

# Perspektiven

## Investmenteinblicke – Seite 3

Kapitalanlage gleicht Marathon

## Anlagestrategie – Seite 5, 10–11, 13–14

Langer Atem

Governance, das G in ESG

Stiftungsfonds mit hohem Anteil alternativer Anlagen halten ihr Versprechen

## Anlagenklassen im Fokus –

Seite 6–7, 12

Fragen und Antworten – Anleger drängen in renditeschwachem Umfeld in Privatmarktanlagen

Aktive versus passive Vermögensverwaltung in turbulenten Zeiten

## Regionen im Fokus – Seite 8–9

Zehn Punkte zu China



## Kapitalanlage ist wie ein Marathon

Wir leben in ungewissen, ja beispiellosen Zeiten. Aber bei Märkten und Anlagen ist es wie in einem Marathon, nicht wie in einem Sprint. In turbulenten Marktphasen ist die Portfoliodiversifizierung besonders kritisch für die Absorbierung von Volatilitätsspitzen. Jetzt dürfen wir nicht zurückschauen, sondern müssen den Blick nach vorn richten und uns auf eine für längere Zeit erhöhte Volatilität vorbereiten.



## KAPITALANLAGE GLEICHT MARATHON



**CÉSAR PÉREZ RUIZ**

Leiter Investments und CIO  
Pictet Wealth Management

„Mehr denn je kommt es  
darauf an zu erkennen,  
dass es in schwierigen  
Zeiten besser ist, investiert  
zu bleiben.“

Wir leben in ungewissen, ja beispiellosen Zeiten. Aber bei Märkten und Anlagen ist es wie in einem Marathon, nicht wie in einem Sprint. In Phasen mit Marktschwankungen und -verwerfungen ist die Portfoliodiversifizierung besonders kritisch für die Absorbierung von Volatilitätsspitzen. Das 1. Quartal 2020 brachte den stärksten Rückgang der Weltaktienkurse seit der Finanzkrise von 2008. Zwar haben einige Märkte kapituliert (in Asien, inklusive Japan, sind die Kurs-Buchwert-Verhältnisse wieder auf dem Stand von 2008), doch weltweit liegen die Bewertungen immer noch deutlich über den Tiefs jener Finanzkrise. Vergleiche sind zwar stets schwierig, aber für einen weiteren Kursrückgang besteht also noch Raum. Wir bleiben bei unserer konservativen Positionierung mit Untergewichtung von Aktien. Bei festverzinslichen Anlagen setzen wir mehr denn je auf Qualität und ziehen forderungsbesicherte gegenüber Cashflow-besicherten Schuldtiteln vor.

Positiv ist, dass die Banken heute besser kapitalisiert und nicht mehr so stark fremdfinanziert sind wie vor der Finanzkrise. Zu schaffen machen ihnen aber die grossen Herausforderungen, vor denen ihre Firmen- und Privatkunden aufgrund der virusbedingten Rezession jetzt stehen. Die Banken können der Kanal sein, über den die Stützungsmaßnahmen der Fed Unternehmen und Einzelpersonen erreichen.

Das Hauptziel staatlicher Konjunkturmassnahmen ist heute der Schutz der Verbraucher, damit möglichst viele den Aufschwung mittragen, wenn er kommt. Dies wird den Schaden bei Unternehmen begrenzen, die unter Kaufkrafteinbussen der Konsumenten leiden. Die Gewinnspannen der Unternehmen werden schrumpfen. Eine Zunahme der Firmeninsolvenzen und der Arbeitslosigkeit ist absehbar. Dies wird die Erholung bremsen, sodass noch stärkere Konjunkturprogramme benötigt werden. Die staatliche Regulierung wird zunehmen, und schon jetzt stehen Unternehmen unter Druck, ihre Dividendenausschüttungen zu kürzen. Möglich wäre auch ein grundlegender ökonomischer Paradigmenwechsel, nach dem nicht mehr die Profitabilität im Mittelpunkt steht, sondern die Arbeitskräfte.

Krisen legen tendenziell die schwächsten Glieder bloss und ziehen sie am stärksten in Mitleidenschaft. Auf Länderebene bevorzugen wir Staaten, die haushaltspolitisch und legislativ stark genug sind, um angemessene Anreize zu beschliessen, wie die USA, Deutschland und China. Wir begünstigen auch jene Länder, die angemessene Massnahmen zur Eindämmung des Coronavirus treffen. Auf längere Sicht konzentrieren wir uns darauf, die Gewinner der Krise von den Verlierern zu unterscheiden. Wir gehen davon aus, dass sich Aktien aus einigen Sektoren wie Gesundheit und Internet gut entwickeln werden. Von höheren Staatsausgaben könnten auch Infrastrukturtitel profitieren. Mit abnehmender Profitabilität erwarten wir, dass Fusionen und Übernahmen zunehmen, sodass sich ertragreiche Möglichkeiten für Private-Equity-Fonds mit gefüllten Kassen ergeben könnten. Wir setzen nach wie vor auf Private Equity, die auch weniger anfällig für die derzeit regen Verkäufe an den Börsen ist.

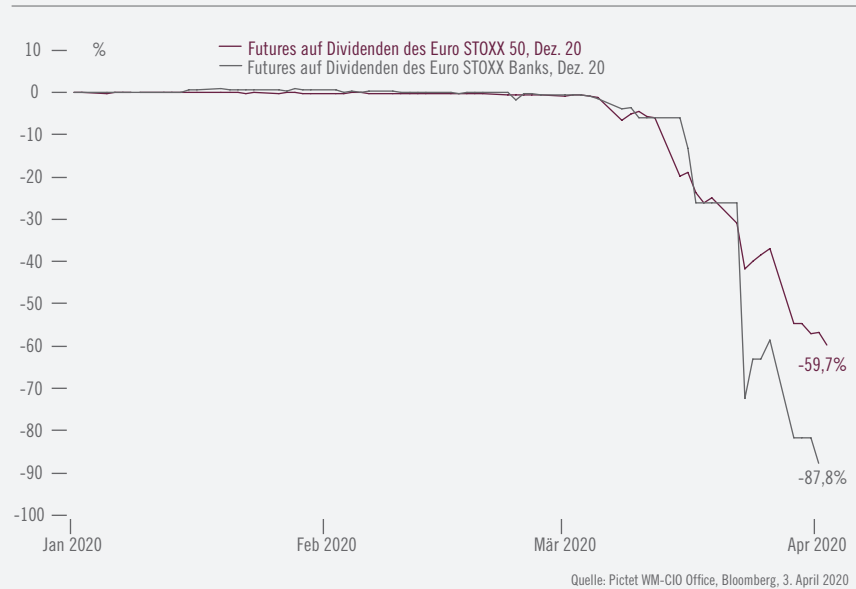
In Zeiten wie diesen dürfen wir nicht zurückschauen, sondern müssen den Blick nach vorn richten. Mehr denn je kommt es darauf an zu erkennen, dass es in schwierigen Zeiten besser ist, investiert zu bleiben. Heute ist der richtige Moment für Anleger, um ihre Risiko-Ertrags-Profile zu überprüfen und sicherzustellen, dass sie für die längere Zeit erhöhter Volatilität, die uns vermutlich bevorsteht, gewappnet sind. Anleger sollten sich überlegen, wie sich die Investmentlandschaft verändern wird und ob ihre Anlagen dieser Entwicklung und weiteren unerwarteten kurzfristigen Ereignissen standhalten können. Vergessen Sie nicht: Die Geschäftsideen, die vor dem Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2000 von den Märkten favorisiert wurden, sind inzwischen Realität geworden, aber die Gewinner sind die Unternehmen, die dauerhaft überleben konnten. Wir legen den Schwerpunkt auf niedrig verschuldete Qualitätsunternehmen, die eine Überregulierung vermeiden und am besten aufgestellt sind, um sich in turbulenten Zeiten selbst über Wasser zu halten – die ihr Schicksal also selbst in der Hand haben.

# Auf einen Blick

## Wirkung der Massnahmen gegen das Coronavirus auf die Märkte

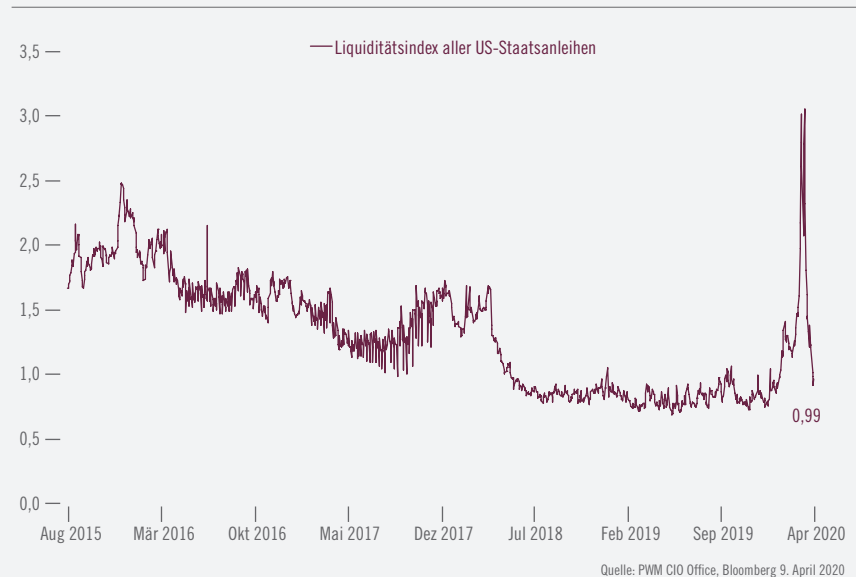
Weltweit haben die Unternehmen begonnen, ihre Dividenden zu kürzen, um genügend liquide Mittel für die Umschiffung der nächsten Klippen in ihrer Bilanz zu halten. Die (zumindest implizite) Botschaft der Regierungen in den Industrieländern lautet, dass Unternehmen, die finanzielle Unterstützung beantragen, auf die Ausschüttung von Dividenden verzichten müssen. Besonders im Fokus stehen die Dividenden der europäischen Banken, die von der EZB aufgefordert wurden, den Aktionären bis mindestens Oktober 2020 keine Dividenden auszuzahlen.

### DIVIDENDENAUSCHÜTTUNGEN IN EUROPA IM SINKFLUG



Der US-Treasury-Markt litt im März unter einem akuten Liquiditätsmangel. Dieser wurde verschärft durch eine Rückkopplungsschleife von Verkäufern wider Willen, insbesondere im Rahmen von Long/Short-Strategien mit erheblichem Hebeleinsatz. Dank verstärkter Ankäufe der Fed wurden die Verwerfungen am Treasury-Markt gemindert. Wir erwarten eine Fortsetzung dieses Trends, da der rasche Erwerb von Wertpapieren durch die Fed aus den Beständen der Händler eine stabilisierende Wirkung auf den Markt zu haben scheint.

### LIQUIDITÄT BEI US TREASURIES WIEDER AUF FAST NORMALEM NIVEAU





**CHRISTOPHE DONAY**

Chefstrategie, Leiter Asset-Allokation  
und Makro-Research  
Pictet Wealth Management

## Langer Atem

Die Wirtschaftspolitik reagiert mit voller Schlagkraft auf die drohende globale Rezession. Anleger sollten dabei nicht vergessen, wie wichtig es ist, investiert zu bleiben und zu diversifizieren.

Nach der längsten weltweiten Expansionsphase aller Zeiten trifft die Weltwirtschaft nun eine in der Tat beispiellose Disruption. Die rasche Ausbreitung des neuartigen Coronavirus und die daraus allenthalben resultierenden Lockdowns haben unseren Ausblick verändert. In unserem Hauptszenario erwarten wir in den Volkswirtschaften Chinas, Europas und der USA eine asymmetrische Erholung in Form eines tiefen U – asymmetrisch deshalb, weil die Erholung mindestens sechs Mal so lange dauern könnte wie der Einbruch. Als Ergebnis wird die Weltwirtschaftstätigkeit im Jahr 2020 mit -4,1% jäh zurückgehen, worauf dann 2021 wieder Wachstum folgen wird. Die zwei zentralen Annahmen sind:

1. Eher nur eine als zwei oder drei Infektionswellen des neuartigen Coronavirus
2. Maximal 60 Tage Kontaktbeschränkungen

Das Ergebnis hängt auch von angemessenen politischen Massnahmen ab – Anreizen von Zentralbanken wie Regierungen. Was die Geldpolitik betrifft, so haben die Zentralbanken aus der Finanzkrise von 2008 gelernt und vorbeugend gehandelt. Dies ist positiv für die Vermeidung oder zumindest Minimierung der Risiken einer Liquiditäts- oder Kreditklemme, die eine Reihe von Ausfällen, insbesondere in den hochverschuldeten Sektoren und in einigen Staaten (wie Italien) zur Folge haben könnte.

Aus Sicht der Haushaltspolitik haben die USA bereits USD 2 Billionen Haushaltsausgaben verabschiedet, was 10% ihres BIP entspricht. China

hat 5% breitgestellt. Im Euroraum dürften Inlandsmassnahmen und eurozonenweite Initiativen etwa 7% des BIP ausmachen. Diese Kombination von Geld- und Haushaltspolitik wird helfen, die tiefe U-Form zu bilden, die wir in unserem Hauptszenario mit einer Wahrscheinlichkeit von 60% erwarten.

Der niedrige Ölpreis wird für die US-Wirtschaft einen erheblichen Deflationsdruck bedeuten – eine weitere Negativwirkung auf die Konjunktur neben dem Coronavirus und

**„Wir empfehlen, auf Basis von Fundamentaldaten investiert zu bleiben, und sich langfristig auszurichten.“**

der Ungewissheit im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen. Daher rechnen wir in den USA mit einem BIP-Rückgang von 7,7% im Jahr 2020, gefolgt von einer allmählichen Erholung im Jahr 2021, da der Ölpreis pro Barrel mindestens für den Rest des Jahres 2020 in der Spanne USD 20–25 verharren wird.

Drei andere Szenarien sind für die Weltwirtschaft denkbar:

1. **Das Best-Case-Szenario – mit 10% Wahrscheinlichkeit.** Eine sanfte U-förmige Erholung, falls eine Therapie für Covid-19 (z. B. Chloroquin) auf eine kurzfristige Erleichterung hoffen lässt oder infolge umfassender Tests die Kontaktbeschränkungen schneller als erwartet gelockert werden.

2. **Das Abwärtsszenario – mit 25% Wahrscheinlichkeit.** Eine L-förmige Erholung ohne Systemkrise mit einem Welt-BIP-Rückgang von 7%.

3. **Das Worst-Case-Szenario – mit 5% Wahrscheinlichkeit.** Eine L-förmige Erholung mit einem Welt-BIP-Rückgang von etwa 9% nach einer Systemkrise aufgrund einer Fülle von Ausfällen, namentlich im Unternehmenssektor.

Die Zeiten sind schwierig, das ist keine Frage. Am wichtigsten ist es aber, Ruhe zu bewahren. Beim Anlegen ist es entscheidend, jede Panik und Überreaktion zu vermeiden. Stattdessen empfehlen wir, investiert zu bleiben, auf Basis von Fundamentaldaten bei Wirtschaftsentwicklung und wirtschaftspolitischen Massnahmen, und sich vornehmlich langfristig auszurichten. Krisen bieten die Gelegenheit, beim Engagement von Kapital an Märkten Preisverwerfungen zu nutzen. Investiert und diversifiziert bleiben. An den Aktienmärkten kam es zum heftigsten Einbruch aller Zeiten: Der S&P 500 verlor im Februar-März innerhalb von vier Wochen rund 34%. Aber ein diversifiziertes Portfolio mit einem Ansatz im Endowment-Stil hätte nur halb so viel eingebüsst. Diversifizierung funktioniert! ■



**NICOLAS CAMPICHE**  
CEO  
*Pictet Alternative Advisors*

# Anleger drängen in renditeschwachem Umfeld in Privatmarktanlagen

2019 vereinten Privatmarktanlagen weltweit rund USD 6 Bio. auf sich, und die privaten Märkte wuchsen stärker als die öffentlichen. Privatmarktanlagen punkteten mit hohen absoluten Renditen und wurden so bei vermögenden Privatpersonen und institutionellen Anleger immer beliebter.

„In Rezessionsjahren generieren Private-Equity-Anlagen insgesamt tendenziell höhere Renditen.“

Die öffentlichen Aktienmärkte geraten durch das Herunterfahren der Volkswirtschaften zur Eindämmung des Coronavirus ins Schlingern. Wird es den Private-Equity-Märkten genauso ergehen?

Angesichts der Ungewissheit in Bezug auf die Performance 2020 und der Abwertung an den Aktienmärkten kann schon ab dem ersten Quartal dieses Jahres mit der Wertberichtigung von Privatmarktanlagen bestimmter Unternehmen gerechnet werden. Bei M&A-Geschäften ist zu beobachten, dass derzeit zwar Geschäfte in Rekordhöhe abgewickelt werden, einige sich aber auch verzögern oder abgebrochen werden, da sogenannte MAC-Klauseln (MAC: Material Adverse Change) zur Anwendung kommen.

Jede neue Krise bringt Ungewissheit und Turbulenzen mit sich, doch ein Blick in die Geschichte zeigt, dass Marktstress und starke Kurskorrekturen auch Anlagechancen eröffnen: In Rezessionsjahren generieren Private-Equity-Anlagen insgesamt tendenziell höhere Renditen.

Welchen anlageklassenspezifischen Risiken ist Private Equity nun ausgesetzt?

Private-Equity-Manager sind derzeit dabei, für jedes einzelne Unternehmen in ihren Portfolios die direkten und potenziellen Auswirkungen der Coronavirus-Krise zu bewerten. Die Unternehmen sind mit zwei Arten von Risiko konfrontiert: dem

operationellen Risiko, also den negativen Auswirkungen auf ihre Umsätze und ihr EBITDA oder Störungen in der Lieferkette, und dem Finanzierungsrisiko, also kurzfristigen Liquiditätsengpässen oder Problemen im Zusammenhang mit Kreditverpflichtungen. Unternehmen in den Bereichen Reisen, Freizeit, Unterhaltung, Unternehmensveranstaltungen und dem Energiesektor weisen das höchste operationelle Risiko auf. Private-Equity-Manager arbeiten derzeit daran, mögliche Schutzmassnahmen umzusetzen, um auf die identifizierten operationellen Risiken zu reagieren.

Das potenzielle Finanzierungsrisiko wird an der Fähigkeit der Kapitalstrukturen gemessen, einer Phase der Underperformance standzuhalten. Geprüft werden die Verfügbarkeit von Liquidität, der Spielraum bei Kreditvereinbarungen für die nächsten 6 bis 12 Monate und die anstehenden Kreditfälligkeiten. Glücklicherweise war Fremdkapital in den letzten Jahren billig und leicht erhältlich, oft ohne oder nur mit wenigen Kreditklauseln, was den Spielraum der Unternehmen vergrössert und die Belastung der Cashflows und das Ausfallrisiko verringert. Derzeit scheint nur eine Minderheit der Unternehmen Finanzierungsprobleme zu haben. Für die wenigen Firmen, die kurzfristige Liquiditätsengpässe oder einen Bruch ihrer Kreditverträge riskieren, arbeiten Private-Equity-Manager gemeinsam mit den Kreditgebern proaktiv an einer Lösung.

Wie werden sich die Immobilienanlagen Ihrer Meinung nach im aktuellen Umfeld entwickeln?

Im Immobilienbereich erwarten wir negative Auswirkungen der Covid-19-Krise, wobei die Folgen je nach Objektarten und Vermögenswerten jedoch unterschiedlich ausfallen dürften. Stabile Vermögenswerte mit etablierten, längerfristigen Laufzeiten bei Mietverträgen sowie „grundlegende“ Wohn- bzw. Büroobjekte wie Mehrfamilienhäuser, Logistikimmobilien und Büroflächen dürften sich relativ gut entwickeln, zumindest kurzfristig.

Andere Teilspektoren wie Hotels und Einzelhandel, deren Geschäftsmodell entweder mit langfristigen oder zyklischen Herausforderungen zurecht kommen muss, werden unter der aktuellen Verwerfung leiden. Andererseits dürfte der jüngste Zinsrückgang ein wenig Erleichterung verschaffen, da dies in der Vergangenheit stets einen Preisanstieg an den Immobilienmärkten begünstigte.

Alle reden über das explosionsartige Wachstum bei passiv verwalteten Anlagen, aber haben Privatmarktanlagen in Wirklichkeit nicht doch die Nase vorn?

Tatsächlich ist das Wachstum bei Privatmarktanlagen (also Private Equity, Immobilien, Private Debt, Infrastruktur und natürlichen Ressourcen) doppelt so hoch wie bei ETFs. In den letzten zehn Jahren seit der Finanzkrise haben sich die in diesem Bereich verwalteten Vermögen verdreifacht. Zudem gibt es noch einen aufschlussreicheren Vergleich – bzw. Kontrast – zwischen passiven Anlagen und Privatmarktanlagen. Die Performance Letzterer ist untrennbar mit den Vorteilen einer aktiven Ausübung von Eigentumsrechten verbunden. Private Eigentumsrechte ermöglichen durch abgestimmte Anreize und flexible Governance vor allem eine Verbesserung der Vermögenswerte (z. B. durch Sanierung der Bausubstanz, Umstrukturierung der Organisation), die wiederum direkt Wert schafft. Im Private-Equity-Bereich macht die Verbesserung der Vermögenswerte heute rund 60% der Gesamterträge aus.

Was sind, abgesehen von der aktuellen Krise, die wichtigsten langfristigen Branchentrends und -veränderungen bei den Privatmarktanlagen?

Wir konzentrieren uns auf fünf Veränderungen, die bereits im Gange sind.

Erstens: Die starke Zunahme von Privatmarktanlagen, da Unternehmen länger warten, bevor sie an die Börse gehen, und immer mehr Publikums-gesellschaften ihre Börsenzulassung aufgeben. Die Anlageklassen Private Equity und Infrastruktur sind auf Investitionen angewiesen, daher sehen wir hier zunehmende Chancen zur Wertschöpfung.

Zweitens: Demokratisierung der Anlageklasse durch einen steigenden Anteil individueller Anleger, die durch Intermediäre wie Privatbanken, Pensionskassen usw. Zugang zu Privatmarktanlagen erhalten.

Drittens: Disruptive technologische Entwicklungen in der gesamten Wertschöpfungskette, vom Deal-Sourcing über die Anlageanalyse bis hin zur Kundenbindung und der Automatisierung von Abläufen usw. Im Immobiliensektor könnte die disruptive Entwicklung des Online-Handels im Retailgeschäft attraktive Gelegenheiten für Logistik und Datenzentren schaffen.

Viertens: Der Aufstieg Asiens in den nächsten fünf Jahren, sowohl in Bezug auf die Mittelbeschaffung als auch als Bestimmungsort für Investments. Steigender Wohlstand und die Entwicklung in der Region werden sie immer wichtiger für die Private-Asset-Branche machen.

Fünftens: Die steigende Nachfrage nach nachhaltigen Anlagen. In der Tat findet Impact Investing heutzutage vor allem im Private-Equity-Bereich statt und es wird erwartet, dass entsprechende Anlagen dieses Jahr 10% der verwalteten Private-Equity-Vermögenswerte ausmachen. Seit 2017 haben die grössten Private-Equity-Fonds alle nachhaltige Anlageprodukte lanciert. Da die Millennium-Generation im Vergleich zum Rest der Bevölkerung doppelt so oft Produkte von nachhaltigen Unternehmen kaufen dürfte, und gleichzeitig erbt und zunehmend ihr eigenes Vermögen aufbaut, wird sich dieser Trend voraussichtlich noch verstärken. ■

„Die Performance von Privatmarktanlagen ist untrennbar mit den Vorteilen einer aktiven Ausübung von Eigentumsrechten verbunden.“



**DAVID GAUD**  
CIO Asien  
Pictet Wealth Management

## Zehn Punkte zu China

Letztes Jahr war China das Epizentrum von zahlreichen langlebigen Nachrichten, die bei den Investoren Aufmerksamkeit erregten. Der Handelskrieg mit den USA, das verlangsamte Wirtschaftswachstum und zuletzt Ursprungsland der Coronavirus-Epidemie – Neuigkeiten aus der zweitgrössten Wirtschaftsmacht der Welt machen die Investoren nervös. Dabei ist es wichtig, sich auf die zentralen Fundamentaldaten zu konzentrieren.

„Im Vergleich zum Vorjahr erwarten wir ein Wachstum der chinesischen Wirtschaft von +1,2% im Jahr 2020 und von +11% im Jahr 2021.“

Während die rasche Ausbreitung des Coronavirus das chinesische Wachstum im 1. Quartal stark beeinträchtigte und die Auswirkungen mindestens auch noch im 2. Quartal zu spüren sein werden, behalten wir zehn Faktoren im Fokus.

### 1. Massnahmen der chinesischen Regierung

Die chinesische Regierung reagierte umgehend auf den Ausbruch des Coronavirus und ergriff radikale Massnahmen, mit denen das kurzfristige Wachstum bewusst der Eindämmung des Virus geopfert wurde. Anders als beim SARS-Ausbruch Ende 2002, als die Regierung das volle Ausmass der Krise erst im April 2003 erkannte, wurde diesmal viel früher Alarm geschlagen und es wurden detailliertere und transparentere Statistiken veröffentlicht. Die Zahl der neu gemeldeten Fälle ist inzwischen drastisch gesunken und die Industrieproduktion wurde grossräumig wieder aufgenommen.

### 2. Mögliche Auswirkungen auf die chinesische Wirtschaft

SARS führte 2003 dazu, dass das Wirtschaftswachstum 2% schwächer ausfiel, wobei der Tourismus und damit verbundene Sektoren am stärksten litten. Das Einzelhandelsumsatzwachstum verlor ebenfalls an Fahrt und sank im Vorjahresvergleich (YoY) von 9,2% im 1. Quartal auf 6,8% im 2. Quartal 2003. Derweil erwiesen sich der chinesische Immobiliensektor, die

Anlageinvestitionen und die Industrieproduktion als widerstandsfähiger. Diesmal ist ein ähnliches Muster zu erwarten, besonders was den Tourismus betrifft. Der Umsatz im E-Commerce zeigte sich im 1. Quartal 2020 sehr robust und fiel im Vorjahresvergleich um nur 2%, während er im Einzelhandel insgesamt um über 20% sank. Im Vergleich zum Vorjahr erwarten wir ein Wachstum der chinesischen Wirtschaft von +1,2% im Jahr 2020 und von +11% im Jahr 2021.

### 3. Konjunkturmassnahmen

Die globale Liquidität wird weiter massiv gesteigert und die chinesische Zentralbank ist achtsam und täglich über verschiedene Kanäle aktiv. Mehrere die Nachfrage fördernde fiskalpolitische Anreize von verschiedenen Regierungsebenen helfen ebenfalls aktiv, das Wachstum zu stärken und den Abschwung aufgrund des Coronavirus auszugleichen. Das Haushaltspaket entspricht bislang einem zusätzlichen BIP-Wachstum von 2%.

### 4. Die WHO und Chinas Nationale Gesundheitskommission

Während die WHO das Coronavirus zur Pandemie erklärte und die Fälle ausserhalb Chinas ansteigen, hebt China seine Einschränkungen schrittweise auf. Nachdem China fast den ganzen Februar lang täglich hunderte oder tausende neue Fälle meldete, blieb die Zahl der Fälle seit März stabil bei ungefähr 80 000. Derzeit sind fast alle neu



infizierten Personen, welche die Nationale Gesundheitskommission Chinas meldet, vor kurzem aus dem Ausland zurückgekehrt. Solange diese Zahlen stabil bleiben, können wir einen fortgesetzten Anstieg der chinesischen Wirtschaftstätigkeit erwarten, da die Sektoren im ganzen Land wieder heraufgefahren werden.

### 5. Der chinesische Konsument

Die chinesischen Käufer machen 58% des heutigen BIP aus: 2003 waren es 35%. Vor dem Virus war der Einzelhandelsumsatz in China solid. Ausgehend vom Anstieg in den Sektoren Automatisierung und – wie oben erwähnt – E-Commerce ist es vorstellbar, dass die Chinesen von zu Hause aus weiter einkaufen konnten. Auch wenn der Einzelhandelsumsatz im 1. Quartal 2020 schlecht sein wird, läuft die Erholung bereits an.

### 6. Der Kalender

Die chinesischen Provinzen heben die Lockdown-Regeln schrittweise auf und der steigende Stromverbrauch, die Online-Reisebuchungen und die Rückkehr der Verschmutzung weisen darauf hin, dass die Tätigkeiten wieder aufgenommen werden. Das derzeitige Risiko besteht im Wiederimport der Epidemie aus dem Ausland und im Kollaps der externen Nachfrage, weil die restliche Welt im Lockdown ist.

### 7. Die Binnenwirtschaft

Durch das Einführen von strengen Eindämmungsmassnahmen hilft China automatisch der Binnenwirtschaft, indem verhindert wird, dass Ausgaben und Kapital das Land verlassen. Durch diese Umlenkung von Kapital, das sonst in chinesische Unternehmen in Übersee geflossen wäre, könnte die Binnenwirtschaft weiter gestützt werden.

### 8. Die Spitze

SARS erreichte im April/Mai 2003 seinen Höhepunkt und war im Juni Geschichte. Diesmal hat China den Gipfel bereits überwunden, aber Länder wie die USA und Indien sind noch weit davon entfernt. Das Risiko eines Wiederimports der Epidemie wird also noch länger bestehen und eine vollständige Rückkehr zur normalen Wirtschaftstätigkeit verhindern. Chinas Geschäfte mit der restlichen Welt müssen sich durch extensive Verlagerungen notgedrungen weiterentwickeln, aber dies ist nicht nur negativ. Im derzeitigen Umfeld zeichnen sich einige vielversprechende Thematiken ab.

### 9. Immobilien

In den letzten vier Jahren und bis zum Ausbruch des Virus zeigte der chinesische Immobilienmarkt eine sehr gute Performance. Die Fundamentaldaten des Sektors sind weiter extrem solide. Allerdings ist es noch zu früh, um abzuschätzen, ob

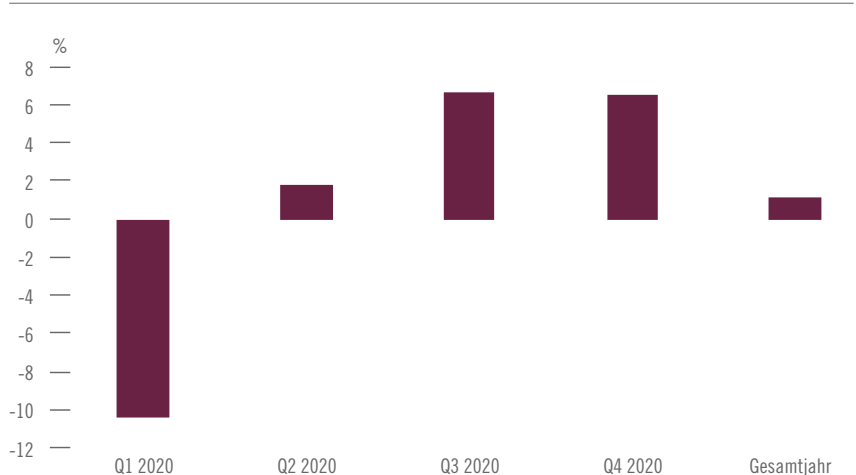
das Virus zum frühzeitigen Höhepunkt geführt hat. Die Wiederaufnahme der Aktivität im März scheint positiv zu laufen, was ein sehr wichtiges Signal ist. Wenn sich die Nachfrage belebt, ist dies ein gutes Zeichen für die chinesische Wirtschaft im zweiten Halbjahr 2020. Zeigt sich im Immobiliensektor hingegen ein Abwärtstrend, wird dies von den chinesischen Konjunktur- und den Wachstumsprognosen einen hohen Tribut fordern.

### 10. Übergewichtung Chinas

Wir behalten unsere Übergewichtung Chinas bei. Allerdings ist die Sektorwahl von höchster Bedeutung und angesichts der Ereignisse scheinen die E-Commerce-Akteure besonders gut aufgestellt. Abgesehen vom derzeitigen Faktor Coronavirus sollten sowohl das „Phase-1“-Handelsabkommen mit den USA als auch die Fähigkeit der chinesischen Regierung, die Wirtschaft zu stützen und gleichzeitig Bruchlandungen zu vermeiden, die Wiederbeschleunigung des chinesischen Wachstums ab der Talsohle im ersten Quartal 2020 tragen. Auch wenn das chinesische Wachstum von seinen beeindruckenden Höhen einen Einbruch erlitten hat, wäre ein Ziel von durchschnittlich 6% für 2020 und 2021 zusammengenommen mehr denn je eine der weltweit höchsten Wachstumsraten – sollte es erreicht werden. ■

## UNSERE EINSCHÄTZUNG DES CHINESISCHEN BIP-WACHSTUMS FÜR 2020

Hauptszenario zum Wachstum im Vorjahresvergleich



Quelle: Pictet WM – AA&MR

„Die Sektorwahl ist von höchster Bedeutung und angesichts der Ereignisse scheinen die E-Commerce-Akteure besonders gut aufgestellt.“



**MARIANNE JOHNSON**  
Finanzanalystin  
Pictet Wealth Management

## Governance, das G in ESG

Lange bevor Umwelt- und Sozialfragen in die Fundamentalanalyse aufgenommen wurden, bewerteten Anleger im Rahmen von Due-Diligence-Verfahren schon die Governance von Unternehmen.

„Die endgültigen Unternehmensempfehlungen werden ganzheitlich erstellt.“

Corporate Governance bezeichnet die Grundsätze und Regeln, mit denen die Geschäftsführung eines Unternehmens gesteuert und überwacht werden kann. Sie gibt Aufschluss über die Qualität der Unternehmensleitung, über die Richtung, in die sich das Unternehmen entwickelt, und die potenziellen Risiken, denen es ausgesetzt ist.

Generell gilt: Je grösser und komplexer eine Firma ist, desto wichtiger sind die Governance-Strukturen. Die Strukturen der Leitung und Überwachung des Unternehmens haben einen erheblichen Einfluss auf das Unternehmenswachstum und werden zum Schutz der Aktionärsrechte durch einen gesetzlichen und regulatorischen Rahmen geregelt. Sie variieren je nach Land: In einigen Ländern herrscht ein dualistisches (Two-tier) Governance-System, in dem ein nicht an der Geschäftsleitung beteiligter Aufsichtsrat den Vorstand überwacht, während bei dem Single-tier-System anderer Länder die Geschäftsleitung nicht institutionell von der Überwachung getrennt ist.

Zu den wichtigsten Governance-Themen, mit denen sich Finanzana-

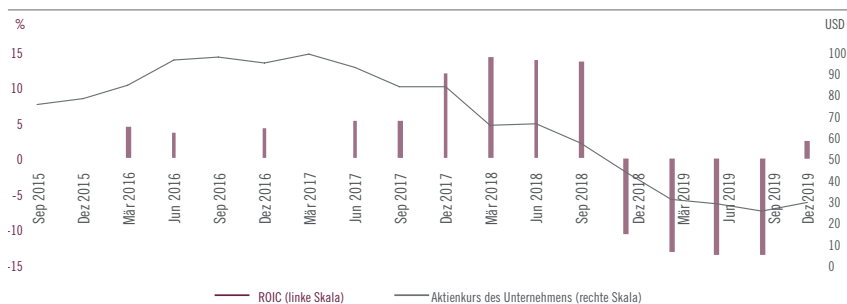
lysten befassen, gehören die Managervergütung, das Auditverfahren, die Unabhängigkeit und das Fachwissen der Geschäftsleitung, die Transparenz und Rechenschaftspflicht sowie die Aktionärsrechte. Die Governance eines Unternehmens ist vor allem deshalb so interessant für Anleger, weil sie Risikobereiche aufdeckt, die zu teuren Skandalen und schlimmstenfalls in den Bankrott führen können. Wer hat nicht von den Konkursen von Enron und Lehman Brothers gehört? Sie hatten nicht nur verheerende Folgen für Aktionäre und Mitarbeitende, sondern lösten – insbesondere im Fall von Lehman – auch eine globale Konkurswelle aus, die das Finanzsystem zum Einsturz zu bringen drohte, weltweit Rettungsmassnahmen durch Staaten erforderte und das globale Wirtschaftswachstum um Jahre zurückwarf.

Die Corporate Governance wird von unseren Finanzanalysten im Rahmen eines umfassenden Analyseverfahrens seit Jahrzehnten systematisch bewertet. Sie und insbesondere die Qualität der Unternehmensleitung ermöglichen die Abgrenzung von Best-in-Class-Firmen von ihren Konkurrenten. Das ist sehr hilfreich, um herauszufinden, welche Firmen das grösste Potenzial für überdurchschnittliche langfristige Finanzerträge aufweisen.

In die Beurteilung unserer Analysten fliessen auch Umwelt-, Sozial- und Governance-Analysen (ESG) externer Anbieter ein, aber dies ist nur ein Element. Die endgültigen Unternehmensempfehlungen werden ganzheitlich erstellt und umfassen zahlreiche zusätzliche Faktoren aus dem Due-Diligence-Verfahren.

Die Governance-Bewertungskomponente setzt sich auf der

**GRAFIK 1: ZU KURZFRISTIGE AUSRICHTUNG DER ANREIZE FÜR DAS MANAGEMENT: EINE GROSSE US-LEBENSMITTELFIRMA**



Quelle: Pictet WM - Equity Research, Bloomberg, März 2020

ESG-Scorecard, die unsere Analysten für die verschiedenen Unternehmen erstellen, aus einer ganzen Reihe von Teilfaktoren zusammen.

Bei einem dieser Teilfaktoren – Auditrisiko und Aufsicht – prüfen wir zusätzlich zum Bericht des unabhängigen Wirtschaftsprüfers des jeweiligen Unternehmens auch Analysen von Institutional Shareholder Services (ISS), einem führenden Daten- und Analyseanbieter im Bereich des verantwortlichen Investierens. ISS berücksichtigt beim Auditrisiko und der Aufsicht die Massnahmen des unabhängigen Wirtschaftsprüfers, alle in jüngster Zeit gegen das Unternehmen verhängte Regulierungsmassnahmen und die Zusammensetzung von dessen Auditausschuss.

Audits sind insofern für die Corporate Governance von Bedeutung, als die Prüfung der Unternehmensabschlüsse von einer unabhängigen Drittpartei durchgeführt wird, um potenziellen Betrug aufzudecken und somit Finanzskandale zu vermeiden. Während die Geschäftsführung für die Erstellung der Geschäftsberichte verantwortlich ist, hat der Wirtschaftsprüfer die Aufgabe, diese auf Unregelmässigkeiten zu überprüfen. Die Solidität dieses Aufsichtssystems sagt viel über das Auditrisiko des Unternehmens aus.

Neben dem Risiko konzentrieren sich unsere Analysten auf weitere wichtige Governance-Kriterien, darunter die Rendite auf das investierte Kapital oder ROIC (Return on Invested Capital). Der ROIC bezeichnet die finanzielle Rendite, die ein Unternehmen über seine durchschnittlichen Fremd- und Eigenkapitalkosten hinaus erwirtschaftet. Man kann dieser Kennzahl

entnehmen, wie effizient ein Unternehmen sein Kapital einsetzt und seine Kosten verwaltet. Auch beim Vergleich, wie Unternehmen aus der gleichen Branche geführt werden, ist sie sehr nützlich.

Normalerweise generiert ein Unternehmen Shareholder Value, wenn sein ROIC höher ist als seine Kapitalkosten (d.h. als der gewichtete Durchschnitt aus Eigen- und Fremdkapitalkosten.) Ein tendenziell sich bessernder ROIC kann ein guter Hinweis auf disziplinierte und kompetente Geschäftsführung sein. Er ist ein Anzeichen für eine effiziente Kapitalallokation und häufig für ein gutes Abschneiden des Unternehmens im Vergleich zu seinen Konkurrenten. Die Kennzahl unterstreicht eher den langfristigen Erfolg eines Unternehmens als kurzfristigen Profit.

### ✗ Ohne Orientierung der Anreize für das Management am ROIC: schlechte Ergebnisse bei Aktienkursen

Zu den Unternehmen, die unsere Analysten beobachten, gehört auch eine grosse amerikanische Lebensmittelfirma. Nach einer kontrollierten Fusion durch eine Private-Equity-Gruppe bestand der Anreiz für das Management in der Steigerung der Profitabilität. Dies führte zu einer massiven kurzfristigen Kostenreduzierung und mangelnden Investitionen in Innovation und Umsatzwachstum – die jedoch entscheidend für den langfristigen Erfolg eines Unternehmens sind. Dementsprechend ging der ROIC der Lebensmittelfirma schliesslich zurück, das Unternehmen erlitt erhebliche Einbussen beim Marktanteil und der Aktienkurs verlor innerhalb von 24 Monaten fast 60%.

### ✓ Orientierung der Anreize für das Management am ROIC: Schaffung von positivem Shareholder Value

Ein marktführender Baumarkt bietet ein ganz anderes Bild. Das Management erhielt Anreize für Massnahmen, die langfristig Wachstum und Erfolg für das Unternehmen versprechen. Ziel ist ein kontinuierliches Umsatzwachstum im niedrigen bis mittleren einstelligen Prozentbereich. Kombiniert wird dies mit einer disziplinierten Kapitalallokation. Das Unternehmen investiert, um künftiges Wachstum zu fördern. Die Strategie konzentriert sich auf die Akquise grösserer professioneller Kunden und den Vertrieb über alle möglichen Kanäle (sowohl online als auch in Ladengeschäften), um so zu einem führenden E-Commerce-Anbieter im Baumarktsegment zu werden. Zusammen mit Aktienrückkäufen führte dies zu einem stetigen Anstieg des ROIC und positiven Aktionärsrenditen.

#### Die Formel zur ROIC-Berechnung lautet:

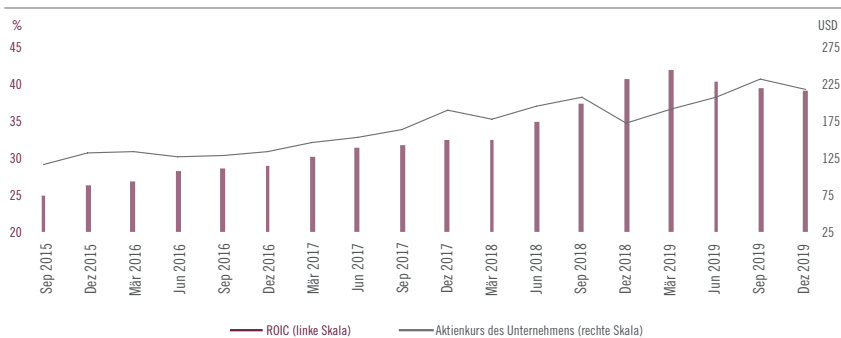
$$\frac{\text{(Reingewinn - Dividende)}}{\text{(Fremdkapital + Eigenkapital)}}$$

#### Vorteile des ROIC als Kennzahl

Wenn die Anreize für das Management an den langfristigen Erfolg des Unternehmens gebunden sind, dann entspricht die Strategie normalerweise positiven langfristigen Aktionärsrenditen. Im Rahmen unseres Due-Diligence-Verfahrens ist dies eine wichtige Überlegung, da wir unseren Kunden Anlagen zum langfristigen Schutz und der Steigerung ihres Vermögens empfehlen möchten.

Corporate Governance ist für Anlagen wie das Fundament für ein Gebäude. Je robuster, desto besser die Chancen, dass das Gebäude lange Bestand hat und externen Schocks wie Wirbelstürmen und Erdbeben widersteht. Unsere Analysten machen gezielt Unternehmen mit einer soliden Corporate Governance ausfindig – d. h. Anlagen, die sich langfristig bewähren. ■

**GRAFIK 2: BINDUNG DER ANREIZE FÜR DAS MANAGEMENT AN LANGFRISTIGEN ERFOLG: EIN GROSSES BAUMARKTUNTERNEHMEN**



Quelle: Pictet WM - Equity Research, Bloomberg, März 2020

**ALEXANDRE TAVAZZI**

Global Strategist  
*Pictet Wealth Management*

**MUSSIE KIDANE**

Leiter Fonds- und Managerselktion  
*Pictet Wealth Management*

**JEAN-MARIE GAUDICHAU**

Advisory Funds  
*Pictet Wealth Management*

ANLAGEKLASSEN IM FOKUS

# Aktive versus passive Vermögensverwaltung in turbulenten Zeiten

In den letzten Wochen standen die Märkte unter permanentem Stress, was zu mangelnder Liquidität und inkorrektur Bewertung einiger Anlageklassen führte. Unsere Analyse der Vor- und Nachteile von aktiv und passiv verwalteten Anlagen im aktuellen Umfeld.

Wenn die Märkte sich im freien Fall befinden, kann man der Schwerkraft nicht entkommen. Aufgrund der mangelnden Liquidität entsteht bei allen Anlagen Verkaufsdruck, egal ob sie passiv oder aktiv verwaltet werden. Durch den Verzicht auf eine Einheitslösung bei der Titelauswahl und eine angemessene Due Diligence können Anleger jedoch sowohl aktive als auch passive Instrumente strategisch in ihren Portfolios einsetzen.

Indexorientiertes Anlegen, in der Regel über Exchange Traded Funds (ETFs), ist einer der am weitesten verbreiteten Ansätze des passiven Investments. ETFs sind effektiv ausgezeichnete Instrumente, die ihren Platz im Portfolio haben. Dies gilt insbesondere für vergleichsweise liquide Anlagekategorien wie Core Equities oder Large Caps, für die Liquidität selbst beim derzeitigen Marktstress noch kein Problem darstellt.

ETFs in weniger liquiden Teilen des Aktienmarkts, darunter Small bzw. Mid Caps und Peripheriemärkte, sind dagegen aufgrund der Art der zugrunde liegenden Instrumente mit erheblichen Liquiditätsempässen konfrontiert. So wurde beispielsweise ein ETF, der den philippinischen Markt abbildet, kürzlich mit einem Abschlag von 18% gegenüber seinem Nettoinventarwert (NIW) gehandelt. Anleger waren also bereit, zu einem Preis zu verkaufen, der knapp ein Fünftel unter dem der Basiswerte selbst lag.

Auch Anlagen in Anleihen-ETFs können sich als problematisch erweisen. Während es bei Aktien eher darum geht, die Gewinner von den Verlierern zu unterscheiden, zielen die festverzinslichen Anlagen darauf ab, Verlierer zu vermeiden – also jene Emittenten, die letztlich nicht mehr zahlen können. Da die Ausfallraten in den letzten zehn Jahren angesichts der lockeren Geldpolitik so niedrig waren, kann diese Faustregel leichter übersehen werden. Hochzinsanleihen weisen durchschnittlich eine Ausfallrate von 5–6% aus. Das heisst, dass Anleger bei einem ETF-Korb mit Exposure in diesem Marktsegment eine Ausfallrate von 5% hinnehmen. Bei festverzinslichen Papiern sind die Gewinne jedoch im Gegensatz zu Aktien nur so hoch wie der Kupon (d. h. die Zinszahlung), und der Wert der Anlagen kann bei Zahlungsausfall auf null fallen. Wenn die Ausfallraten anfangen zu steigen, kann das also echte Herausforderungen und grosse Verluste mit sich bringen. Es ist daher besonders wichtig, Anleihen von Unternehmen zu vermeiden, denen Zahlungsausfälle bevorstehen, und sich bei der Titelauswahl auf die Gewinner zu konzentrieren. Aus diesem Grund ist ein aktiver Ansatz bei der Titelauswahl von Vorteil.

Das andere Problem bei der Abbildung eines Anleihen-Index ist, dass der Anleger ein grösseres Engagement bei den am stärksten verschuldeten Emittenten eingeht, die einen grösseren Anteil des Index ausmachen. Kreditereignisse wie Herabstufungen

treffen diese Emittenten am härtesten. Bei Marktturbulenzen ist es daher umso wichtiger, diese Emittenten zu vermeiden. Mit einem aktiven Ansatz ist das möglich.

**Warum Due Diligence so wichtig ist**  
Wenn an den Märkten die Korrelationen zunehmen und es zu Notverkäufen kommt, werden alle Anlagen mit in den Abwärtssog gezogen, egal ob sie aktiv oder passiv verwaltet werden. Sobald sich die Märkte allerdings erholen, heben sich die hochwertigsten und widerstandsfähigsten Anlageinstrumente, d. h. jene von Unternehmen und Körperschaften mit einer strikten Bilanzdisziplin und niedrigen Verschuldungsniveaus, von den anderen ab. Dann zahlt sich die aktive Verwaltung aus. Der entscheidende Punkt ist, sich durch solide und langfristige Due Diligence mit Stil, Konsistenz und Anlageverfahren der eigenen Manager vertraut zu machen. Nur so weiss man bei einer Erholung genau, was der aktive Manager macht, und kann von der Titelauswahl profitieren.

Der Schwerkraft entkommt niemand – wenn alle Kurse einbrechen, sind auch alle Anleger betroffen. Was man aber tun kann, ist, vorausschauend seine Hausaufgaben zu machen, um zu wissen, welche Anlageinstrumente und aktiven Manager den Aufwärtstrend am besten nutzen können, weil sie über die hochwertigeren Vermögenswerte mit der besseren Performance bei einer Erholung verfügen. ■

## JACQUES HENRY

Teamleiter Cross-Asset- und  
Asset-Allokation  
*Pictet Wealth Management*

## DJÂAFAR ABALLECHE

Senior-Spezialist für  
Cross-Asset-Allokation  
*Pictet Wealth Management*

## ANLAGESTRATEGIE

# Stiftungsfonds mit hohem Anteil alternativer Anlagen halten ihr Versprechen

Grosse Stiftungsfonds verzeichnen eine bessere langfristige Performance als reine Aktienportfolios und klassische 60/40-Portfolios. Zudem dürften sie die jüngsten Markturbulenzen gemäss unserer Analyse besser überstehen als reine Aktienportfolios.

„Die grossen Stiftungsfonds erzielen dank ihrer illiquiden Anlagen bessere risikoadjustierte Renditen als klassische Portfolios.“

Stiftungsfonds sind Investmentfonds von gemeinnützigen Organisationen, die durch Schenkungen und Spenden finanziert werden. Viele Institutionen wie Universitäten, Museen und Krankenhäuser, insbesondere in den USA, haben einen solchen Endowment-Fund. Die grössten Fonds sind die der amerikanischen Universitäten: jener der Harvard University mit verwalteten Vermögen in Höhe von USD 39,4 Mrd. per Ende Juni 2019, gefolgt von der University of Texas mit USD 31 Mrd. und Yale mit USD 30,3 Mrd.

Das wichtigste Anlageziel der Stiftungsfonds von Universitäten besteht darin, ausreichende Renditen zu generieren, um die Kaufkraft des Vermögens für künftige Generationen zu erhalten und so das Betriebsbudget der Universitäten zu sichern. Normalerweise liegt das Ziel langfristig bei einer durchschnittlichen jährlichen Realrendite von 5-6% (inflationbereinigt).

Die grösseren Stiftungsfonds haben mit der Zeit ihr Exposure bei traditionellen Anlageklassen wie börsennotierten Aktien und Anleihen reduziert und stattdessen vermehrt in alternative Anlagen wie Private Equity, reale Vermögenswerte und Absolute-Return-Strategien investiert (siehe Grafik), die den Vorteil der Diversifikation und eine höhere Risikoprämie mit sich bringen. Alternative Anlagen bieten naturgemäss Gelegenheiten, ineffiziente Marktpreise durch eine aktive Verwaltung zu nutzen. In grösseren Stiftungsfonds ist der Anteil alternativer Anlagen weitaus höher als in kleineren, da Anlagen in alternativen

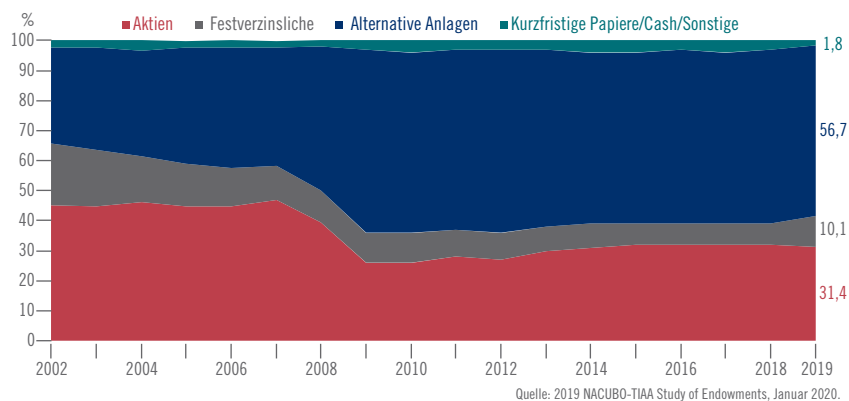
Produkten erhebliche Investitionen und viel Fachwissen voraussetzen und somit für kleinere Anleger weniger zugänglich sind.

Grosse US-Endowment-Funds reduzierten ihren Anteil börsennotierter Aktien von 45% im Jahr 2002 auf 31% im Jahr 2019 (2009 lag er sogar nur bei 26%), während der Anteil alternativer Anlagen im gleichen Zeitraum von 32% auf rund 57% stieg. Ende Juni 2019 setzte sich der Stiftungsfonds der Universität Yale – der drittgrösste in den USA – zum Ziel, rund drei Viertel seines Vermögens in alternative Anlagen zu investieren.

Im Zeitraum von Juni 1996 bis Juni 2019 erzielten grosse Stiftungsfonds (mit verwalteten Vermögen von über USD 1 Mrd.) eine durchschnittliche Jahresrendite von 9,1%. Der S&P 500 verzeichnete im Vergleich 8,7% und ein ausgeglichenes US-Portfolio mit 60% Aktien des S&P 500 und 40% US-Staatsanleihen (ein sogenanntes 60/40-Portfolio) 7,7%. Wie unsere Analyse zeigt, lag die Volatilität von Stiftungsfonds trotz der Outperformance gegenüber Aktien (+40 Bp) näher an der Volatilität eines ausgeglichenen Portfolios (bei 10,9%, ggü. 16,1% beim S&P-500-Portfolio und 9,1% beim US-60/40-Portfolio). Anders ausgedrückt: Die Allokation der Stiftungsfonds ermöglichte langfristig aktienähnliche Renditen mit dem Risiko eines ausgeglichenen Portfolios. Dies überrascht nicht, denn Anlagen in illiquiden Papieren resultieren generell in einer deutlich geringeren Marktvolatilität. Im Endeffekt führt höheres Risiko

## ASSET-ALLOKATION DER FÜHRENDEN US-ENDOWMENT-FUNDS, 2002–2019<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Daten zu den Stiftungsfonds stammen aus der NACUBO Endowment Study, 2002–2008. Für die Jahre 2009 bis 2017: NACUBO-Commonfund Study of Endowments. Daten für die Geschäftsjahre 2018 und 2019: NACUBO-TIAA Study of Endowments (NTSE)



**„Anleger sollten darauf achten, dass sie illiquide Vermögenswerte nicht dringend verkaufen müssen, da dies dem grundlegenden Ansatz dieser Fonds widerspricht.“**

zwar zu höheren Renditen, doch die grossen Stiftungsfonds erzielen dank ihrer illiquiden Anlagen bessere risikoadjustierte Renditen als klassische Portfolios.

Um zu verstehen, wie Stiftungsfonds in Krisen abschneiden, kann das Platzen der TMT-Blase (spekulative Anlagen in Technologie-, Medien- und Telekommunikationswerten) von 1999/2000 und die weltweite Finanzkrise 2008/2009 herangezogen werden. Gemäss unserer Analyse schnitten grosse Stiftungsfonds im Jahr 2000 besser ab als reine Aktienportfolios und US-60/40-Portfolios. In der Finanzkrise verzeichneten sie dagegen nur eine bessere Performance als Aktienportfolios, nicht aber als ausgeglichene Portfolios. Dies belegt, dass der Anlagestil von Stiftungsfonds eher auf eine langfristige Maximierung risikoadjustierter Renditen abzielt als auf gleichmässige Renditen oder einen Schutz wie bei Staatsanleihen mit langen Laufzeiten.

Vom 19. Februar bis zum 23. März 2020 ist der S&P 500 um 33,8% (in USD) und das US-60/40-Portfolio um 18,8% gefallen. Basierend auf der langfristigen strategischen Asset-Allokation und den börsennotierten Proxies für die verschiedenen Vermögenswerte dürfte sich der potenzielle theoretische Verlust für Stiftungsfonds im gleichen Zeitraum auf -20 bis -25% belaufen.

Das ist besser als der S&P 500, aber schlechter als ein US-60/40-Portfolio, da hier die rückläufigen Anleiherenditen als Sicherheitspolster für die fallenden Aktienkurse dienen. Kurz gesagt: Der Anlagestil von Stiftungsfonds kann dabei behilflich sein, Rückgänge an den Aktienmärkten deutlich abzufedern. Anleger sollten aber darauf achten, dass sie illiquide Vermögenswerte nicht dringend verkaufen müssen, da dies dem grundlegenden Ansatz dieser Fonds widerspricht.

Zur Einschätzung der aktuellen Performance von Stiftungsfonds lässt sich auch die Monatsperformance des University of Texas System (UT System) heranziehen. Gemessen am Marktwert ist dies nach Harvard der zweitgrösste Stiftungsfonds und er veröffentlicht jeden Monat seine Performance. Im März meldete er ein Ergebnis von -6,7% (in US-Dollar). Nimmt man als Berechnungsgrundlage die Tagesperformance des S&P 500 her, so erzielte der Stiftungsfonds des UT System vom 19. Februar bis zum 23. März etwa -18% und auf Basis eines US-60/40-Portfolios rund -20%. Das UT System ist ein guter Indikator für Stiftungsfonds, insbesondere für die grössten. ■

Redaktionsschluss am 15. April 2020  
Herausgeber: Isidore Ryan und Melanie Larkin  
Übersetzung: Holger Albrecht, Barbara Angerer  
Design: Stéphane Bob, Forth Studio

Nur auf Englisch verfügbar:

STOXX Limited ("STOXX") is the source of Stoxx 600 and of Euro Stoxx and the data comprised therein. STOXX has not been involved in any way in the creation of any reported information and does not give any warranty and excludes any liability whatsoever (whether in negligence or otherwise) – including without limitation for the accuracy, adequateness, correctness, completeness, timeliness, and fitness for any purpose – with respect to any reported information or in relation to any errors, omissions or interruptions in the Stoxx indices mentioned on this document or its data. Any dissemination or further distribution of any such information pertaining to STOXX is prohibited."

ICE-BofA Merrill Lynch. The index data referenced herein is the property of ICE Data Indices, LLC, its affiliates ("ICE Data") and/or its Third Party Suppliers and has been licensed for use by Pictet. ICE Data and its Third Party Suppliers accept no liability in connection with its use.

NYSE Euronext. All rights in the NYSE Euronext indices and/or the NYSE Euronext index trademarks vest in NYSE Euronext and/or its licensors. Neither NYSE Euronext nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the NYSE Euronext indices or underlying data. No further distribution of NYSE Euronext data and/or usage of NYSE Euronext index trademarks for the purpose of creating and/or operating a financial product is permitted without NYSE Euronext's express written consent."

Bloomberg Index Services Limited.

SIX Swiss Exchange AG ("SIX Swiss Exchange") is the source of SMI\_SPI and the data comprised therein. SIX Swiss Exchange has not been involved in any way in the creation of any reported information and does not give any warranty and excludes any liability whatsoever (whether in negligence or otherwise) – including without limitation for the accuracy, adequateness, correctness, completeness, timeliness, and fitness for any purpose – with respect to any reported information or in relation to any errors, omissions or interruptions in the SMI\_SPI or its data. Any dissemination or further distribution of any such informa-

**Rechtlicher Hinweis:** Diese Marketingmitteilung ist nicht für die Verteilung an oder die Verwendung durch Personen oder Einheiten bestimmt, die die Staatsangehörigkeit von oder den Wohn- oder Geschäftssitz an einem Ort, in einem Staat, Land oder Gerichtskreis haben, in dem eine solche Verteilung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Verwendung gegen Gesetze oder andere Bestimmungen verstösst.

Die Informationen, Daten und Analysen in diesem Dokument dienen lediglich der Information. Sie stellen keinerlei Empfehlung dar, weder allgemeiner noch auf die persönlichen Umstände von Personen zugeschnittener Art. Sofern nichts anderes angegeben ist, sind alle Preisangaben indikativ. Keine Gesellschaft der Pictet-Gruppe haftet für sie, und sie stellen weder ein Kauf- noch ein Verkaufsangebot oder eine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Verkauf von Titeln oder anderen Finanzinstrumenten dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind weder das Ergebnis einer Finanzanalyse im Sinne der von der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) erlassenen Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse noch einer Wertpapieranalyse im Rahmen der MiFID-Bestimmungen. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Informationen und Meinungen stammen aus Quellen, die als zuverlässig gelten, und wurden in gutem Glauben erworben. Ihre Genauigkeit und Vollständigkeit kann jedoch weder ausdrücklich noch implizit gewährleistet oder garantiert werden.

Abgesehen von Verpflichtungen einer Gesellschaft der Pictet-Gruppe gegenüber dem Empfänger, sollte dieser die Übereinstimmung der Transaktion mit individuellen Zielen überprüfen und zusammen mit einem professionellen Berater eine unabhängige Bewertung der spezifischen Finanzrisiken sowie der rechtlichen, regulatorischen, kreditbezogenen, steuerlichen und buchhalterischen Auswirkungen vornehmen.

Im Übrigen spiegeln die hier wiedergegebenen Informationen, Meinungen und Schätzungen eine Beurteilung zum ursprünglichen Veröffentlichungsdatum wider und können ohne besondere Benachrichtigung geändert werden. Die Pictet-Gruppe ist nicht verpflichtet, die in diesem Dokument enthaltenen Angaben ständig zu aktualisieren und auf dem neuesten Stand zu halten. Die eventuell im vorliegenden Dokument erwähnten Wertangaben und Erträge von einem oder mehreren Wertpapieren oder Finanzinstrumenten beruhen auf Börsenkursen aus üblichen Quellen für Finanzinformationen und können sinken oder steigen. Der Marktwert von Finanzinstrumenten kann durch Veränderungen bei wirtschaftlichen, finanziellen und politischen Faktoren, Währungsschwankungen, Restlaufzeit, Marktbedingungen und Volatilität sowie der Bonität des jeweiligen Emittenten oder Referenzemittenten beeinflusst werden. Einige Anlagen sind möglicherweise nicht sofort realisierbar, weil der

tion pertaining to SIX Swiss Exchange is prohibited.

The MSCI information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. None of the MSCI information is intended to constitute investment advice or a recommendation (to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The MSCI information is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, each of its affiliates and each other person involved in or related to compiling, computing or creating any MSCI information (collectively, the "MSCI Parties") expressly disclaims all warranties (including, without limitation, any warranties of originality, accuracy, completeness, timeliness, non-infringement, merchantability and fitness for a particular purpose) with respect to this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall any MSCI Party have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages. (www.msci.com).

@ 2019, Markit Economics Limited. All rights reserved and all Intellectual property rights retained by "Markit Economics Limited," or as may be notified by Markit to Pictet from time to time.

The TOPIX Index Value and the TOPIX Marks are subject to the proprietary rights owned by Tokyo Stock Exchange, Inc. and Tokyo Stock Exchange, Inc. owns all rights and know-how relating to the TOPIX such as calculation, publication and use of the TOPIX Index Value and relating to the TOPIX Marks. No Product is in any way sponsored, endorsed or promoted by Tokyo Stock Exchange, Inc.

Wertpapiermarkt illiquide sein kann. Zudem können die Wechselkurse einen positiven oder negativen Einfluss auf den Wert, Preis oder Ertrag der in diesem Dokument erwähnten Titel oder damit verbundene Anlagen haben. Wenn Sie in Schwellenländer investieren, beachten Sie bitte, dass die politische und wirtschaftliche Lage deutlich weniger stabil ist als in Industrieländern. In diesen Ländern ist die Gefahr rascher politischer Veränderungen und wirtschaftlicher Rückschläge wesentlich grösser.

In der Vergangenheit erzielte Resultate geben weder einen Hinweis auf noch eine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Die Empfänger dieses Dokuments haften in vollem Umfang für ihre eventuellen Anlagen. Es gibt weder eine stillschweigende noch eine ausdrückliche Garantie für die künftige Entwicklung der Performance. Zudem geben Prognosen keine zuverlässigen Anhaltspunkte für die zukünftige Entwicklung.

Der Inhalt dieses Dokuments kann nur vom Empfänger gelesen und/oder benutzt werden. Die Pictet-Gruppe übernimmt keine Haftung für die Verwendung, Übermittlung oder Verwertung der in diesem Dokument enthaltenen Daten. Somit trägt nicht die Pictet-Gruppe, sondern der Empfänger alleine die volle Verantwortung für jede Art der Reproduktion, Vervielfältigung, Offenlegung, Abänderung und/oder Veröffentlichung dieses Dokuments. Der Empfänger des Dokuments verpflichtet sich, die geltenden Gesetze und anwendbaren Bestimmungen der Jurisdiktionen einzuhalten, in denen er die im vorliegenden Dokument angegebenen Daten nutzt.

Diese Unterlage wird von Banque Pictet & Cie SA herausgegeben. Diese Publikation und ihr Inhalt können mit Quellenangabe zitiert werden. Alle Rechte bleiben vorbehalten. Copyright 2020.

Banque Pictet & Cie SA ist eine ausschliesslich dem Schweizer Gesetz unterstellte Schweizer Bank und als solche der Schweizer Finanzmarktaufsicht (FINMA) unterstellt.

Verteiler: Banque Pictet & Cie SA, Pictet & Cie (Europe) S.A.





Folgen Sie uns auf LinkedIn und erhalten Sie unsere neuesten Nachrichten.

[linkedin.com/company/pictet-wealth-management](https://www.linkedin.com/company/pictet-wealth-management)



Folgen Sie uns auf unserem Pictet Wealth Management Blog.

[perspectives.pictet.com](https://perspectives.pictet.com)



Verfolgen Sie die neuesten Kommentare und Nachrichten unserer Anlagespezialisten und Analysten auf Twitter.

[twitter.com/pictetwm](https://twitter.com/pictetwm)



Melden Sie sich bei unserem YouTube-Kanal an, um sich die neuesten Interviews mit Pictets Spezialisten zu Anlagestrategien und makroökonomischen Themen anzusehen.

[youtube.com/pictetwm](https://www.youtube.com/pictetwm)