



**MULTI
ASSET**

MONATLICHE EINSCHÄTZUNGEN ZUR ASSET-ALLOCATION

Barometer: Frohes neues Jahr?

Februar 2019

Von Pictet Asset Management Strategy Unit

Nach einem düsteren Jahr 2018 sind Risikoanlagen stürmisch ins neue Jahr gestartet. Günstige geldpolitische Entwicklungen in den USA und China dürften solide Rahmenbedingungen für die Aktienmärkte schaffen.

Inhalt

- 01** Asset-Allocation: Sicherheitsnetz Zentralbank

- 02** Aktiensektoren und -regionen: Wertpotenzial in Schwellenländern und UK

- 03** Anleihen und Währungen: Rückkehr der Tauben

- 04** Globale Märkte insgesamt: Alles wieder in Ordnung

- 05** Kurzüberblick

Asset-Allocation: Sicherheitsnetz Zentralbank

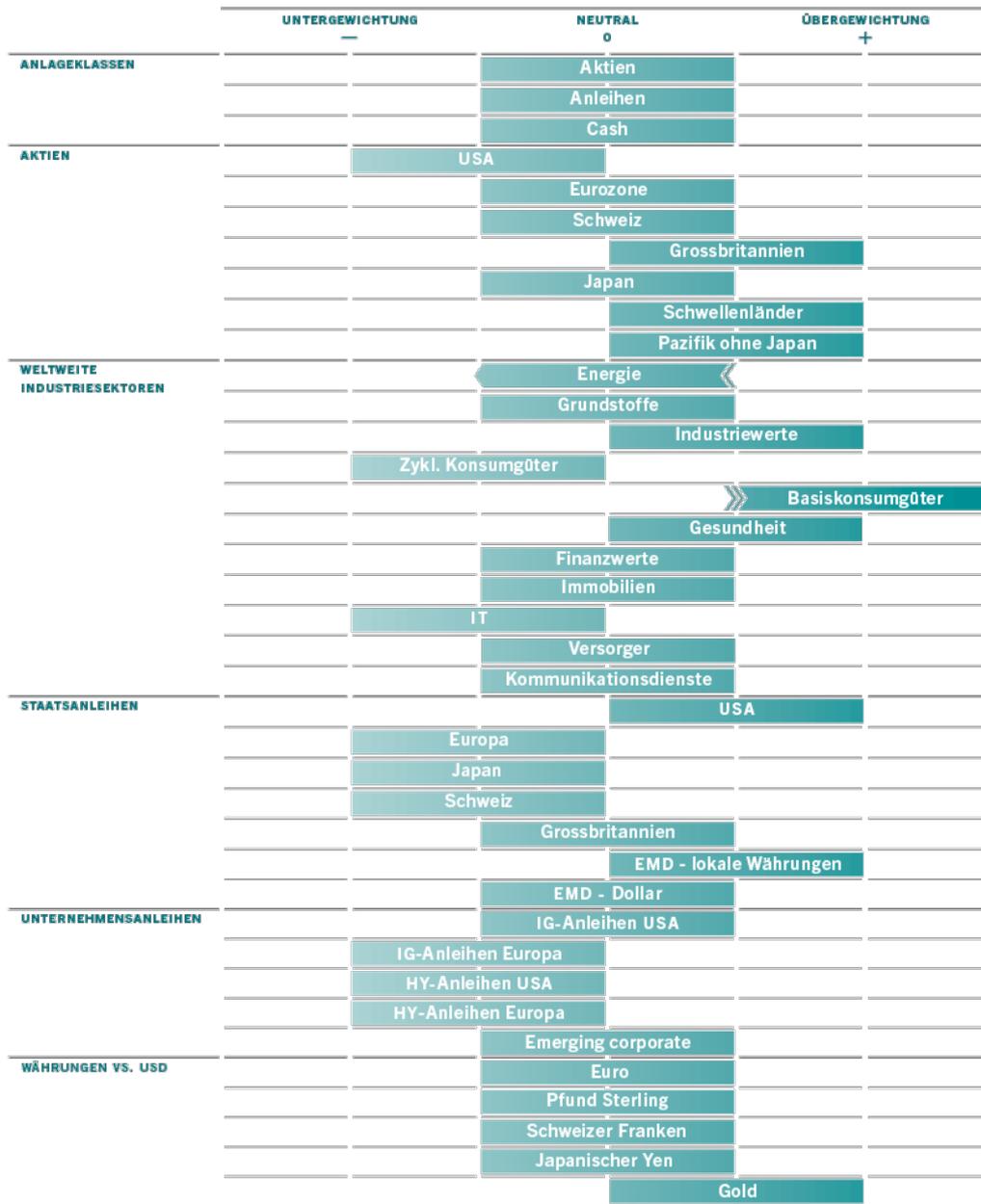
Die Weltwirtschaft kühlt sich ab. Ängste vor einem ausgewachsenen Handelskrieg zwischen den USA und China haben zu einer erheblichen Verschlechterung des Geschäftsklimas und der Konjunktur geführt, vor allem in den Industrieländern.

Es gibt aber auch Hoffnungsschimmer. Die Zentralbanken werden wieder tätig, um dem Wachstum auf die Sprünge zu helfen.

Die US-Notenbank hat signalisiert, dass sie eine Zinspause einlegen wird. Möglicherweise verlangsamt sie auch das Tempo ihrer Anleihenverkäufe. China setzt zur Stabilisierung des Wirtschaftswachstums neben haushaltspolitischen Massnahmen auch auf geldpolitische Impulse. Die Massnahmen der einflussreichsten Zentralbanken der Welt zusammen dürften dazu beitragen, dass sich die Nerven der Anleger nach den Marktturbulenzen Ende 2018 wieder beruhigen.

Dennoch lassen sich Anlagerisiken nicht gänzlich durch Zentralbankmassnahmen ausschalten: Die Spannungen zwischen den USA und China werden nicht so bald vom Tisch sein.

Unter Berücksichtigung der genannten Aspekte haben wir beschlossen, an unserer neutralen Haltung gegenüber Aktien und Anleihen festzuhalten.



Quelle: Pictet Asset Management

Unsere **Konjunkturzyklusanalysen** haben ergeben, dass sich das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern abkühlt.

Unsere Frühindikatoren deuten auf ein reales annualisiertes globales BIP-Wachstum von 2,6% zu Ende März hin – das wäre ein halber Prozentpunkt weniger als in den vergangenen sechs Monaten bis September.

Dies ist weitgehend auf die Auswirkungen der Handelsspannungen zwischen China und den USA zurückzuführen. Exporte und Industrieproduktion gehen stark zurück, wenngleich die realen Zinssätze und der Inflationsdruck gering sind.¹

Die US-Konjunktur kühlt sich stark ab – im Dezember verzeichnete die Produktionstätigkeit den grössten monatlichen Rückgang seit Ende 2008, als die Wirtschaft mitten in einer Rezession steckte.

In der Eurozone wird die Lage immer schlimmer – die Industrieproduktion nimmt ab (jährliche Rate von 3,2%) und Italien ist das erste Mal seit fünf Jahren in die Rezession gerutscht.

Die Schwellenländer entwickeln sich wirtschaftlich viel besser, dank der Bemühungen Chinas um Stabilisierung des Wachstums. Peking hat ein Paket aus geld-, haushalts- und handelspolitischen Massnahmen in einer Grössenordnung von 1,1% des BIP geschnürt, um der Wirtschaft auf die Sprünge zu helfen. Lateinamerika ist ebenfalls ein Lichtblick. Das Wachstum nimmt dort an Fahrt auf – Brasiliens neuer Präsident Jair Bolsonaro sorgt mit seinen marktfreundlichen Reformen für Optimismus und frischen Wind.

EIN HAUCH VON KÄLTE
Globales reales BIP und Frühindikator sinken



* Gewichteter Durchschnitt der Frühindikatoren von 38 Ländern. Quelle: Thomson Reuters Datastream; Daten beziehen sich auf den Zeitraum 01.01.1998–31.12.2018

Unsere Kennzahlen für die **Liquidität** zeigen, dass die Währungshüter in den USA und China allmählich auf die Wachstumsängste reagieren.

Allein die chinesische Zentralbank hat in den vergangenen vier Monaten 15 neue Massnahmen ergriffen, um das Wachstum anzukurbeln und den Kreditfluss in die privaten Haushalte und Kleinunternehmen zu verbessern. Neben der Senkung des Mindestreservesatzes für die Banken richtet die chinesische Notenbank ein Central Bank Bill Swap (CBS)-Programm ein, das ein Anreiz für die Banken sein soll, sich durch Emission von ewigen Anleihen wieder Kapital zu besorgen, und die Kreditvergabe fördern soll.

Unsere Kennzahlen für Europa sind allerdings weniger erfreulich. Die Europäische Zentralbank hat die Käufe neuer Anleihen eingestellt, ausgerechnet jetzt, wo die fragile Wirtschaft der Region durch den Brexit und die Handelsspannungen zwischen den USA und China gefährdet ist. Erschwerend kommt hinzu, dass alle Versuche der EZB, ihr Anleihenkaufprogramm wieder aufleben zu lassen, bevor Präsident Mario Draghi im Juni aus dem Amt scheidet, auf grossen politischen Widerstand treffen dürften.

Unsere Indikatoren für die **Bewertungen** sind bei Risikoanlageklassen weiter neutral, wengleich eine Reihe von Anlageklassen günstig erscheinen.

Britische Aktien gehören zu den attraktivsten Anlageklassen. Nicht nur, dass es am britischen Markt eine Vielzahl defensiver Large-Caps gibt, auch ist die Dividendenrendite mit 5% ordentlich – weltweit liegt der Durchschnitt bei 3%.²

US-Aktien hingegen sind überbewertet. Auch nach dem jüngsten Ausverkauf bleiben US-Werte teuer, gemessen an ihren zyklusbereinigten KGVs. Zudem rechnen wir mit weiteren Abwärtskorrekturen der Unternehmensgewinne durch die Analysten. Unsere Prognose für 2019 – 3% Wachstum beim Gewinn je Aktie in den USA – entspricht gerade mal der Hälfte dessen, was der Konsens prognostiziert.

Bei den Anleihen bieten Schwellenländeranleihen in Lokalwährung den besten Wert, vor allem, weil die Währungen der Region rund 25% unter dem von uns als angemessen betrachteten Wert gehandelt werden. Deutsche Bundesanleihen sind die teuersten Anleihen in unserer Scorecard.

Unsere **technischen** und Stimmungsanalysen sprechen ebenfalls für unsere neutrale Haltung gegenüber Aktien. Die Aktienflüsse machen deutlich, dass die Anleger nach dem Sell-off am Jahresende nur zögerlich wieder neue Positionen aufgebaut haben. Unsere Indikatoren deuten darauf hin, dass die Volatilität an den Aktienmärkten in den kommende Wochen andauern wird.

[1] Durchschnitt von 7 Nominalzinssätzen (Leitzinsen, 3-Monats-Zinssätze, 2-, 5-, und 10-jährige Swapsätze, Renditen 5- und 10-jähriger Staatsanleihen), VPI-deflationiert, BIP-gewichtet für 10 Industrieländer. Quelle: Pictet Asset Management, CEIC, Thomson Reuters Datastream

[2] MSCI All-Country World Index, Daten vom 31.01.2019

Aktiensektoren und -regionen: Wertpotenzial in Schwellenländern und UK

Egal ob bei den Bewertungen oder der Stimmung – die Bedingungen für den globalen Aktienmarkt sind nicht gerade förderlich.

Bei genauerem Hinsehen treten viele Risiken zutage, wie beispielsweise die Sorge um das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern, Unsicherheit hinsichtlich des geldpolitischen Kurses der US-Notenbank und die anhaltenden Handelsspannungen. Es ist kein Zufall, dass die Prognosen für die Unternehmensgewinne nach unten tendieren – weltweit kommen auf eine Aufwärtskorrektur der Analysten fünf Abwärtskorrekturen.

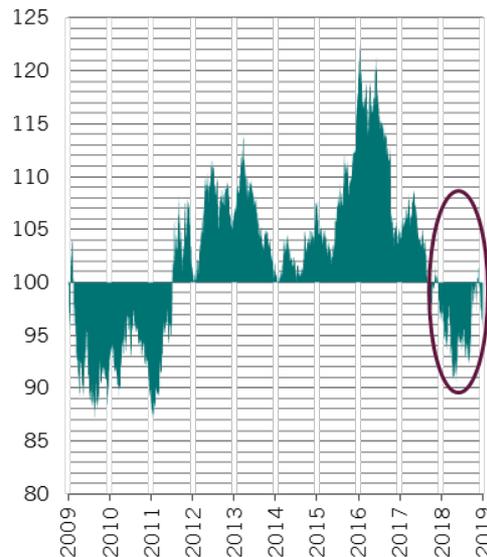
Unseren Modellen zufolge werden die Unternehmensgewinne in diesem Jahr weltweit um 5% wachsen – das ist zwar kein Weltuntergang, aber ein deutlicher Rückgang gegenüber 2018, wo es noch 15% waren, und weniger als der aktuelle Analystenkonsens von 7%.

Wir glauben, der beste Schutz vor einer möglichen Marktkorrektur besteht in der Umschichtung in defensivere Sektoren.

Zunächst bedeutet dies, dass Energiewerte auf neutral herabgestuft werden. Der Preis ihres Basiswerts – Erdöl – ist im letzten Monat um rund 20% gestiegen und wir können uns nur schwer vorstellen, dass er viel weiter über den aktuellen Stand von ca. 60 US-\$ hinaus steigen wird, vor allem nicht in dieser späten Phase des globalen Konjunkturzyklus. Die technischen Indikatoren stehen für den Energiesektor ebenfalls auf Rot, insbesondere im Hinblick auf die Marktbreite – weniger als 20% der Aktien des Sektors werden über ihrem gleitenden 20-Tages-Durchschnitt gehandelt.

Unsere defensive Einstellung spiegelt sich auch in der Untergewichtung der teuren zyklischen Sektoren „zyklische Konsumgüter“ und „IT“ wider.

ZEIT FÜR EINE AUFHOLJAGD
Performance Basiskonsumgüter im Vergleich zu MSCI
ACWI



Quelle: Thomson Reuters Datastream. Daten beziehen sich auf den Zeitraum 29.01.2009-29.01.2019.

Im Gegensatz dazu haben wir Basiskonsumgüter von neutral auf übergewichtet angehoben. Unserem Bewertungsmodell zufolge gehören Unternehmen dieses Sektors zu den günstigsten defensiven Aktienanlagen (siehe Abbildung). Darüber hinaus ist der Basiskonsumgüter-Sektor in Schwellenländern recht stark etabliert – ein Lichtblick in der ansonsten düsteren globalen Wirtschaft.

Bei Aktien mit Schwellenländerbezug sind wir generell recht optimistisch, da das Wachstum dort viel robuster als in der übrigen Welt ist. Schwellenländeraktien sind zudem attraktiv bewertet und dürften von der Zinspause der US-Notenbank und den Reflationsbemühungen Chinas profitieren.

Wir sind auch in britischen Aktien übergewichtet – die günstigsten in unser Bewertungs-Scorecard. Auch wenn der Brexit Sorge bereitet, sind britische Bluechips in vielfacher Hinsicht attraktiv. Britische Aktien mit höherer Kapitalisierung haben für Anleger nicht nur den Vorteil, dass sie sich in vielen etablierten internationalen Unternehmen engagieren können, sondern es gibt auch eine relativ hohe Anzahl defensiver Aktien, die sich in den Spätphasen des Konjunkturzyklus in der Regel gut entwickeln. Hinzu kommt, dass britische Aktien mit einer attraktiven Dividendenrendite von 5% gehandelt werden – Ausschüttungen britischer Unternehmen an ihre Aktionäre lagen im vergangenen Jahr auf Rekordniveau.

Hingegen bleiben wir bei den USA vorsichtig, deren überzogene Bewertungen ein Warnsignal für die Anleger sein sollten, zumal die Analysten die Gewinnprognosen nach unten korrigieren.

Anleihen und Währungen: Rückkehr der Tauben

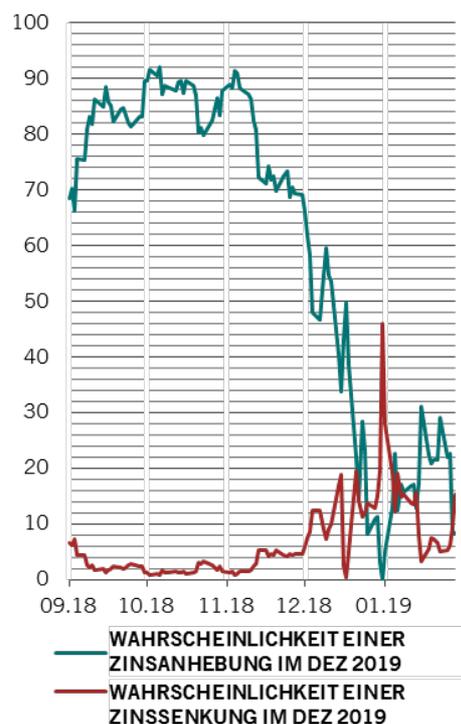
Die US-Notenbank hält sich im Moment zurück und der Ausblick für US-Staatsanleihen und Schwellenländeranleihen in Lokalwährung ist positiv. Wir bleiben in beiden Anlageklassen übergewichtet.

Auf ihrer letzten Sitzung hat die Fed deutlich gemacht, dass sie entschlossen ist, ihren Zinsanhebungszyklus auf Eis legen, weil die US-Inflation nicht richtig anspringen will. Weitere Zinsanhebungen sind vorerst vom Tisch und Fed-Chef Jay Powell hat auch signalisiert, dass die Notenbank für eine Verlangsamung ihres Bilanzabbaus offen sei – in krassem Gegensatz dazu erklärte er noch vor einigen Monaten, das Programm stehe auf Autopilot.

Die Zinsschrittprognosen des Markts haben sich umgekehrt: Statt der für 2019 ursprünglich erwarteten dreimaligen Anhebungen um jeweils 0,25% wird jetzt davon ausgegangen, dass die Leitzinsen gesenkt werden. Dies bestärkt uns in unserer positiven Einschätzung von US-Staatsanleihen. Die Renditen sind gegenüber den Höchstständen vom letzten Herbst erheblich zurückgegangen – bei den 10-jährigen Treasuries beispielsweise auf 2,72%, gegenüber dem letzten Höchststand von 3,23% im Oktober –, und weitere Rückgänge sind durchaus möglich, sollte die US-Notenbank ihre Geldpolitik angesichts der Konjunkturabkühlung lockern.

MEINUNGSSCHWUNG

Vom Markt prognostizierte Wahrscheinlichkeit einer Änderung der US-Leitzinsen nach der Sitzung im Dezember 2019



Es ist nicht auszuschliessen, dass sich das US-Finanzministerium am bei der Fed geführten „General Account“ bedient, um im Falle eines weiteren Regierungsstillstands die Staatsausgaben zu finanzieren. Das Zusammenspiel von gemässigter Haltung der US-Notenbank und diesen Liquiditätsspritzen könnte den US-Dollar unter Druck setzen. Das betrifft vor allem Schwellenländerwährungen, die weiterhin aussergewöhnlich günstig sind – genau genommen so günstig wie zuletzt vor 20 Jahren. Dies bestätigt uns in unserer positiven Einstellung zu Schwellenländeranleihen in Lokalwährung. Der Januar war der beste Monat für die Anlageklasse seit mehr als zwei Jahren. Das ist umso erfreulicher, als sie 2018 noch stark angeschlagen war.

Wir halten an unserer Übergewichtung von Gold fest. Die Zinspause der US-Notenbank zu einer Zeit, wo die chinesische Zentralbank erneut ungewöhnliche Konjunkturbelebungsmaßnahmen ergreift, ruft nach einer baldigen Absicherung gegen Marktvolatilität, geopolitische Risiken und einen starken Rückgang des US-Dollars.

Wir sind weiterhin sehr pessimistisch, was den taktischen und strategischen Ausblick für Unternehmensanleihen anbelangt. Nach unserer Einschätzung kann die Verengung ihrer Spreads im vergangenen Monat – bei US-Hochzinsanleihen ein Rückgang von 100 bis 440 Basispunkte und damit weit unter dem historischen Durchschnitt – angesichts des Wachstumshöhepunkts bei den Unternehmensgewinnen, der sehr hohen Verschuldung der Unternehmen und der Verschlechterung der Bonitäten nicht von Dauer sein.

Globale Märkte insgesamt: Alles wieder in Ordnung

2018 war für die meisten Anklageklassen sicherlich sehr ernüchternd, dafür hat das neue Jahr mit einem Paukenschlag begonnen. Globale Aktien legten im Januar um mehr als 7% in Lokalwährung zu³, nachdem sie in den 12 Monaten davor genauso viel verloren hatten. Unterdessen setzten globale Anleihen ihre Dezember-Rally fort und heimsten weitere 0,7% ein.

Es herrschte grosse Erleichterung, dass China erneut auf das geldpolitische Gaspedal getreten und die Fed eine Kehrtwende in ihrem Bemühen, den Märkten allmählich die umfangreiche Überschussliquidität zu entziehen, eingeleitet hat. Es überrascht kaum, dass sich US-Aktien sehr gut entwickelten – der MSCI US Index stieg im Berichtsmonat um mehr als 8%.

Bei den Aktiensektoren zogen zyklische Werte auf breiter Front an ihren defensiven Pendants vorbei. IT und zyklische Konsumgüter zum Beispiel legten während des Monats mehr als 8% zu, während Basiskonsumgüter, Versorger und Gesundheitswesen gerade mal halb so viel schafften. Die Rohstoffpreise schossen im Januar mit 9% nach oben, im Wesentlichen infolge des starken Anstiegs der Ölpreise um 13%. Das wiederum führte dazu, dass Energieaktien im Berichtsmonat ein Plus von rund 9% verzeichneten.

MSCI AC World – Total Return Index



Quelle: Thomson Reuters Datastream. Daten beziehen sich auf den Zeitraum 27.01.2017–29.01.2019.

Auch Schwellenländeranlagen erfuhren nach einem ausserordentlich düsteren Jahr einen kometenhaften Aufstieg, den sie zum Teil dem etwas schwächeren US-Dollar (Rückgang von 0,6% im Januar) und dem Optimismus mit Blick auf die Konjunkturerholung in China und die abnehmenden Ängste an der Handelsfront zu verdanken hatten. Asiatische Schwellenländeraktien zum Beispiel kletterten im Januar um 7% nach oben – sie müssen den 2018 erlittenen Verlust von rund 13% ausgleichen –, während Schwellenländeranleihen in Lokalwährung um etwa 5% (in US-Dollar) und US-Dollar-Anleihen um ca. 4% zulegten.

Auch Unternehmensanleihen entwickelten sich nach den Irritationen im letzten Jahr sehr gut. Insbesondere US-Hochzinsanleihen verzeichneten ein Plus von 4,5%, wohingegen sich in dem eher mageren Anstieg von 2% bei europäischen High-Yields der verhaltenere Ausblick für die europäischen Volkswirtschaften widerspiegelte. Aktienanleger hoffen auf Wachstum, aber das macht Anleiheninhabern keine Angst, weil die globale Inflation niedrig bleibt. Dennoch sicherten sich einige Anleger mit Gold gegen Situationen ab, die aus dem Ruder laufen könnten. Dies bescherte dem Edelmetall einen Zugewinn von 3% im Berichtsmonat.

[3] Alle Angaben zur Performance in Lokalwährung, sofern nicht anders angegeben

Kurzüberblick

BAROMETER FEBRUAR 2019

Asset-Allocation

Die globale Wirtschaft kühlt sich ab, aber die Zentralbanken leisten Unterstützung. Weiterhin neutrale Einstellung zu Aktien und Anleihen.

Aktienregionen und Sektoren

Wir nehmen gegenüber Industrieländersektoren eine defensivere Haltung ein und stufen Energie auf neutral herunter und Basiskonsumgüter auf Übergewichtet hoch. Wir finden Schwellenländeraktien weiterhin attraktiv.

Anleihen und Währungen

Die Kehrtwende der US-Notenbank in ihrer Zinspolitik bestätigt uns in unserer Übergewichtung von US-Staatsanleihen, Schwellenländeranleihen in Lokalwährung und Gold.

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.