

	UNTERGEWICHTUNG –	NEUTRAL ○	ÜBERGEWICHTUNG +	MONATLICHE VERÄNDERUNG
				Maximale Veränderung ◀◀◀ ▶▶▶
GLOBALE ANLAGEKLASSEN Wir behalten unsere Übergewichtung von Aktien bei, weil das Wirtschaftswachstum weiterhin zunimmt und die Bewertungen angemessen bleiben.			Aktien	
			Anleihen	
		Cash		
			Gold	
			Öl	
				USD
AKTIEN: REGIONEN UND ANLAGESTILE Schwellenmarktaktien werden weiterhin übergewichtet, da wir eine Belebung des Exportwachstums erwarten. Japanische Aktien dürften durch die Reflationspolitik der Regierung gut unterstützt bleiben.			Japan	
	USA			
			Europa	
			Pazifik	
			Schwellenländer	
		Mid & Small Cap		
AKTIEN: SEKTOREN Wir bevorzugen nach wie vor zyklische Aktien, haben den Technologiesektor jedoch nach seiner jüngsten Outperformance auf „neutral“ herabgestuft. Dagegen haben uns vor allem Bewertungsgründe zu einer Erhöhung der Gewichtung des Basiskonsumgütersektors auf ein neutrales Niveau bewegt.			Energie	
			Grundstoffe	
			Industriewerte	
		Zykl. Konsumgüter		
			Basiskonsumgüter	
			Gesundheit	
			Finanzwerte	
			IT	
	Telekom			
			Versorger	
FESTVERZINSLICHE ANLAGEN Wir stufen Lokalwährungsanleihen aus den Schwellenländern auf „neutral“ herauf, da sich der kurzfristige Ausblick verbessert hat. Im Hochzinssegment bleiben wir „long“ positioniert.			EUR Government	
			EUR Inflation Linked	
		EUR Investment Grade		
			EUR High Yield	
			EMD Hard (USD)	
			EMD Local	
			EM Corporate	

Festhalten an den Schwellenmärkten

Pictet Asset Management Strategie-Team

Monatlicher Ausblick für Euro-Anleger für die kommenden 3 Monate

Barometer

Februar 2014

Monatlicher Ausblick

Pictet Asset Management
Strategie-Team

Ausgabe vom 3. Februar 2014

Überblick globale Märkte

Auf den Schwellenmärkten lastet Druck

Die Aktienmärkte mussten im Januar erhebliche Verluste hinnehmen, von denen Schwellenmarktaktien am stärksten betroffen waren. Hintergrund waren die Nervosität der Anleger aufgrund von Hinweisen auf wirtschaftliche und finanzielle Schwierigkeiten in China sowie die drastische Abwertung der Währungen einiger aufstrebender Volkswirtschaften. Die Entscheidung Argentiniens Anfang des Monats für eine Abwertung seiner Währung, die politischen und sozialen Spannungen in der Türkei und der Ukraine sowie Hinweise auf zunehmenden Druck im chinesischen Bankensystem trübten die Stimmung erheblich. Verstärkt wurde das Unbehagen an den Märkten dadurch, dass sich die Federal Reserve in den USA von den Turbulenzen unbeeindruckt zeigte und eine Fortsetzung der Drosselung ihrer monetären Anreize ankündigte, wobei die monatlichen Anleihenkäufe um weitere USD 10 Mrd. auf USD 65 Mrd. gekürzt werden sollen.

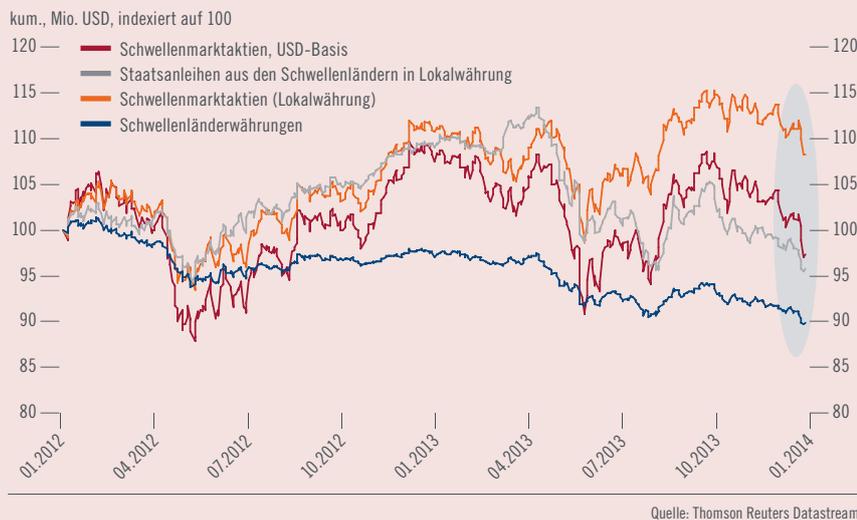
Die massiven Verkäufe von Aktien, Anleihen und Währungen aus den Schwellenländern waren geprägt von einer starken Streuung der Erträge der einzelnen Märkte, was darauf hindeutet, dass die Anleger die individuelle Situation in den einzelnen Schwellenländern genauer beobachteten. An den Schwellenländer-Währungsmärkten, welche die höchsten Verluste seit fünf Jahren hinnehmen mussten, gerieten die folgenden Währungen am stärksten unter Abwärtsdruck: der argentinische Peso mit einem

zweistelligen Verlust, der südafrikanische Rand mit einem Minus von etwa 7 Prozent sowie der russische Rubel und die türkische Lira, die jeweils mehr als 5 Prozent gegenüber dem USD nachgaben. Am anderen Ende des Spektrums befanden sich die indische Rupie und die indonesische Rupiah, die sich während des Monats im Wesentlichen seitwärts bewegten.

An den Anleihen- und Aktienmärkten zeigte sich das gleiche Muster, wenn auch schwächer ausgeprägt. Schwellenmarktaktien wiesen am Monatsende gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis einen Abschlag von etwa 30 Prozent zu Aktien aus den Industrieländern auf. Diese grösste Differenz seit 2005 zeigt die Unsicherheit der Anleger im Hinblick auf die Gewinnperspektiven der Unternehmen vor dem Hintergrund abgeschwächter monetärer Anreize in den USA und einer Abkühlung des Wachstums in China.

An den Märkten für festverzinsliche Anlagen verbuchten Staatsanleihen aus den Industrieländern Gewinne, da die Anleger eine Reduzierung ihres Risiko-Exposure anstrebten. US-Treasury-Renditen und Investment-Grade-Anleihen beendeten den Monat ebenfalls in positivem Terrain. Lokalwährungsanleihen aus den Schwellenländern mussten auf USD-Basis erhebliche Abschläge hinnehmen, wogegen sich auf USD lautende Schwellenmarktanleihen in Anbetracht der Gewinne bei US-Staatsanleihen robust präsentierten.

ANLAGEKLASSEN IN DEN SCHWELLENLÄNDERN MIT ERHEBLICHEN VERLUSTEN



Vermögensallokation

Aktien weiter Übergewichten, Rally an den Anleihenmärkten dürfte an Fahrt verlieren

Zu Beginn des neuen Jahres sahen sich die Anleger mit einer Umkehr der Trends aus 2013 konfrontiert. Staatsanleihen und Gold konnten Aktien im Januar deutlich übertreffen, als Sorgen über die Rückkehr von systemischen Risiken in den Schwellenländern aufkamen. Die Korrektur an den Weltaktienmärkten vollzog sich abrupt und auf breiter Basis, dürfte unseres Erachtens aber nur von kurzer Dauer sein.

Tatsächlich hat sich die Anlagelandschaft nicht wesentlich verändert: Die Wachstumsdynamik bleibt weiterhin solide, und die Inflation ist weitgehend unter Kontrolle. Hinzu kommt, dass die aktuellen Aktienbewertungen sowie die Entscheidung der FED, ihre geldpolitischen Anreize zu reduzieren, keine Hindernisse für Aktienanleger darstellen dürften.

Gleichzeitig erscheinen die Sorgen über eine ausgewachsene Krise in den Schwellenländern und eine Verlangsamung des chinesischen Wachstums übertrieben.

Insgesamt spricht unser Investitionsrahmen für eine leichte Übergewichtung bei Aktien und einigen anderen riskanteren Anlageklassen. Bei Aktien aus den Industrieländern rechnen wir 2014 mit moderaten Erträgen von etwa 5 bis 10 Prozent. Etwaige weitere Schwächephasen würden wir als taktische Gelegenheit für eine Verstärkung unseres Engagements nutzen.

Auf kurze Sicht besteht zwar durchaus das Risiko weiterer Verluste bei Schwellenmarktaktien, denn die Mittelabflüsse aus der Anlageklasse haben bislang noch keine extremen Ausmasse erreicht. Unter fundamentalen Gesichtspunkten deutet aber nichts auf eine Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften hin.

Erfreulicherweise bewegen sich die externen und die Staatsschulden in den Schwellenländern auf einem niedrigen Niveau, während gleichzeitig die Leistungsbilanzsalden weiter positiv ausfallen. Die weite Verbreitung eines flexiblen Wechselkursregimes in den aufstrebenden Ländern ist ein weiteres Plus. Gleiches gilt für die Stabilität der ausländischen Direktinvestitionen in diesen Ländern.

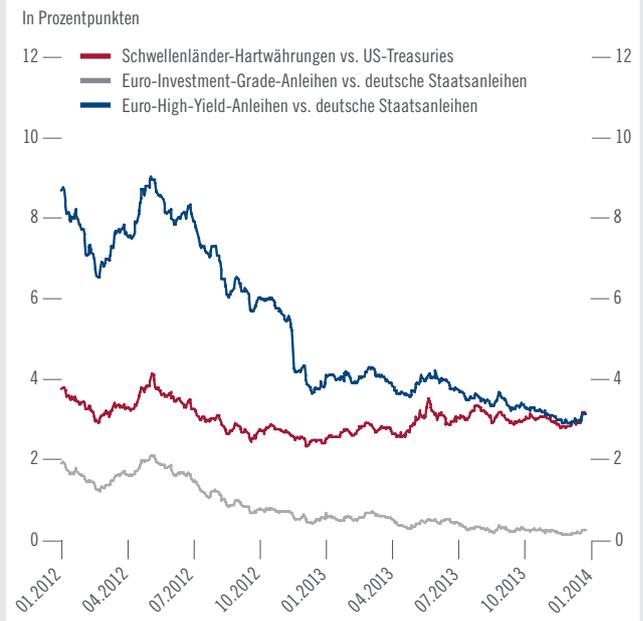
Hinzu kommt, dass Kredit aufnehmende Unternehmen mittlerweile weniger anfällig für Währungsinkongruenzen zwischen ihren Aktiva und Passiva sind als in der Vergangenheit. Ausserdem dürften sie dank der jüngsten Abwertung von Schwellenmarktwährungen von einer Exporterholung profitieren.

WICHTIGE ANLAGEKATEGORIEN

PERFORMANCE: ANLAGEKATEGORIEN



ANLEIHEN: SPREADS ZWISCHEN ANLAGEKATEGORIEN



AKTIENSEKTORROTATION UND WÄHRUNGSPERFORMANCE

GLOBALE AKTIENSEKTORROTATION: PERFORMANCEVERGLEICH ZYKLISCHE VS. DEFENSIVE AKTIEN



PERFORMANCE: WÄHRUNGEN VS. USD

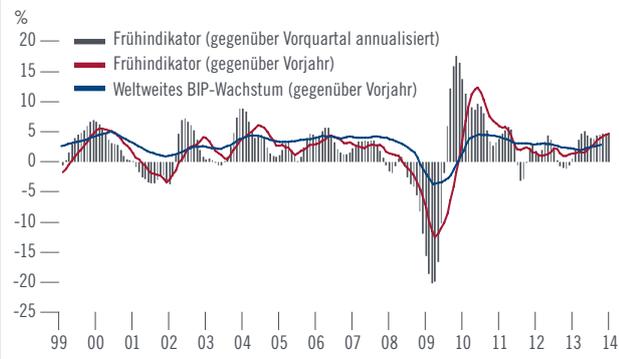


INDIKATOREN FÜR RISIKOAUSTRICHTUNG

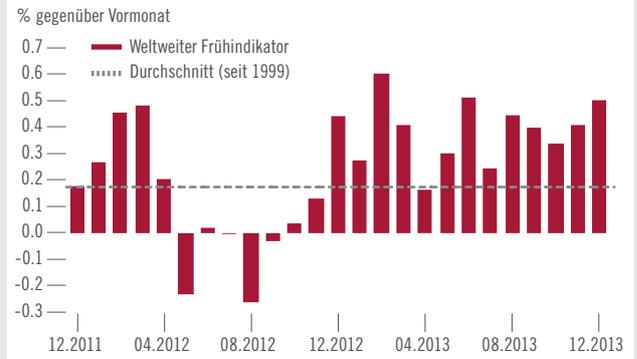
MONATLICHE VERÄNDERUNG Maximale Veränderung ◀◀◀◀ ▶▶▶▶		RISK-OFF -	NEUTRAL o	RISK-ON +
				Konjunkturzyklus
◀				Liquidität
				Bewertung
				Stimmung
				PAM-Strategie

KONJUNKTURZYKLUS: KONTINUIERLICHE VERBESSERUNG DER WELTWEITEN WIRTSCHAFTSTÄTIGKEIT

FRÜHINDIKATOR FÜR WELTWIRTSCHAFTSTÄTIGKEIT UND REALES BIP-WACHSTUM

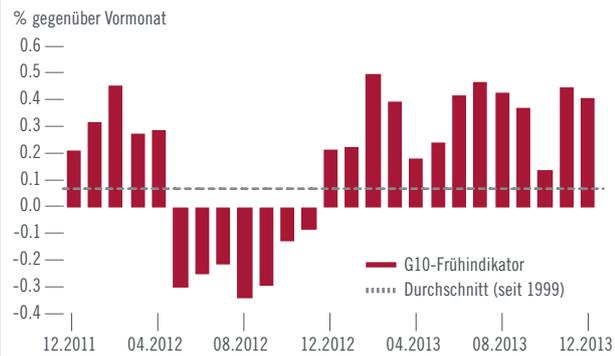


WELTFRÜHINDIKATOR FÜR SEQUENZIELLES WACHSTUM (GGÜ. VORMONAT)



STABILE KONJUNKTURDYNAMIK IN DEN SCHWELLENLÄNDERN

G10-FRÜHINDIKATOR FÜR MONATSWACHSTUM



SCHWELLENLÄNDER-FRÜHINDIKATOR FÜR MONATSWACHSTUM



BEWERTUNG: AKTIENMÄRKTE UND SEKTOREN

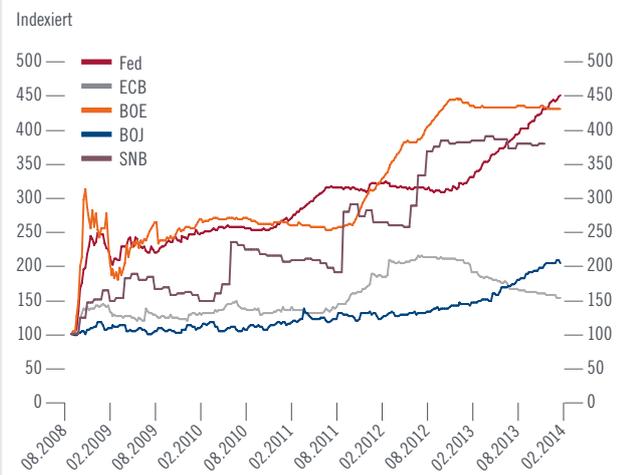
LÄNDER UND SEKTOREN

MSCI REGIONEN	GEWINNWACHSTUM PRO AKTIE		UMSATZWACHSTUM		KGV		KBV	K/UMSATZ	DIV.-REND.
	2013	2014	2013	2014	2013	12M			
USA	6%	10%	2%	4%	15.4	15.2	2.4	1.6	2.1%
Europa	-2%	13%	-1%	2%	13.5	13.4	1.6	1.1	3.3%
EWU	-1%	16%	-2%	2%	13.6	13.4	1.4	0.9	3.2%
Schweiz	7%	9%	4%	4%	15.6	15.4	2.4	2.2	2.9%
Grossbritannien	-6%	10%	1%	1%	12.9	12.8	1.7	1.1	3.6%
Japan	70%	9%	8%	3%	14.7	14.9	1.3	0.7	1.8%
Schwellenländer	6%	12%	5%	7%	10.1	10.0	1.3	0.6	2.8%
Asien ohne Japan	10%	13%	7%	7%	10.9	10.8	1.4	0.6	2.6%
Welt	6%	11%	3%	4%	14.1	14.0	1.9	1.1	2.5%

MSCI SEKTOREN WELT	GEWINNWACHSTUM PRO AKTIE		UMSATZWACHSTUM		KGV		KBV	K/UMSATZ	DIV.-REND.
	2013	2014	2013	2014	2013	12M			
Energie	-7%	10%	0%	0%	11.2	11.1	1.4	0.7	3.3%
Grundstoffe	-7%	17%	3%	4%	13.8	13.6	1.7	0.9	2.7%
Industriewerte	7%	14%	5%	4%	15.6	15.4	2.4	0.9	2.3%
Zyklische Konsumgüter	19%	10%	7%	6%	15.8	15.6	2.8	1.1	1.8%
Basiskonsumgüter	5%	9%	3%	5%	17.1	16.8	3.4	1.1	2.9%
Gesundheit	0%	8%	4%	7%	16.8	16.6	3.6	1.9	2.2%
Finanzwerte	15%	10%	1%	5%	12.2	12.0	1.2	1.7	3.2%
IT	9%	12%	4%	5%	14.8	14.6	3.1	1.9	1.7%
Telekom	-5%	6%	3%	3%	14.7	14.6	2.0	1.3	4.3%
Versorger	21%	7%	1%	2%	13.5	13.6	1.3	0.8	4.3%

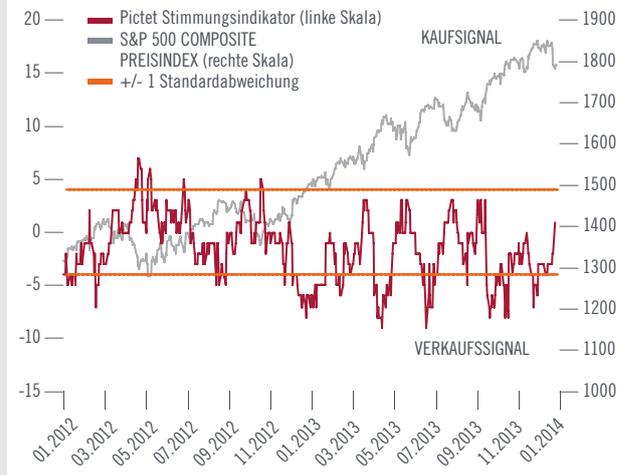
LIQUIDITÄT: WEITERHIN GELDPOLITISCHE ANREIZE TROTZ FED- „TAPERING“

GRÖSSE DER ZENTRALBANKBILANZEN



STIMMUNGINDIKATOREN IN NEUTRALEM TERRAIN

PICTET-STIMMUNGSZYKLUSINDIKATOR



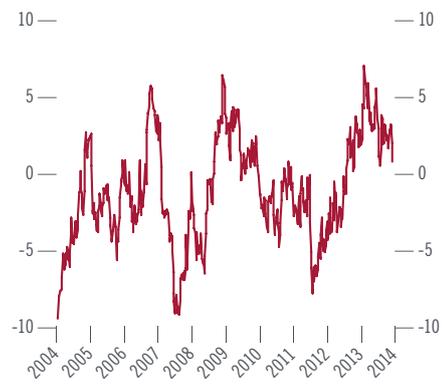
Ausserdem könnte auch die FED für eine solide Unterstützung riskanterer Anlageklassen sorgen. Wir gehen zwar davon aus, dass die US-Notenbank ihre monatlichen Anleihenkäufe auf jeder ihrer Zinssitzungen in diesem Jahr um jeweils USD 10 Mrd. reduzieren wird. Gleichwohl sehen wir eine grössere Wahrscheinlichkeit für ein weniger restriktives Szenario. Wir sind der Meinung, dass die FED unter Führung von Janet Yellen, die für eine expansive Politik eintritt, einen pragmatischen Ansatz verfolgen wird, sodass sie im Falle einer Verschlechterung des konjunkturellen Umfelds zu einer Verlangsamung des „Tapering“ oder einer Anpassung ihrer Zins-„Guidance“ bereit sein dürfte.

Was die festverzinslichen Anlageklassen angeht, die am stärksten von den jüngsten Markturbulzen profitiert haben, so bleiben wir nach wie vor neutral gestimmt. Die Rally bei Staatsanleihen wird vermutlich schon bald an Fahrt verlieren, und die Renditen dürften ihre Aufwärtsbewegung wieder aufnehmen, sobald sich eine Beschleunigung des Weltwirtschaftswachstums klar abzeichnet.

Unsere bevorzugte Währung ist nach wie vor der USD. Das starke Wachstum in den USA sowie die kontinuierliche Drosselung der monetären Anreize (wodurch die Währung Unterstützung von der Zinsseite erfährt) sind gute Voraussetzungen für einen langfristigen Aufwertungsprozess bei der internationalen Devisenreservenwährung Nummer eins.

„BEARISHE“ ANLEGER-POSITIONIERUNG SIGNALISIERT MARKTERHOLUNG

Spekulative Nettopositionierung auf den S&P 500 in Prozent der offenen Kontrakte



Quelle: CFTC

Unsere Indikatoren für den **Konjunkturzyklus** signalisieren nach wie vor eine solide wirtschaftliche Erholung, sodass die Möglichkeit besteht, dass die Wachstumsraten in den Industrieländern über das langfristige Potenzial ansteigen könnten. Die jüngsten Konjunkturdaten aus den USA sind zwar uneinheitlich ausgefallen (mit schwachen Januar-Zahlen zu Beschäftigung und Investitionsausgaben). Das Geschäftsklima ist aber nach wie vor solide, und die Konsumausgaben fallen dank der Verbesserung des Verbrauchervertrauens und der niedrigen Inflation stark aus. Unsere Prognose eines US-Wachstums von etwa 3 Prozent im Jahr 2014 entwickelt sich allmählich auch zur Konsensmeinung.

In Europa deuten die Frühindikatoren auf eine signifikante Wachstumsbelebung hin. Frankreich hat zwar nach wie vor mit Schwierigkeiten zu kämpfen. Der Ifo-Erwartungsindex in Deutschland nähert sich jedoch Rekordhochs, und der konjunkturelle Aufschwung in den Peripherieländern der Euro-Zone hält unvermindert an. Die Erholung in Japan gewinnt ebenfalls an Zugkraft.

Während die Expansion in den Schwellenländern hinter dem Trend zurückbleibt, signalisieren unsere Frühindikatoren eine Stabilisierung des wirtschaftlichen Umfelds dank einer Beschleunigung des Exportwachstums, das sich insbesondere in den asiatischen Ländern zeigt.

Ein schwaches Lohnwachstum und niedrige Rohstoffpreise sprechen dafür, dass der Inflationsdruck auf kurze Sicht – sowohl in den Schwellen- als auch in den Industrieländern – unter Kontrolle bleibt, was die Konsumausgaben beflügeln dürfte.

Das **Liquiditätsumfeld** hat sich hingegen etwas verschlechtert und bietet riskanteren Anlageklassen nur noch eine leichte Unterstützung. Das monetäre Wachstum verlangsamt sich in den meisten Ländern – ein allgemeiner Trend, dem sich nur Japan und Grossbritannien entziehen. Die Reduzierung der Hypothekenanleihenkäufe der FED wirkt sich besonders negativ auf den Häusermarkt und die Verfügbarkeit von Krediten für Privathaushalte aus – das Wachstum der Immobilienkredite verlangsamt sich, und die Hypothekenrefinanzierungsaktivitäten haben sich auf die Niveaus von 2009 verlangsamt.

Was die Schwellenmärkte angeht, so erhöhen einige Länder (Indien, Türkei, Brasilien, Südafrika) die Zinsen, um dem Kapitalabfluss

zu begegnen, und in China werden die Kreditvergabekonditionen verschärft, um so das Wachstum im Schattenbankensystem einzudämmen. Positiv anzumerken ist, dass die Bilanzen der Zentralbanken aus den Industrieländern dieses Jahr weiter wachsen werden, die Kreditvergabestandards gelockert werden und sich das regulatorische Umfeld als eine geringere Belastung für die Banken erweisen könnte, da die Standards zur Berechnung der Leverage Ratio nach Basel III vermutlich gelockert werden.

Unsere **Stimmungsindikatoren** fallen im Wesentlichen neutral aus. Unser zusammengesetzter Stimmungsindikator – auf der Grundlage der Anlegerpositionierung – fällt für riskantere Anlagen (vgl. Abbildung) zunehmend positiv aus, sendet aber noch kein starkes „Kauf“-Signal. Des Weiteren ist die implizite Volatilität – die Kosten einer Absicherung gegen einen Markteinbruch – gestiegen, während die Indikatoren für die Anlegerstimmung darauf hindeuten, dass die Marktteilnehmer weniger „bullish“ eingestellt sind. Angesichts dieser Entwicklungen erscheint der Spielraum für einen weiteren Kursrückgang begrenzt.

Die **Bewertungsunterschiede** zwischen den massgebenden Anlageklassen nehmen weiter zu. Schwellenmarktaktien sind die günstige, Investment-Grade-Unternehmensanleihen dagegen die teuerste Anlageklasse. Im Vergleich zu Anleihen sind Aktien weiterhin günstig bewertet. Allerdings werden Aktien basierend auf einem Forward-Kurs-Gewinn-Verhältnis von etwa 14 und einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von rund 1,9 ungefähr auf ihrem historischen Durchschnitt gehandelt. Vor diesem Hintergrund dürfte die nächste Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten durch Gewinnwachstum angeregt werden und nicht durch eine Verbesserung der Gewinn-Kennzahlen. Derzeit gibt es bei den Gewinnzahlen nach wie vor mehr Abwärtsrevisionen als Aufwärtskorrekturen. Jedoch hielt die Berichtssaison für das vierte Quartal positive Signale bereit: Die Fähigkeit der amerikanischen Unternehmen, eine hohe Profitabilität aufrechtzuerhalten, stimmt uns zuversichtlich.

Wir rechnen damit, dass die Unternehmen ihre Gewinnprognosen im Jahresverlauf anheben werden. Die Konsenserwartung eines Gewinnwachstums von 11 Prozent für 2014 erscheint konservativ gegenüber unseren Prognosen für das globale Wirtschaftswachstum.

Aktien: Allokation nach Regionen und Sektoren

Anleger sollten die Schwellenmärkte nicht aufgeben

Wir halten an unserer regionalen Allokation unverändert fest – wir haben Japan und die Schwellenländer übergewichtet und bleiben gegenüber den USA vorsichtig eingestellt.

Aufgrund der Sorge über eine Verlangsamung in China (und das Vorgehen gegen das Schattenbankensystem) sowie der Bedenken über das „Tapering“ der FED mussten Schwellenmarktaktien in den letzten Monaten deutliche Einbußen hinnehmen. Des Weiteren beunruhigte die Währungsabwertung in Argentinien und Venezuela die Anleger.

Es ist allerdings bemerkenswert, dass die Unterperformance von Schwellenmarkt- gegenüber Industriemarktaktien bis in das Jahr 2010 zurückreicht, als sich das globale Wirtschaftswachstum zu verlangsamen begann und sich die Profitabilität der Unternehmen in den aufstrebenden Ländern allmählich verschlechterte. Vor diesem Hintergrund haben die Veränderung der US-Geldpolitik und die Turbulenzen in Ländern wie Argentinien und der Ukraine lediglich einen längerfristigen Trend verstärkt.

Das Muster der relativen Unterperformance – wodurch der Abschlag bei Schwellenmarkt gegenüber Industriemarktaktien auf 30 Prozent des Kurs-Gewinn-Verhältnisses gestiegen ist – stimmt jedoch mittlerweile nicht mehr mit den Fundamentalfaktoren überein. Unsere Indikatoren deuten darauf hin, dass viele Märkte überverkauft sind (vgl. Abbildung), während sich die Anlegerstimmung derart verschlechtert hat, dass der Spielraum für eine weitere Marktkorrektur begrenzt ist.

Überdies weisen unsere eigenen Barometer für die Wirtschaftstätigkeit eine solide Wachstumsbelegung aus. Vereinfacht ausgedrückt, erwarten wir, dass eine weltweite Wachstumsbeschleunigung und eine gemässigte US-Politik in den kommenden Monaten ein Umfeld schaffen werden, in dem Schwellenmarktaktien eine Outperformance gegenüber Industriemarktwerten erzielen dürften.

Allerdings raten wir zu selektiven Anlagen. Volkswirtschaften mit einem stabilen politischen Klima, deren Finanzierungsbedarf zu bewältigen ist und deren Aktienmärkte vergleichsweise günstig sind, bergen unseres Erachtens das beste Potenzial. In diese Kategorie fallen russische und chinesische Aktien. Mexikanische und philippinische Aktien sind unserer Einschätzung nach zwar auch interessant, werden jedoch mit einem Forward-Kurs-Gewinn-Verhältnis von 17 teuer gehandelt.

SCHWELLENMARKTAKTIEN ERSCHEINEN ÜBERVERKAUFT

Performancevergleich: Schwellenmarkt- und Industriemarktaktien (in USD), Trendabweichung



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Indes bestehen weiterhin starke Anlageargumente für japanische Aktien. Der politische herbeigeführte Wandel von einer Deflation zu einer Inflation ist ein bedeutender Positivfaktor, und angesichts des Strukturreformprogramms der Regierung besteht Potenzial für eine Profitabilitätssteigerung der Unternehmen. Zudem könnten niedrige Energiepreise und ein schwacher JPY den japanischen Unternehmen kurzfristig einen positiven Schub verleihen.

Europäische Aktien erscheinen nicht gerade günstig, und die Ergebnisse der Berichtssaison blieben deutlich hinter den Markterwartungen zurück. In Anbetracht der bisher sehr starken Kapitalflüsse in die Anlageklasse ist das Potenzial für einen weiteren Anstieg unseres Erachtens begrenzt, während der starke Euro die Gewinnmargen der Unternehmen aus der Region untergraben könnte.

US-Aktien profitieren von dem starken Wachstum der Binnenwirtschaft, den widerstandsfähigen Gewinnmargen der Unternehmen und einer Zunahme von Aktienrückkäufen. Jedoch bleiben die Bewertungen nach wie vor hoch. Überdies dürften US-Aktien hinter anderen Märkten zurückbleiben, wenn sich die globale Wirtschaftslage, wie von uns erwartet, verbessern wird. Wir bleiben daher untergewichtet.

Auf Sektorebene schwächen wir unsere zyklische Ausrichtung etwas ab, nachdem viele zyklische Aktien eine starke Entwicklung ver-

bucht haben. Wir stufen Basiskonsumgüter auf „neutral“ herauf – der Sektor ist eine gute Anlage, unabhängig davon, in welche Richtung sich das Wirtschaftsumfeld entwickeln wird; aufgrund ihrer Verbindungen zu den Schwellenländern dürften Basiskonsumgüterunternehmen bei steigender Risikoaversion wie auch bei einer Belebung des globalen Wachstums eine Outperformance erzielen. Ausserdem erscheinen die Sektorbewertungen zunehmend günstig. Wir stufen Informationstechnologie auf „neutral“ herab. Nach einer starken Performance wirkt der Sektor nunmehr nicht gerade günstig. Zudem haben viele Unternehmen aus den Computer- und Smartphone-Branchen vor einer Verlangsamung ihres Umsatzwachstums gewarnt, sodass die Gewinndynamik eine Spitze erreicht haben könnte.

Wir halten an unserer Übergewichtung von Energie, Grundstoffen und Industrie fest – der letztgenannte Sektor bietet ein Exposure zu einem Anstieg der Investitionsausgaben. Die deutlichste Untergewichtung entfällt auf Telekommunikation, da die defensiven Eigenschaften, der schwache Wachstumsausblick und die hohen Bewertungen den Sektor unattraktiv machen.

Festverzinsliche Anlagen

Heraufstufung von Schwellenmarktanleihen in Lokalwährung angesichts bevorstehender Währungsschwäche

Infolge der massiven Verkäufe bei Währungen aus den aufstrebenden Volkswirtschaften haben wir Gelegenheit, unsere seit dem Schlussquartal von 2013 bestehende Untergewichtung von Schwellenmarktanleihen in Lokalwährung zu beenden und durch eine neutrale Positionierung abzulösen.

Aus verschiedenen Gründen erscheinen die Perspektiven für diese Anlageklasse nunmehr etwas attraktiver. Erstens stimmen uns die Reaktionen der politischen Entscheidungsträger auf den Anstieg der Turbulenzen zuversichtlich: Die Zinserhöhungen in der Türkei, in Indien, Südafrika und Brasilien signalisieren, dass die Zentralbanken der Schwellenländer durch eine straffere Geldpolitik gegen die Inflation vorgehen werden.

Einige Notenbanken – insbesondere die türkische und indische – haben zudem die Möglichkeit zu einer Verbesserung und klareren Gestaltung ihres Zinsentscheidungsprozesses genutzt. In einer Zeit, in der die Anleger die Besonderheiten der einzelnen Schwellenländer und die Glaubwürdigkeit ihrer Politik stärker beachten, könnten solche Massnahmen von entscheidender Bedeutung für die Stabilisierung dieser Märkte sein.

Zweitens könnte eine ausgeprägte Abwertung mancher Schwellenmarktwahrungen mit einer willkommenen Verbesserung der Leistungsbilanzpositionen einiger massgeblicher aufstrebender Länder verbunden sein – wie bereits in Ländern wie der Türkei, Indonesien und Indien zu beobachten ist. Dank der Veränderung bei der Zusammensetzung der Schwellenmarktschulden – ein deutlich grösserer Teil ist mittlerweile in Lokalwährung denominiert – und der Einführung von variablen Wechselkursen in den meisten Schwellenländern kann eine Währungsabwertung nunmehr als ein nützliches Druckablassventil eingesetzt werden. So kann eine Bonitätsverschlechterung auf Länderebene verhindert werden, und Anpassungen der Binnenwirtschaft können erleichtert werden.

Drittens zeigt unser Modell, dass die Schwellenmarktwahrungen insgesamt nunmehr eine Standardabweichung unter ihrem Fair Value und auf ähnlichen Niveaus wie während der Talsohle von 1998 liegen.

Um die Veränderung unserer Positionierung zu finanzieren, haben wir unser Engagement in Unternehmensanleihen aus den Schwellenländern von einer Übergewichtung auf eine neutrale Gewichtung reduziert – die Anlageklasse hatte sich während der ausgeprägten Verkäufe auf breiterer Basis relativ gut entwickelt, weshalb das Potenzial für einen weiteren Anstieg derzeit begrenzt erscheint.

Ferner halten wir an unserer Untergewichtung von Investment-Grade-Anleihen fest. Diese weisen gemessen an historischen Standards enge Renditespreads auf, was uns von einer Erhöhung unseres Exposure abhält. Wir erachten den Ausblick für Hochzinsanleihen als vielversprechender. Schuldtitel aus dem Speculative-Grade-Segment werden mit einem Renditespread gehandelt, der unseres Erachtens eine mehr als angemessene Entschädigung für das Ausfallrisiko bietet, zumal sich die Emittenten aus dem Hochzinsbereich stark bemuhnen, die Laufzeit ihrer Verbindlichkeiten zu verlängern. Angesichts der niedrigen Staatsanleihenrenditen wird zudem das Renditestreben ein wesentlicher Einflussfaktor für die Vermögensallokation der Anleger bleiben.

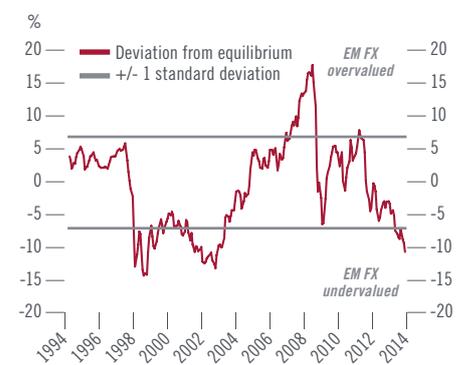
Ein weiteres Plus ist die kürzere Duration dieser Anlageklasse, die den Anleger gewissen Schutz hinsichtlich des Risikos steigender Zinsen bietet. Wir haben die lange Durationsposition in unserem Anleihenportfolio verkürzt, sind aber weiterhin der Ansicht, dass die US-Zinsentwicklung durch den Markt übermässig restriktiv eingeschätzt wird.

Olivier Ginguene, *Leiter des Pictet Asset Management Strategie-Teams*

Luca Paolini, *Chefstrategie Pictet Asset Management*

SCHWELLENMARKTWAHRUNGEN SIND UNTERBEWERTET

Hauseigenes Wahrungsbewertungsmodell von Pictet Asset Management



Quelle: Pictet Asset Management

ÜBER DAS PST

Das Pictet Asset Management Strategie-Team (PST) ist die Investment-Gruppe, die Positionierungen für die Vermögensallokation für Aktien, Anleihen, liquide Mittel und Rohstoffe ausarbeitet.

Jeden Monat legt das PST eine breit abgestützte Strategie vor anhand der Analyse von:

- **Konjunkturzyklus:** hauseigene Frühindikatoren, Inflation
- **Liquidität:** Geldpolitik, Kredit-/Geldmarkt-Variablen
- **Bewertung:** Aktien-Risikoprämie, Renditedifferenz, Gewinnkennzahlen im historischen Vergleich
- **Investorensentiment:** Pictet-Sentimentindex (Investorenbefragungen, taktische Indikatoren)

Diese Unterlagen sind ausschliesslich für die Verteilung an professionelle Investoren bestimmt. Sie sind jedoch nicht für die Verteilung an Personen oder Einheiten vorgesehen, die die Staatsangehörigkeit oder den Wohn- oder Geschäftssitz in einem Ort, Staat, Land oder Gerichtskreis haben, in denen eine solche Verteilung, Veröffentlichung oder Verwendung gegen Gesetze oder andere Bestimmungen verstösst.

Die bei der Ausarbeitung dieses Dokuments verwendeten Informationen stammen aus zuverlässigen Quellen, deren Genauigkeit und Vollständigkeit jedoch nicht garantiert werden können. Meinungen, Schätzungen oder Vorhersagen können jederzeit ohne vorherige Warnung geändert werden. Anleger sollten den Prospekt oder das Angebotsmemorandum lesen, bevor sie in von Pictet verwaltete Fonds investieren. Die steuerliche Behandlung hängt von der Situation der einzelnen Anleger ab und kann sich im Laufe der Zeit ändern. Die in der Vergangenheit erzielte Performance gibt keine Gewähr für deren zukünftige Entwicklung. Der Wert der Anlagen und deren Erträge kann steigen oder sinken und wird nicht garantiert. Es ist möglich, dass Sie den anfänglich investierten Betrag nicht zurück erhalten.

Dieses Dokument wurde in der Schweiz von Pictet Asset Management SA und in den übrigen Ländern der Welt von Pictet Asset Management Limited, die der Financial Conduct Authority untersteht, erstellt und darf ohne Genehmigung von Pictet Asset Management weder ganz noch teilweise reproduziert oder (weiter)verbreitet werden.

Für britische Anleger sind die Umbrella-Fonds Pictet und Pictet Total Return mit Sitz in Luxemburg als kollektive Anlagevehikel nach Abschnitt 264 des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und -märkte von 2000 (Financial Services and Markets Act 2000) anerkannt. Schweizer Pictet-Fonds sind gemäss dem Schweizerischen Kollektivanlagengesetz (KAG) nur in der Schweiz zum Vertrieb zugelassen; sie gelten in Grossbritannien als nicht geregelte Kollektivanlagen. Die Pictet-Gruppe verwaltet Hedgefonds, Dach-Hedgefonds und Dachfonds für Private-Equity-Fonds, die nicht für den öffentlichen Vertrieb in der Europäischen Union zugelassen sind und in Grossbritannien als nicht geregelte Kollektivanlagen gelten.

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

Für US-Anleger 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.

© Copyright 2014 Pictet - Erstellt im Februar 2014