



**MULTI
ASSET**

MONATLICHE EINSCHÄTZUNGEN ZUR ASSET-ALLOCATION

Barometer: Aktien steht eine Korrektur bevor

April 2019

Von Pictet Asset Management Strategy Unit

Die Volkswirtschaften der Industrieländer sind unter Druck und das Wachstum der Unternehmensgewinne gerät ins Stocken – für die meisten Aktienmärkte sind die Aussichten alles andere als rosig.

Inhalt

- 01** Asset-Allocation: Aktien wenig attraktiv
- 02** Aktiensektoren und -regionen: Schwellenländer entwickeln sich besser als die USA und die Eurozone
- 03** Anleihen und Währungen: Kreditmärkte unterschätzen das Rezessionsrisiko
- 04** Übersicht globale Märkte: Ein grossartiges Quartal
- 05** Kurzüberblick

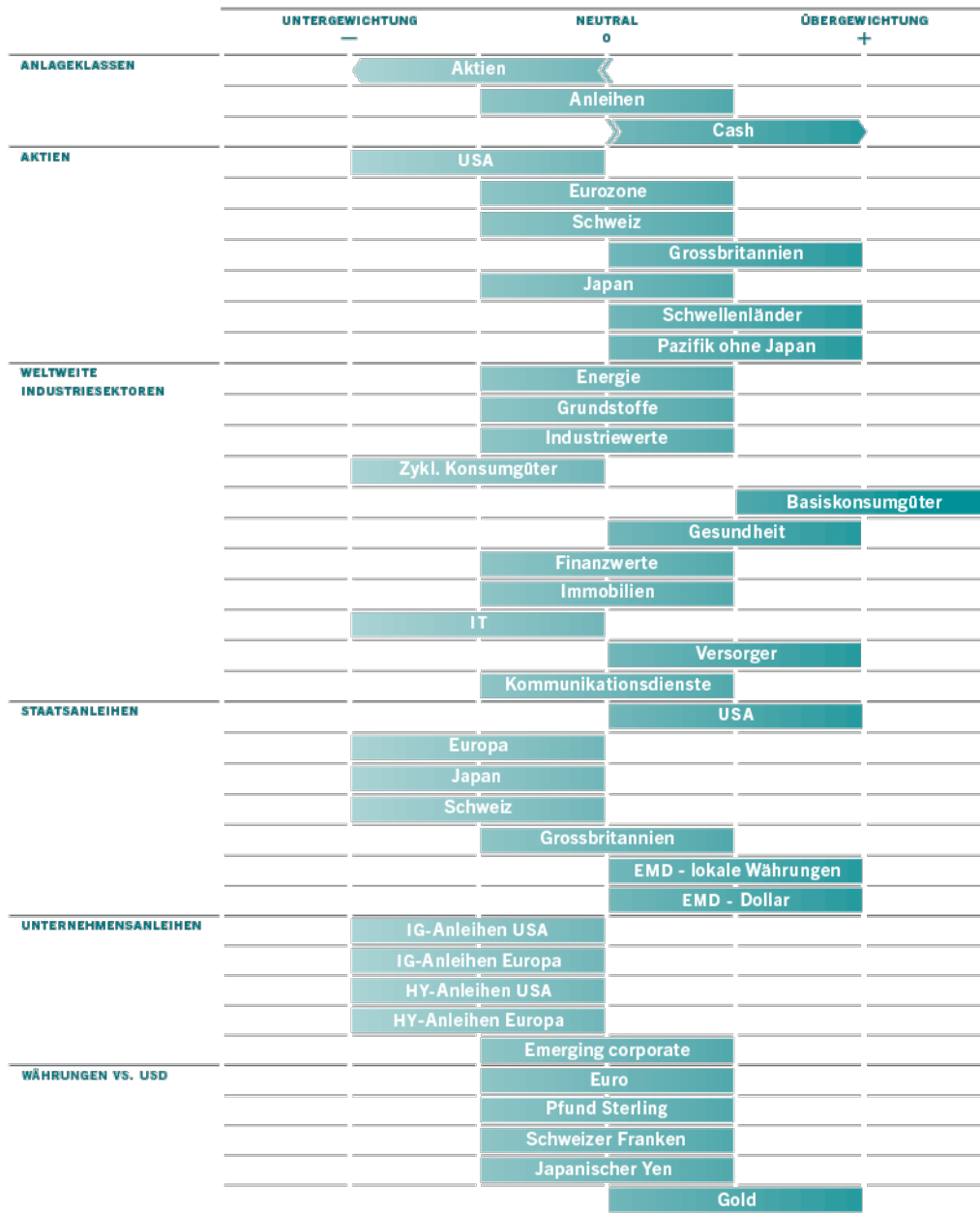
Asset-Allocation: Aktien wenig attraktiv

Die kraftvolle Rally an den globalen Aktienmärkten seit Jahresbeginn hat die Aktienbewertungen auf Niveaus katapultiert, die nicht mit unseren negativen Erwartungen für das Wachstum der Unternehmensgewinne vereinbar sind. Wir haben daher beschlossen, bei Aktien zu einer Untergewichtung und bei Liquidität zu einer Übergewichtung überzugehen.

Aktien haben die Verluste, die sie während der Panik im vierten Quartal des letzten Jahres erlitten hatten, aufgrund der geldpolitischen Kehrtwende in den USA und China wieder ausgeglichen.

Die US-Notenbank mässigte ihre aggressive Gangart bei der Straffung ihrer Geldpolitik und legte eine Zinspause ein. Es könnte sogar sein, dass sie ihren Bilanzabbau stoppt. Aufgrund der Konjunkturabkühlung kümmert sich China jetzt nicht mehr vorrangig um die Bekämpfung von Schattenbanken, sondern kurbelt das Kreditwachstum wieder an und ergreift Konjunkturbelebungsmaßnahmen. Der Handelskrieg zwischen den beiden Ländern beherrscht mittlerweile nicht mehr die Schlagzeilen.

Auch wenn eine Lockerung der Haltungen den Weg für ein gesünderes Konjunkturfeld frei machen könnte, bleiben wir vorsichtig. Die Gewinnmargen der Unternehmen geraten aufgrund höherer Löhne immer mehr unter Druck, und das in einem Umfeld, in dem die Unternehmen nur ungern ihre Preise erhöhen wollen. Da die Gewinne stärker gefährdet sind als die Analysten bereit sind zuzugeben, sind negative Überraschungen in den kommenden Quartalen nicht ausgeschlossen.

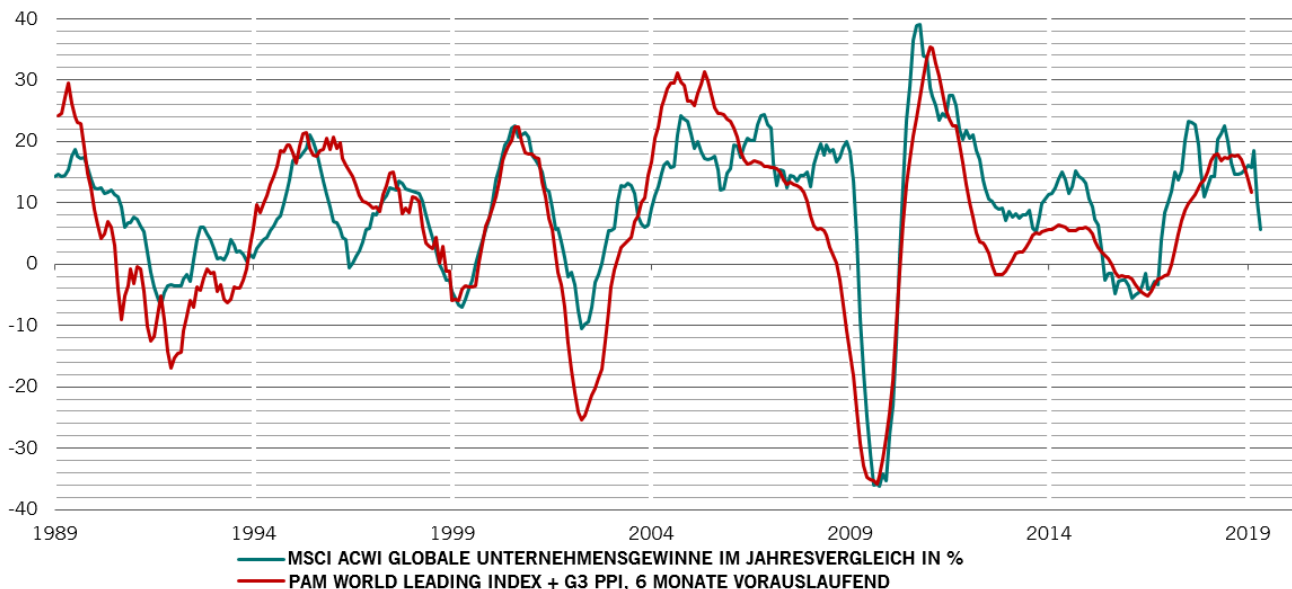


Quelle: Pictet Asset Management

Unsere **Konjunkturzyklusindikatoren** deuten auf eine Verschlechterung der Aussichten für die Industrieländer hin. Die düsteren Stimmungsdaten sind vielleicht ein wenig übertrieben, aber klar ist, dass sich das Wachstum abschwächt.

Unsere Frühindikatoren deuten darauf hin, dass die Wirtschaft in den Industrieländern in diesem Jahr nur um 1,8% wachsen wird (2018: 2,2%). Für die Schwellenländer sieht es deutlich besser aus. Das Wachstum dürfte für das Gesamtjahr bei 4,6% liegen – ohne die beiden grossen Problemländer Türkei und Argentinien wäre die Zahl sogar noch höher.

Der Einbruch im globalen Handel scheint die Talsohle erreicht zu haben, zumindest gibt es Hinweise auf eine leichte Erholung. Die chinesische Regierung ist wie schon in der Vergangenheit fest entschlossen, der Wirtschaft des Landes auf die Sprünge zu helfen. Sie möchte die Konjunktur 2019 mit 3,8% des BIP in Form von Infrastrukturprojekten, öffentlichen Ausgaben und handelspolitischen Massnahmen ankurbeln. Im Vergleich zu früher ist das nicht viel, aber bei Bedarf könnte das Volumen jederzeit aufgestockt werden. Die Frage ist, inwieweit China statt auf Infrastrukturausgaben auf Steuersenkungen setzen wird.



Quelle: Pictet Asset Management, Datastream. Daten beziehen sich auf den Zeitraum 01.01.1989–27.03.2019.

Unsere **Liquiditätskennzahlen** deuten auf eine Stabilisierung der Kreditbedingungen hin, nach dem straffen Anziehen der geldpolitischen Zügel. Anleger müssen jedoch damit rechnen, dass die Massnahmen, die die Währungshüter in der Vergangenheit ergriffen haben, leicht negativ nachwirken. Beispielsweise wird die US-Notenbank ihre Bilanz erst einmal um weitere 200 Mrd. US-\$ verkleinern, bevor sie bei ihrer quantitativen Straffung eine Pause einlegt. Ein Ende des Liquiditätsengpasses ist an sich schon eine Belebungsmassnahme – es scheint, dass Veränderungen mehr bewegen als Trends. China, auf das mittlerweile mehr als die Hälfte der Liquidität entfällt, die durch das globale Finanzsystem fließt, lockert erneut seine Geldpolitik. Und auch die Europäische Zentralbank scheint geneigt zu sein, ein neues Programm für Langfristkredite für Banken aufzulegen.

Unsere **Bewertungsanalysen** deuten darauf hin, dass globale Aktien im Allgemeinen recht angemessen bewertet sind – vorausgesetzt, das Gewinnwachstum entwickelt sich so, wie vom Markt erwartet. Die Analysten sind vorsichtiger geworden, vor allem japanische Unternehmen sind anfällig für starke Abwärtskorrekturen der Gewinne. Wir sind nicht ganz so optimistisch wie der breite Markt, was die Aussichten für Unternehmensgewinne angeht. Die Märkte scheinen das Risiko einer Rezession nicht angemessen einzupreisen. Das gilt insbesondere für zyklische Aktiensektoren und Anlagen wie US-Hochzinsanleihen. Anleihen sind insgesamt teuer.

Die **Markttechnik** zeichnet ein weitgehend positives Bild für Anleihen, das gilt jedoch für die meisten Anlageklassen. Ausnahme sind einige Schwellenländerwährungen.

Aktiensektoren und -regionen: Schwellenländer entwickeln sich besser als die USA und die Eurozone

Aktien haben den Grossteil der Verluste, die sie bei der Verkaufswelle Ende 2018 erlitten, wieder ausgeglichen – der MSCI All-Country World Index ist seit Januar um mehr als 10% gestiegen. Es ist eher unwahrscheinlich, dass sich diese hervorragende Entwicklung in den kommenden Monaten fortsetzt, weil die Abkühlung des Wirtschaftswachstums – vor allem in den Industrieländern – die Unternehmensgewinne belasten dürfte.

Den Konsenserwartungen der Analysten zufolge dürften die Unternehmensgewinne in diesem Jahr weltweit nur um 6% steigen, 2018 waren es noch robuste 15%.

Unsere Modelle zeichnen ein noch deprimierenderes Bild: Wir rechnen in diesem Jahr mit einem Wachstum von gerade mal 1–2%.

Der US-Aktienmarkt scheint am anfälligsten für eine Korrektur zu sein. Nicht nur, dass er der teuerste in unserer Scorecard ist, auch werden sich die Gewinnmargen von US-Unternehmen von ihren Höchstständen von 11% verabschieden müssen. Bei einer Umfrage der National Association for Business Economics gaben jetzt schon fast zwei Drittel der US-Unternehmen an, dass ihre Lohnkosten gestiegen sind.

Schwellenländeraktien bleiben unser bevorzugtes Aktieninvestment. Warum? Wegen des robusteren Wirtschaftswachstums und der niedrigen Inflation in den Schwellenländern und der Aussicht auf einen schwächeren US-Dollar. Vor allem China sticht hervor, weil dessen umfangreiche fiskal- und geldpolitische Konjunkturbelebungsmaßnahmen dem Land geholfen haben, sich von einer grossen Bedrohung in eine stabilisierende Grösse in der Weltwirtschaft zu wandeln.



📷 Basiswährung: USD. Quelle: Datastream; Daten beziehen sich auf den Zeitraum 01.01.2007–01.04.2019.

Britische Aktien sind ebenfalls günstig, weil es auf dem Markt genügend defensive Unternehmen gibt, die unserer Ansicht nach ungerechtfertigt niedrig bewertet sind, Stichwort Brexit. Von europäischen und japanischen Aktien sind wir wenig überzeugt, hauptsächlich, weil das Wirtschaftswachstum in diesen Märkten nach wie vor träge ist – wir bleiben hier bei unserer neutralen Gewichtung.

Bei den Sektoren bevorzugen wir Unternehmen in defensiven Branchen wie Gesundheitswesen und Versorger, die sich in Zeiten einer Konjunkturabkühlung in der Regel überdurchschnittlich entwickeln.

Wir bleiben in konjunkturrempfindlichen zyklischen Aktien wie zyklischen Konsumgütern und Technologie – den beiden teuersten Branchen in unserer Scorecard – untergewichtet.

Diese Aktien sind auch relativ gesehen alles andere als ein Schnäppchen: Nach einer kurzzeitigen Korrektur Ende 2018 entwickeln sich zyklische Aktien wieder besser als ihre defensiven Pendanten, seit Jahresbeginn um rund 4 Prozentpunkte (siehe Abbildung) – Gewinne, die sich unserer Ansicht nach verflüchtigen dürften, wenn sich die Wirtschaft weiter abschwächt.

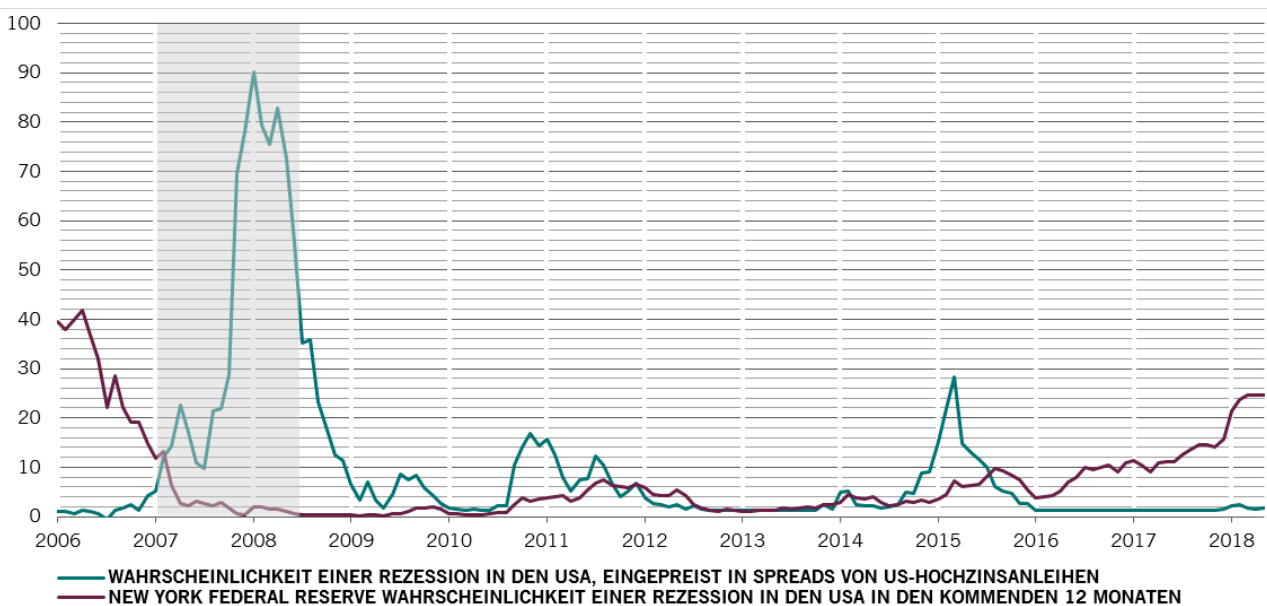
Anleihen und Währungen: Kreditmärkte unterschätzen das Rezessionsrisiko

Bei den Märkten für Unternehmensanleihen hat die geldpolitische Kehrtwende – von einer Straffung zur plötzlichen Möglichkeit von Zinssenkungen – die Risiken eines schwächeren Wachstums in den Hintergrund gedrängt. Infolgedessen sind die Renditeabstände zwischen risikoreicheren Anleihen und relativ sicheren Anleiheinstrumenten kleiner geworden. Beispielsweise ist der Zinsaufschlag von US-Hochzinsanleihen gegenüber US-Staatsanleihen seit Januar um rund 150 Basispunkte zurückgegangen.

Nach unserer Einschätzung wird das Wachstum insbesondere in den Industrieländern schwach bleiben, daher halten wir die Kreditmärkte für viel zu optimistisch. In den Zinsaufschlägen von US-Hochzinsanleihen ist zurzeit nur eine Wahrscheinlichkeit von 2% für eine Rezession in den USA in den kommenden 12 Monaten eingepreist, bei den 10-jährigen US-Staatsanleihen sind es 10% und das Modell der Fed geht von 24% aus (siehe Abbildung).

KOMMT OPTIMISMUS VOR DEM FALL?

Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA, in %, eingepreist in US-Hochzinsanleihen und berücksichtigt im Modell der US-Notenbank



☒ Schattierter Bereich entspricht einer Rezession. Quelle: Datastream, New York Federal Reserve, Pictet Asset Management. Daten beziehen sich auf den Zeitraum 29.12.2006–27.03.2019.

Die Umkehr der US-Zinskurve – der Renditeabstand zwischen US-Staatsanleihen mit 3- und 10-monatiger Laufzeit ist zum ersten Mal seit 2006 negativ – spiegelt die wirtschaftlichen Risiken ziemlich genau wider und bietet möglicherweise einige interessante Investmentgelegenheiten.

In einer Zeit, in der es um das Wirtschaftswachstum nicht gut bestellt ist, erscheinen die Zinsaufschläge auf Unternehmensanleihen absolut und im Verhältnis zur Entwicklung in den letzten 20 Jahren zu niedrig. Das gilt für die Anleihenmärkte in den Industrieländern im Allgemeinen und für europäische Unternehmensanleihen im Besonderen.

Ein weiteres Warnsignal ist die Verschlechterung der Kreditqualität – die Unternehmen haben viel mehr Kreditverbindlichkeiten in ihren Bilanzen stehen als früher. Die Covenants, die dem Anlegerschutz dienen sollen, sind auch nicht mehr so streng, weil die Nachfrage nach Leveraged Loans stark gestiegen ist.

Hinzu kommt, dass die kurzfristigen Stimmungs- und markttechnischen Daten alle Alarmglocken zum Schrillen bringen – dies bestärkt uns darin, in US- und europäischen Unternehmensanleihen untergewichtet zu bleiben, sowohl bei Hochzins- als auch Investment-Grade-Anleihen.

Ein günstigeres Verhältnis von Risiko und möglicher Rendite ist an den Anleihenmärkten in Schwellenländern zu finden. Wir bleiben in Schwellenländeranleihen in Lokalwährung übergewichtet, die unseren Modellen zufolge weiter den besten Wert am Anleihenmarkt bieten. Trotz der problematischen Lage in Argentinien und der Türkei scheinen die Schwellenländer insgesamt auf einem stabileren Fundament zu stehen als die Industrieländer. Darauf lässt unter anderem die starke Verbesserung der Verbraucherstimmung in den Schwellenländern schließen. Anleger in Schwellenländeranleihen in Lokalwährung dürften ebenfalls profitieren, wenn sich der Bewertungsabstand zwischen Schwellenländerwährungen und dem US-Dollar verkleinert – unseren Modellen zufolge liegen sie immer noch 25% unter dem Wert, der angemessen wäre.

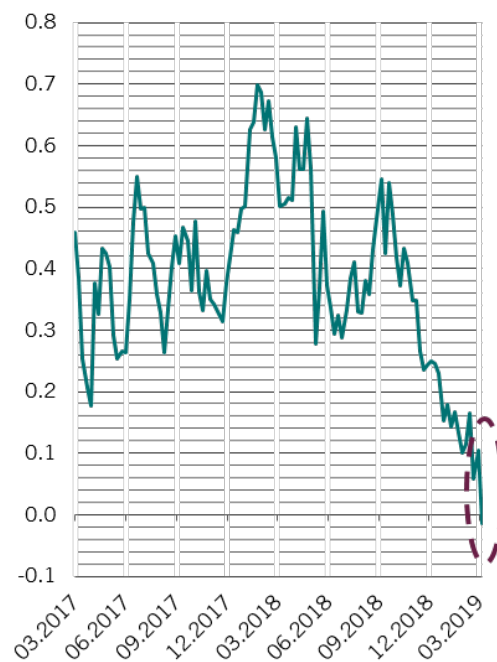
Bei den Währungen zeigen unsere Modelle für den angemessenen Wert, dass der US-Dollar im Vergleich zu den meisten Industrieländer- und Schwellenländerwährungen teuer ist. Die „Option-Implied“-Kurse deuten auf eine Aufwertung von 3,3% gegenüber dem Euro in den kommenden 12 Monaten hin. Da jedoch vorerst kein klarer Treiber für eine merkliche Abwertung des US-Dollars in Sicht ist, halten wir an unserer neutralen Gewichtung der Währung fest.

Übersicht globale Märkte: Ein grossartiges Quartal

Die globalen Aktienmärkte schlossen das Quartal mit einem Plus von mehr als 12% – ihre beste vierteljährliche Performance seit 2013 –, da die grossen Zentralbanken ihre Pläne zur geldpolitischen Straffung auf Eis legten und die USA und China der Beilegung ihrer Handelsstreitigkeiten Schritt für Schritt näherkommen.

Der chinesische Aktienmarkt verzeichnete Ende März seine stärksten Quartalsgewinne seit mehr als vier Jahren. Nach einem Anstieg von rund 5% im Berichtsmonat legte der CSI 300 Index im Quartal um fast 30% zu – damit ist dieser Markt derjenige mit der besten Wertentwicklung seit Jahresbeginn.

KREDITE AN REGIERUNGEN SIND KOSTSPIELIG
Rendite der 10-jährigen deutschen Bundesanleihe, %



Quelle: Datastream. Daten beziehen sich auf den Zeitraum 21.03.2017–26.03.2019.

Die Zunahme der M&A-Aktivität hat die Marktrally zusätzlich befeuert. In diesem Quartal wurden Transaktionen im Wert von 927 Mrd. US-\$ vereinbart, ein Anstieg von 22% gegenüber dem letzten Quartal und der zweitstärkste Start in ein neues Jahr seit 2000.

Das Hochschnellen der Ölpreise – um mehr als ein Viertel seit Jahresbeginn – gab Energiewerten einen kräftigen Impuls, die eigentlichen Gewinner aber waren IT, Immobilien und Industrie.

Nicht nur Aktien befanden sich im Höhenflug, auch globale Anleihen legten eine Rally hin und stiegen im Berichtsmonat um 1,8% in Lokalwährung. In immer mehr Fällen zahlen die Anleger drauf, wenn sie Staaten Geld leihen, und die Laufzeiten werden immer länger. Das Volumen an Anleihen, die negative Renditen abwerfen, hat die Marke von 10 Bio. US-\$ überschritten, weil die Zentralbanken ihre Versuche zur Straffung der Geldpolitik aufgegeben haben.

Die Renditen auf 10-jährige deutsche Bundesanleihen zum Beispiel rutschten im Berichtsmonat in den negativen Bereich (siehe Abbildung). Gleichzeitig fielen die Renditen der 10-jährigen US-Treasuries das erste Mal seit 2006 unter diejenigen der 3-monatigen US-Bills. In der Vergangenheit war diese Umkehr meist Vorbote einer Rezession – wenngleich sie paradoxerweise auch mit Aktienrallys in Spätzyklusphasen in Verbindung steht, die bis zu einem Jahr andauern können. Wir können uns jedoch nicht vorstellen, dass es zum jetzigen Zeitpunkt dazu kommen wird: Das Gewinnwachstum ist enttäuschend, die Bewertungen sind nicht attraktiv und ein Grossteil der expansiven Geldpolitik ist bereits eingepreist.

Die gleichzeitige Rally von Anleihen und Aktien war für die Kreditmärkte besonders zuträglich. Europäische und US-Hochzinsanleihen rentierten im Quartal mit mehr als 5% bzw. 7%, während die Investment-Grade-Märkte einen Zugewinn von 5% verzeichneten.

Einer der wenigen Verlierer im März war Gold, mit einem Monatsrückgang von 1,5% und einem mageren Anstieg von 1% seit Jahresbeginn.

Kurzüberblick

BAROMETER APRIL 2019

Asset-Allocation

Wir stufen Aktien auf negativ herunter und Anleihen auf übergewichtet hoch.

Aktienregionen und -sektoren

Von den grossen Regionen erscheinen US-Aktien am anfälligsten für eine Korrektur.

Anleihen und Währungen

Wir haben ein Faible für Schwellenländeranleihen und stehen US- und europäischen Unternehmensanleihen vorsichtig gegenüber.

Dieses Dokument ist für Marketing-Zwecke bestimmt und wird von Pictet Asset Management herausgegeben. Es ist nicht für die Verteilung an oder die Verwendung durch Personen oder Einheiten bestimmt, die die Staatsangehörigkeit von oder den Wohn- oder Geschäftssitz in einem Ort, Staat, Land oder Gerichtskreis haben, in denen eine solche Verteilung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Verwendung gegen Gesetze oder andere Bestimmungen verstösst. Als offizielle Fondspublikationen, die als Grundlage für Anlageentscheidungen dienen, gelten nur die jeweils zuletzt veröffentlichten Fassungen des Verkaufsprospekts, des KIID (Wesentliche Anlegerinformationen), des Reglements, des Jahres- und Halbjahresberichts. Diese sind verfügbar auf [assetmanagement.pictet](#).

Dieses Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und stellt seitens Pictet Asset Management weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf noch eine Aufforderung oder eine Anlageberatung dar. Es wurde auf Grundlage von subjektiven Daten, Vorhersagen, Prognosen, Erwartungen und Hypothesen erstellt. Die hierin enthaltenen Analysen und Schlussfolgerungen spiegeln eine Ansicht wider, die auf zu einem bestimmten Zeitpunkt verfügbaren Daten basiert. Die tatsächliche Entwicklung der wirtschaftlichen Daten und Finanzmarktwerte kann stark von den in diesem Dokument dargelegten Angaben abweichen.

Im Übrigen spiegeln die hier wiedergegebenen Informationen, Meinungen und Schätzungen eine Beurteilung zum Veröffentlichungsdatum wider und können ohne besondere Benachrichtigung geändert werden. Pictet Asset Management bietet keinerlei Gewähr, dass die in dieser Marketing-Unterlage erwähnten Wertpapiere sich für einen bestimmten Investor eignen. Diese Unterlage kann nicht als Ersatz einer unabhängigen Beurteilung dienen. Die steuerliche Behandlung hängt von der Situation der einzelnen Investoren ab und kann sich im Laufe der Zeit ändern. Jeder Anleger sollte unter Berücksichtigung seiner Anlageziele und seiner finanziellen Lage vor jeder Anlageentscheidung prüfen, ob die Anlage für ihn geeignet ist und er über ausreichende Finanzkenntnisse und Erfahrung dafür verfügt oder ob eine professionelle Beratung erforderlich ist.

Der Wert und die Erträge der in dieser Unterlage erwähnten Wertpapiere und Finanzinstrumente können sinken oder steigen. Folglich laufen Anleger die Gefahr, dass sie weniger zurück erhalten, als sie ursprünglich investiert haben. Risikofaktoren werden im Fondsprospekt aufgeführt und in dieser Unterlage nicht vollständig wiedergegeben.

In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine zuverlässigen Anhaltspunkte über die zukünftige Entwicklung. Bei der Zeichnung oder Rücknahme belastete Provisionen/Kommissionen und Gebühren sind nicht in der Performance enthalten. Diese Marketing-Unterlagen sind kein Ersatz für die vollständigen Fondsunterlagen und Informationen, die Investoren von ihren Vermittlern für Anlagen im in dieser Unterlage erwähnten Fonds erhalten müssen.

Für EU-Länder zuständig ist: Pictet Asset Management (Europe) S.A., 15, avenue J. F. Kennedy, L-1855 Luxemburg

Für die Schweiz zuständig ist: Pictet Asset Management SA, 60 Route des Acacias, CH-1211 Genf 73

Für australische Anleger ist Pictet Asset Management Limited (ARBN 121 228 957) von der australischen Bewilligungspflicht für Finanzdienstleistungen laut Aktiengesetz 2001 ausgenommen.

Für US-Anlegern in den USA oder an US-Bürger verkaufte Anteile werden ausschliesslich im Rahmen von nicht-öffentlichen Platzierungen gemäss Ausnahmen von der SEC-Registrierung im Abschnitt 4(2) und Ausnahmen für Privatplatzierungen der Regulation D des US Securities Act von 1933 an akkreditierte Investoren und an qualifizierte Kunden gemäss dem Act von 1940 verkauft. Die Anteile der Pictet-Fonds sind nicht gemäss dem Gesetz von 1933 zugelassen und dürfen – mit Ausnahme von Transaktionen, die nicht gegen die US-Wertschriften-Gesetze verstossen – somit weder direkt noch indirekt in den USA angeboten oder verkauft werden oder einer US-Person angeboten oder an sie verkauft werden. Die Fonds-Verwaltungsgesellschaften der Pictet-Gruppe werden nicht gemäss dem Gesetz von 1940 zugelassen.

Pictet Asset Management Inc. ist für die Werbung von Portfolioverwaltungsdienstleistungen von Pictet Asset Management Limited (PAM Ltd) und Pictet Asset Management SA in Nordamerika verantwortlich.

In Kanada ist Pictet Asset Management Inc. als regulierter Portfoliomanager registriert, der bevollmächtigt ist, Marketing-Aktivitäten für Pictet Asset Management Ltd. und Pictet Asset Management SA durchzuführen. In den USA ist Pictet Asset Management Inc. als SEC Investment Adviser registriert, und dort werden alle Aktivitäten unter vollständiger Einhaltung der geltenden SEC-Regeln für das Marketing von verbundenen Tochtergesellschaften durchgeführt, wie es der Adviser Act von 1940 (Ref. 17CFR275.206(4)-3) vorschreibt.