte vermochten frühzeitig den Weg aus dem wirtschaftlichen Krisental zu sehen. Konjunkturell hat Corona die Weltwirtschaft in eine schwere Rezession gestürzt, die ihren Tiefpunkt im Mai erfahren hat. Seither ist der Tiefpunkt überwunden, doch der realwirtschaftliche Aufstieg erweist sich wie erwartet als Herausforderung. Die Krise ist vielerorts nicht ausgestanden. Noch immer schwebt das Damoklesschwert einer zweiten Infektionswelle über der konjunkturellen Entwicklung.

In der gegenwärtigen Phase sind vermehrt Menschengruppen betroffen, die sich um die Hygiene- und Abstandsregeln weniger kümmern und wiederholt für neue Hotspots sorgen. Ihnen ist wohl

erschreckend unklar, dass es an uns allen liegt, durch einen verantwortungsvollen Umgang mit der Pandemie zu verhindern, dass uns eine zweite Welle mit voller Wucht erfasst. Sie setzen mit ihrem Verhalten auch eine bislang recht erfolgreiche Strategie aufs Spiel. Teilweise sind dies jüngere Leute, teilweise solche, welche eher Verschwörungstheorien verfolgen denn medizinische Fakten.

Mitten im «Quartal des Schreckens» haben Regierungen und Zentralbanken in vielen Ländern kaum vorstellbare Ressourcen mobilisiert, um den wirtschaftlichen Absturz aufzufangen und möglichst rasch eine Erholung in Gang zu setzen. Die Erholung dauert aber in vielen Branchen wesentlich länger als zunächst erwartet. Aller Voraussicht nach werden wir erst im Sommer 2021 zur «Normalität» zurückkehren – bei Vorliegen von diversen Impfstoffen.

Mandate mit erneuter Erholung im Juli

Im Juli hat der Schweizer Aktienindex SMI 0.4% eingebüsst und liegt nun bei -5.8% seit Jahresbeginn. Dafür stieg der Schweizer Obligationenindex Swiss Bond Index um 0.9% und machte damit die im März erlittenen Verluste praktisch wett. Die Verfallsrendite ist allerdings ein wenig negativer als zu Jahresbeginn.

Unsere Strategien haben sich erneut besser entwickelt als die beiden erwähnten Indizes. Damit war der Juli der vierte Monat in Folge mit höheren Depotwerten.

In praktisch allen Strategien lag die Monatsperformance bei rund +1%. In den risikoärmeren Strategien mit einem geringeren Aktienanteil ist das Juli-Ergebnis auch deswegen so gut ausgefallen, weil sich die Anleihen spürbar positiv entwickelt haben (R1 +0.9%, Z1 +1%).

Bei den Aktien hat sich im Juli der Schwellenländer-Satellit Indien (+8%) gut entwickelt. Herausgeragt haben zudem der Pharmazulieferer Lonza (+14%), der Bauchemiekonzern Sika (+10%), HBM Healthcare (+9%) und Europas grösster IT-Konzern SAP (+8%). Allerdings gab es auch Gegenbewegungen wie Roche (-4%) und Novartis (-8%); da haben die Märkte wohl unterschätzt, wie stark die Schliessung von Spitälern den Geschäftsgang in der Pharma- und Diagnostikdivision bremsen.

Trotz einem schwachen Aktienmarktumfeld konnten wir auch in den risikoreicheren Strategien ein positives Monatsergebnis ausweisen. In der Risikoklasse 3 resultierte letztlich ein klares Plus (R3 +1.3%, Z3 +1%).

Vorwiegend einzelstitelbasierte Strategien	Juli 2020	YTD 2020	Seit Lancierung* bis 31.12.2019	
			Kumuliert	Durschn.
Zugerberg Finanz R1	+0.9%	-5.1%	+43.9%	+3.4%
Zugerberg Finanz R2	+1.2%	-6.5%	+83.0%	+5.6%
Zugerberg Finanz R3	+1.3%	-7.5%	+96.7%	+6.3%
Zugerberg Finanz R4	+1.0%	-10.7%	+71.5%	+5.5%
Zugerberg Finanz Z1	+1.0%	-4.1%	+45.9%	+3.5%
Zugerberg Finanz Z2	+0.8%	-7.8%	+73.8%	+5.2%
Zugerberg Finanz Z3	+1.0%	-9.0%	+93.8%	+6.2%

Fondsbasierte Strategien	Juli 2020	YTD 2020	Seit Lancierung* bis 31.12.2019	
			Kumuliert	Durschn.
Zugerberg Finanz Fondspicking 30	+1.0%	-5.7%	+21.2%	+1.8%
Zugerberg Finanz Fondspicking 60	+1.0%	-8.0%	+39.5%	+3.1%
Zugerberg Finanz Fondspicking 100	+1.2%	-8.8%	+45.5%	+3.5%
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 20	+1.0%	-5.8%	+9.4%	+0.8%
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 40	+0.9%	-7.2%	+13.1%	+1.1%
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 100	+0.9%	-9.5%	+18.4%	+1.5%

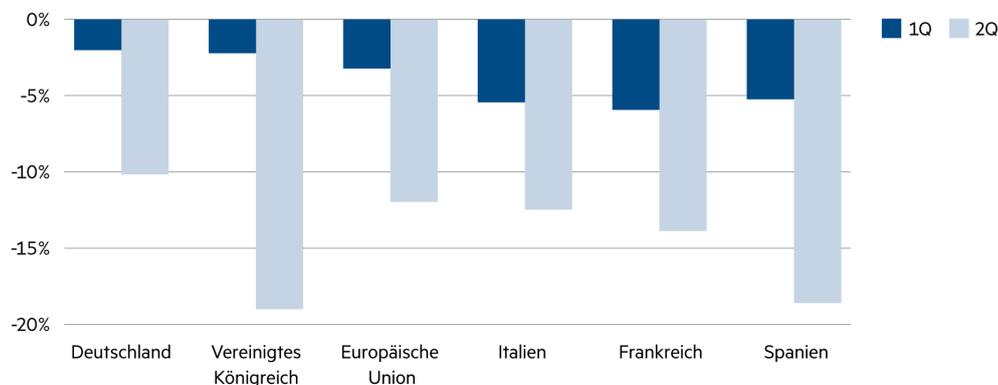
Zugerberg Finanz Freizügigkeit	Juli 2020	YTD 2020	Seit Lancierung* bis 31.12.2019	
			Kumuliert	Durschn.
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+1.1%	-4.5%	+15.4%	+2.1%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+1.1%	-5.1%	+48.9%	+3.7%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+0.8%	-7.7%	+77.0%	+5.3%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+0.9%	-8.6%	+93.9%	+6.2%

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge	Juli 2020	YTD 2020	Seit Lancierung* bis 31.12.2019	
			Kumuliert	Durschn.
Zugerberg Finanz 3a20	+0.9%	-5.4%	+25.2%	+2.1%
Zugerberg Finanz 3a40	+1.1%	-6.9%	+32.0%	+2.6%
Zugerberg Finanz 3a60	+1.1%	-8.1%	+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

Nach beispiellosem Wirtschaftseinbruch erfolgt im dritten Quartal der Aufschwung



Wirtschaftsentwicklung in ausgewählten europäischen Ländern in den ersten zwei Quartalen 2020 (BIP in %) (Quelle: Eurostat; nationale Statistikbüros, Juli 2020; Grafik: ZFAG)

Die Coronakrise richtete in der europäischen Wirtschaft einen schweren Schaden an. In der Europäischen Union sank das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal um 11.9%. In allen Ländern gibt es jedoch Anzeichen für eine konjunkturelle Erholung. Die Kraft und die Nachhaltigkeit lassen sich allerdings noch nicht zuverlässig einschätzen, dürften jedoch an Schwung einbüßen.

Manche Ökonomen gehen davon aus, dass die Volkswirtschaften im Sommer 2021 zur «Normalität» zurückfinden werden. Einige Länder könnten wohl noch deutlich länger benötigen, weil das Wirtschaftsleben mit dem Coronavirus weiterhin mit Einschränkungen vieler Dienstleistungsbereiche einhergeht. Das ist mehr als nur Sand im Wirtschaftsgetriebe: Das Virus wird zur prägenden Bremse, die uns vorerst erhalten bleibt. Wo Wirtschaftszweige wie (Reise- und Messe-) Tourismus, Unterhaltung, Kultur und Gastronomie ein hohes Gewicht haben, verläuft die Erholung langsam.

Die jüngsten Infektionszahlen sind Stimmungskiller. In Europa hat die Konsumentenstimmung nach erfreulichen Umfragewerten im Juni im Folgemonat bereits wieder nachgelassen. Vor diesem Hintergrund ist auch die zurückhaltende Investitionsneigung der Unternehmen nachvollziehbar. Zudem macht sich auf dem Arbeitsmarkt Ernüchterung breit. Nach einem starken Anstieg der Arbeitslosigkeit in den Monaten März und April entspannte sich die Lage zwar

leicht. Doch allmählich gehen Unternehmen, die bislang Kurzarbeitsunterstützung in Anspruch genommen haben, zu einer mittelfristigen Ressourcenplanung über, die oftmals mit tieferen Fixkosten und weniger Vollzeitstellen verbunden ist.

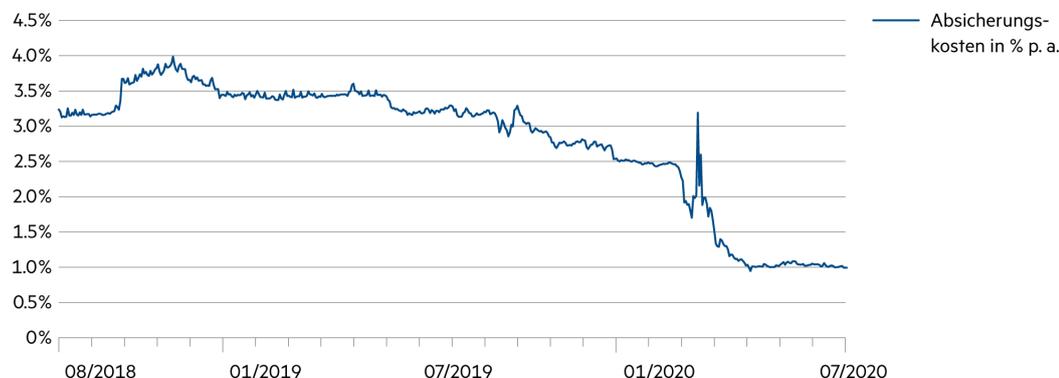
Das zeigt sich auch in der Arbeitslosenquote im Euroraum. Diese liegt aktuell bei 7.8% (+0.1% im Juni gegenüber Mai). Nachdem man seit 2013 die Jugendarbeitslosigkeit von rund 25% auf gut 14% (März 2020) reduzieren konnte, ist diese jüngst wieder auf 16.8% gestiegen. Diese Berechnung basiert auf der weltweit standardisierten Definition, die Arbeitslose als Personen definiert, die in den letzten vier Wochen aktiv nach Arbeit gesucht haben und innerhalb der beiden nächsten Wochen eine Arbeit beginnen können. Realistischerweise müssen wir davon ausgehen, dass sich manche nicht registrieren lassen oder als arbeitslos gelten, weil sie aufgrund der Arbeitsmarktsituation ihre Suche eingestellt haben.

Zentral für das gesamte Wirtschaftsbild, das sich trotz allem allmählich wieder erhellen wird, ist ausserdem, dass die Deflationsrisiken jüngst abgenommen haben. Zuletzt zog die Inflationsrate im Euroraum überraschend auf +0.4% (Juli) an. Nur in Deutschland rutschte sie ins Negative. Das war die konjunkturstützende Absicht der Regierung, welche für das zweite Halbjahr 2020 die Mehrwertsteuersätze merklich reduziert hat.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	→↗	↗	Im europäischen Kontext ist der Wirtschaftseinbruch der Schweiz weniger stark ausgefallen als erwartet.
Eurozone, Europa	→↗	↗	Die europäische Wirtschaft ist im Aufschwung. Nach dem dritten Quartal dürfte die Erholung langsamer verlaufen.
USA	→↗	↗	Die von der Coronakrise gebeutelte Wirtschaft hofft auf weitere geldpolitische und fiskalische Unterstützung.
Rest der Welt	→↗	↗	Chinesische Einkaufsmanagerindizes bleiben mit 51.1 (Industrie) und 54.2 (Dienstleistungen) erfreulich hoch.

Liquidität, Währung

Die Dollar-Schwäche verunsichert



Verlauf der USDCHF Absicherungskosten in den vergangenen zwei Jahren (Quelle: Bloomberg, Grafik: ZFAG)

In einer Krise würde man einen starken Dollar erwarten, doch das Gegenteil ist eingetreten. Seit Mitte März hat der Dollar rund 10% gegenüber dem Euro und 7.5% gegenüber dem Franken eingebüsst. Inzwischen liegt er zum Franken knapp 6% unter dem Jahresanfangswert von 0.97. Immerhin sind die Dollar-Zinssätze auch derart tief, dass sich die Absicherungskosten massiv reduziert haben.

Um eine Dollar-Anlage für den Schweizer Anleger wertbeständiger zu machen, empfiehlt sich ein Absicherungsgeschäft. Dieses ist mittlerweile bei Kosten von jährlich rund 1% angelangt. Vor weniger als zwei Jahren musste man noch bis zu 4% hinblättern, um sich gegenüber einem Wechselkursverlust abzusichern.

Der Wertzerfall des Dollars ist struktureller Natur. Seit über 50 Jahren wertet sich die Währung gegenüber dem Franken im Durchschnitt um 3% jährlich ab. Natürlich gibt es kurzfristige Phasen, die erheblich davon abweichen. Mal schwanken Wechselkurse stärker, mal schwächer. Aber der Franken-Anleger war in den letzten Jahrzehnten von der Währungsentwicklung immer negativ betroffen. Die höhere Inflation, die höhere Staatsverschuldung, die instabilere Regierung im Dollarraum sind alles Faktoren, welche Investoren in Erwägung ziehen und deshalb insbesondere Anlagen in strukturell risikoärmeren Segmenten (Insurance Linked Securities, Microfinance), aber auch jene in Anleihen typischerweise absichern.

Uns interessieren natürlich auch die Absicherungskosten in Euro.

Diese lagen vor zwei Jahren bei 0.4% und sind inzwischen auf 0.25% zurückgegangen. Das heisst, dass die Absicherungskosten gegenüber dem Euro deutlich geringer sind; das gilt auch für die Währungsvolatilität. Eindrücklich zeigte sich dies im März, als die Volatilität zum Dollar auf 25% hochschnellte, aber gegenüber dem Euro stabil blieb.

Bei unseren Anlagen setzen wir die Absicherung insbesondere in den Anleihenslösungen ein. Die Fonds sind alle in Schweizer Franken, der «Heimwährung» unserer Anleger, aufgelegt und rechenschaftspflichtig. Viele Unternehmen, auch aus der Schweiz, bedienen sich jedoch nicht des (kleinen) Schweizer Kapitalmarktes, um Fremdkapital aufzunehmen. Das hat auch mit dem realwirtschaftlichen Hintergrund zu tun.

Wenn die Schweizer Versicherungsgesellschaft Helvetia beispielsweise wie im Januar 2020 in Spanien eine Übernahme (Caser) tätigt, muss sie diese in Euro bezahlen. Dafür hat sie u.a. eine nachrangige Anleihe in Euro herausgegeben, die wir in unser Anleihenportfolio einbauten. Die Anleihe ist mit einem Coupon von 2.75% ausgestattet. Nach Abzug der Währungsrisiken von derzeit 0.25% bleibt damit immer noch eine stattliche Grösse, die deutlich im attraktiven Plus liegt. Das dürfte ganz nach dem Geschmack unserer Anleger sein. Offensichtlich haben dies auch andere Anleger entdeckt. Die Anleihe ist im vergangenen Monat um knapp 4% gestiegen.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Ausser Spesen nix gewesen ... Spargelder lassen sich durch Wertpapierlösungen relativ einfach in ein positives Ertragsmomentum überführen.
Euro / Schweizer Franken	↗	↗	Mit knapp 1.08 gewann der Euro auch gegenüber dem Franken an Stabilität. Mit der Erholung in der Eurozone dürfte er weiter erstarren.
US-Dollar / Schweizer Franken	→	↘	Der Dollar befindet sich in einer Schwächephase und hat seit Jahresbeginn um gut 6% an Wert eingebüsst. Auch die Absicherungskosten haben abgenommen.
Euro / US-Dollar	↗	↗	Wie erwartet hat sich der Euro nach oben entwickelt. Die Entwicklung auf 1.19 war zwar rasch, dürfte sich aber weiter fortsetzen.

Anleihen

Aufwändige Suche nach struktureller Rendite im Anleihensbereich



Verfallsrendite von europäischen Unternehmensanleihen (BBB, 3 Jahre Restlaufzeit) – 01.08.2009 bis 31.07.2020 (Quelle: Bloomberg, Grafik: ZFAG)

Kürzerfristige Staats- und Unternehmensanleihen haben sich inzwischen wieder von ihren Tiefsts im März aufgefangen. Allerdings liegt ihre Verfallsrendite (in Franken abgesichert) vielerorts im negativen Territorium. Umso wichtiger ist die aufwändige Suche nach guter Anleihensqualität, die mit einer deutlich positiven Verfallsrendite verbunden ist.

Bei den Anleihen gibt es unterschiedlichste Varianten, wie man die Portfolios ausgestalten kann. Unser Ansatz liegt darin, mit einer möglichst vernünftigen Diversifikation über 250 bis 400 Unternehmensanleihen eine Mischung zu generieren, die über mindestens 15 Branchen verteilt ist. Dennoch erlauben wir uns eine gewisse Fokussierung.

Von den Verwerfungen auf den Anleihensmärkten im Frühjahr waren Staats- wie auch Unternehmensanleihen betroffen. Jene mit einer (sehr) hohen Bonität haben sich in den Monaten April bis Juli wieder erholt. Es gibt aber auch zahlreiche Staatsanleihen, die eine mittlere Bonität aufweisen und nach wie vor deutlich unter den Februar-Werten gehandelt werden. Das trifft auch auf Unternehmensanleihen zu. Hinzu kommen dann noch branchenspezifische Faktoren.

So handeln beispielsweise Anleihen aus den coronageschädigten Bereichen Tourismus, Hotellerie, Fluggesellschaften und sachverwandte Gebiete nach wie vor deutlich tiefer als vor der Krise. Das gilt auch für die europäische Versicherungsbranche. Selbst Anleihen

der stärksten und marktführenden Versicherungen mussten im März noch nie erfahrene Ausschläge hinnehmen, von denen sie sich erst teilweise erholt haben.

Nach heutigem Stand ist davon auszugehen, dass die direkten und indirekten Auswirkungen des Pandemieausbruchs für Versicherungen insgesamt zwar schmerzhaft, aber verkraftbar sein werden. Die Solvency II Kapitalquoten bleiben jedenfalls anhaltend hoch, wie aus den jüngsten Semester-Berichterstattungen hervorgeht. Deshalb orten wir in den nachrangigen Versicherungsanleihen eine attraktive Renditequelle, die auch in den kommenden Jahren nicht versiegen dürfte.

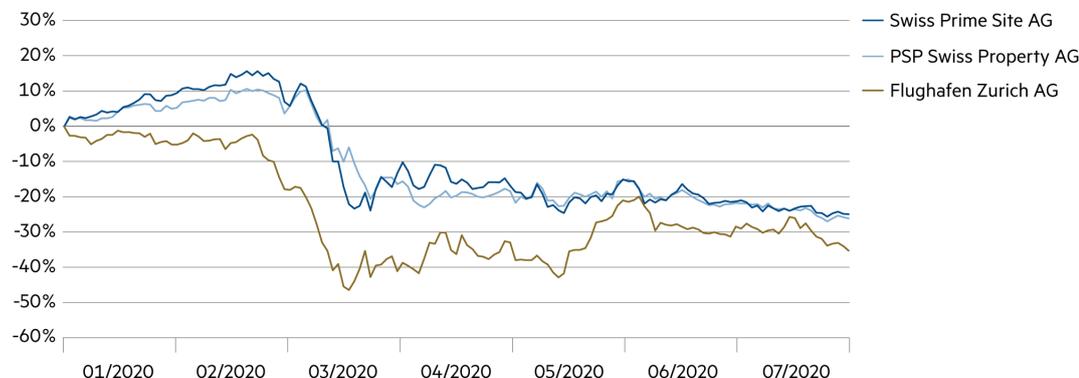
Interessant ist dieses spezielle Segment auch deshalb, weil man sich den zusätzlichen Renditeaufschlag nicht mit einem High Yield Rating erkaufen muss. Vielmehr handelt es sich um eine Komplexitätsprämie, die durch ausgefeilte Detailanalysen abgeschöpft werden kann – vorausgesetzt, man ist in der Lage, die entsprechend aufwändige Fundamentalanalyse durchzuführen und zwischen den verschiedenen Kapitalpositionen (vorrangig vs. nachrangig; Tier 1 vs. Tier 2, usw.) die zentralen Unterschiede aus den mehrhundertseitigen Unterlagen herauszustreichen.

Auch in weiteren Branchen gibt es vergleichbare Opportunitäten. Diese zu erschliessen ist kurzfristig kaum möglich. Es erfordert das wichtigste Gut eines erfolgreichen Anlegers: Geduld.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	↘	↘	Staatsanleihen von südeuropäischen Ländern haben sich schon erheblich erholt, jene von Schwellenländern dagegen kaum.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Sorgen verfestigen sich im illiquiden Kreditsegment (US Senior Loans mit tiefer Bonität), das wir konsequent vermieden haben.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Im aktuellen Marktumfeld gibt es immer wieder attraktive Opportunitäten, derzeit z.B. im Bereich von Nachranganleihen von Versicherungen.

Immobilien, Infrastruktur

Die Aussichten sind besser als noch vor kurzem erwartet



Kursverlauf von drei grossen Schweizer Immobiliengesellschaften – 01.01.2020 bis 31.07.2020 (Quelle: Bloomberg, Grafik: ZFAG)

Tiefe Zinsen werden weiterhin den Immobilienmarkt massiv stützen. Klassische Verkaufsflächen sind schwieriger zu bewirtschaften. Wohnrenditelienschaften bleiben gesucht, insbesondere jene mit einer vorteilhaften Lage. Spezielles Interesse erlangen vermietungssichere Immobilien im Gesundheitsbereich (Pflegeheime, Spitäler usw.).

Immobilien, auch wenn sie kommerzieller Natur sind, lassen sich umnutzen. In Städten beispielsweise herrscht typischerweise ein Mangel an Studentenwohnungen und Pflegeheimplätzen, dafür ein Überangebot an grossen Hotelkomplexen. Letztere beklagen im Coronasommer nicht nur eine tiefe Auslastung, sondern kommen vereinzelt zur Überzeugung, dass sie per se keine Zukunft mehr haben. So lässt sich die jeweilige Immobilie mit raumplanerischer Unterstützung entsprechend umnutzen.

Auch für Geschäftsimmobilien mit einem diversifizierten Portfolio sind die Anlegeraussichten nach einem Preisabschlag von rund 22% seit Jahresbeginn (Swiss Prime Site, PSP Swiss Property) wieder gut. Denn Büros bleiben geschätzte «Corporate Homes», also Orte, wo ein Unternehmen seine Kultur, seine Identität nach aussen trägt. Vielleicht werden die Meeting-Räume grosszügiger und vielfältiger, und die Cafeteria grösser. Das lebt auch Google vor, die mit mehreren Tausend Arbeitsplätzen in der Stadt Zürich wie andere Tech-Un-

ternehmen weiterhin in der City zu expandieren gedenken.

Speziell leiden derzeit jedoch Infrastrukturbetriebe wie Flughäfen. Die Aktie des Flughafen Zürich hat 35% eingebüsst. Durch die jüngsten Infektionszahlen sind die wirtschaftlichen Aussichten auf den Herbst und Winter eher trüber denn heller geworden. Und die Lust der Menschen, sich unter den wegen Corona beschwerlichen Massnahmen unmittelbar auf eine Reise zu begeben, ist nicht besonders ausgeprägt. Bis die Coronakrise bewältigt sein wird, dauert es eine Weile. Wann genau dies sein wird, lässt sich kaum prognostizieren. Wird die Erholung eintreten, wird sie rasch und überproportional ausfallen.

Ein schwieriges Quartal haben auch Spitäler hinter sich. Der diversifizierte Fresenius-Gesundheitskonzern erhoffte sich unter dem inzwischen zu Nestlé gewechselten CEO Mark Schneider mit der Expansion in Kliniken eine Ertragsstabilität. Wie andere musste Fresenius allerdings coronabedingt zusätzliche Intensivbetten bereitstellen und den restlichen Betrieb einschränken. Die Entschädigung für freigehaltene Betten blieb marginal. Dafür lief das Dialysegeschäft umso besser. Die weltweit 4'000 Zentren konnten «ohne nennenswerte Unterbrechungen» aufrechterhalten werden. So resultierte im ersten Halbjahr zwar ein konzernweites Umsatzplus von 2%, aber das Nettoergebnis fiel um 13%. Der Markt strafte dies mit einer Kursentwicklung von -16% ab.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	→	→↗	Homeoffice und mobiles Arbeiten erfahren derzeit einen Schub, auf den der träge Immobilienmarkt kaum zu reagieren weiss.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	↘	→	In der Schweiz werden zunehmend ehemalige Bankgebäude auf den Markt gelangen und wohl einer neuen Branchenverwendung zugeführt.
Immobilienfonds CH	→	→	Der wohnimmobilienlastige SXI Real Estate Fund hat seine Einbusse von -14% (16. März 2020) bis Ende Juli wieder wettgemacht.
Infrastruktur	↗	↗	Weniger Dienstreisen? Fachleute bezweifeln, dass der Homeoffice-Trend langfristig so bleiben und die Infrastrukturnutzung überflüssig machen wird.

Aktien

Nachrichten sorgen für Zuversicht



Sika forscht, u.a. in Partnerschaft mit der ETH Zürich. Bild: Sika AG (Copyright)

Die Berichterstattungen beinhalteten fast ausnahmslos negative und positive Aspekte. Insgesamt haben die positiven Aussichten überwogen. Manchenorts erfordert es jedoch Geduld, bis dies auch von der breiten Investorengemeinde erkannt wird. Unterstützung bekommen Aktien von den Zinssichten, denn mit aller Deutlichkeit bleiben langfristig tiefe Zinsen angezeigt.

Der Rausch der starken Erholung ist vorbei. Wir haben die kürzeste Rezession aller Zeiten erlebt, aber man darf die Krisenfolgen nicht unterschätzen. Allerdings bleiben wir auch nach vier Monaten mit jeweils höheren Aktienkursen zuversichtlich, dass sich der Aufwärtstrend insgesamt, jedoch äusserst differenziert, fortsetzen wird.

Beispielsweise benötigt die Automobilbranche nach Brancheninsidern wohl bis ins Jahr 2024, bis sie sich vollständig erholt und neu positioniert hat. Der globale Automobilabsatz fällt in diesem Jahr laut dem Marktforschungsinstitut IHS Markit um schätzungsweise 22%. Umso wichtiger sind neben der strukturellen Senkung der Kostenbasis (auch für die Schweizer Automobilzulieferer wie Autoneum, Georg Fischer, Feintool, Komax usw.) die Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit durch Forschung und Innovation.

Gerade deshalb achten wir bei den Halbjahresberichten nicht nur auf den Datenkranz aus Erfolgsrechnung und Bilanz, sondern auf die Veränderung von Marktanteilen. Höhere relative Marktanteile

bleiben ein verlässlicher Indikator für das Erfolgspotenzial einer Unternehmung. Fokussiert man auf das zukünftige Erfolgspotenzial, muss man sich zwingend mit technologischer Innovation und Substitution auseinandersetzen. Es nützt der grösste Marktanteil nichts, wenn dieser auf einer veralteten Technologie basiert.

Entsprechend ist für uns auch wichtig, wie in der Coronakrise mit dem Budgetposten Forschung und Entwicklung umgegangen wird. Eine Kürzung nach der Rasenmähermethode vermag das kurzfristige Ergebnis zu steigern, beschneidet aber wohl viel stärker das zukünftige Erfolgspotenzial. Den Bauchemiekonzern Sika (+10% im Juli) erleben wir in dieser Hinsicht als weitsichtig und vorbildlich.

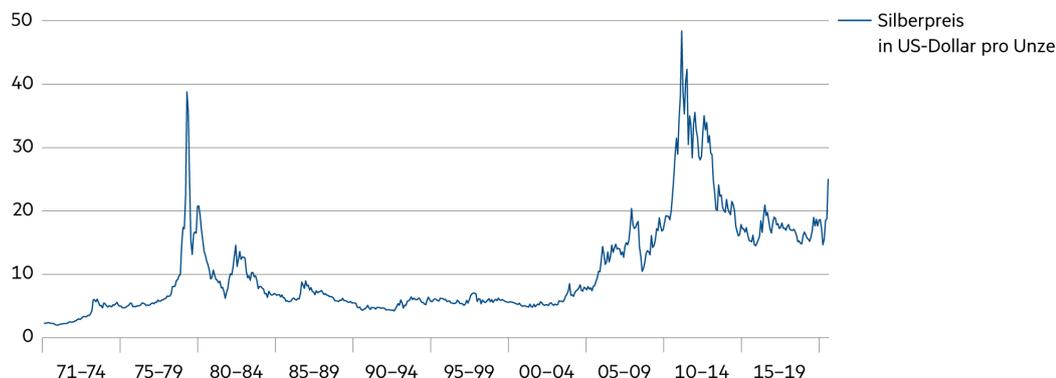
Auch bei Europas grösstem IT-Konzern SAP (+8%) überlagert das Weitsichtige die kurzfristigen Opportunitäten. Ein wichtiges Ziel ist die cloudbasierte Integration über alle Bereichs- und Produktgrenzen hinweg. Die Cloud ist seit einiger Zeit der wichtigste Wachstumstreiber, von dem die SAP Partner und Kunden unverzüglich profitieren.

Und manchmal geht es auch um etwas Spezielles. Lonza (+14%) will im September so weit sein, den Corona-Impfstoff der US Partnerin Moderna in grossen Mengen industriell herzustellen. Es ist ein Wettlauf mit der Zeit, der Erste zu sein, der einen fertigen Impfstoff auf den Markt bringen kann.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Im Juli legte der SMI mit -0.4% den Rückwärtsgang ein. Dank unserer Selektion resultierte in den Depots jedoch ein Monatsplus.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Europas Binnenmarkt ist ein Asset, von dem insbesondere die wettbewerbsfähigen, modernen und innovativen Unternehmen profitieren.
Aktien USA	↗	↗	Die binnenwirtschaftlich ausgerichtete US-Volkswirtschaft ist von der Coronakrise schwer getroffen und politisch in eine Krise gestürzt.
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Nach dem Kurszuwachs von 6% im Juni haben sich unsere Schwellenländer-Engagements im Juli mit +8% weiter erholt.

Alternative Anlagen

Silberpreis schnell auf über 24 Dollar



Entwicklung des Silberpreises - 01.02.1971 bis 31.07.2020 (Quelle: Bloomberg - Preisangaben in Dollar pro Unze, Grafik: ZFAG)

Der Unzenpreis von Gold ist im Juli um 11% in Dollar (+7% in Franken) gestiegen. Die Überraschung war jedoch die Entwicklung des Silbers (+29% in Franken). Unklar ist, ob sich eine Preisexplosion anbahnt wie seinerzeit zu Beginn der 1980er Jahre und der 2010er Jahre. Beides Mal ist es dann nach einem steilen Anstieg auch wieder zu einem deutlichen Preiszerfall gekommen.

Hohe Edelmetallpreise gab es 1980 aufgrund von geopolitischen Spannungen (Irak-Krise, Sowjet-Einmarsch in Afghanistan). Dies trieb nicht nur den Silber-, sondern auch den Goldpreis hoch. 2011 waren es die amerikanischen Staatsschulden und die europäische Finanzkrise, welche die Anleger verunsicherten.

Derzeit kommt hinzu, dass im Bergbau die Minen stark von Produktionsunterbrechungen betroffen sind. In Lateinamerika, wo sehr viel Silber gefördert wird, hat sich die Pandemie zuletzt weiter verstärkt.

Erneut bereiten vielen die amerikanischen Staatsschulden und fallende Realzinsen aufgrund der lockeren Geldpolitik Sorgen. Es wird eine weitere Abwertung befürchtet, deren Alternative einzig in Edelmetallen gesehen wird. Sorgen bereitet auch die «bipolare» US-Wirtschaft, wie sie von BlackRock diagnostiziert wird. Ausser in der Tech-Branche gibt es tatsächlich kaum einen Wirtschaftszweig, in dem die USA global in einer Leaderrolle ist, und selbst da beschränkt sie sich auf die westliche Welt.

Die chinesischen Tech-Leader wie Alibaba, Baidu und Tencent sind den Amerikanern in vielen Belangen voraus; auch im Bio- und

Medtech Bereich holen die Chinesen rasch auf.

Damit sei auch erinnert, dass der Dollar längst den Status als «ultimativer sicherer Hafen» eingebüsst hat. Die gegenwärtige Dollar-Krise veranschaulicht, wie rasch Gelder aus dem Dollarraum abfließen können.

Mit den rekordhohen Edelmetallnotierungen erleben wir parallel den Niedergang der einstigen Weltwährung. Dazu kommt, dass der wirtschaftliche Einfluss der USA abgenommen hat. 1980 betrug der US-Anteil an der Weltwirtschaft knapp 40%, derzeit sind es noch rund 20%.

Hinter der Goldentwicklung steht eine spekulative Nachfrage. Die physische Nachfrage aus Asien (Gold ist u.a. ein beliebtes Hochzeitsgeschenk in Indien) bleibt schwach. Zudem haben die Zentralbanken von Russland und China, die vom Dollar wegdiversifizieren wollen, ihre Käufe eingestellt.

Der grösste Goldinvestor in der Schweiz ist die hiesige Nationalbank (SNB). Im ersten Halbjahr resultierte auf deren Fremdwährungspositionen ein Verlust von 6.8 Mrd. Franken; umgekehrt gab es auf dem Goldbestand einen Bewertungsgewinn von 7.1 Mrd. Franken. Die grössten SNB-Verluste sind auf den Dollar-Positionen erfolgt. Das Timing bleibt anspruchsvoll. Im Jahr 2005 verkaufte die SNB 1'300 Tonnen Gold für 21.1 Milliarden Franken, um dies nach Massgabe der politisch motivierten Goldverwendungsvorlage zu verteilen. Heute läge der Verkaufserlös bei 76 Milliarden Franken ...

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↗	↗	Der Pfad zu mehr Nachhaltigkeit über die gesamte Lieferkette wird durch verstärkten Investoren-Druck zur Pflicht für alle.
Gold, Edelmetalle	↗	→	Die jüngste Hausse liegt vor allem an den Käufen der physisch hinterlegten ETC: 720t Gold Käufe in 6 Monaten im Vergleich zu 360t im gesamten 2019.
Insurance Linked Securities	↗	↗	Dank tieferen Absicherungskosten sind diverse versicherungsrisikobezogene Lösungen wieder attraktiver für Franken-Anleger geworden.
Private Equity	↗	↗	Das Geschäftsklima unter Managern liegt deutlich über den Erwartungen. Das prägt auch das Geschäft mit Privatmarktanlagen.

Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)	Jahresperformance (in CHF)					
		31.07.2020	7/2020	2020 YTD	2019	2018	2017
Aktien							
SMI	CHF	10'005.9	-0.4%	-5.8%	+26.0%	-10.2%	+14.1%
SPI	CHF	12'407.4	-0.2%	-3.4%	+30.6%	-8.6%	+19.9%
DAX	EUR	12'313.4	+1.1%	-7.8%	+20.9%	-21.3%	+22.8%
CAC 40	EUR	4'783.7	-2.0%	-20.6%	+21.8%	-14.4%	+19.2%
FTSE MIB	EUR	19'091.9	-0.4%	-19.4%	+23.6%	-19.3%	+24.0%
FTSE 100	GBP	5'897.8	-2.5%	-27.0%	+14.7%	-16.7%	+12.9%
EuroStoxx50	EUR	3'174.3	-0.7%	-15.9%	+20.3%	-17.6%	+16.2%
Dow Jones	USD	26'428.3	-1.3%	-12.5%	+20.3%	-4.7%	+19.7%
S&P 500	USD	3'271.1	+1.7%	-4.3%	+26.7%	-5.4%	+14.3%
Nikkei 225	JPY	21'710.0	-4.3%	-10.9%	+17.8%	-9.3%	+18.1%
Sensex	INR	37'606.9	+4.7%	-18.1%	+10.0%	-2.0%	+30.3%
MSCI World	USD	2'305.0	+0.9%	-7.6%	+23.1%	-9.6%	+15.0%
MSCI EM	USD	1'078.9	+4.5%	-8.5%	+13.5%	-15.8%	+28.6%
Obligationen (gemischt)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	181.5	+0.7%	+4.0%	+3.7%	-0.4%	-0.3%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	213.5	+2.4%	+4.9%	+8.7%	-4.2%	+3.2%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	285.6	+3.6%	-1.0%	+10.5%	-5.1%	+5.4%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	309.2	+2.7%	+0.9%	+9.0%	-5.2%	+5.5%
Staatsobligationen							
SBI Dom Gov	CHF	201.1	+1.0%	+2.2%	+4.4%	+0.7%	-0.4%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	177.6	+1.0%	+8.7%	+3.3%	-2.4%	-0.2%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	218.2	+1.0%	+2.8%	+6.2%	+0.6%	-0.3%
Unternehmensobligationen							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	184.6	+0.5%	-0.7%	+2.4%	-0.3%	+0.6%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	226.6	+3.0%	+7.1%	+10.7%	-5.7%	+3.8%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	569.2	+4.4%	-0.6%	+10.5%	-5.3%	+4.9%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	178.9	+1.5%	+0.1%	+5.8%	-1.7%	+1.9%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	268.3	+1.7%	-3.7%	+10.9%	-4.2%	+6.4%
Alternative Anlagen							
Gold Spot CHF/kg	CHF	57'991.1	+6.9%	+23.0%	+16.4%	-1.6%	+6.6%
Commodity Index	USD	68.7	+1.9%	-19.8%	+3.7%	-12.2%	-3.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'247.5	+1.0%	+1.8%	+21.7%	-4.4%	+7.6%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'295.0	-2.5%	-5.5%	+6.8%	-5.8%	+1.5%
Währungen							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.9129	-3.6%	-5.6%	-1.6%	+0.8%	-4.4%
Euro / Schweizer Franken	CHF	1.0758	+1.1%	-0.9%	-3.5%	-3.8%	+9.2%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.8628	-1.7%	-3.1%	-0.6%	+3.6%	-0.7%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1948	+1.7%	-6.9%	+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: Patricia Föhn, Sika AG. Schlusskurse per 31.07.2020; Wirtschaftsdaten per 31.07.2020; Wirtschaftsprognosen vom 31.07.2020; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.