



**MULTI
ASSET**

MONATLICHE EINSCHÄTZUNGEN ZUR ASSET-ALLOCATION

Barometer: Irrationale Übertreibung

Juli 2019

Von Pictet Asset Management Strategy Unit

Die erwarteten Zinssenkungen in den USA haben eine Rally bei Risikoanlagen ausgelöst, aber die Hoffnungen der Anleger auf eine aggressive geldpolitische Lockerung dürften sich nicht erfüllen.

Inhalt

- 01** Asset-Allocation: Zu weit und zu schnell

- 02** Aktiensektoren und -regionen Heisser Börsensommer in Europa

- 03** Anleihen und Währungen: Zu grosse Erwartungen?

- 04** Globale Märkte insgesamt: Hoffnungen auf Zinssenkung beflügeln Aktien

- 05** Kurzüberblick

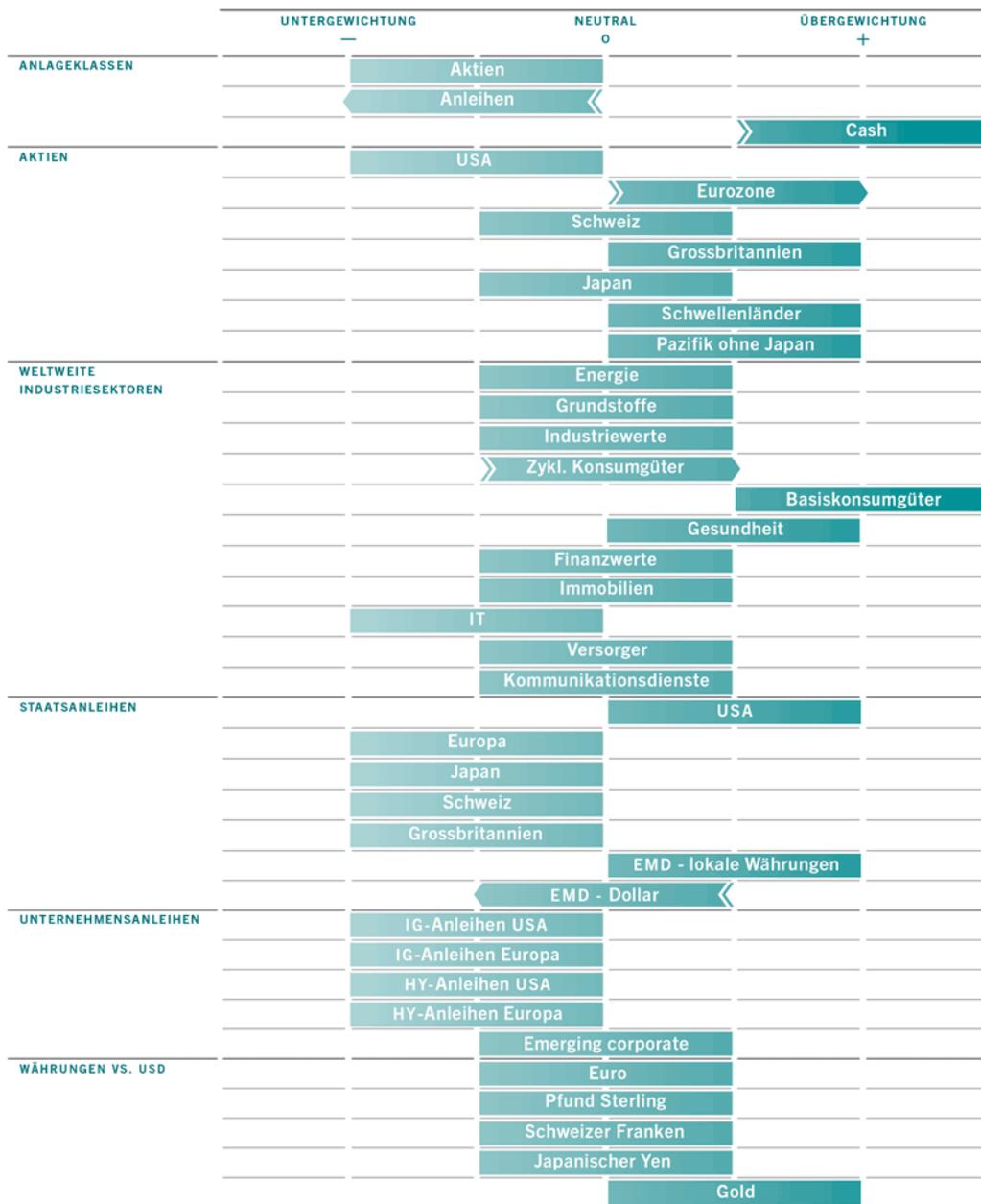
Asset-Allocation: Zu weit und zu schnell

Vor dem Hintergrund der sich abkühlenden globalen Wirtschaft, die zudem durch die von US-Präsident Donald Trump angefachten Handelsstreitigkeiten gefährdet ist, hat sich die US-Notenbank zurückgemeldet und lässt ihre Präsenz an den globalen Märkten spüren. Ein Notenbankvertreter nach dem anderen verkündete, dass die Fed vorbereitet sei, sich mit vorzeitigen Zinssenkungen gegen einen ernsthaften Abschwung abzusichern – was globalen Aktien und Anleihen im Berichtsmonat einen Anstieg von ca. 6% bzw. 1% im Berichtsmonat bescherte.

Der Markt hat jetzt Zinssenkungen um einen ganzen Prozentpunkt in den kommenden 12 Monaten eingepreist; mit einem ersten Zinsschritt wird im Juli gerechnet. Nicht nur, dass sich der S&P 500 Index fast wieder auf Rekordniveau bewegt, globale Anleihen im Wert von mehr als 12 Bio. US-\$ werden mit negativen Renditen gehandelt.

Unserer Einschätzung nach ist die Euphorie über die US-Zinssenkungen überzogen – der erste Zinsschritt könnte sich bis September hinauszögern.

Infolgedessen haben wir unsere Gewichtung in Anleihen reduziert und sind jetzt sowohl in festverzinslichen Anlagen als auch Aktien untergewichtet. Ausserdem haben wir unsere Gewichtung in Liquidität angehoben.



Quelle: Pictet Asset Management

Die neuerliche Freigiebigkeit der US-Notenbank ist in den Kontext der Konjunkturlage in den USA zu stellen, die weiterhin recht positiv ist.

Unser eigener Frühindikator hat sich zwar seit Ende letzten Jahres abgeschwächt, aber seit einiger Zeit hat die Aktivität im Baugewerbe wieder zugenommen, die Lage auf dem Arbeitsmarkt ist weiter robust und bei den Autoverkäufen zeichnet sich eine leichte Erholung ab.

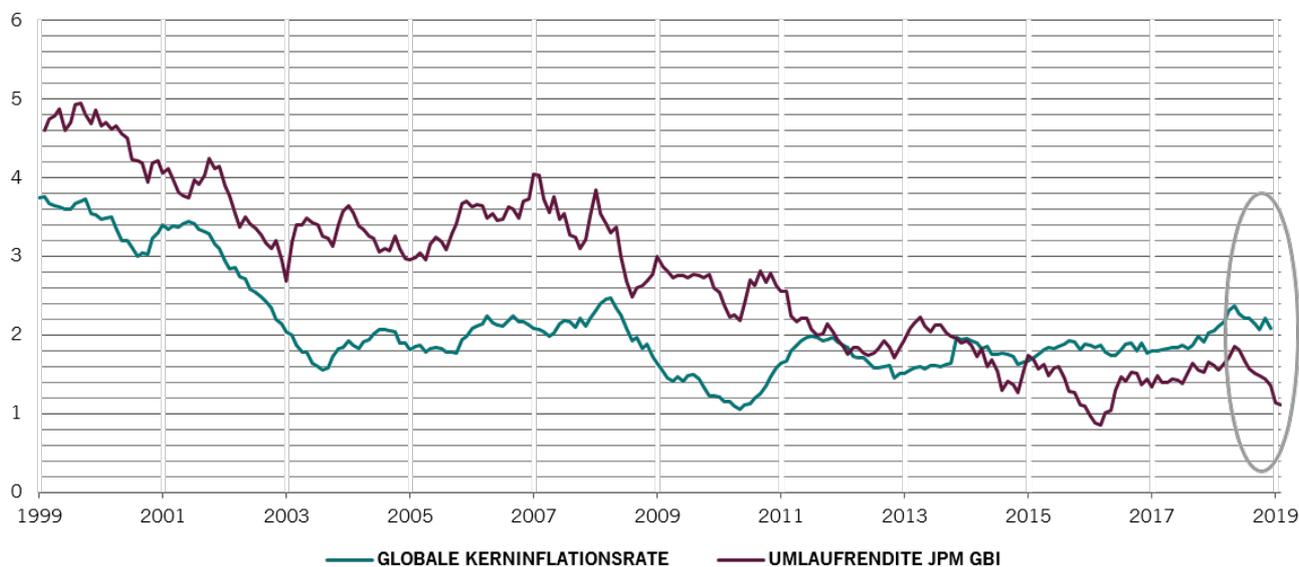
Unsere **Konjunkturzyklusindikatoren** deuten weiterhin auf eine Abkühlung der globalen Wirtschaft hin, aber nicht auf eine harte Landung. Die Handelsspannungen zwischen China und den USA belasten beide Volkswirtschaften, aber in beiden Ländern wurden politische Massnahmen ergriffen, um einer etwaigen Schwäche entgegenzuwirken – wenn auch nicht in dem vom Markt erwarteten Umfang.

Aus markttechnischen Gründen, die mit der quantitativen Lockerung zusammenhängen, könnte es sein, dass mit der Umkehr der US-Zinskurve die Risiken einer Rezession in den kommenden ein bis zwei Jahren überbewertet werden.

Andere Volkswirtschaften profitieren vom Handelsstreit zwischen China und den USA. Vietnam, Taiwan und Südkorea haben sich einen Grossteil der Geschäfte gesichert, die China entgangen sind, und chinesische Firmen besorgen sich landwirtschaftliche Erzeugnisse zunehmend in Lateinamerika und nicht mehr in den USA.

In der Eurozone hat sich der Ausblick verbessert – und das noch bevor EZB-Chef Mario Draghi sein erneutes Versprechen wahrmacht, bei Bedarf Impulse zu geben.

ABB. 1 IN DEN ANLEIHERENDITEN IST INFLATIONSDRUCK NICHT ANGEMESSEN BERÜCKSICHTIGT
Globale Inflation gegenüber Anleiherenditen, %



Quelle: Refinitiv. Daten beziehen sich auf den Zeitraum 15.06.1999–26.06.2019.

Unsere **Liquiditätsanalysen** geben Anlass zu Optimismus. Sollte die US-Notenbank den Erwartungen des Markts entsprechen und ihre Geldpolitik lockern, könnten andere Zentralbanken folgen, weil sie versuchen werden, ihre Währungen vor einer wettbewerbsschädlichen Aufwertung zu schützen. Die Stärkung des öffentlichen Sektors würde dazu führen, dass mehr Liquidität im privaten Sektor bereitgestellt wird – davon würden Unternehmensanleihen in allen grossen Regionen profitieren.

Die **Bewertungen** für Anleihen sind völlig überzogen. Anleihen aus der Eurozone und der Schweiz sind so teuer wie nie zuvor. Abgesehen von US-IG-Anleihen und Schwellenländeranleihen in Lokalwährung, die gerade so neutral bewertet sind, sind alle andere festverzinslichen Anlagen überbewertet.

Trotz ihrer starken Entwicklung im Berichtsmonat sind globale Aktien weitgehend angemessen bewertet. Da der Gewinnausblick erheblich schlechter ist als von den Analysten prognostiziert – wir sehen für die kommenden 12 Monate kein Wachstum bei den Gewinnen, wohingegen der Konsens von rund 7% ausgeht –, sind Aktien weiterhin anfällig.

Die **Markttechnik** bietet Unterstützung für Anleihen, die von starken saisonalen Trends profitieren. Trotz ihrer grossangelegten Rally scheinen sie nach den von uns beobachteten Indikatoren zur Anlegerpositionierung nicht überkauft zu sein. Bei Aktien ist der Trend neutral und die saisonalen Effekte sind negativ, dennoch ist die Anlageklasse seltsamerweise weiterhin unbeliebt. Die relativ schwache Aktienpositionierung der Anleger lässt darauf schliessen, dass ein etwaiger Ausverkauf bei Aktien begrenzt sein dürfte. Gold, das sich im Berichtsmonat von allen Anlageklassen am besten entwickelte, dürfte weiterhin von den starken saisonalen Effekten profitieren und ist ebenfalls noch nicht überkauft.

Aktiensektoren und -regionen Heisser Börsensommer in Europa

Bei Aktien ist Vorsicht geboten, weil die Unternehmensgewinne durch die Abnahme des Welthandels in Gefahr sind.

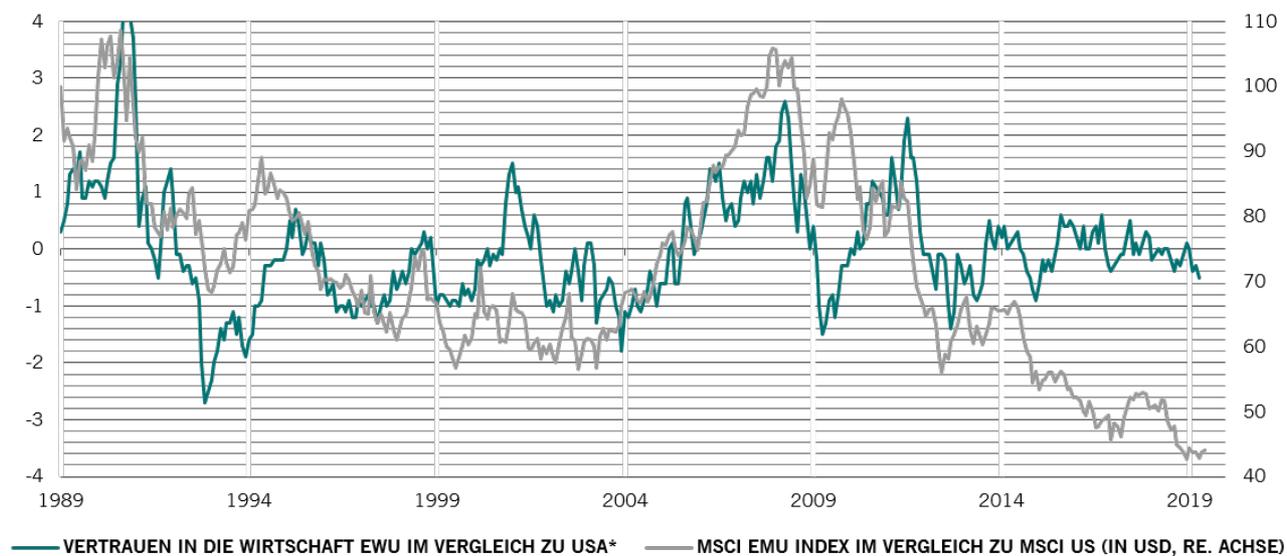
Unserem Modell zufolge werden die globalen Unternehmensgewinne im kommenden Jahr stagnieren oder sich rückläufig entwickeln, während die Konsensprognose für 12 Monate bei einem Wachstum von 7% liegt.

US-Aktien sind besonders anfällig. Nicht nur, dass sie die teuersten Aktien in unserer Scorecard sind, auch unsere Frühindikatoren zeigen, dass sich die US- Wirtschaft seit sechs Monaten in Folge abkühlt und sich schlechter entwickelt als die grossen Industrie- und Schwellenländer. Historische Daten belegen, dass die Unternehmensgewinne in den USA in der Regel zurückgehen, wenn die Wirtschaft um mehr als 3% nominal nachlässt.

Die Wall Street dürfte kaum neue Impulse durch mögliche Zinssenkungen der Fed erhalten, weil der Markt bereits eine aggressive geldpolitische Lockerung im zweiten Halbjahr 2019 eingepreist hat.

Hinzu kommt, dass die grossen US-Aktienindizes wie der S&P 500 bereits eine hohe Gewichtung in Technologieunternehmen aufweisen, einem Sektor, der empfindlich auf eine strengere Regulierung und Folgen des Handelskriegs reagiert.

Im Gegensatz dazu hellen sich die Aussichten für europäische Aktien auf. Der Frühindikator der Region, der sich weiterhin im negativen Territorium bewegt, entwickelt sich seit Monaten positiv und ist mittlerweile an den USA vorbeigezogen. Der Konsum, der Hauptwachstumstreiber in der Region, ist weiter robust und die Kreditvergabe durch die Banken verbessert sich. Unserem Bewertungsmodell zufolge sind europäische Aktien unter Berücksichtigung des KBV, KGV und Kurs-Umsatz-Verhältnisses relativ gesehen günstiger als US-Werte.



* Z-Score. Quelle: Refinitiv; Daten beziehen sich auf den Zeitraum 01.01.1989–01.06.2019

Britische Aktien sind weiterhin attraktiv. Der Markt bietet einen hohen Dividendenrendite von 4,8% – das aufgrund der Brexit-Sorgen schwache Pfund Sterling beflügelt die Gewinne vieler multinationaler Unternehmen im Vereinigten Königreich.

Wir finden auch die Schwellenländer attraktiv. Unsere Frühindikatoren zeigen, dass sich die Schwellenländer wirtschaftlich besser entwickeln als die Industrieländer, und das Gewinnwachstum in den Schwellenländern dürfte 2020 über 14% liegen und damit über dem der Industrieländer.

Wir bleiben neutral in Sektoren positioniert, die empfindlich auf eine Abwertung des US-Dollars reagieren, wie Energie und Grundstoffe. Auch in wirtschaftlich sensiblen Branchen wie Finanzwesen und Immobilien bleiben wir neutral positioniert.

Anleihen und Währungen: Zu grosse Erwartungen?

Anhebung um 50 Basispunkte vor sechs Monaten, Senkung um 100 Basispunkte heute. Wie sich die in den Anleihenfutures eingepreisten Erwartungen der Anleger hinsichtlich der Entwicklung der US-Zinssätze in den kommenden 12 Monaten verändert haben, ist atemberaubend. Und nach unserer Meinung übertrieben.

TIEFE EINSCHNITTE
Erwartete Entwicklung der US-Leitzinsen (Juni 2020)



Quelle: Refinitiv. Daten beziehen sich auf den Zeitraum 01.06.2018–26.06.2019.

Die Märkte dürften vom Umfang der Zinssenkungen enttäuscht sein, die wiederum den Anleiherenditen Auftrieb verleihen und die Preise drücken dürften. Nach einem hervorragenden Halbjahr erscheinen globale Anleihen so teuer wie noch nie. Dies hat uns dazu veranlasst, unsere Allokation von neutral in negativ zu ändern.

Unternehmensanleihen der Industrieländer – sowohl im Investment-Grade- als auch im Hochzinsbereich – bleiben teuer. Dies ist ein Warnsignal, dass wir mit Unternehmensgewinnen zu rechnen haben, die hinter den Erwartungen zurückbleiben. Gleichzeitig verschlechtern sich die Ratings und der Fremdkapitalanteil nimmt zu – die Verschuldung von Nichtfinanzunternehmen in den USA liegt mit über 47% des BIP auf einem Allzeithoch und damit über den Ständen von 2000 und 2008.

Bei den defensiven Anlagen haben US-Staatsanleihen weiterhin viel attraktivere Renditen zu bieten als ihre Pendants aus der Eurozone. Dies bestätigt uns in unserer Übergewichtung in US-Treasuries und in unserer Untergewichtung in europäischen Staatsanleihen. Die deutschen Bundesanleihen sind so teuer wie noch nie und die Renditen bewegen sich auf einem Rekordtief von -0,3%. 45 Prozent aller Staatsanleihen aus der Eurozone bringen mittlerweile negative Renditen.

Die Aussichten für Schwellenländeranleihen in Lokalwährung sind erfreulich, was an der rückläufigen Inflation im Schwellenländeruniversum, der wahrscheinlichen geldpolitischen Lockerung und günstigen Wechselkursen liegt. Unseren Modellen zufolge sind Schwellenländerwährungen gegenüber dem US-Dollar 15–20% unterbewertet.

Da jedoch die traditionell volatile Sommerzeit vor uns liegt, haben wir beschlossen, das Risiko etwas zu reduzieren, und die Gewichtung unserer auf US-Dollar lautenden Schwellenländeranleihen von übergewichtet zu neutral herabgestuft. Die Anlageklasse hat sich sehr gut entwickelt und erscheint unseren Bewertungsmodellen zufolge relativ teuer.

Wir sind auch in Gold übergewichtet. Wenngleich das Edelmetall im vergangenen Monat ein herausragender Outperformer war – Plus von 6,4% –, ist es noch weit davon entfernt, überkauft zu sein. Saisonale Effekte und Trendindikatoren sind ebenfalls günstig.

Globale Märkte insgesamt: Hoffnungen auf Zinssenkung beflügeln Aktien

Aktien entwickelten sich im vergangenen Monat besser als Anleihen und legten rund 6% zu, da die Anleger immer stärker davon überzeugt sind, dass die US-Notenbank ihre Leitzinsen schon im Juli senken wird. Der zunehmende Optimismus, dass Washington und Peking die Handelsgespräche wieder aufnehmen werden, kam dem Markt ebenfalls zugute. Der US-Aktienmarkt übertraf alle – der MSCI US Index verzeichnete Zugewinne von rund 7% und der S&P 500 kletterte auf Allzeithochs.

Bei den Branchen profitierten Grundstoffe und IT von der neuen Hoffnung auf eine Einigung im Handelsstreit zwischen den USA und China und legten um mehr als 8% zu. Unternehmen, die besonders empfindlich auf den Konjunkturzyklus reagieren, wie Energie und IT, entwickelten sich besser als defensive Branchen wie Versorger. Zyklische Aktien werden momentan mit einem Aufschlag von 16% (zyklusbereinigt) zu ihren defensiven Pendanten gehandelt – und damit über dem langfristigen Durchschnitt von 10%.

Der US-Dollar büsste im Berichtsmonat mehr als 1% ein, weil die Anleger die Aussicht auf eine Lockerung der Geldpolitik in den USA einpreisten (siehe Abbildung). Dies wiederum kam vielen Schwellenländeranlagen zugute, wie exportempfindlichen asiatischen Aktien und Schwellenländeranleihen in Lokalwährung; beide legten um mehr als 5% zu.

US-DOLLAR AUF ABWÄRTSKURS
US-Dollar gegenüber handelsgewichtetem Währungskorb



Quelle: Refinitiv. Daten beziehen sich auf den Zeitraum 01.01.2019–26.06.2019.

Bei den festverzinslichen Anlagen verzeichneten die Märkte für Unternehmensanleihen der Industrieländer höhere Gewinne als die dortigen Staatsanleihenmärkte – US- und europäische Hochzinsanleihen legten um mehr als 2% zu.

Gold schnitt von allen Anlageklassen am besten ab, weil das Zusammenspiel von schwächerem US-Dollar und Zuflüssen von Anlegern, die auf der Suche nach als sicher geltenden Anlagen sind, das Edelmetall um mehr als 8% nach oben hievte.

Öl schnellte um rund 6% nach oben, als Angriffe auf zwei Öltanker im Golf von Oman die USA veranlassten, den Iran mit neuen Sanktionen zu belegen, und Ängste vor Lieferausfällen schürten. Die Ölpreise dürften unter weiteren Aufwärtsdruck geraten, nachdem Russland und Saudi-Arabien sich darauf geeinigt haben, die Ölfördermenge um 1,2 Mio. Barrel pro Tag zu drosseln.

Kurzüberblick

BAROMETER JULI 2019

Asset-Allocation

Der starke Renditerückgang veranlasst uns, die Positionierung in Anleihen auf untergewichtet herabzusetzen.

Aktienregionen und -sektoren

Wir bleiben in den USA untergewichtet. Für attraktiv halten wir europäische, britische und Schwellenländeraktien.

Anleihen und Währungen

Bei den festverzinslichen Anlagen bevorzugen wir US-Staatsanleihen und Schwellenländer-Staatsanleihen in Lokalwährung.

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.