



MULTI  
ASSET

MONATLICHE EINSCHÄTZUNGEN ZUR ASSET-ALLOCATION

# Barometer: Wachstumsabstand zugunsten von Schwellenländeranlagen

März 2019

Von Pictet Asset Management Strategy Unit

Nach der rasanten Rally seit Jahresbeginn erscheinen Risikoanlagen nicht besonders attraktiv – abgesehen von Schwellenländer-Investments.

## Inhalt

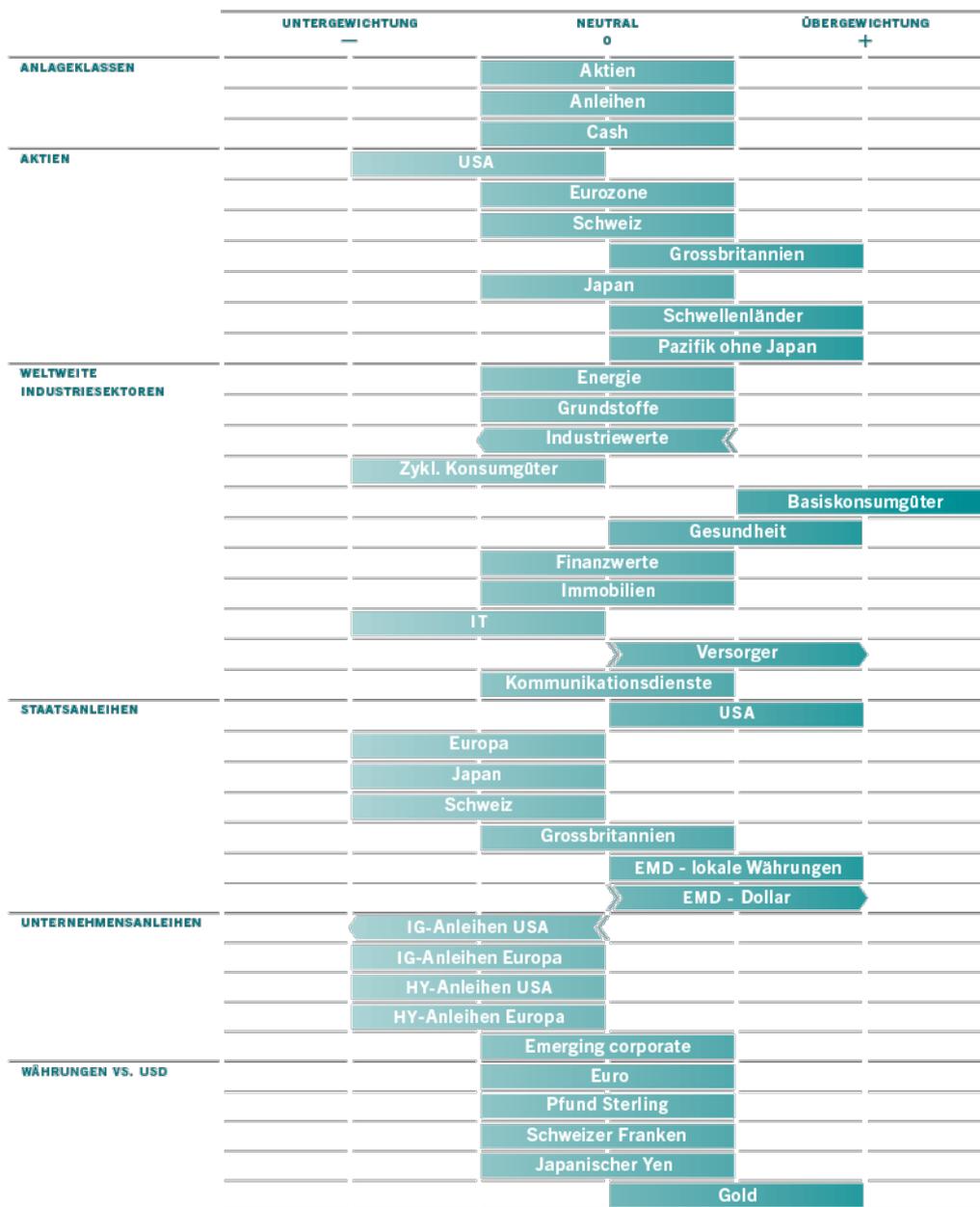
- 01** Asset-Allocation: Ein instabiles Gleichgewicht
- 02** Aktiensektoren und -regionen: Teuer, abgesehen von den Schwellenländern
- 03** Anleihen und Währungen: Lichtblick Schwellenländer
- 04** Übersicht globale Märkte: Lebhaft (vorerst)
- 05** Kurzüberblick

# Asset-Allocation: Ein instabiles Gleichgewicht

Die Welt befindet sich in einem noch instabilen Gleichgewichtszustand. Auf der einen Seite verlangsamt sich das Wirtschaftswachstum und die Bewertungen für fast alle Anlageklassen sind seit Jahresbeginn gestiegen. Und dann wären da noch der ungeklärte Brexit und die Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China.

Auf der anderen Seite haben sich die Liquiditätsbedingungen verbessert und China erntet allmählich die Früchte seiner geld- und fiskalpolitischen Konjunkturbelebungsmaßnahmen.

Auch wenn sich unsere Begeisterung für Industrieländeranlagen insgesamt in Grenzen hält – wir bleiben gegenüber globalen Anleihen und Aktien neutral eingestellt –, machen defensive Aktien, die ordentliche Gewinne abwerfen, und Schwellenländer, die schneller wachsen als die Industrieländer, einen vielversprechenden Eindruck.



Quelle: Pictet Asset Management

Unsere **Konjunkturzyklusindikatoren** deuten darauf hin, dass sich die Schwellenländer wirtschaftlich besser entwickeln als die Industrieländer. Die Geschichte hat gezeigt, dass dies allen Schwellenländer-Anlageklassen zugute kommt, vor allem Devisen.

Unsere Frühindikatoren zufolge ist der Wachstumsabstand zwischen Schwellen- und Industrieländern – fast 5 Prozentpunkte – so hoch wie seit fünf Jahren nicht mehr. In dieser Ungleichheit schlägt sich der starke Rückgang der Exportaufträge in Industrieländern wie Deutschland nieder, die unverhältnismässig stärker durch die andauernden Handelsspannungen belastet werden. Auch die Schwellenländer – insbesondere China – sind nicht verschont geblieben. Unsere Modelle legen nahe, dass die von den USA bislang auferlegten Zölle das BIP-Wachstum in China um etwa 0,5 Prozentpunkte schmälern dürften. Die Währungshüter in Peking haben jedoch schnell reagiert und Stützungsmaßnahmen ergriffen. Wir gehen davon aus, dass sich diese Stimuli – darunter Infrastrukturprojekte sowie eine Senkung der Einkommens- und der Unternehmenssteuer – mit 1 Prozentpunkt positiv auf das Wachstum auswirken werden (verteilt über dieses und letztes Jahr).

Unsere **Liquiditätskennzahlen** bestätigen, dass die jüngsten Konjunkturbelebungsmaßnahmen Chinas allmählich

Früchte tragen. Das Land ist auf einem guten Weg, die simulierten Liquiditätsbedingungen in diesem Quartal zu erreichen, getragen durch das starke Wachstum bei privaten Kreditvergaben. Unsere globalen Indikatoren für geldpolitische Impulse verbessern sich und sprechen für Wirtschaftswachstum und Risikoanlagen. G3-Überschussliquidität – die Differenz zwischen Anstieg der Geldmenge und nominalem BIP-Wachstum -- hat sich ins Positive gekehrt und liegt jetzt auf dem höchsten Stand seit fast zwei Jahren. Dies wirkt sich positiv auf die KGVs der Unternehmen aus (siehe Abbildung).

#### LIQUIDITÄT IM ÜBERFLUSS

G3-Überschussliquidität und prozentuale Veränderung beim nachlaufenden KGV globaler Aktien, 6 Monate



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Pictet Asset Management. Überschussliquidität berechnet als Wachstum der breit gefassten Geldmenge G3 minus Wert der inländischen Industrieproduktion in den vergangenen sechs Monaten. Daten beziehen sich auf den Zeitraum 30.04.2000–31.01.2019.

Es besteht die Gefahr, dass die Anleger zu selbstgefällig werden. Die Zentralbanken haben zwar auf Anzeichen wirtschaftlicher Schwäche reagiert, aber wir halten dies nur für eine vorübergehende Änderung der Rhetorik. Unserer Ansicht nach ist die Wahrscheinlichkeit, dass die US-Notenbank ihre Leitzinsen bis Jahresende erneut anhebt, in den Zinsprognosen des Marktes nur unzureichend berücksichtigt. In den Fed Funds Futures ist lediglich eine Wahrscheinlichkeit von 2% für einen solchen Zinsschritt eingepreist – im Oktober letzten Jahres waren es noch 98%.

Die **Bewertungen** mahnen nach den starken Zuwächsen an den Märkten Anfang 2019 zur Vorsicht. Nahezu jede Anlageklasse in unserem Modell ist jetzt teurer als noch vor einem Monat – globale Aktien sind der Spitzenreiter. Diese Entwicklung bereitet Sorge, wenn man bedenkt, dass das Wachstum der Unternehmensgewinne 2018 mit 15% seinen Höhepunkt erreicht hat und die Analysten ihre Erwartungen für künftige Gewinne zurückschrauben. Wir sehen jedoch erste Anzeichen einer Stabilisierung der Gewinnprognosen, die sich als positiv erweisen dürfte.

Die **markttechnischen Daten** zeichnen ein uneinheitliches Bild. Wenngleich die Trends für Aktien im Allgemeinen positiv sind, wird dies in vielen Regionen – unter anderem in den USA und Europa – durch eine zu optimistische Anlegerpositionierung in bestimmten Aktien zunichte gemacht. Bei Anleihen stehen der Dynamik und Breite des Aufschwungs – das heisst wie breit die jüngste Rally abgestützt ist – stark negative saisonale Trends entgegen. Insgesamt bestärken uns diese Signale in unserer Entscheidung, sowohl Aktien als auch Anleihen global weiterhin neutral zu gewichten.

# Aktiensektoren und -regionen: Teuer, abgesehen von den Schwellenländern

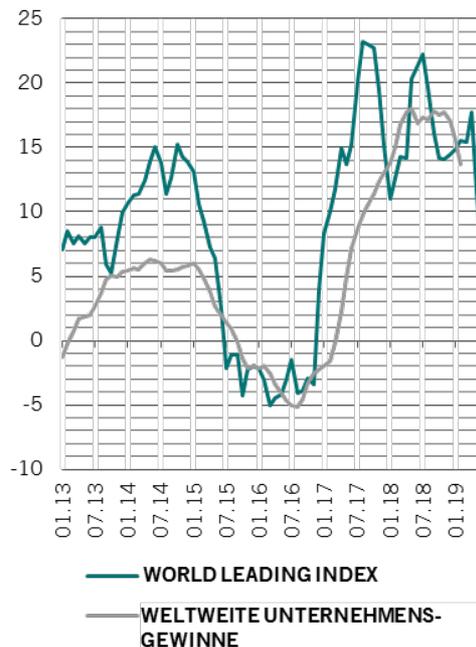
Nach einem stürmischen Start ins neue Jahr konnten Aktien die im 4. Quartal 2018, als Panik an den Märkten herrschte, erlittenen Verluste grösstenteils wieder wettmachen. Somit bewegt sich der MSCI All Country World Index fast schon im oberen Bereich der Spanne, wie wir sie vom letzten Jahr kennen, sodass fraglich ist, ob noch Potenzial für weitere Anstiege besteht, vor allem in Anbetracht der sich verschlechternden Aussichten für das Gewinnwachstum der Unternehmen (siehe Abbildung).

Das grösste Risiko speziell für US-Aktien ist die anhaltende Verschlechterung der Gewinnerwartungen der Unternehmen. Im Oktober lag die Prognose des Markts für das Wachstum des Gewinns je Aktie bei US-Werten bei 11% für das laufende Jahr. Die Konsenserwartungen für das Wachstum sind seitdem auf 4% gesunken, dürften sich aber dort einpendeln, wenn das Wachstum des US-BIP in den übrigen Monaten des Jahres nicht an Schwung verliert. Aus diesen Gründen behalten wir unsere Untergewichtung in US-Aktien bei.

US-Aktien sind relativ gesehen vielleicht teuer, aber wir sehen hervorragendes Wertpotenzial im Vereinigten Königreich und in China. Die Dividendenrendite von 4,5% in Grossbritannien ist mehr oder weniger genauso hoch wie 2008, als Lehman Brothers pleite ging – und damit so attraktiv, dass man sie einfach nicht ignorieren kann, egal wie chaotisch der Brexit abläuft. Das günstige Pfund Sterling macht britische Aktien nur noch attraktiver. Der chinesische Markt wird geldpolitisch gesteuert: Die Geldpolitik pumpt gerade Liquidität ins System und der Staat gibt Geld aus – davon profitieren chinesische und Schwellenländeraktien.

## GEWINNE FOLGEN DEM WIRTSCHAFTSWACHSTUM AUF DEM FUSSE

World Leading Index (für die nächsten 6 Monate) im Vergleich zum Wachstum der weltweiten Unternehmensgewinne, prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr



Quelle: Datastream, Pictet Asset Management. Daten beziehen sich auf den Zeitraum 31.12.2013 bis 27.02.2019. Pictet Asset Management World Leading Index plus Produzentenpreisindex (PPI) G3, für die nächsten 6 Monate; Globale Unternehmensgewinne der Werte im MSCI ACWI, Veränderung gegenüber dem Vorjahr, wechsellkursbereinigt.

Um Schwellenländeranlagen ist es bestens bestellt. Schwellenländerwährungen sind gegenüber dem US-Dollar so günstig wie zuletzt vor mindestens zwanzig Jahren. Unsere Stimmungsindikatoren deuten darauf hin, dass die Anleger mässig in Schwellenländeraktien investiert bleiben, trotz der Rally, bei der sie fast 10% seit Jahresbeginn zulegen. Die wirtschaftlichen Fundamentaldaten der Schwellenländer sind weiterhin robust, da viele Länder eine umsichtige Fiskal- und Geldpolitik betreiben. Zudem dürfte die reflationäre Geldpolitik Chinas den Exporten und Rohstoffen Auftrieb verleihen. Chinesische und russische Aktien sind besonders attraktiv, während der brasilianische Markt sehr teuer erscheint, nachdem er nach dem Durchschreiten der Talsohle letzten Sommer um 40% zugelegt hat.

Wir haben beschlossen, unsere defensive Allokation auszubauen und Versorger von neutral auf Übergewichtet anzuheben. Regulierte Branchen wie Versorgungsbetriebe, bei denen über den Zyklus hinweg eine recht konstante Nachfrage herrschte, weisen in der Regel anleihenähnliche Merkmale auf und entwickeln sich in Zeiten, in denen wachstumsorientierte Aktien zu kämpfen haben, mitunter überdurchschnittlich. Zudem behalten wir unsere Übergewichtung in Gesundheits- und Basiskonsumgüterwerten bei.

Unser Engagement in Industrierwerten hingegen haben wir aufgrund der andauernden Handelsspannungen von Übergewichtet nach neutral reduziert. Der Markt scheint zu glauben, dass der Konflikt zwischen den USA und China vorbei ist, wir sind davon aber nicht überzeugt. Der Markt preist einen positiven Ausgang der Gespräche zwischen den beiden Ländern ein, aber es ist vorerst nicht davon auszugehen, dass die aktuellen Verhandlungen in einer umfassenden Einigung münden.

# Anleihen und Währungen: Lichtblick Schwellenländer

Am Rentenmarkt sind Schwellenländeranleihen ein echter Lichtblick.

Das robuste Konjunkturwachstum, die niedrige Inflation und der stabile bis schwächere US-Dollar dürften Schwellenländeranleihen in Lokalwährung und auf Dollar lautenden Anleihen in den kommenden Monaten zugute kommen.

Wir stufen daher Schwellenländeranleihen in Hartwährung auf Übergewichtet hoch und bleiben positiv gegenüber Anleihen in Lokalwährung eingestellt.

Trotz der handelspolitischen Differenzen zwischen den USA und China, die einen Rückgang der globalen Exporte und eine Eintrübung des Geschäftsklimas ausgelöst haben, stehen die Volkswirtschaften der Schwellenländer besser da als diejenigen der Industrieländer – was teilweise auf die geld- und fiskalpolitischen Stützungsmaßnahmen Chinas zurückzuführen ist.

Dies spiegelt sich in einem vergrößerten Abstand zwischen unseren Frühindikatoren für die Schwellen- und Industrieländer wider, der mittlerweile so gross ist wie zuletzt 2013 (siehe Abbildung).

## WEITER VORN

Im Frühindikator berücksichtigter Abstand beim Wirtschaftswachstum, Prozentpunkte, Schwellen- und Industrieländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream. Daten beziehen sich auf den Zeitraum 31.12.2000–01.01.2019.

Ein grösserer Wachstumsabstand zwischen Schwellen- und Industrieländern kommt Schwellenländeranleihen in Hartwährung zugute.

Daten der letzten 25 Jahre zeigen, dass die Renditeabstände bei auf US-Dollar lautenden Schwellenländeranleihen in der Regel kleiner werden, wenn eine solche wirtschaftliche Dynamik vorherrscht. Das ist nicht unerheblich, weil fallende Spreads eine zunehmend wichtigere Renditequelle für die Anlageklasse darstellen, gerade jetzt, wo die starke Abnahme der Volatilität am US-Anleihenmarkt dazu führen dürfte, dass die Durationsgewinne – also solche, die mit weiteren Rückgängen bei den Renditen länger laufender US-Staatsanleihen einhergehen – niedrig ausfallen.

Das positive Inflationsbild hat ebenfalls Einfluss auf Schwellenländeranleihen. Die Inflation in den Schwellenländern liegt bei 3,1% und damit fast auf Rekordtief. Der Abstand zwischen der Inflation in den Schwellen- und Industrieländern ist so klein wie zuletzt 2000<sup>1</sup>.

Der solide Konjunkturausblick für die Schwellenländer bestätigt ebenfalls unsere Einschätzung, wonach Schwellenländerwährungen – die rund 25% unter dem von uns als angemessen erachteten Wert liegen – ihren Vorsprung gegenüber dem US-Dollar in den kommenden Monaten ausbauen und damit den Renditen von Schwellenländeranleihen in Lokalwährung einen kräftigen Schub geben dürften.

In den Industrieländern springen uns keine Anlagen ins Auge, die sich wirklich lohnen, abgesehen von US-Staatsanleihen, in denen wir übergewichtet bleiben. Nicht nur, dass die Fed eine Zinspause eingelegt hat, die Notenbank scheint auch offen dafür zu sein, ihre Verkäufe von Portfolioanlagen gegen Jahresende zu reduzieren. Unserer Scorecard zufolge sind die Bewertungen von US-Anleihen im Vergleich zu anderen Rentenpapieren ebenfalls weiter attraktiv.

Wir haben US-Investment-Grade-Anleihen nach untergewichtet herabgestuft. Industrieländeranleihen halten wir für wenig attraktiv, weil die Unternehmensgewinne ihren Höhepunkt erreicht haben und sich die Ratings verschlechtern.

Wir bleiben in Gold übergewichtet – das Edelmetall dient als Absicherung gegen globale wirtschaftliche Unsicherheit, geopolitische Risiken und einen schwächeren US-Dollar. Der World Economic Policy Uncertainty Index, der Auskunft über die globalen geopolitischen Risiken gibt, hat vor kurzem ein Allzeithoch erreicht<sup>2</sup>.

[1] Inflation Schwellenländer, gemessen an 20 Verbraucherpreisindizes, BIP-gewichtet. Der Inflationsabstand zwischen Schwellen- und Industrieländern basiert auf einem gleitenden 12-Monats-Durchschnitt. Quelle: Pictet Asset Management, CEIC, Thomson Reuters Datastream

[2] BIP-gewichteter Durchschnitt nationaler Economic Policy Uncertainty (EPU)-Indizes für 16 Länder, auf die zwei Drittel der weltweiten Produktion entfallen

# Übersicht globale Märkte: Lebhaft (vorerst)

Die globalen Aktienmärkte erlebten im Februar einen Aufschwung und setzten damit die im Vormonat begonnene positive Entwicklung fort – weil die Anleger mit einem Ende des Handelsstreits zwischen China und den USA und einer Zinspause der US-Notenbank rechneten.

Der MSCI World Index – der zuletzt 1987 derart stark in ein neues Jahr gestartet ist – verzeichnete ein Plus von mehr als 3%, sodass seine Rendite seit Jahresbeginn nunmehr bei rund 11% liegt. Dieser Anstieg ist bemerkenswert, wenn man bedenkt, dass der Index im Dezember fast in einen Baisse-Modus abgerutscht wäre.

Den zweiten Monat in Folge lagen alle im US-Aktienindex S&P 500 vertretenen Branchen im positiven Bereich, wobei konjunktursensible Werte wie Technologie und Grundstoffe den Markt mit nach oben zogen.

AUFSCHWUNG IN CHINA  
Shanghai Shenzhen CSI 300 Preisindex



Quelle: Thomson Reuters Datastream. Daten beziehen sich auf den Zeitraum 27.02.2018–26.02.2019.

Beflügelt wurden US-Aktien sicherlich auch durch Meldungen bevorstehender Aktienrückkäufe. Der Technologieriese Cisco, die Eisenbahngesellschaft Union Pacific und Bank of America genehmigten Rückkäufe von jeweils mehr als 20 Mrd. US-\$ für dieses Jahr.

Chinesische Aktien blieben im Rally-Modus, nachdem die Währungshüter in Peking ihre Stützungsmaßnahmen verstärkten, um Kreditvergaben an private Haushalte zu fördern. Ende Februar verzeichnete der Shanghai Shenzhen CSI 300 Index ein Plus von fast 30% seit Ende 2018 (siehe Abbildung).

Mit Ausnahme von China waren Schwellenländeraktien im Berichtsmonat die Nachzügler – der MSCI EM Index stieg um gerade mal 0,2%, was dem starken Rückgang an den lateinamerikanischen Märkten geschuldet war.

Globale Anleihen schlossen im Minus und die Renditen sowohl von US-Staatsanleihen als auch von deutschen Bundesanleihen tendierten nach oben. Italienische Staatsanleihen erhielten gegen Monatsende neue Impulse, nachdem sich die Ratingagentur Fitch gegen eine Herabstufung des Landes entschieden hatte.

An den Devisenmärkten konnte der US-Dollar gegenüber den meisten grossen Währungen wie dem japanischen Yen, dem Euro und dem Schweizer Franken an Boden gewinnen. Das britische Pfund stellte sich jedoch gegen diesen Trend und wertete um mehr als 1% auf, weil die Wahrscheinlichkeit eines Ausstiegs aus der EU ohne Abkommen abgenommen hat.

# Kurzüberblick

BAROMETER MÄRZ 2019

## Asset-Allocation

Wir bleiben gegenüber Aktien, Anleihen und Liquidität global neutral eingestellt.

## Aktienregionen und -sektoren

Wir heben Versorger auf Übergewichtet an und setzen Industriewerte auf neutral herab.

## Anleihen und Währungen

Wir stufen US-Investment-Grade-Anleihen in untergewichtet herab. Schwellenländer sind nach wie vor eine der attraktivsten Anlageklassen im Anleihensegment.

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.