



MULTI
ASSET

MONATLICHE EINSCHÄTZUNGEN ZUR ASSET-ALLOCATION

Barometer: Erwartungen werden enttäuscht

September 2019

Von Pictet Asset Management Strategy Unit

Da die Zentralbanken offensichtlich nicht in dem Masse eingegriffen haben wie von den Märkten erhofft, bleiben wir in Aktien untergewichtet.

Inhalt

- 01** Asset-Allocation: Zentralbanken werden den Anlegern wohl eine Enttäuschung bereiten
- 02** Aktiensektoren und -regionen Europa stellt USA in den Schatten
- 03** Anleihen und Währungen: Sicherheit ist Mangelware
- 04** Globale Märkte insgesamt: Aktien Flop, Anleihen Top
- 05** Kurzüberblick

01

Asset-Allocation: Zentralbanken werden den Anlegern wohl eine Enttäuschung bereiten

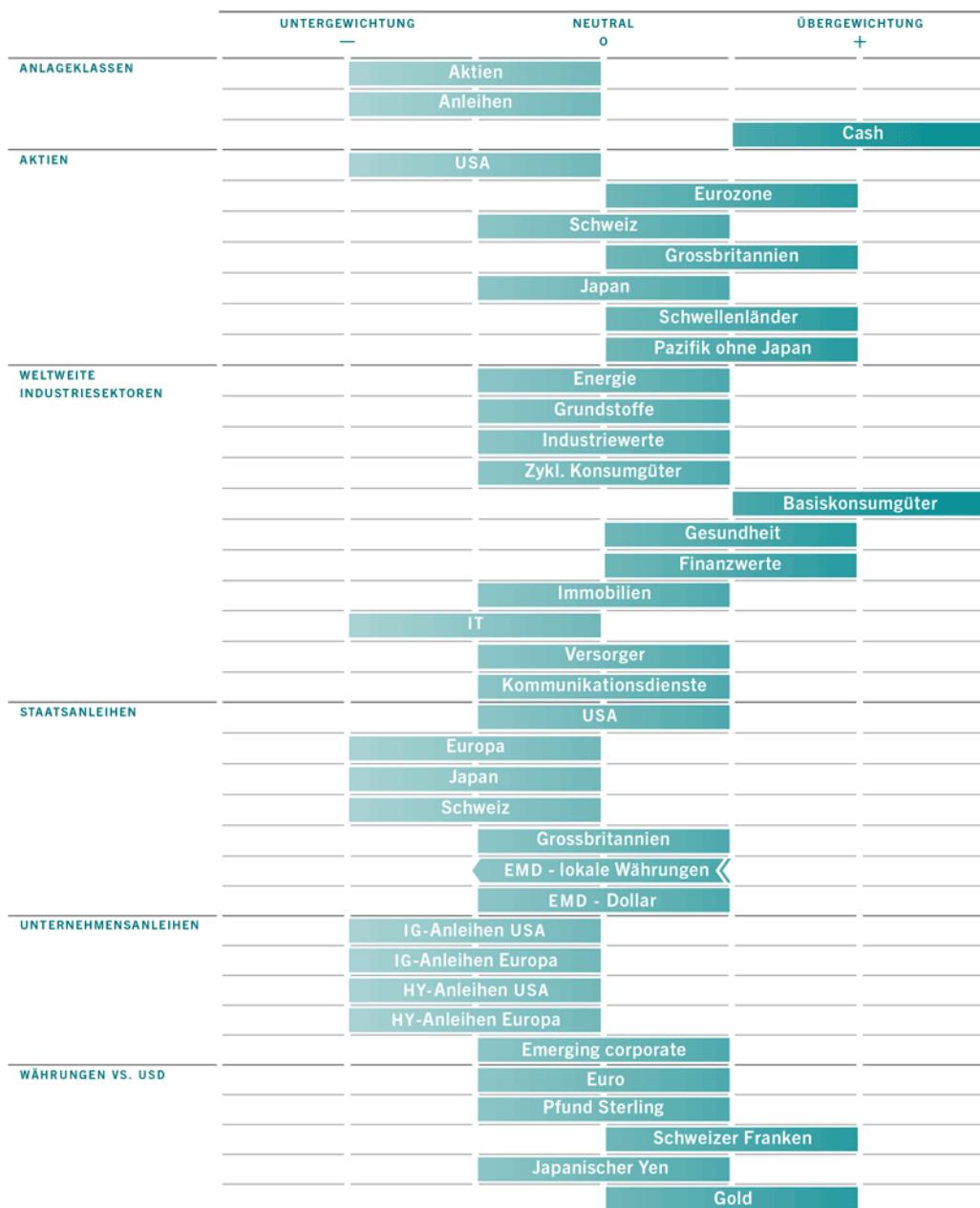
Die Weltwirtschaft muss weiter für den Handelskrieg büßen, aber die meisten Anleger scheinen überzeugt zu sein, dass die Zentralbanken mit aggressiven geldpolitischen Impulsen zur Rettung eilen werden. Diesen Optimismus teilen wir nicht.

Unsere Frühindikatoren deuten auf gedämpftes globales Wachstum in den kommenden Monaten hin, da die handelspolitische Unsicherheit die Industrieproduktion und das Geschäftsklima belastet, vor allem in den Industrieländern.

Hinzu kommt, dass das Wachstum der Unternehmensgewinne in diesem Jahr nach dem kometenhaften Jahr 2018 zum Stillstand kommen dürfte.

Auch wenn wir davon ausgehen, dass die Zentralbanken die Geldpolitik lockern werden, um der Konjunkturabkühlung entgegen zu wirken, werden die Währungshüter wohl nicht die Impulse geben, die der Markt momentan einpreist.

Vor diesem Hintergrund bleiben wir in Aktien untergewichtet. Für unsere vorsichtige Haltung gegenüber Anleihen spricht auch, dass die Rally in diesem Jahr – die stärkste seit 20 Jahren – die Renditen bei nahezu einem Drittel des globalen Anleiheuniversums unter Null gedrückt hat¹. Wir bleiben in Liquidität übergewichtet.

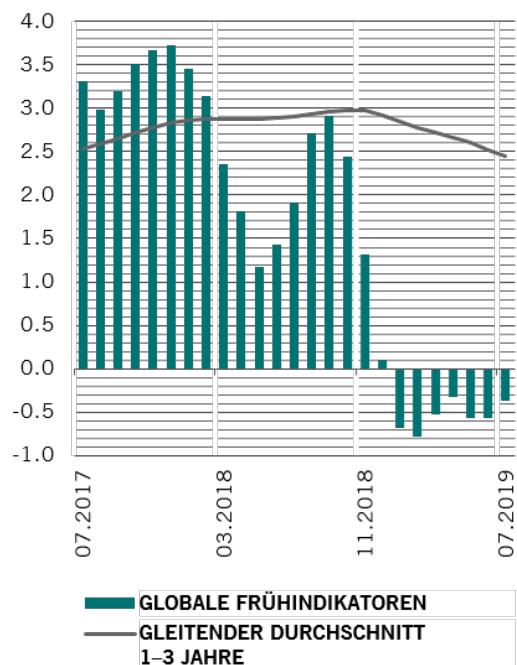


Quelle: Pictet Asset Management

Unsere **Konjunkturzyklusanalysen** zeigen, dass sich das globale Wirtschaftswachstum in diesem Jahr von 4% in 2018 auf 2% (annualisiert) abschwächen dürfte – Hauptleidtragende sind die Industrieländer. Das Geschäftsklima, gemessen am Einkaufsmanagerindex, ist unter die kritische Marke von 50 gefallen, den niedrigsten Stand seit 2012, und die Industrieproduktion in den Industrieländern ist zum ersten Mal seit 2016 rückläufig.

Der Ausblick für die exportorientierten Branchen ist zwar düster, aber die Verbraucher schnallen den Gürtel noch nicht enger. Global bewegt sich die Verbraucherstimmung auf einem Rekordhoch, getragen durch einen starken Arbeitsmarkt und sinkende Hypothekenzinsen. Aus diesen Gründen halten wir die Wahrscheinlichkeit einer globalen Rezession für geringer als vom Konsens erwartet (ca. 30–40%).

ABB. 1 SCHWÄCHER
Globale Frühindikatoren*



*Gewichteter Durchschnitt der Frühindikatoren von 39 Ländern, in %, 3M/3M annualisiert Quelle: Refinitiv, CEIC. Daten beziehen sich auf den Zeitraum 01.07.2017–31.07.2019.

Die **Liquiditätsindikatoren** bestätigen unsere vorsichtige Haltung gegenüber Aktien. Trotz der Zinssenkung durch die US-Notenbank im Juli ist das Volumen der von den globalen Währungshütern neu bereitgestellten Liquidität in den vergangenen sechs Monaten um 0,5% zurückgegangen. Dies ist insbesondere auf die Entwicklungen in China zurückzuführen, wo die Zentralbank Massnahmen zum Schuldenabbau im Unternehmenssektor ergreift. Wir gehen davon aus, dass sich die geldpolitischen Bedingungen in den kommenden Monaten etwas lockern werden, weil die Fed die Zinssätze erneut senken und die Europäische Zentralbank neue Anleihenkäufe im Volumen von 600 Mrd. Euro gegen Monatsende bekanntgeben dürfte. Die Erwartungen der Anleger, dass die weltweiten Zentralbanken geldpolitische Impulse in einer Größenordnung von 1,5 Bio. US-\$ im kommenden Jahr geben, halten wir für überzogen².

Unser **Bewertungsmodell** zeigt, dass einige Aktienmärkte, vor allem in den USA und der Schweiz, weiter teuer sind. Der Rückgang bei den Investitionsausgaben und Unsicherheit über den Ausgang des Handelskriegs belasten die Unternehmensgewinne – das US Bureau of Economic Analysis hat seine Berechnungen der Unternehmensgewinne für 2018 um 8,3% bzw. 188 Mrd. US-\$ gegenüber der bisherigen Kalkulation gesenkt.

Europa hingegen wird attraktiv, weil sich die Unternehmensgewinne stabilisieren und die Anleiherenditen fallen. Die Risikoprämie bei Aktien – also wie viel Rendite Aktien gegenüber risikolosen Anlagen abwerfen – ist in Deutschland das erste Mal überhaupt auf über 9 Prozentpunkte geschnellt. Die Schwellenländer sind ebenfalls attraktiv bewertet, vor allem Asien, wo sich das KGV bei einem moderaten Wert von 11 bewegt. Japan hat sich im Zuge des steigenden Yen bemerkenswert gut behauptet; angesichts der günstigen Bewertung des Markts besteht die Möglichkeit, dass japanische Aktien mittelfristig um 20% zulegen.

Die beiden konjunkturempfindlichsten Branchen – Industrie und IT – erscheinen weiterhin teuer und werden mit einem Aufschlag von über 12% gegenüber defensiven Werten wie Basiskonsumgüter und Pharma gehandelt.

Unsere **markttechnischen** Indikatoren sind für Aktien neutral, aber bei defensiven Anlagen, die in den vergangenen Monaten eine ordentliche Rally verzeichneten, unter anderem der Yen und Staatsanleihen, bringen sie alle Alarmglocken zum Schrillen.

[1] Der kumulative Renditerückgang beim JP Morgan GBI index beträgt 114 Basispunkte in den vergangenen 10 Monaten, der stärkste seit 20 Jahren

[2] Von den Notenbanken neu zur Verfügung gestellte Liquidität, berechnet anhand der in den letzten sechs Monaten bereitgestellten Nettoliquidität, gemessen als prozentualer Anteil am nominalen BIP unter Verwendung von BIP-Gewichtungen basierend auf dem aktuellen USD-Kurs (USA: 37,9%, China: 24,5%, EWU: 23,6%, Japan: 9,0%, Vereinigtes Königreich: 5,0%). Implizite Liquidität, berechnet anhand der Regression des S&P 500 Index seit 2009 im Vergleich zur Liquidität der fünf grossen Zentralbanken. Quelle: Pictet Asset Management, Refinitiv.

02

Aktiensektoren und -regionen Europa stellt USA in den Schatten

Die Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China eskalieren weiter, daher sind die Aussichten für die Wirtschaft und die Unternehmensgewinne alles andere als rosig – steigende Zölle und drohende weitere Handelsbarrieren belasten die Stimmung bei Unternehmen und Verbrauchern in aller Welt. Legen wir dann auch noch die erhöhte Unsicherheit in Sachen Brexit in die Waagschale, bleibt der Ausblick für die übrige Zeit des Jahres düster. Wir bleiben daher in globalen Aktien untergewichtet. Abb. 2 zeigt, dass die Gewinnmargen der Unternehmen weltweit erheblich hinter den Erwartungen der Analysten zurückbleiben.

US-Aktien erscheinen in diesem Umfeld im Vergleich zu anderen Aktienmärkten besonders unattraktiv. Der Benchmarkindex, der S&P 500, ist nur wenige Prozentpunkte von seinem Allzeithoch entfernt, aber die US-Rezessionsindikatoren blinken rot – die Renditekurve hat sich umgekehrt und zum ersten Mal seit der globalen Finanzkrise sind die Dividendenerträge von Aktien höher als die Renditen der 30-jährigen US-Staatsanleihen.

Analysten haben ihre Prognosen für die US-Gewinne in den letzten drei Jahren immer wieder gesenkt. FactSet zufolge geht der Konsens jetzt von einem Gewinnwachstum von 2,4% in diesem Jahr aus – Anfang des Jahres waren es noch 7,7%. Der jüngste Rückgang bei Aktienrückkäufen ist ein weiteres Warnsignal für Anleger in US-Aktien, da die Rückkäufe eigener Aktien dieser Unternehmen in den letzten zehn Jahren rund 20% der Renditen des Markts und ein Drittel der Outperformance des US-Markts gegenüber seinem europäischen Pendant ausmachten, so unsere Bechnungen.

ABB. 2 MARGENRÜCKGANG
MSCI All Country World Net Corporate Margins (IBES), Prozent



☞ Die waagrechten Linien kennzeichnen die Prognosen für 2019, 2020 und 2021. Quelle: Refinitiv und IBES. Daten vom 30.01.2004–31.07.2019.

Es gibt aber auch Lichtblicke am Aktienmarkt. In unserer regionalen Allokation bleiben wir in europäischen Aktien übergewichtet. Deutschland befindet sich vielleicht in einer technischen Rezession, aber die europäischen Frühindikatoren haben sich in den vergangenen sechs Monaten aufgrund der positiveren Dynamik in Frankreich und Spanien verbessert. Zudem dürfte eine neue Runde der quantitativen Lockerung durch die EZB helfen. Bemerkenswert ist auch, dass die Risikoprämie bei deutschen Aktien (siehe unsere Definition von Risikoprämie bei Aktien unter „Asset-Allocation“) auf einem Allzeithoch von 9% liegt.

Gleichzeitig war der japanische Markt robust, ungeachtet des starken Yen. Die Bewertungen sind sehr günstig und weisen unseren Berechnungen zufolge ein Aufwärtspotenzial von bis zu 20% auf. Auch das Vereinigte Königreich bietet guten Wert, vor allem für internationale Anleger. Das Pfund Sterling ist günstig, die Bewertungen sind attraktiv und ein grosser Anteil der britischen Unternehmensgewinne wird im Ausland erwirtschaftet. Zudem bietet der Dividendenertrag von 5% und mehr an diesem Markt gewissen Schutz vor möglicher Marktvolatilität.

Die Konjunkturaussichten für die Schwellenländer wurden durch den Handelskrieg belastet, dieser Negativfaktor wird aber durch Zinssenkungen abgeschwächt. Asien ist ein Lichtblick, da einige Peripheriemärkte von den Problemen Chinas profitieren: Durch den Handelskrieg mit den USA wandern die Unternehmen zu anderen asiatischen Exporteuren ab.

Die Anleger machen sich Gedanken über die Folgen des Handelskriegs und wenden sich wieder defensiven Werten zu. Basiskonsumgüter und Gesundheitswesen haben sich gut entwickelt – sodass wir in beiden Branchen übergewichtet bleiben –, während Small-Caps den Erwartungen nicht gerecht wurden. Bislang ist der US-Konsum stabil geblieben, was dem Lohnwachstum und sinkenden Hypothekenzinsen zu verdanken ist. So ist die US-Wirtschaft von einer Rezession verschont geblieben. Das wird sich aber sicherlich ändern.

03

Anleihen und Währungen: Sicherheit ist Mangelware

In Zeiten, in denen sich die Weltwirtschaft abkühlt, ist es grundsätzlich sinnvoll, die Allokationen in defensiven Anlagen wie Staatsanleihen zu erhöhen. Die Sache ist nur die, dass angesichts des starken Rückgangs der Anleiherenditen in den vergangenen Monaten das, was normalerweise als sicher gilt, jetzt risikoreich erscheint. Ende August lag die Rendite des JPMorgan Government Bond Index bei 0,73% – einem Rekordtief –, während die 30-jährige US-Staatsanleihe knapp unter 2% rentierte. Ebenso bemerkenswert: Das globale Volumen an Anleihen, die negative Renditen bieten, erreichte einen Rekordwert von 15,5 Bio. US-\$.

Einige würden sagen, dass diese Bewertungen aufgrund der expansiveren Zentralbankrhetorik gerechtfertigt seien. Nach unserer Auffassung gehen die Erwartungen des Markts hinsichtlich weiterer geldpolitischer Impulse über das hinaus, was die Währungshüter letztendlich anzubieten haben. Wie unsere Liquiditätsanalysen zeigen (siehe unter „Asset-Allocation“), ist der Abstand zwischen aktuellem und vom Markt impliziertem Volumen der geldpolitischen Impulse – gemessen in Prozent des BIP – so gross wie nie zuvor. Der Markt wird also sicherlich enttäuscht werden.

ABB. 3 SCHRUMPFENDE RENDITEN
Anleiherendite JP Morgan GBI-EM Composite Index, %



Quelle: Refinitiv. Daten vom 25.08.2009–27.08.2019.

Die Bewertungen bestätigen uns in unserer untergewichteten bis neutralen Haltung gegenüber den meisten Staatsanleihenmärkten: US-Staatsanleihen zum Beispiel rentieren 200 Basispunkte unter dem, was unserem Modell zufolge ein angemessener Wert ist – das ist die grösste Diskrepanz aller Zeiten.

Die Rally am Anleihemarkt war so ausgeprägt, dass die Bewertungen einer Anlageklasse, die wir lange als günstig im Verhältnis zu ihren Fundamentaldaten betrachtet haben, nämlich Schwellenländeranleihen in Lokalwährung, langsam nicht mehr gerechtfertigt sind – und das dürfte vorerst so bleiben. Im Vergleich zu ihren Industrieländer-Pendants bieten Schwellenländeranleihen zwar eine attraktive Realrendite von 3%, aber da an unseren Konjunkturfrühindikatoren ganz deutlich die negativen Auswirkungen des Handelsstreits zwischen den USA und China auf die Schwellenländer abzulesen sind, gehen wir davon aus, dass sich insbesondere die Schwellenländerwährungen bald abschwächen werden. Aufgrund dieser Bedenken haben wir unsere Übergewichtung in dieser Assetklasse auf neutral reduziert.

Bei der Währungspositionierung halten wir an unserer Übergewichtung im Schweizer Franken und in Gold fest – beide Anlagen dürften sich in einer Zeit, die durch geopolitische Unruhen und eine Verschlechterung der globalen Konjunkturbedingungen gekennzeichnet ist, gut behaupten.

04

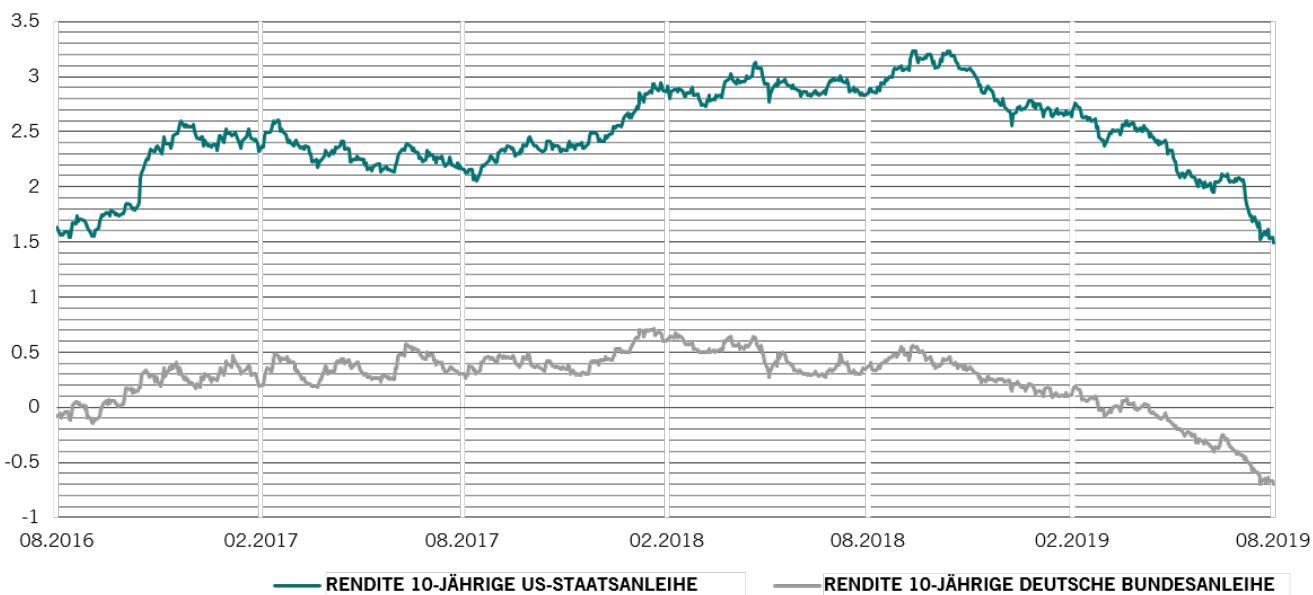
Globale Märkte insgesamt: Aktien Flop, Anleihen Top

Der August stand im Zeichen schwacher Aktien und starker Anleihen, weil die Anleger auf die Eskalation der Handelsspannungen zwischen China und den USA reagierten und sich auf die nächste Welle geldpolitischer Impulse aufgrund von Anzeichen einer globalen Konjunkturschwäche einstellt.

Aktien büsst im Berichtsmonat rund 2% in Lokalwährung ein, sodass sich die Gewinne beim MSCI World Index auf 15% verkleinerten. Anleihen legten um 2,9% zu. Sorgen über die Konjunkturaussichten schadeten den Ölpreisen, die im Berichtsmonat mehr als 8% verloren. Durch die Risikoscheu stieg Gold um 7%, sodass der Gewinn für das Gesamtjahr seit Jahresbeginn bei rund 20% liegt.

Mit Ausnahme des Schweizer Markts, der mässige Gewinne in Lokalwährung erwirtschaftete, folgten die Aktienmärkte weltweit einem Abwärtstrend. Es überraschte nicht, dass die Märkte mit der grössten Sensitivität gegenüber China – vor allem die Schwellenländer und Japan – erhebliche Verluste hinnehmen mussten. Der britische Markt war durch Angst vor politischem Chaos belastet, weil die Frist für den EU-Austritt naht und ein „No Deal“ nicht auszuschliessen ist. Aus Branchenperspektive waren Energie und Finanzen mit einem Minus von rund 6% bzw. 5% die beiden grössten Verlierer.

ABB. 4 NIEDRIGER ALS NIEDRIG
Renditen der US- und der deutschen 10-jährigen Staatsanleihe, %



Quelle: Refinitiv. Daten beziehen sich auf den Zeitraum 26.08.2016–27.08.2019.

Wo Aktien litten, profitierten Anleihen. An den Staatsanleihemärkten der Industrieländer verzeichnen immer mehr Anleihen negative Renditen – in einer Größenordnung von mittlerweile rund 17 Bio. US-\$.

US-Staatsanleihen waren die grossen Gewinner, mit einem Anstieg von etwa 3%. Sie profitierten von Erwartungen, dass die US-Notenbank ihr Zinssenkungsprogramm ausweiten wird, und von dem Umstand, dass sie zu den wenigen grossen Industrieländer-Staatspapieren gehören, die positive nominale Renditen bieten.

Anleger pumpten Geld in US-Unternehmensanleihen, sodass die Anlageklasse ihre beste monatliche Rendite seit mehr als zehn Jahren verzeichnete. Der Anteil an Investment-Grade-Anleihen am Markt stieg im Berichtsmonat um 3% und auf fast 14% seit Jahresbeginn.

Schwellenländeranleihen in Lokalwährung waren die grossen Verlierer, nachdem die Schwellenländerwährungen gegenüber dem US-Dollar den schlimmsten August seit 22 Jahren erlebten, so Bloomberg. Die Krise in Argentinien schickte den Peso auf Talfahrt, und der chinesische Renminbi verzeichnete den stärksten Rückgang seit 25 Jahren.

Kurzüberblick

BAROMETER SEPTEMBER 2019

Asset-Allocation

Die Weltwirtschaft kühlt sich ab, wenn auch in langsamem Tempo. Wir bleiben in Aktien und Anleihen untergewichtet und bevorzugen Liquidität.

Aktienregionen und -sektoren

Wir bleiben aufgrund des düsteren Ausblicks für Unternehmensgewinne in Aktien untergewichtet.

Anleihen und Währungen

Wir haben unser Engagement in Schwellenländeranleihen in Lokalwährung von übergewichtet in neutral gesenkt, weil die Renditen stark zurückgegangen sind.

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 Assest 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.