



# DER FINEZIANER

MARKTAUSBLICK



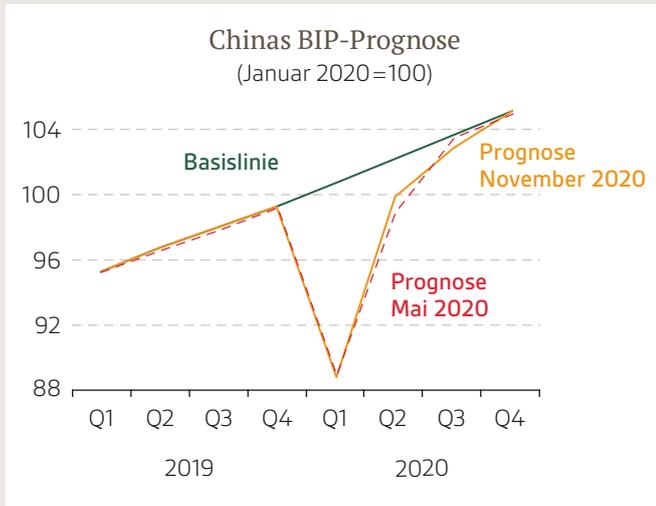
## Corona – eine Zäsur oder nur eine Fussnote der Wirtschaftsgeschichte?

---

Endlich gute Neuigkeiten: Mitten in der zweiten Welle der Coronapandemie in Europa und der dritten Welle in den USA ist nach den Meldungen über aussichtsreiche Impfstoffe gegen das Coronavirus wieder deutlich mehr Optimismus zu verspüren. Auch wenn das Coronavirus noch lange nicht besiegt ist und es auch noch eine Weile dauern wird, bis der Impfstoff wirkungsvoll in der Gesellschaft ankommt, scheint damit ein globaler Double-Dip äusserst unwahrscheinlich; selbst wenn es in Europas Wirtschaft im 4. Quartal 2020 unweigerlich zu erneuten Rückgängen kommen wird. Getreu dem Motto "buy the rumours" haben weltweit einige Aktienmärkte erst einmal neue Höchststände realisiert. Wenn man nur auf diesen Um-

stand abzielt, dann ist die im Titel gestellte Frage bereits eindeutig beantwortet.

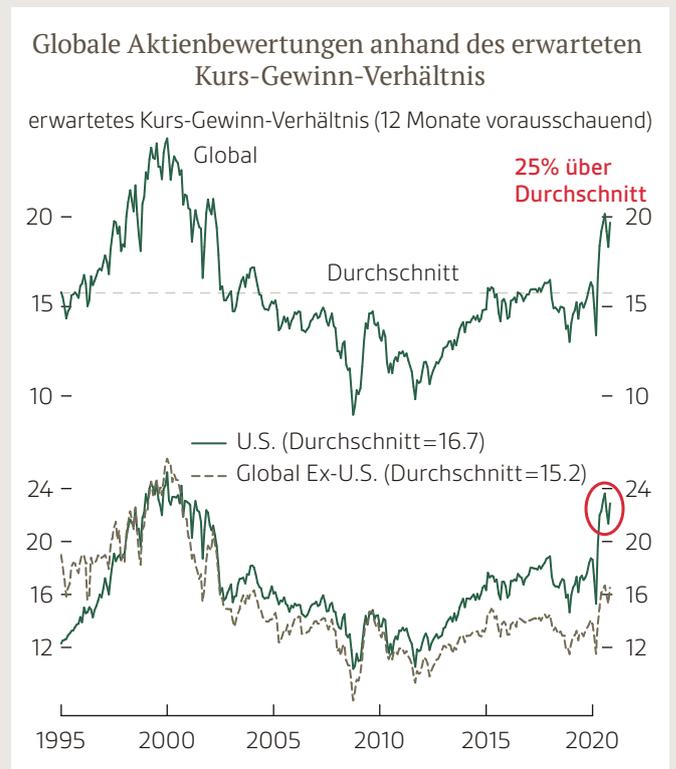
Der absolute Star bei den Optimisten ist sicherlich China. Das Reich der Mitte wird als einziges bedeutendes Land in diesem Jahr ein positives Wirtschaftswachstum aufweisen. Zudem werden auch für das kommende Jahr nochmals 9 bis 10% Wachstum erwartet. Damit ist China bereits wieder auf dem «Vor-Corona»-Pfad, wie die Grafik auf nachfolgender Seite zeigt.



Quelle: Refinitiv Datastream, Candriam

Corona selbst scheint in China ebenfalls unter Kontrolle zu sein. All dies sind gute Voraussetzungen für eine erfolgreiche Öffnung des chinesischen Kapitalmarktes und für ein weiteres Erstarken des Yuan (CNY). Insbesondere die Aufnahme Chinas in mehrere wichtige Obligationen-Indizes wird zu einem massiven Kapitaltransfer in Richtung China führen. Dabei ist die Erholung sowohl bei der Produktion als auch im Dienstleistungsbereich jedoch stark auf den chinesischen Binnenmarkt ausgerichtet, so dass der Rest der Welt vorerst in bescheidenem Umfang von dieser positiven Entwicklung profitieren wird.

Dennoch wird die wirtschaftliche Erholung in den OECD-Ländern in Verbindung mit einer hyper-akkommodierenden Geldpolitik der Fed und anderer Zentralbanken, der anhaltenden fiskalischen Unterstützung von Haushalten und Unternehmen sowie den negativen realen Renditen von Safe-Haven-Vermögenswerten als hinreichend positiv interpretiert, so dass sich auch im Westen viele Märkte erholt haben, ja sogar neue Höchststände erreicht wurden. Wie selbstverständlich wurden dabei viele zukünftig notwendige Entwicklungen im positiven Sinne eingepreist, sodass die Aktienbewertungen im historischen Vergleich hoch erscheinen.



Quelle: MSCI, MRB Partners

An den Märkten scheint jedenfalls kein Zweifel an der raschen Rückkehr der wirtschaftlichen Aktivität auf das Niveau vor der Pandemie zu bestehen.

Diese Sicht stützt sich vor allem auf die Annahmen, dass mit der Möglichkeit zur Impfung die negativen Effekte des Coronavirus vernachlässigbar sein werden, dass Transferzahlungen weiter gewährt werden und dass zusätzliche umfassende fiskalpolitische Stützmassnahmen vonseiten der Regierungen beschlossen werden.

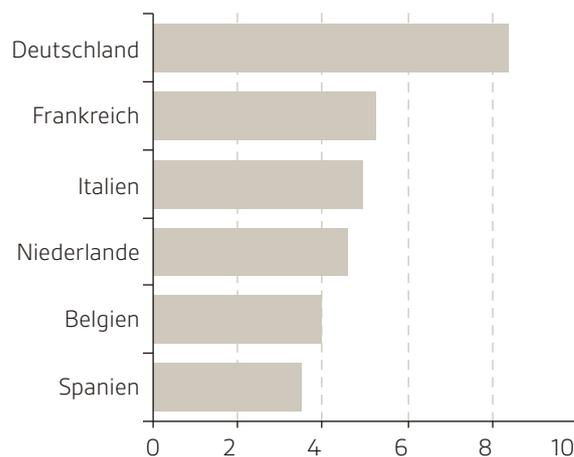




Für all dies stehen sowohl der neu gewählte US-Präsident Joe Biden als auch die von ihm als Finanzministerin nominierte ehemalige Präsidentin der Fed, Janet Yellen. Beide werden die Entwicklung des US-Arbeitsmarktes als Leitschnur für ihre fiskalpolitischen Massnahmen betrachten. Darüber hinaus werden mit der Administration Biden positive Konjunkturimpulse durch eine kooperativere Grundhaltung auf internationaler Ebene verbunden, sei es im internationalen Handel oder beim Umweltschutz. So wird erwartet, dass sich die neue Administration endlich der an vielen Orten maroden Infrastruktur annimmt und sich die Erneuerungen sowohl ökonomisch als auch ökologisch positiv auswirken werden. Ferner kann von substantiellen Investitionen in die Breitenbildung und in die generelle medizinische Versorgung ausgegangen werden. Biden hat darüber hinaus immer wieder erklärt, dass der von ihm angestrebte neue Gesellschaftsvertrag auch einen Anstieg der Erwerbseinkommen durch einen höheren Mindestlohn beinhaltet. Sollten jedoch die Republikaner wie momentan im US-Senat die Mehrheit stellen, dann sind Biden & Yellen finanzpolitisch erst einmal die Hände gebunden. Unter dieser Perspektive kann man das Aktienengagement durchaus übergewichten, auch wenn im nächsten Jahr keine rasanten Kursgewinne erwartet werden sollten.

Natürlich darf man auch die mittelfristigen strukturellen Probleme, die sich durch die Coronapandemie ergeben haben, bzw. durch sie erneut sichtbar geworden sind, nicht ausser Acht lassen. Im Vordergrund stehen dabei die durch die Pandemie verschärften Verteilungsfragen zwischen und innerhalb der betroffenen Länder. So konnten einzelne Länder wie Deutschland in der EU oder die Schweiz aufgrund ihrer Finanzkraft massiv unterstützend intervenieren, während andere Länder wie Griechenland und Spanien in der EU, aber auch Grossbritannien oder Schwellenländer keineswegs äquivalent reagieren konnten.

Unterstützungsmassnahmen in Prozent des BIP seit März 2020

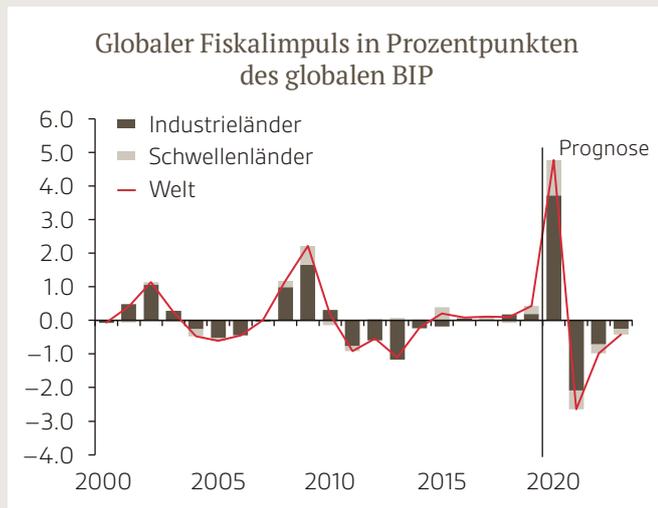


Quelle: IMF, Candriam

Angesichts einer weltweiten Verschuldung in Höhe von inzwischen 365 % des globalen Bruttoinlandsprodukts liegt es auf der Hand, dass der massive Anstieg der Staatsverschuldung von ungefähr 10 bis 20 Prozentpunkten des BIP in vielen Ländern in diesem Jahr nicht noch einmal wiederholt werden kann.

Im Gegenteil, die Forderungen bereits im kommenden Jahr wieder zu sparen, nehmen zu. Einige Experten gehen inzwischen davon aus, dass der globale Fiskalimpuls trotz all der erwarteten

Unterstützungsmassnahmen insgesamt wieder negativ sein wird. Dies ist allerdings kein Grund für Alarm oder Pessimismus, sondern Teil des Prozesses der Rückkehr zur Normalität und es scheint wahrscheinlich, dass ein Teil dieses Rückgangs von den Haushalten aufgefangen werden kann.



Quelle: Oxford Economics / Haver Analytics

Jedoch waren alle Länder schon vor der Coronakrise in puncto Umwelt und Industrieller Revolution 4.0 finanziell gefordert. Es braucht nicht viel Fantasie, um sich vorzustellen, dass die strukturelle und damit auch die zukünftige konjunkturelle Kluft nach der Coronakrise noch viel grösser sein wird als zuvor. Das gleiche Phänomen kann man auch innerhalb der einzelnen Länder beobachten, am deutlichsten in den südlichen Ländern der EU, wie auch in einigen angelsächsischen Ländern. Am stärksten betroffen sind immer die unteren, meist nur gering qualifizierten Einkommensgruppen. Schon jetzt werden die öffentlichen Schulen in vielen Ländern nicht geschlossen, damit alle Schülerinnen und Schüler wenigstens einmal am Tag eine warme Mahlzeit bekommen - von der mangelnden technischen Ausstattung dieser Einkommensgruppen im Home Schooling ganz zu schweigen. Die OECD betrachtet diese Asymmetrie in der Teilhabe an Essen, medizinischer Versorgung, Bildung und der digitalen Entwicklung als einen der wesentlichen Faktoren für die niedrige prognostizierte Produktivitätsentwicklung.

Im Zusammenspiel mit all diesen Aspekten sind viele unterschiedliche Szenarien denkbar, aber es wird deutlich, dass ohne Versorgungssicherheit auf mittlere Frist, sprich Fortführung der Unterstützungsprogramme, die in diesem Jahr aufgelaufenen Einkommensüberschüsse wohl kaum zu zusätzlichem Konsum führen werden. In den USA sind die aufgelaufenen Sparvolumina



vom Sommer 2020 jedoch fester Bestandteil der unterstellten Konsumerholung. Es wird sich zeigen, ob dies bei auslaufenden Unterstützungen im ersten Quartal 2021 tatsächlich der Fall sein wird.

Der mit der Coronakrise verbundene Strukturwandel wird weitgehend begrüsst. Vor dem zuvor skizzierten Hintergrund dürften Investitionen momentan eher auf Rationalisierungen als auf Kapazitätserweiterungen abzielen. Diese Investitionen sind sicherlich ein erster notwendiger Schritt für einen erneuten konjunkturellen Aufschwung, dieses Mal jedoch verbunden mit dem diffizilen Umstand, dass die Rationalisierungen auch bei den gut ausgebildeten Arbeitnehmern im anspruchsvollen Dienstleistungsbereich stattfinden. Der öffentliche Sektor wird diese Personen zurzeit wohl kaum aufnehmen können. Das Problem ist dabei, dass z.B. in den USA 20% der Personen (mit den höchsten Einkommen) knapp die Hälfte aller Dienstleistungen konsumiert. Mit anderen Worten: Der Nettoeffekt am Arbeitsmarkt für sehr gut ausgebildete Arbeitnehmer wird das Tempo der konjunkturellen Erholung in den nächsten Monaten bestimmen. Da in diesem Sektor in den USA aktuell immer noch rund 25% weniger Arbeitnehmer vorhanden sind als vor Corona, ist eine gewisse Skepsis – nicht bezüglich der Expansion, aber hinsichtlich der möglichen Expansionsgeschwindigkeit – durchaus angebracht.



**Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Voraussetzungen für einen neuen Aufschwung gerade arrangiert werden, nur wie lange es dauern wird, bis dieser sich materialisieren wird, lässt sich heute noch nicht abschätzen.**

Je nachdem, wie viele Verhaltensänderungen die Coronakrise überdauern werden, wird man rückblickend vielleicht doch von einer Zäsur sprechen, und diese muss keinesfalls negativ gewertet werden. Vertraut man den Märkten, dann steht der Rückkehr zu den bisherigen Verhaltensmustern nichts im Wege und der Aufschwung wird sicher kommen. Zumindest beinhalten die Bewertungen keine negativen Entwicklungen. Ob es so kommen wird, werden die nächsten Monate zeigen. Wer Korrekturen aushalten kann und ein langfristiges Durchhaltevermögen besitzt, der kann sich zurzeit sicher optimal positionieren. Doch selbst dann sollte man sich bewusst sein, dass die kommenden Erträge im Aktienbereich mit erhöhter Volatilität einhergehen.

Bei den Währungen hingegen sollte die Volatilität nicht merklich zunehmen. Dies, da sich die Zinsdifferenzen angesichts der uniso-

no verfolgten Geldpolitik kaum markant ändern dürften. Unter dieser Prämisse würden wir weiterhin die Fremdwährungsquote nicht übergewichten und den EUR dem USD vorziehen. Es ist allerdings kein Geheimnis, dass man sich in einem global aufgestellten Portfolio den Wechselkursrisiken nicht gänzlich entziehen kann, denn wer z.B. in Schweizer Franken Nestlé-Aktien kauft, der muss sich bewusst sein, dass auch dieses Investment ein gewisses Fremdwährungsrisiko beinhaltet.

# Finezia Asset Allocation

---



Und plötzlich waren's zwei: Nachdem seit dem Frühjahr die unterstützende Fiskalpolitik massgeblich für die starken Aktienmärkte verantwortlich war, ist kurz nach den US-Präsidentenwahlen noch ein weiterer Faktor hinzugekommen. Gleich mehrere Unternehmen haben einen Impfstoff gegen COVID-19 in Aussicht gestellt. Was bedeutet dies für die Asset Allocation?

## Obligationen

Die Zentralbanken werden die Zinsen für längere Zeit tief halten. Dadurch ist gewährleistet, dass Staaten (und Unternehmen) ihre Schulden weiterhin zurückbezahlen oder zu günstigen Konditionen verlängern können. Im Grossen und Ganzen schätzen wir die Anlageklasse als nicht attraktiv ein. Aufgrund der aktuellen Lage gilt das Augenmerk hauptsächlich der Selektion, da sich das Ausfallrisiko aufgrund der wirtschaftlichen Gegebenheiten generell erhöht hat.

## Aktien

TINA – diesen Namen hat man in den letzten Monaten häufig gelesen, wenn die Frage auftauchte, ob man weiterhin in Aktien investieren sollte. Er steht für «There Is No Alternative» und bisweilen war dies wirklich so. Aktien sind gemessen an den Alternativen, z.B. Obligationen, weiterhin attraktiv. Nachdem in den ersten zehn Monaten v.a. die Gewinner der Coronakrise im Fokus stan-

den, haben seit der positiven Meldung bezüglich Impfstoffen auch «Corona-Verlierer» wie Tourismusaktien wieder ein Lebenszeichen von sich gegeben. Hier gilt es, einen gesunden Mix aus Branchen und auch aus Regionen zu finden, denn nicht alle Länder werden in gleichem Masse unter den Nachwehen der Coronakrise leiden. Nebst Kursgewinnen sind auch Dividenden ein Bestandteil der Aktienperformance. Im heutigen Tiefzinsumfeld stellen diese eine begehrenswerte Ertragsalternative zu Zinsen dar. Darum halten wir nebst innovativen Unternehmen aus zukunftsgerichteten Branchen auch Schweizer Dividentitel weiterhin für unverzichtbar.

## Alternative Anlagen

In einem volatilen Umfeld, wie wir es im Jahr 2020 erleben dürfen, wird der Bereich der Alternativen Anlagen umso interessanter. Hedgefonds sind in diesem Anlageumfeld attraktiv, weil sie sich in beide Richtungen positionieren können. Diese Anlageklasse ist insbesondere auch aufgrund der grossen Diversifikationseigenschaften, welche durch die teilweise tiefe bzw. nicht vorhandene Korrelation mit anderen Anlageklassen entsteht, sehr interessant. Die Attraktivität innerhalb der verschiedenen Anlagestile von Hedgefonds ist jedoch stark unterschiedlich und bedarf einer detaillierten Betrachtung. Auch Private-Equity-Positionen sind in unsicheren Marktphasen dank der langfristigen Ausrichtung von den kurzfristigen Börsenturbulenzen weniger betroffen. Mehr zu Hedgefonds und Private Markets lesen Sie im nächsten Artikel.

## Edelmetalle

Gold hat üblicherweise im Portfolio eine wichtige, defensive Rolle, vornehmlich als Absicherung gegen Systemrisiken, wie z.B. eine Staatsschuldenkrise. Durch die Aktienrally der vergangenen Wochen ist der Goldpreis gesunken. Dabei gilt jedoch nicht zu vergessen, dass dem ein ungewöhnlich starker Kursanstieg vorausging. Seit Jahresbeginn ist der Goldpreis noch immer stark im Plus und wir sind überzeugt, dass eine gewisse Goldallokation in ein Portfolio gehört.

## Währungen

In den letzten Wochen hat sich primär der USD gegenüber dem CHF weiter abgeschwächt, während der EUR gegenüber dem CHF stabil geblieben ist und gegenüber dem USD stark zugelegt hat. Wie im vorhergehenden Text beschrieben, sehen wir keine markanten Wechselkursveränderungen in naher Zukunft.

# In deo speramus

Providence, Hauptstadt des US-Bundesstaates Rhode Island - seit 1764 die Heimat der Brown University, Mitglied der berühmten Ivy-League der ehrwürdigen Elite-Universitäten. Für uns Europäer vielleicht nicht der klingendste Name, wenn man bedenkt, dass auch Harvard und Yale zur Ivy-League gehören, aber mit Absolventinnen und Absolventen wie der designierten US-Finanzministerin Janet Yellen, dem Ex-Präsidenten der Weltbank Jim Yong Kim, dem CNN-Gründer Ted Turner oder John F. Kennedy Jr. haben schon einige bekannte Persönlichkeiten dort den Grundstein für ihren weiteren Lebensweg gelegt.

Brown University also. Motto «In deo speramus», «Auf Gott hoffen wir». Zumindest bei den Finanzanlagen scheint dies die Brown University gar nicht nötig zu haben, denn offenbar sitzen in ihrem Investment-Office ganz tüchtige Leute. Dazu muss man wissen, dass sich diese Universitäten durch sogenannte Endowment Funds (vergleichbar mit unseren Stiftungen) finanzieren. Da diese mitunter mehrere Milliarden gross sind (Harvard, Yale und Stanford vereinen rund USD 100 Mrd. Stiftungskapital auf sich), wird jeweils genau hingeschaut, wenn im Herbst die jährlichen Resultate der Endowment Funds veröffentlicht werden. Und dieses Jahr schauten alle Ivy-League-Universitäten neidisch nach Providence, Rhode Island. Schon wieder.

Bereits zum zweiten Mal in Folge hat die Brown University alle Konkurrenten abgehängt und dies nicht zu knapp. Für das am 30. Juni endende Fiskaljahr erzielte das Portfolio eine Rendite von 12.1% und steigerte seinen Vermögenswert auf ein Allzeithoch von 4,7 Milliarden USD. Dies in einer Zeitspanne, in der der Weltaktienindex gerade einmal eine Rendite von 2.8% erzielte. Es ist das vierte Jahr in Folge, in dem die Stiftung Renditen von über 12% erzielte, nach 12.4% im vergangenen Jahr, 13.2% im Jahr 2018 und 13.4% im Jahr 2017.

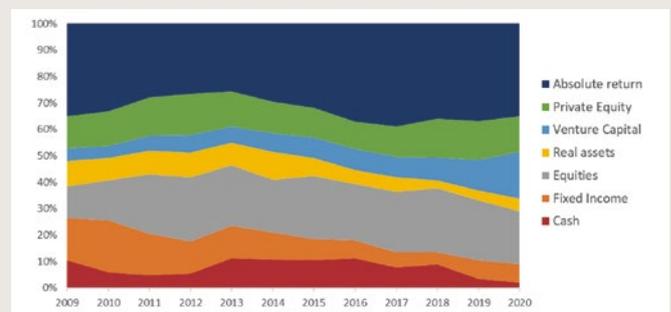
Die Rendite von 12.1% für das Jahr 2020 war angesichts des freien Falls des Marktes im ersten Quartal des Jahres besonders beeindruckend. Das «zweitplatzierte» Dartmouth College erreichte gerade mal 7.6%. Doch wie ist das Vermögen der Brown University angelegt, und was können wir daraus lernen? Diesen Fragen gehen wir mit folgender Grafik genauer auf den Grund, in welcher die Asset Allocation der Brown University mit derjenigen des 30-Mrd. Funds von Yale verglichen wird.

ASSET CLASS	BROWN (%)	YALE (TARGET, %)
Cash and Fixed Income	9.0	7.5
Equities	20.0	14.0
Real assets	4.7	14.0
Venture Capital	17.8	23.5
Private Equity	13.4	17.5
Absolute return	35.0	23.5

Quelle: markovprocesses.com

Es fällt auf, dass der Teil festverzinslicher Anlagen und Liquidität sehr tief gehalten wird. Dies ergibt im heutigen Umfeld sicherlich Sinn, da diese Anlagen keine Erträge abwerfen. Demzufolge dürfte man einen hohen Aktienanteil erwarten? Weit gefehlt. Mit 35% den grössten Anteil machen sogenannte Absolute-Return-Funds (Hedgefonds) aus. Mit diesen wird versucht, in jedem Marktumfeld eine positive Rendite zu erzielen. Dies ist der Performance natürlich v.a. in schwierigen Marktphasen, wie wir sie z.B. in diesem Frühjahr erlebt haben, zuträglich. Gleich nach den Aktien mit 20% folgt das Venture Capital mit rund 18%. Venture Capital bezeichnet ein Investment, welches zur Finanzierung von jungen (Start-up-) Unternehmen eingesetzt wird. Mit 13% ebenfalls höher gewichtet als festverzinsliche Anlagen sind Private-Equity-Anlagen, also privates Beteiligungskapital. Es folgt noch ein Anteil Real Assets von rund 5%, dies sind z.B. Immobilien.

Über die letzten 12 Jahre hat sich die Asset Allocation der Brown University wie folgt verändert:



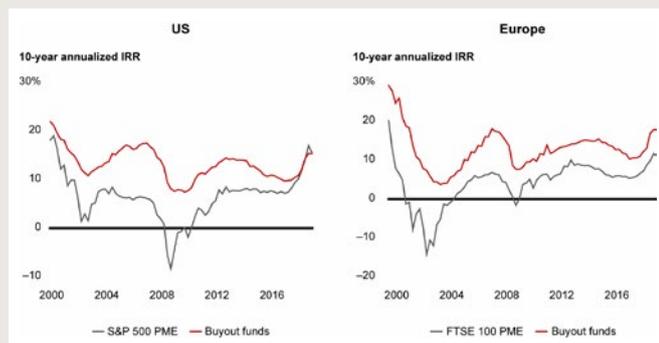
Quelle: markovprocesses.com

Es fällt auf, dass der Anteil der «traditionellen Anlagen» (Festverzinsliche und Aktien) jährlich kleiner wird, währenddem v.a. der Venture-Capital-Anteil in den letzten Jahren massiv ausgebaut wurde und Hedgefonds sowie Private Equity unverändert hoch

blieben. Was heisst das für Sie als Anlegerinnen und Anleger, wenn milliardenschwere Universitätsfonds ihre Anlagen in diese Richtung positionieren?

Endowment Funds sind seit den 1920er Jahren bekannt für ihre innovativen Anlagestrategien. Sie gehörten zu den ersten institutionellen Investoren mit einem sehr hohen Aktienanteil, was sich langfristig in einer überdurchschnittlich hohen Rendite auszahlt. Sie gelten also sozusagen als Vorreiter für andere institutionelle Investoren weltweit. Wenn Endowment Funds vermehrt in alternative Anlagen wie Private Equity, Hedgefonds oder Infrastruktur investieren, mit den Zielen, eine zusätzliche Diversifikation zu erreichen, Zugang zu besonders talentierten Vermögensverwaltern zu erhalten sowie eine Illiquiditätsprämie zu erwirtschaften, ist die Chance durchaus gegeben, dass dies ein Vorzeichen für das Verhalten anderer Investoren für die Zukunft sein wird.

Zugegeben, in den letzten 10 Jahren verdiente man mit einem reinen Aktienportfolio sehr gut, der Weltaktienindex rentierte gemessen in CHF rund 9% pro Jahr. In den 10 Jahren zuvor verlor derselbe Index jedoch mehr als 30%, was ein Minus von rund 3.7% jährlich ergibt. In diesen Zeiten sind Hedgefonds und Private-Market-Anlagen (wozu Private Equity, Venture Capital, aber auch Private Infrastructure, Private Real Estate und Private Debt gehören) eine willkommene Renditequelle - in volatilen Zeiten sind sie ein Stabilisator im Portfolio. Über lange Frist geht dies nicht zulasten der Rendite. Sowohl in den USA als auch in Europa sind die 10-Jahres-Renditen seit dem Jahr 2000 in Private Equity höher als diejenigen der Aktienindizes, wie wir in den nachfolgenden Grafiken sehen.



Wer also einen langfristigen Anlagehorizont besitzt und mit einem Teil Illiquidität im Portfolio leben kann, der sollte sich überlegen, ob Private-Market-Anlagen oder Hedgefonds-Anlagen nicht eine Berechtigung in seiner Anlagephilosophie haben sollten.

Aktuell spricht vieles dafür, dass die Aktienmärkte noch weiter nach oben tendieren werden; Gründe dafür haben wir auf den ersten Seiten dieser Publikation dargelegt. Doch glauben Sie uns, es wird wieder Phasen geben, in denen der Aktienmarkt über 10 Jah-

re hinweg weniger als 9% jährlich rentiert. Als Investor sollte man sich frühzeitig damit befassen, wie das eigene Portfolio in einer negativen Marktphase aussehen sollte, denn «In deo speramus» ist nun wirklich keine angebrachte Anlagestrategie.

