



Blick von Neuheim (ZG) Richtung Zugersee (Bild: Andreas Busslinger)

## Vorsichtig optimistischer Ausblick

Die Dynamik der zweiten Infektionswelle in Europa hat die Märkte überrascht. Der unsichere Ausgang der US-Präsidentenwahl belastete zudem die Anlegerstimmung. Die Volatilität auf den weltweiten Aktienmärkten stieg insbesondere gegen Monatsende. Der Swiss Market Index fiel im Oktober um 5.9% zurück. Das war noch moderat gegenüber dem deutschen Leitindex DAX, der in der gleichen Periode um 10.5% in CHF fiel. Auch die von der Verhängung strengerer Beschränkungen betroffenen osteuropäischen Aktienmärkte litten stark. Der MSCI Eastern Europe büsste 9.6% in CHF ein.

Dennoch ist ein vorsichtig optimistischer Ausblick angebracht. Die Unternehmensergebnisse für das dritte Quartal waren solide. Rund 85% der Unternehmen haben die Erwartungen übertroffen. Das heisst mit anderen Worten, dass die gewichtigen, börsenkotierten

Unternehmen mit der Pandemie besser als erwartet umgehen können. Es gibt keinerlei Anzeichen, weshalb diese Beobachtung nicht auch in den kommenden Quartalen anhalten sollte.

Deshalb empfehlen wir, die momentane Volatilität auszuhalten und sich für die kommende Erholung zu überlegen, ob das Portfolio mit nicht verplanten liquiden Mitteln aufgestockt werden soll. Damit kann man von den tiefen Kursen am besten profitieren. Der globale Aktienausblick dürfte sich bis weit ins Jahr 2021 aufhellen, da sich die wirtschaftliche Sichtbarkeit nach den US-Wahlen verbessert. Die Akkommodation der Zentralbanken war die Geschichte des Jahres 2020, während die Aussichten für 2021 davon abhängen werden, wie schnell sich das Wirtschaftswachstum mit der Bewältigung der Pandemie verbessert und die Einkommensbeschleunigung aus dem Covid-19-Tiefpunkt herauskommt.

## Kommt es zu einem Jahresend-Rallye?

Im dritten Quartal ist es in Europa zu grossen Überraschungen gekommen. Die Volkswirtschaften in Frankreich, Italien und Spanien sind substanzial besser als erwartet gewachsen. In Deutschland war das Wachstum gar herausragend. Auch verschärfte Kontaktbeschränkungen vermögen nichts daran zu ändern, dass der Grossteil der Industrie- und Dienstleistungsbetriebe hochtourig unterwegs ist. Deshalb ist es nicht verwegen, auch in diesem Jahr noch mit einer weiteren Erholung auf den Aktienmärkten bis zum Jahresende zu rechnen.

Deshalb halten wir die Monatsperformance von Oktober nur als vorübergehende Momentaufnahme. Die Anleihensfonds haben sich leicht positiv entwickelt, so dass sich ein einfaches Bild ergibt: Je höher die Aktienquote, desto negativer fiel das Monatsergebnis aus. Auf die Dauer zahlt es sich allerdings aus, Volatilität zu ertragen. Der grundlegende Erfahrungswert der Kapitalmarktbeobachtungen besteht darin, dass eine erhöhte Volatilität mit einer erhöhten Gewinn- respektive Renditeaussicht verbunden ist.

Vorwiegend einzelstitelbasierte Strategien	Oktober 2020	YTD 2020	Seit Lancierung* bis 31.12.2019	
			Kumuliert	Durchschn.
Zugerberg Finanz R1	-1.7% ▼	-6.0% ▼	+43.9% ▲	+3.4% ▲
Zugerberg Finanz R2	-2.9% ▼	-8.3% ▼	+83.0% ▲	+5.6% ▲
Zugerberg Finanz R3	-3.3% ▼	-9.8% ▼	+96.7% ▲	+6.3% ▲
Zugerberg Finanz R4	-4.2% ▼	-12.7% ▼	+71.5% ▲	+5.5% ▲
Zugerberg Finanz Z1	-1.0% ▼	-4.4% ▼	+45.9% ▲	+3.5% ▲
Zugerberg Finanz Z2	-1.9% ▼	-8.5% ▼	+73.8% ▲	+5.2% ▲
Zugerberg Finanz Z3	-2.7% ▼	-9.9% ▼	+93.8% ▲	+6.2% ▲
Zugerberg Finanz Revo1	-1.2% ▼	-5.3% ▼		
Zugerberg Finanz Revo2	-2.2% ▼	-5.1% ▼		
Zugerberg Finanz Revo3	-3.0% ▼	-5.7% ▼		
Zugerberg Finanz Revo4	-4.0% ▼	-6.5% ▼		
Zugerberg Finanz Revo5	-4.9% ▼	-7.3% ▼		
<b>Fondsasierte Strategien</b>				
	Oktober 2020	YTD 2020	Seit Lancierung* bis 31.12.2019	
			Kumuliert	Durchschn.
Zugerberg Finanz Fondspicking 30	-1.4% ▼	-6.2% ▼	+21.2% ▲	+1.8% ▲
Zugerberg Finanz Fondspicking 60	-2.4% ▼	-8.9% ▼	+39.5% ▲	+3.1% ▲
Zugerberg Finanz Fondspicking 100	-3.2% ▼	-10.1% ▼	+45.5% ▲	+3.5% ▲
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 20	-1.1% ▼	-6.0% ▼	+9.4% ▲	+0.8% ▲
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 40	-2.0% ▼	-8.1% ▼	+13.1% ▲	+1.1% ▲
Zugerberg Finanz Nachhaltigkeit 100	-3.5% ▼	-11.2% ▼	+18.4% ▲	+1.5% ▲
<b>Zugerberg Finanz Freizügigkeit</b>				
	Oktober 2020	YTD 2020	Seit Lancierung* bis 31.12.2019	
			Kumuliert	Durchschn.
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-0.5% ▼	-4.7% ▼	+15.4% ▲	+2.1% ▲
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	-1.2% ▼	-5.8% ▼	+48.9% ▲	+3.7% ▲
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	-1.9% ▼	-8.6% ▼	+77.0% ▲	+5.3% ▲
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	-2.6% ▼	-10.0% ▼	+93.9% ▲	+6.2% ▲
<b>Zugerberg Finanz 3a Vorsorge</b>				
	Oktober 2020	YTD 2020	Seit Lancierung* bis 31.12.2019	
			Kumuliert	Durchschn.
Zugerberg Finanz 3a20	-1.2% ▼	-5.7% ▼	+25.2% ▲	+2.1% ▲
Zugerberg Finanz 3a40	-1.9% ▼	-7.6% ▼	+32.0% ▲	+2.6% ▲
Zugerberg Finanz 3a60	-2.4% ▼	-8.9% ▼	+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, Zugerberg Finanz Revo1–Revo5 seit 01.01.2020.

Makroökonomie

# Chinas Wirtschaft kommt als erste aus der Krise



Chinesen beim Einkaufen in Shanghai (Bildquelle: Maurice Pedergnana)

Die zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt kehrt langsam wieder zu alten Wachstumsraten zurück. Zwar wächst China noch nicht so schnell wie im Vorjahr, als das Bruttoinlandsprodukt um 6.1% zugelegt hat. Doch es ist bis dato das einzige grosse Land, das die Pandemie erfolgreich bekämpft hat und auf den Wachstumspfad zurückgekehrt ist – früher, als es die ganze Weltwirtschaft tun wird.

Gerade haben der Internationale Währungsfonds und die Weltbank ihre Wachstumsprognosen für China deutlich nach oben korrigiert. Gemeinsam mit Taiwan und Vietnam sowie Indien wird die Erholung angeführt. Tatsächlich fühlt sich das Leben in China für viele Menschen wieder fast so normal an wie vor der Krise. Urlaubsreisen sind wieder möglich; Kino, Theater und Clubs (mit chinesischen Musikern) sind geöffnet. Die teuren Restaurants in Beijing und Shanghai sind oft auf Wochen hinaus ausgebucht.

Chinas Importe ziehen mit zweistelligen Wachstumsraten an, was auch für Europa von Bedeutung ist. Unter Trump war man allzu stark auf die transatlantische Beziehung fixiert. Dabei sind die asiatischen Volkswirtschaften viel grösser und wachstumsträchtiger, und deshalb ist die Erschliessung weiterer Märkte in der gesamten Asien-Pazifik Region wohl wichtiger als die Fixierung auf die USA.

Viele müssen wohl auch zugeben, dass man China häufig nicht richtig eingeschätzt hat. 1980 kehrte der amerikanische Ökonom

Milton Friedman, Nobelpreisträger für Wirtschaftswissenschaften, von seiner ersten Reise nach China zurück. Er schrieb, dass er die Chance für ein Wirtschaftswunder in China sehe, ähnlich wie in Deutschland nach dem Zweiten Weltkrieg. Kein Ökonom sah damals schon so klar die Chancen von China, denn es lebten damals 88% der Bevölkerung in bitterer Armut.

Die Chinesen haben mehr marktwirtschaftliche Erfahrungen gesammelt als manch europäisches Land. Die Funktionsweise eines Marktes wird da verinnerlicht, ohne Vollkaskomentalität, schon im Kindesalter. Von jedem Jahrgang gibt's knapp zwei Millionen Menschen, aber nur eine beschränkte Zahl an Studienplätzen an den begehrten Universitäten. Wer sich durchsetzen will, muss schon im frühen Alter hochdiszipliniert sein Ziel verfolgen, um herauszuzugan. Genauso verhält es sich auch in der Wirtschaft. Gewachsen in den letzten Jahren sind nicht primär staatliche Gesellschaften, sondern private Unternehmen. Der Hauptmotor des Wachstums ist die Innovation. Der private Sektor ist inzwischen für 70% aller Investitionen und 90% der Exporte verantwortlich.

Da sind auch in technologischer Hinsicht führende Unternehmen entstanden, etwa der Computerhersteller Lenovo. Zu den zehn wertvollsten Unternehmen der Welt zählen inzwischen der Technologiekonzern Tencent, der vielfältiger aufgestellt ist als dessen Konkurrenz aus den USA, sowie der weltweit grösste Onlinehändler Alibaba mit dem Zahlungsdienst Alipay.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	→↗	↗	Das wirtschaftliche Leben hat sich stärker erholt als erwartet und die wesentlichen Wirtschaftsaktivitäten bleiben auch im 4. Quartal aufrecht (Prognose 2020: -3.8%).
Eurozone, Europa	→↗	↗	In Europa wirken breite Sozialsysteme automatisch stabilisierend. Deshalb wird das vierte Quartal nicht mehr mit dem zweiten Quartal zu vergleichen sein.
USA	→↗	↗	Der geistige Vater der modernen Konjunkturpolitik würde schlicht kommentieren: «You haven't done enough.» Wir erwarten ein weiteres Stützprogramm.
Rest der Welt	→↗	↗	Der gesamtwirtschaftliche Schock durch Corona ist geringer als vermutet. Die Resilienz zahlreicher Schwellenländer überrascht.

Liquidität, Währung

## Führt die Liquidität zu Inflation?

Die Liquidität hat sich in der Weltwirtschaft massiv erhöht, und doch sind keine unmittelbaren Inflationsgefahren erkennbar. Das ist ein gutes Zeichen für die wirtschaftliche Entwicklung der kommenden Jahre. Einerseits zeigt die expansive Geldpolitik der Zentralbanken, dass die Liquidität tatsächlich dort ankommt, wo sie hin soll – zu den Wirtschaftssubjekten.

Unternehmen halten in einer Krise mit unsicherem Ausgang generell eine erhöhte Liquidität, um gut über die Runden zu kommen. Und die privaten Haushalte sind in einer Krise etwas zurückhaltender im Konsum, was höhere Liquidität absorbiert und die Geldumlaufgeschwindigkeit reduziert.

Deshalb wirkt die expansive Geldpolitik primär konjunkturglättend, jedoch nicht inflationär. Aber das braucht nicht für ewig so zu sein. Deshalb lohnt sich ein Blick auf die zahlreichen Erklärungsansätze zur Inflation. Dabei wird meistens zwischen vier Determinanten unterschieden: konjunkturelle und strukturelle Faktoren, Erwartungen und Geldmenge. Keiner dieser Faktoren kann die Inflation vollständig erklären. Vielmehr sind es Teile des vielschichtigen Puzzles, wie das Preiswachstum letztendlich zustande kommt.

Konjunkturelle Faktoren tragen dazu bei, entsprechende Inflationsbewegungen zu erklären. Es wird allgemein angenommen, dass die Zyklichkeit von Arbeitslosigkeit und Produktion die Inflation durch eine «typische» Phillipskurve beeinflusst. Niedrige Arbeitslosigkeit steht für eine angespannte Wirtschaft und einen angespannten Arbeitsmarkt, was Preise und Löhne nach oben treibt. Doch die Phillipskurve hat selbst an Erklärungskraft verloren.

Strukturelle Verschiebungen in der Realwirtschaft können sich sowohl direkt als auch über den Arbeitskanal auf die Inflation auswir-

ken. Faktoren wie der technologische Fortschritt und die Ausweitung der Produktionsstandorte (z.B. WTO-Beitritt von China und die damit einhergehende Entwicklung zu zentralen Produktionsstätten) können einen jahrzehntelangen Druck auf die Wirtschaft ausüben, der sich auf die Art und Weise auswirken kann, wie sich die Inflation entwickelt. Nicht nur die Globalisierung, sondern auch der Trend zu Online-Marktplätzen bleiben derartige Verschiebungen, die noch nicht abgeschlossen sind.

Die Inflations-Erwartungen sind ausschlaggebend dafür, wie Unternehmen die Preise für Waren und Dienstleistungen festsetzen. Selten entwickelt sich die Inflation wie in der Vergangenheit. Wenn die allgemeinen Erwartungen vom Status quo abweichen, werden Unternehmen, die erwarten, von inflationären Veränderungen betroffen zu sein, entsprechend handeln, was zur Aktualisierung dieser Erwartungen führen wird. In Ländern mit erhöhter Inflation wie Indien werden die Preise monatlich angepasst, andernorts nur halb- oder jährlich.

Die Geldmenge kann die Inflation beeinflussen, aber der Zusammenhang ist längst nicht so einfach, wie dies manchmal dargestellt wird. Ein Anstieg der Geldmenge verursacht zunächst eine geringere Geldumlaufgeschwindigkeit respektive eine höhere Liquidität. Dies ist wichtig zu bedenken, wenn man den heutigen beispiellosen Anstieg der Geldmenge betrachtet.

Kurz gesagt, zu behaupten, dass eine Erhöhung der Geldmenge zu einer höheren Inflation führt, ist zu einfach, da die Erhöhung der Geldmenge mit vielen Transmissions-Mechanismen verbunden ist und es andernorts entscheidende Veränderungen geben kann, welche die Auswirkungen auf die Preise mildern.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Immer mehr Banken gehen dazu über, bereits schon kleinere Sparbeträge mit einem Negativzins zu belasten. Dies kann man mit unseren Lösungen «umgehen».
Euro / Schweizer Franken	↗	↗	Mit 1.07 liegt der Wechselkurs in der Mitte des bisherigen Jahresverlaufs (Tiefst: 1.05 im Mai; Höchst von knapp 1.09 im Januar).
US-Dollar / Schweizer Franken	→	↘	Die rekordhohe US-Verschuldung (137% gemessen am BIP) hat zu einer Abschwächung des Dollars von 8% seit Juni 2019 geführt.
Euro / US-Dollar	↗	↗	Die Euro-Entwicklung auf 1.17 liegt bereits 4% höher als im Juni 2019. Eine weitere Erhöhung bedingt einen nachhaltigen Pandemieerfolg.



Anleihen

## Zinsen bleiben noch länger tief

Die Zinsen von staatlichen Anleihen verharren auf tiefem Niveau. Viel wichtiger ist jedoch, dass sich Unternehmen auf den Anleihensmärkten auch in einem Krisenjahr refinanzieren können. Da sich die Struktur und Professionalität im europäischen Anleihensmarkt verändert haben, gibt es zahlreiche Nutzniesser dieser Entwicklung. Aktive Anleihensfonds dürften zu den grossen Gewinnern zählen.

Schwindende Liquiditätsreserven verzeichnen nur Unternehmen, die ihre Finanzierungsgrundlage nicht diversifiziert haben. Viele Unternehmen haben kaum mehr grosse Sorgen, seit die öffentliche Hand mit umfassenden Hilfsprogrammen reagierte und damit Solvenzprobleme sowie Entlassungswellen verhinderte. Unternehmen brauchen allerdings Zugang zu diversen Finanzierungsquellen, so auch auf die Anleihensmärkte.

Doch die Anleihensmärkte spielen manchmal verrückt und überraschen immer wieder. Sie sind von einer skeptischen Unternehmensbetrachtung geprägt, aber nicht immer. Während im Oktober die Versicherungsaktien stark leiden mussten, konnten sich die nachrangigen Versicherungsanleihen im Gegensatz zum Frühjahr 2020 auf hohem Niveau halten und dieses teils sogar noch ausbauen.

Das ist auch deshalb spannend, weil sich auf den Märkten immer wieder verborgene Schätze finden lassen. Eine nachrangige Anleihe des grundsoliden Rückversicherers Scor, die mit einem «A-» Rating eine hohe Bonität aufweist, rentiert beispielsweise satte 4.9% (in US-Dollar). Bis zur Rückzahlung im Jahr 2029 besteht ein Renditepotenzial von insgesamt rund 54% vor Kosten der Währungsabsicherung. Das ist keine Spekulation, denn Scor genießt eine besondere Stellung unter den Rückversicherern, da sich die Firma weniger auf die volatilen Schaden- und Unfallsparten konzentriert.

Wir halten solche Anleihen, auch wenn sie nicht repofähig sind und

deshalb auch nicht in den gängigen Indizes vorhanden sind, für attraktiv. Es gibt im Universum der Unternehmensanleihen noch weitere Segmente, in denen wir ein ausgesprochen attraktives Risiko/Rendite Verhältnis erkennen.

Auf den Anleihensmärkten, wo es in jüngster Zeit zu einem rekordhohen Emissionsumfang gekommen ist, gibt es für alle Risikoneigungen Wertpapiere. Am oberen Ende des gesamten Risikobandes stehen eidgenössische Anleihen, Anleihen von Kantonen und Kantonalbanken sowie von Städten. Da konnten Städte wie Zürich, Genf, Lausanne und Lugano 40- bis 50-jährige Anleihen problemlos zu rund 0.0% emittieren. Aber die Bandbreite geht weiter, vom Segment der hohen Ratings bis hin zu den «Gefallenen Engeln» wie Ford, die ins Hochzinssegment herunterrutschte. Ford konnte sich nur noch gegen einen höheren Coupon refinanzieren: Eine fünfjährige Ford-Anleihe rentierte zuletzt 4.0% p.a.

Selbst Unternehmen, die von der Krise hart getroffen wurden, konnten auf liquide Märkte zurückgreifen. Da sei beispielsweise der Kreuzfahrtsschiffbetreiber Royal Caribbean erwähnt, dessen Anleihen rund 7.0% rentieren. Mitten in der Krise hat die britische Edellautomobilmarke mit Formel 1-Engagement Aston Martin eine fünfjährige Anleihe begeben, die 10.5% abwirft. Das ist vielen zu risikoreich, soll jedoch aufzeigen, dass sich im Ökosystem des Anleihenmarktes vieles finden und finanzieren lässt.

Das Wachstum und der Wandel des europäischen Marktes für Unternehmensanleihen in den letzten Jahren ging einher mit einem Anstieg des elektronischen Handels, der algorithmischen Preisbildung und einer verbesserten Handelsarchitektur. Banken spielen im Gegensatz zu früher keine massgebliche Rolle mehr. Zur Verbesserung der Liquidität tragen Broker, Fonds und die zunehmende Verbreitung von festverzinslichen ETFs in den letzten Jahren bei.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	↘	↘	Das US-Budgetjahr endet jeweils im September. Das Staatsdefizit 2020 hat sich auf rekordhohe 3'100 Milliarden US-Dollar mehr als verdreifacht.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Unternehmensanleihen sind derzeit der «Sweet Spot» unter den Anleihen. Dagegen waren bei den US-Staatsanleihen im Oktober deutliche Verluste zu verzeichnen.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	High Yield Märkte sind nach wie vor beliebt. Wir rechnen mit einer spürbaren Spreadkompression in den kommenden 12 Monaten.

Immobilien, Infrastruktur

## Wohnliegenschaften und Flughäfen bleiben attraktiv



Jets ohne CO2 Ausstoss könnten ab 2035 fliegen (Bildquelle: Airbus)

**Die Leerstände bei Mietwohnungen sind auf 80'000 angestiegen. Mietwohnungen werden auf Vorrat produziert, weil das Negativzinsumfeld die Pensionskassen dazu verleitet, Anlagegelder in den Wohnrenditeliegenschaften-Markt zu verlagern. Dieser Trend dürfte sich im nächsten Jahr fortsetzen und zu noch höheren Leerständen führen. Anders sieht es beim Wohneigentum aus.**

Auf dem Schweizer Immobilienmarkt nimmt der Anlagedruck der Pensionskassen zu. Strukturell ergibt sich jedoch keine Blase. Solange die Rendite mit Wohnliegenschaften immer noch 300 Basispunkte höher als jene der Staatsanleihen liegt, dürfte die seit 2010 zu beobachtende Verlagerung aus den Staatsanleihen in den Wohnimmobilienmarkt anhalten.

Selbst ein 5% Leerwohnungsbestand würde nichts an der anhaltenden Attraktivität von Renditeliegenschaften ändern. Wichtig bleibt die Qualität. Trotz Corona rechnen wir nicht mit einem dauerhaften Game Changer-Szenario. Es gibt leichte Tendenzen, dass der Stellenwert der Peripherie etwas zulasten der Zentren gestiegen ist. Aber das dürfte mittelfristig davon abhängig sein, ob sich der Trend zum Home Office allmählich legt.

Bei den Geschäftliegenschaften bleiben die längerfristigen Auswirkungen immer noch unklar. Der Flächenbedarf dürfte allerdings hoch bleiben. Ausweitungen bei den Logistikimmobilien dürften mit einem stagnierenden Schweizer Büromarkt einhergehen. Verkaufs-

flächen gehen tendenziell retour. Bei den Schweizer Immobilien-teln ist die Skepsis besonders dort gross, wo die Gefässe teils über Hotels, Verkaufs- und Büroflächen verfügen. Dabei zählen gemischt genutzte Wohnquartiere zu den beliebtesten Standorten. Bei den Wohnimmobilien in unseren Portfolios (Vonovia in Europa, Fundamenta Real Estate und Investis als kotierte Schweizer Gesellschaften) setzen wir dies genauso um und heben uns von den relativ generischen Mononutzungen ab.

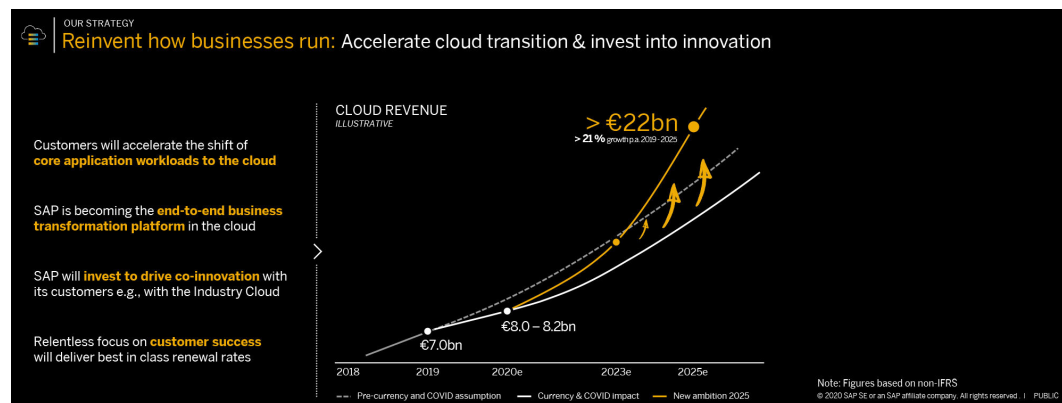
Die Spezialisierung auf dem Immobilienmarkt schreitet ohnehin voran. Als Vorzeigeprojekt gilt das grösste private Vorhaben, das in den letzten Jahren realisiert wurde: Die Rede ist vom «Circle» am Flughafen Zürich, das der langfristig ausgerichtete Infrastrukturbetreiber gemeinsam mit Swiss Life in Zürich-Nord, der stärksten Entwicklungsregion der Schweiz, gebaut hat. Flughäfen dürften ohnehin zu einem zentralen Punkt des weltwirtschaftlichen Transports werden. Heute rechnet man damit, dass die ersten Jets mit Wasserstoff ohne CO2 Ausstoss ab 2035 fliegen dürften.

Der «Circle» wird im Frühjahr 2021 eröffnet. Mit 180'000 m2 Nutzfläche, mit überdachten Innenhöfen, Dachterrassen, einem Krankenhaus, Hotels, Geschäften, Restaurants und Büros ist es eine Kleinstadt in sich. Die allumfassende Verglasung, getönt und grünlich schimmernd, ist nachhaltig konzipiert. In jedem Fensterelement ist eine eigene Sonnenschutzanlage verbaut.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	→	→↑	Die Preisentwicklung bei Wohneigentum zeigt sich immun gegen das Virus. Die Preise in der Schweiz steigen aus vielfältigen Gründen.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	↓	→	In diesem Marktsegment zeichnet sich eine coronabedingte Differenzierung ab, die aber nicht schockartig verlaufen, sondern sich allmählich abzeichnen wird.
Immobilienfonds CH	→	→	Der SXI Real Estate Shares TR Index ist mit -14% auf dem tiefsten Niveau seit einem halben Jahr und nur noch geringfügig über dem tiefsten Kurs von März 2020.
Infrastruktur	↑	↑	Der deutsche Versorger E.ON hat im Oktober an Wert eingebüsst, ebenso die Flughäfen und Mautstrassenbetreiber. Selbst BKW fiel unerwartet stark zurück.

Aktien

## Unternehmensberichte überzeugen



SAP: Beschleunigter Umstieg auf Cloudversionen und Investitionen in die Innovation (Quelle: SAP Strategy Update, 26.10.2020 | Grafik: SAP)

Mit der Berichterstattung aus dem dritten Quartal sind die Finanzmarktakteure in ihrer Zuversicht gestärkt worden. Trotz eines beispiellosen wirtschaftlichen Einbruchs im zweiten Quartal ist ein erheblicher Teil der Verluste aus dem März wieder wettgemacht. Auch wenn in Europa vielerorts neue Einschränkungen und Auflagen zur Pandemiebekämpfung gelten, überwogen die Aktienoptimisten zu Novemberbeginn.

Eine Ausnahme beim Optimismus betraf den deutschen Unternehmenssoftware-Konzern SAP. Im Strategieupdate berichtete der CEO Christian Klein über die Beschleunigung der Geschäftsverlagerung in die «Cloud». Das Ambitionsniveau 2025 liegt wesentlich höher als bisher, zeugt aber von einem vorübergehend geringeren Ertragswachstum bis 2023, um danach umso stärker zu wachsen. Der Markt war unerbittlich und strafte Europas grössten Technologiewert ab (Kursentwicklung im Oktober: -31%). Vor der Bekanntgabe der neuen Zielsetzungen hatten wir die Position deutlich reduziert. Auf dem gegenwärtigen Niveau halten wir den Titel für preiswert und attraktiv. Offensichtlich ist dies auch die Meinung des Gründers und Aufsichtsratsvorsitzenden Hasso Plattner. Er kaufte auf tieferem Niveau gleich für mehrere hundert Millionen Euro Aktien dazu.

Lonza hat am Investorentag im Oktober mit einer klaren Strategie überzeugt. Den grössten Beitrag zur Margenstärkung bis 2023 wird der Bereich Zell- und Gentherapien liefern. Die industriellen Chemieaktivitäten werden verkauft. Die Anlagen sind voll ausgelastet, und

für die zusätzliche Impfstoffproduktion werden derzeit die Kapazitäten ausgebaut.

Bei Nestlé überzeugte der starke Datenkranz aus den ersten neun Monaten. Zudem verbessert sich bald auch das Nachhaltigkeits-Rating, denn der Konzern will nicht selten kritisierte amerikanische Wassermarken verkaufen und sich auf margen- und wachstumsstarke Premiummarken wie San Pellegrino fokussieren. Bereits in den Kategorien Kaffee und Tiernahrung zeigte der Konzern seit 2017, wie sich durch den strategischen Fokus eine deutliche Wachstums- und Margenverbesserung erzielen lassen. Dank dem Aussortieren von schwachbrüstigen Einheiten und dem Stärken von wachstumsfrächtigen Geschäften zeigt der Konzern ungeahntes Tempo. Die Umbauarbeiten kombiniert mit einem deutlich beschleunigten Innovationstempo sorgten für marktüberdurchschnittliches Wachstum. Die Markterwartungen wurden deutlich übertroffen.

Dank dem hohen Bedarf an Corona-Tests kompensiert die Diagnostik beim Pharmakonzern Roche die Rückgänge bei etablierten Umsatzträgern (Herceptin, Rituxan und Avastin) und rettet so die Prognose für das Gesamtjahr. Das Portfolio von neuen Wirkstoffen und Kombinationen sieht vielversprechend aus, insbesondere die Mittel gegen Multiple Sklerose (MS) und die Bluterkrankheit sowie ein neues Krebsmittel. Wir gehen hier weiterhin von einer leichten Dividendenerhöhung aus.

Sub-Anlageklasse	3-6 Monate	12-24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Wenn wir neun Monate vorwärtsblicken, ist die Chance eines höheren SMI deutlich grösser als das Risiko eines tieferen SMI: Deshalb bleiben wir investiert.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Die Risiken der Pandemie können nicht ausgeblendet werden. Aber die Chancen überwiegen die gegenwärtigen Unsicherheiten.
Aktien USA	↗	↗	Nach den US-Wahlen verbessern sich die Aktienmärkte in den allermeisten Fällen um einen zweistelligen Prozentwert innerhalb von sechs Monaten.
Aktien Schwellenländer	↗	↗	Indien bleibt unser Schwellenländer-Favorit. Die Pandemierisiken haben sich stark reduziert und die wirtschaftlichen Aussichten weiter verbessert.

Alternative Anlagen

## Diverse alternative Anlagen überzeugen



(Bildquelle: stock.adobe.com)

**Unter den Alternativen Anlagen gibt es unterschiedliche Segmente, die kaum miteinander korrelieren. Das macht gewissermassen deren Reiz aus. Das kann von versicherungsrisikobezogenen Wertpapieren über Rohstoffe, Gold bis hin zu Hedge Fonds und Privatmarktanlagen reichen. Wir sind in unserer Auswahl von Alternativen Anlagen sehr vorsichtig und fokussieren insbesondere auf deren Ertrag.**

Da wir wissen wollen, wohin die Anlagen fliessen, werden Hedge Fonds in unseren allgemeinen Portfolios nicht eingesetzt. Die Ertragsorientierung erklärt zudem, weshalb wir bis dato nicht in Rohstoffe und Gold investiert haben. Die entsprechenden Anlagen sind stets mit Lagerkosten verbunden; bei Rohstoffen kommen immer auch noch die Rollkosten der Kontrakte hinzu. Insbesondere bei Gold glauben wir allerdings, dass es eine nachhaltig inflationäre Entwicklung braucht, um die Kursentwicklung dauerhaft aufrechtzuerhalten.

Natürlich kann es Phasen geben, in denen die Edelmetallpreise aus spekulativer Nachfrage steigen. Die realwirtschaftliche Goldnachfrage ist in diesem Jahr zuletzt zusammengebrochen. In Indien brach die Nachfrage um 50% ein, denn das beliebte Geschenk war bei all den abgesagten Hochzeiten nicht mehr gefragt. Schmuckkäufe in grösserem Umfang blieben aus, denn der hohe Preis von 2060

Dollar pro Unze (August) schreckte ab. Ende Oktober wurde die Unze zu 1880 Dollar gehandelt. In den vergangenen drei Monaten haben erstmals seit einem Jahrzehnt die Zentralbanken (z.B. der Türkei sowie jene in Usbekistan) mehr Gold verkauft als gekauft.

Dagegen halten wir viel von versicherungsrisikobezogenen Gefässen, die einen wichtigen Diversifikationsbeitrag zu leisten imstande sind. Attraktiv finden wir auch entsprechende Lösungen, die mit nachrangigen Anleihen kombiniert sind und damit insbesondere über die US-Windsaison hinaus Ertragsstärke beweisen können. Die Coronakrise hat den Versicherungsmarkt kräftig durchgeschüttelt. Die dennoch stabilen Solvenz-niveaus zeugen jedoch von der Widerstandsfähigkeit der nachrangigen Anleihen.

Einen wichtigen Beitrag zur realwirtschaftlichen Diversifikation leisten auch Privatmarktanlagen. Weltweit sind 50 wirklich wichtige Pharmafirmen kotiert. Deren «Pipeline» speist sich hauptsächlich aus innovativen Jungunternehmen, die zumeist noch keine Umsätze oder Erträge generieren. Ein immer grösserer Teil der Wertschöpfung wird in diesen Privatmärkten erzielt, was sich HBM Healthcare Investments zunutze macht. Aber auch der Partners Fund vermag mit den sog. «Buyouts» langfristig zu überzeugen. Deswegen bauen derzeit insbesondere langfristig ausgerichtete institutionelle Anleger diesen Bereich aus.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↗	↗	Der Bloomberg Commodity Index liegt mit -15.7% in CHF immer noch tief. Spürbar ist dies anhand von tiefen Benzin- und Heizölpreisen.
Gold, Edelmetalle	↗	→	Das Gold handelt 17% (-1% im Oktober) in CHF höher als zu Jahresbeginn. Möglicherweise verliert Gold an Wert, wenn die Aufregung um die Pandemie nachlässt.
Insurance Linked Securities	↗	↗	Vor allem in Kombination mit nachrangigen Versicherungsanleihen betrachten wir dies als eine interessante Ergänzung in einem Langfrist-Portfolio.
Private Equity	↗	↗	The Partners Fund hat in diesem Jahr 3.1% zugelegt. In den vergangenen fünf Jahren lag die annualisierte Nettorendite bei 7.5%.



## Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)			Jahresperformance (in CHF)			
		30.10.2020	10/2020	2020 YTD	2019	2018	2017
<b>Aktien</b>							
SMI	CHF	9'587.2	-5.9%	-9.7%	+26.0%	-10.2%	+14.1%
SPI	CHF	11'994.4	-5.7%	-6.6%	+30.6%	-8.6%	+19.9%
DAX	EUR	11'556.5	-10.5%	-14.2%	+20.9%	-21.3%	+22.8%
CAC 40	EUR	4'594.2	-5.4%	-24.4%	+21.8%	-14.4%	+19.2%
FTSE MIB	EUR	17'943.1	-6.7%	-24.9%	+23.6%	-19.3%	+24.0%
FTSE 100	GBP	5'577.3	-5.2%	-31.5%	+14.7%	-16.7%	+12.9%
EuroStoxx50	EUR	2'958.2	-8.4%	-22.3%	+20.3%	-17.6%	+16.2%
Dow Jones	USD	26'501.6	-5.1%	-11.9%	+20.3%	-4.7%	+19.7%
S&P 500	USD	3'270.0	-3.2%	-4.0%	+26.7%	-5.4%	+14.3%
Nasdaq Composite	USD	10'911.6	-2.8%	+15.4%	+33.0%	-3.0%	+22.7%
Nikkei 225	JPY	22'977.1	-0.6%	-4.3%	+17.8%	-9.3%	+18.1%
Sensex	INR	39'614.1	+2.2%	-13.0%	+10.0%	-2.0%	+30.3%
MSCI World	USD	2'292.9	-3.6%	-7.7%	+23.1%	-9.6%	+15.0%
MSCI EM	USD	1'103.5	+1.5%	-6.1%	+13.5%	-15.8%	+28.6%
<b>Obligationen (gemischt)</b>							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	180.4	-0.1%	+3.3%	+3.7%	-0.4%	-0.3%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	211.5	+0.0%	+3.9%	+8.7%	-4.2%	+3.2%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	286.6	+0.4%	-0.7%	+10.5%	-5.1%	+5.4%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	306.5	-0.1%	+0.1%	+9.0%	-5.2%	+5.5%
<b>Staatsobligationen</b>							
SBI Dom Gov	CHF	200.3	+0.1%	+1.8%	+4.4%	+0.7%	-0.4%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	173.8	-1.0%	+6.4%	+3.3%	-2.4%	-0.2%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	221.5	+1.0%	+4.4%	+6.2%	+0.6%	-0.3%
<b>Unternehmensobligationen</b>							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	185.6	+0.2%	-0.1%	+2.4%	-0.3%	+0.6%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	221.8	-0.3%	+4.9%	+10.7%	-5.7%	+3.8%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	569.9	+0.4%	-0.5%	+10.5%	-5.3%	+4.9%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	181.0	+0.7%	+1.3%	+5.8%	-1.7%	+1.9%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	271.0	+0.2%	-2.7%	+10.9%	-4.2%	+6.4%
<b>Alternative Anlagen</b>							
Gold Spot CHF/kg	CHF	55'390.1	-0.8%	+17.5%	+16.4%	-1.6%	+6.6%
Commodity Index	USD	71.8	+0.9%	-15.7%	+3.7%	-12.2%	-3.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'249.9	-2.6%	+1.9%	+21.7%	-4.4%	+7.6%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'312.6	-0.6%	-3.6%	+6.8%	-5.8%	+1.5%
<b>Währungen</b>							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.9170	-0.4%	-5.1%	-1.6%	+0.8%	-4.4%
Euro / Schweizer Franken	CHF	1.0681	-1.1%	-1.6%	-3.5%	-3.8%	+9.2%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.8759	+0.3%	-1.7%	-0.6%	+3.6%	-0.7%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.1873	-0.2%	-7.4%	+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](http://www.zugerberg-finanz.ch) finden entsprechend Anwendung. Die Wertentwicklung ist gemäss Musterportfolio. Die effektive Struktur des einzelnen Depots und die daraus resultierende Wertentwicklung können aufgrund des aktiven Managements davon abweichen und sind vom Zeitpunkt und der Höhe der Investition abhängig. Dies insbesondere im ersten Jahr der Investition wegen des gestaffelten Einstiegs in den Markt. Massgeblich ist einzig die effektive Wertentwicklung gemäss Konto-/Depotauszug der Depotbank resp. der Stiftung. Die 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 historische 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](mailto:info@zugerberg-finanz.ch), [www.zugerberg-finanz.ch](http://www.zugerberg-finanz.ch); Fotos: Andreas Busslinger, Maurice Pedergnana, [stock.adobe.com](http://stock.adobe.com), [www.airbus.com](http://www.airbus.com), [www.sap.com](http://www.sap.com); Schlusskurse per 30.10.2020; Wirtschaftsdaten per 30.10.2020; Wirtschaftsprognosen vom 30.10.2020; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.