

Perspektiven

Der Umgang mit Sorglosigkeit
der Märkte — Seite 3

Märkte holen Atem
— Seite 4-5

Euro-Zone erreicht ein Hoch
— Seite 5-6

Kernpunkte der monatlichen
Anlagestrategie — Seite 9

Keine neue Technologieblase
— Seite 10-11

Der M&A-Boom
— Seite 11-14

Interessante Zeiten für den
Bankensektor — Seite 14-16

Die Schweiz nach dem
Frankenschock — Seite 17-19

Gefahren und Chancen
quantitativer Anlagen — Seite 21-22



Nach oben oder nach unten?

Nach einem atemberaubenden Anstieg verlieren riskante Anlagen an Dynamik, während die Bewertungen hoch und die Risiken bestehen bleiben. Für solide Finanzmärkte sind weniger Sorglosigkeit und mehr neue Treiber nötig.

KONJUNKTURINDIKATOREN UND -PROGNOSEN

REALES BIP-WACHSTUM (%)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017G | | 2018G | |
|------------------------|------|------|------|--------------|-------------------------------|--------------|-------------------------------|
| | | | | PWM – AA&MR* | Bloomberg Konsensprognosen | PWM – AA&MR* | Bloomberg Konsensprognosen |
| USA | 2.4 | 2.6 | 1.6 | 2.0 | 2.2 | 2.3 | 2.3 |
| EURO-ZONE | 1.3 | 1.9 | 1.7 | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 1.6 |
| Deutschland | 1.6 | 1.5 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.7 | 1.6 |
| Frankreich | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.5 | 1.4 | 1.5 | 1.5 |
| Italien | 0.2 | 0.7 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 0.9 | 1.0 |
| Spanien | 1.4 | 3.2 | 3.2 | 2.8 | 2.8 | 2.2 | 2.2 |
| SCHWEIZ | 2.0 | 0.8 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.7 | 1.7 |
| GROSSBRITANNIEN | 3.1 | 2.2 | 2.0 | 1.5 | 1.6 | 1.0 | 1.3 |
| JAPAN | -0.1 | 0.6 | 1.0 | 1.3 | 1.3 | 1.0 | 1.0 |
| CHINA | 7.3 | 6.9 | 6.7 | 6.5 | 6.6 | 6.2 | 6.3 |
| BRASILIEN | 0.1 | -3.9 | -3.6 | 1.0 | 0.5 | 1.7 | 2.1 |
| RUSSLAND | 0.7 | -2.8 | -0.2 | 1.1 | 1.2 | 1.4 | 1.5 |

INFLATION (%)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017G | | 2018G | |
|------------------------|------|------|------|--------------|-------------------------------|--------------|-------------------------------|
| | | | | PWM – AA&MR* | Bloomberg Konsensprognosen | PWM – AA&MR* | Bloomberg Konsensprognosen |
| USA | 1.6 | 0.1 | 1.3 | 2.1 | 2.3 | 2.3 | 2.2 |
| EURO-ZONE | 0.4 | 0.0 | 0.2 | 1.6 | 1.6 | 1.3 | 1.5 |
| Deutschland | 0.8 | 0.1 | 0.4 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.6 |
| Frankreich | 0.6 | 0.1 | 0.3 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| Italien | 0.2 | 0.1 | -0.1 | 1.3 | 1.4 | 1.1 | 1.3 |
| Spanien | -0.2 | -0.6 | -0.3 | 2.0 | 2.1 | 1.4 | 1.5 |
| SCHWEIZ | 0.0 | -1.1 | -0.4 | 0.5 | 0.5 | 1.0 | 0.6 |
| GROSSBRITANNIEN | 1.5 | 0.0 | 0.8 | 2.8 | 2.7 | 2.3 | 2.6 |
| JAPAN | 2.7 | 0.8 | -0.3 | 0.3 | 0.6 | 0.5 | 0.8 |
| CHINA | 2.0 | 1.4 | 2.0 | 1.8 | 2.0 | 2.3 | 2.2 |
| BRASILIEN | 6.3 | 9.0 | 8.7 | 4.8 | 3.8 | 5.0 | 4.4 |
| RUSSLAND | 7.8 | 15.6 | 7.1 | 4.9 | 4.3 | 4.8 | 4.1 |

* Pictet Wealth Management - Asset Allocation & Macro Research. Daten per 30. Juni 2017.

WIE MIT SCHLEICHENDER SORGLOSIGKEIT UMZUGEHEN IST



CÉSAR PÉREZ RUIZ

Chief Investment Officer
Pictet Wealth Management

„Vor einem Hintergrund mit nicht unwesentlichen Risiken scheint sich Sorglosigkeit einzuschleichen“

In den letzten Monaten gab es zahlreiche potenziell markterschütternde Ereignisse. An der politischen Front waren dies die zunehmenden Schwierigkeiten von US-Präsident Trump wegen angeblicher Verbindungen nach Russland, der durch die britischen Wahlen ausgelöste Schock und der Korruptionsskandal um den brasilianischen Präsidenten Michel Temer. Auch die geopolitischen Risiken bleiben weltweit hoch; dies zeigte sich u.a. in der Entscheidung Saudi-Arabiens und seiner Alliierten, alle Beziehungen zu Katar wegen dessen Aussenpolitik abzubrechen.

Und schliesslich liess die Fed nach den erwarteten Zinserhöhungen vom März und Juni verlauten, dass sie früher als erwartet, wahrscheinlich schon im letzten Quartal 2017, beginnen will, ihre – durch die quantitative Lockerung aufgeblähte – Bilanz langsam auf ein normales Mass zurückzuführen. Welche Folgen das für die Märkte haben wird ist, noch ungewiss; Zentralbanken hatten nie zuvor in derart grossem Umfang Liquidität abzuziehen.

Trotz dieser Risiken entwickeln sich die Aktienmärkte weiterhin erfreulich, auch wenn die US-Märkte etwas an Schwung eingebüsst haben – womit die europäischen Aktienmärkte ihre Performance-Lücke schliessen konnten. Die Bewertungen bleiben aber dies- und jenseits des Atlantiks hoch. Mit einem KGV von über 17x auf Basis der in den nächsten 12 Monaten erwarteten Gewinne im S&P500 und 15,3x im Stoxx Europe 600 entwickeln sich beide deutlich über dem langfristigen Durchschnitt.

Dies spiegelt gute Gewinnaussichten für das ganze Jahr mit zweistelligen Gewinnsteigerungen und ermutigenden Wirtschaftsdaten wider, da sich die weltweite Erholung fortzusetzen scheint. Eine Belebung der Fusions- und Übernahmetätigkeit, vor allem in Europa, wie bereits als Thema für dieses Jahr hervorgehoben, zeugt vom zunehmenden Vertrauen der Unternehmen.

Allerdings scheint sich vor einem Hintergrund mit nicht unwesentlichen Risiken Sorglosigkeit einzuschleichen. Die Renditen der Kernstaatsanleihen sind bereits gesunken, und die Volatilität scheint sowohl am Aktien- als auch am Anleihenmarkt unangemessen niedrig zu sein – der VIX beispielsweise liegt stetig bei rund 10%. Massive Aktienverkäufe im Technologiebereich erinnerten Mitte Juni an das bei zunehmenden Bewertungsorgen bei FAANG-Unternehmen (Facebook, Apple, Amazon, Netflix und Google) vorhandene Volatilitätspotenzial.

Wir entschieden uns Anfang Juni, die niedrige Volatilität für leichte Gewinnmitnahmen zu nutzen. Ferner reduzierten wir unsere Übergewichtung bei Industrieländeraktien und verkauften auch den grössten Teil unserer USD-Hochzinsallokation. In diesem Segment scheint das Volatilitätsrisiko besonders gross zu sein: Die Risikoprämien sind sehr niedrig und scheinen dem Ausfallrisiko nicht voll Rechnung zu tragen. EUR-Hochzinsanleihen bieten unseres Erachtens ein attraktiveres Risiko-Ertrags-Verhältnis. Und da die EZB im geldpolitischen Zyklus weniger weit fortgeschritten ist als die Fed, kann bei Euro-Konten etwas mehr Risiko eingegangen werden. Den Verkaufserlös investierten wir in kurzfristige Unternehmens- und Aggregate-Anleihen (eine Mischung aus Unternehmens- und Staatsanleihen) oder in USD-Liquidität.

Insgesamt ist es wichtig, investiert zu bleiben. Die Erträge waren dieses Jahr gut, und wir bleiben bezüglich der Aussichten für riskante Anlagen zuversichtlich. Da die Märkte jedoch sorglos zu werden scheinen, dürfte es klug sein, vorsichtshalber einige Gewinne mitzunehmen und vor dem Sommer Absicherung zu kaufen.



CHRISTOPHE DONAY

Chefstrategie
Leiter Asset-Allokation
und Makro-Research
Pictet Wealth Management

MARKTEINSCHÄTZUNG

Märkte holen neuen Atem

Nach einer Pause könnten sich die Märkte zum Jahresende wieder beleben. Aber eine bessere Koordination der Politik, um die Weltwirtschaft auf eine solidere Basis zu stellen, fehlt nach wie vor.

Nach der ersten Hälfte des Jahres 2017 gilt das von uns zu Jahresbeginn angegebene Hauptszenario mit einer moderaten Weltwachstumserholung und verhaltener Inflation im Großen und Ganzen weiter. Die kurzfristigen Wachstumsaussichten in den USA und in Europa sehen für den Rest des Jahres eher günstig aus, und eine bessere Beschäftigungslage könnte sich noch auf die Inflation niederschlagen. Die Frühindikatoren deuten in die richtige Richtung, und die Weltwirtschaft scheint sich insgesamt in einem synchronen Aufwärtszyklus zu befinden.

„Weiter Potenzial für kräftige Aktienkursgewinne“

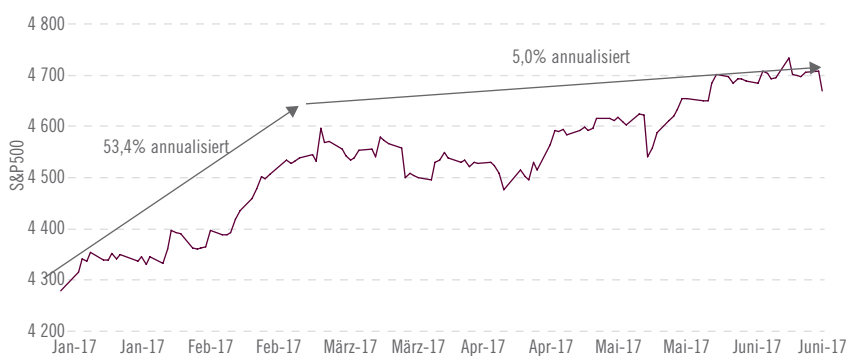
Die Frage für die globalen Märkte lautet nun, ob sich so günstige Bedingungen als nachhaltig erweisen werden. Leider ist das Bild diesbezüglich nicht so deutlich, da koordinierte wirtschaftspolitische Initiativen zur Unterstützung der jüngsten Konjunkturerholung fehlen. Wir sind sehr weit entfernt von solchen Initiativen. In Europa, Asien und Nord-, Mittel- und

Südamerika ist nur unkoordinierte und nicht kooperative Wirtschaftspolitik zu erkennen. Die scheinbar synchrone Aufwärtsbewegung im Weltwachstum könnte sich ohne solide und nachhaltige Unterstützung aus der Politik als Zufallstreffer erweisen. Seitens der Politik ist mehr Dynamik vonnöten, damit die Wirtschaft eine solidere Grundlage erhält. Aber vorerst sehen wir keinen objektiven Grund, unser Szenario vom Januar in Bezug auf Inflation und BIP-Wachstum für dieses und nächstes Jahr anzupassen.

Was bedeutet dies für die Märkte, insbesondere Aktienmärkte? Unseres Erachtens könnte das Fehlen jeglicher Dynamik in der Politik eine Verlängerung der aktuellen Aktienmarktpause bis zum Auftreten neuer Treiber begünstigen. Diese Pause zeigt sich bereits in der Verlangsamung der Dynamik an den US-Märkten. Nach einem annualisierten Anstieg von über 50% des S&P500 in den ersten Wochen des Jahres waren es von März bis Ende Juni nur noch 6%, und überzogene Bewertungen werden nun getestet (daher der jähe Einbruch bei Technologieaktien Anfang Juni). Das gleiche Phänomen ist in Europa seit Mai zu beobachten, da der Antrieb durch den schwindenden politischen Populismus wegfällt und die Märkte beginnen, eine Normalisierung der Geldpolitik durch die EZB einzupreisen.

Die Aussichten für Aktien beurteilen wir jedoch nicht notwendigerweise pessimistisch. Die Bewertungen bewegen sich weiter über ihren langfristigen Durchschnittswerten, werden aber durch das Gewinnwachstum gestützt, das sich bis nächstes Jahr fortsetzen könnte. Derzeit rechnen wir mit einem Wachstum der Unternehmensgewinne von 10-12% in den USA und Europa. Es besteht also hier wie dort nach wie vor Potenzial für zweistellige Kursgewinne.

VERLANGSAMUNG DER DYNAMIK IM S&P 500 SEIT JAHRESBEGINN



Daten per 3. Juli 2017
Quelle: PWM – AA&MR, Factset

Die Märkte werden aber generell erst zum Jahresende beginnen, ihre Gewinnwachstumsprognosen einzupreisen. Bis dahin könnten riskante Anlagen weiter auf der Stelle treten. Und während wir immer noch darauf warten, dass die Trump-Regierung ein Steuer- und Ausgabenpaket verabschiedet, sind wir auch überzeugt, dass sich

Konkretes erst in den letzten Wochen des Jahres abzeichnen wird. Davor dürfte kaum etwas die Aktienmärkte wesentlich beflügeln.

Die Widerstandskraft des Wachstums und insbesondere die Verbesserungen an den Arbeitsmärkten in den USA und in Europa deuten darauf hin, dass der sogenannte „Reflation Trade“

basierend auf der Rückkehr der Inflation und des Wirtschaftswachstums vielleicht doch noch nicht vorüber ist, obwohl die Skepsis unter den Marktteilnehmern zunimmt. Die Märkte könnten in den kommenden Monaten jedoch durchaus richtungslos bleiben, bis zusätzliche Treiber auftreten. ■



FREDERIK DUCROZET

Senior-Ökonom für Europa
Pictet Wealth Management

WIRTSCHAFT DER EURO-ZONE

Besser geht's nicht

Gute Daten veranlassten Pictet Wealth Management, die Wachstumsprognosen für die Euro-Zone nach oben zu korrigieren. Im weiteren Verlauf des Jahres rechnen wir jedoch mit einer Abschwächung.

Überraschend gute Wirtschaftsdaten und einige statistische Revisionen führen zu einer Erhöhung unserer BIP-Wachstumsprognosen 2017 für die Euro-Zone. Obwohl unser Basisszenario weiterhin ein kräftiges, überdurchschnittliches Wachstum und mässigen Inflationsdruck erwarten lässt, ändern wir unsere Prognosen für das zweite Halbjahr 2017 und die kommenden Jahre nicht.

Nach der Veröffentlichung detail-

lierter nationaler Daten für das 1. Quartal mit einem auf 0,6% revidierten Quartalswachstum (von 0,5%) haben auch wir unsere Prognosen aufgrund des Marktgeschehens und erheblicher Revisionen früherer Daten angepasst. Deutlich nach oben korrigierte Zahlen für Frankreich, Italien, Österreich, Irland, Finnland und Griechenland erhöhen unsere Wachstumsprognose, ohne dass wir unsere grundsätzlichen Annahmen geändert haben.

ÄNDERUNGEN BEI PROGNOSEN VON PICTET WEALTH MANAGEMENT FÜR WACHSTUM UND INFLATION IN EUROPA, 2017 UND 2018

| | Reales BIP-Wachstum | | | | | Gesamtinflation | | | | |
|------------------------|---------------------|------|------------------------------|------|------------------------------|-----------------|------|------------------------------|------|------------------------------|
| | 2016 | 2017 | 2017 (Jan-17 Prognose) | 2018 | 2018 (Jan-17 Prognose) | 2016 | 2017 | 2017 (Jan-17 Prognose) | 2018 | 2018 (Jan-17 Prognose) |
| EURO-ZONE | 1.7% | 1.9% | 1.5% ↑ | 1.6% | 1.5% | 0.2% | 1.6% | 1.5% | 1.3% | 1.5% ↓ |
| Deutschland | 1.8% | 1.8% | 1.7% | 1.7% | 1.6% | 0.4% | 1.7% | 1.6% | 1.6% | 1.8% |
| Frankreich | 1.1% | 1.5% | 1.2% | 1.5% | 1.3% | 0.3% | 1.4% | 1.4% | 1.3% | 1.4% |
| Italien | 1.0% | 1.1% | 0.7% | 0.9% | 0.9% | -0.1% | 1.3% | 1.1% | 1.1% | 1.2% |
| Spanien | 3.2% | 2.8% | 2.4% | 2.2% | 2.2% | -0.3% | 2.0% | 1.9% | 1.4% | 1.7% |
| GROSSBRITANNIEN | 2.0% | 1.5% | 1.1% | 1.0% | 1.2% | 0.8% | 2.8% | 3.0% | 2.3% | 1.5% ↑ |
| SCHWEIZ | 1.3% | 1.4% | 1.4% | 1.7% | 1.7% | -0.4% | 0.5% | 0.4% | 1.0% | 0.9% |

Quelle: Pictet WM-AA&MR, 29. Juni 2017

1,9%

Unsere Wachstumsprognose 2017 für die Euro-Zone

Wir rechnen nun im laufenden Jahr mit einem durchschnittlichen Wachstum von 1,9% (ggf. sogar etwas mehr) gegenüber 1,7% im Jahr 2016 und 1,9% im Jahr 2015. Kurzum ist etwas mehr als die Hälfte der Aufwärtskorrektur unserer Wachstumsprognosen auf die Revision früherer Daten und der verbleibende Teil auf bessere Stimmungs- und Tätigkeitsdaten, als wir im ersten Halbjahr 2017 erwartet hatten, zurückzuführen. Technisch bedingt, bei ansonsten gleichen Bedingungen in der zweiten Jahreshälfte, erhöht sich unsere BIP-Wachstumsprognose für 2018 (von vorher 1,5%) auf 1,6%. Trotz Verbesserung in Frankreich und Wachstumsverlangsamung in Spanien erwarten wir keine grossen Veränderungen in der Rangliste der Länder (*siehe Tabelle oben*).

Insgesamt deuten die verfügbaren Daten der vergangenen sechs Monate darauf hin, dass die Angleichung von weichen und harten Daten zum Grossteil auf die Aufwärtsrevision der zuletzt genannten zurückzuführen ist. Allerdings sind die Umfrageergebnisse für das 2. Quartal immer noch besser als die zuletzt verfügbaren harten Wachstumsdaten. Der jüngste PMI Composite (Einkaufsmanager-Index) ist nun konsistent mit einem BIP-Wachstum der Euro-Zone von 0,7% im 2. Quartal (gegenüber 1. Quartal).

Wir sehen eine anhaltend robuste Binnenwirtschaft in der zweiten Jahreshälfte mit rückläufiger Arbeitslosigkeit, steigenden Bankkrediten und Investitionsausgaben (inkl. Bauinvestitionen). Kurzfristig sollten niedrigere Energiepreise die Kaufkraft der Haushalte nachhaltiger stützen als ursprünglich erwartet. Die Detailzahlen für das BIP im 1. Quartal zeigten, dass das Wachstum in der Euro-Zone massgeblich von der Binnennachfrage getragen wurde. Spanien und Deutschland entwickelten sich weiterhin über dem europäischen Durchschnitt, während die Nachzügler, insbesondere Frankreich, aufholen.

LEICHTE VERLANGSAMUNG IN SICHT

Dies bedeutet aber nicht, dass es keinen Gegenwind mehr gibt. Wir rechnen nach wie vor mit einer leichten

Verlangsamung der wirtschaftlichen Expansion, zumindest erachten wir eine Wachstumsrate von über 2% (Quartalsvergleich) in der Euro-Zone auf Dauer nicht für erzielbar. Die politische Ungewissheit besteht nach den Wahlen in Frankreich weiter. Als (einziges) unausgesprochenes Problem im Raum steht Italien – mit Wahlen voraussichtlich zu Beginn des kommenden Jahres. Die jüngste Festigung des handelsgewichteten Euro dürfte sich nachteilig auf die Export- und Inflationsaussichten der Euro-Zone auswirken. Demgegenüber waren die Auswirkungen der Brexit-Entscheidung auf die restlichen Länder Europas sehr gering, was im vergangenen Jahr zum insgesamt anhaltend guten Geschäftsklima beigetragen hat.

Das BIP-Wachstum sollte sich trotz der von uns erwarteten Verlangsamung in absehbarer Zukunft über dem Potenzial entwickeln und annualisiert rund 1,75% betragen. Dies bedeutet eine langsame, aber regelmässige Verringerung der Produktionslücke, die sich bis 2019 ganz schliessen dürfte. Im selben Zeitraum erwarten wir weiterhin nur einen ganz allmählichen Inflationsanstieg, möglicherweise bis auf 1,9% im Jahr 2019, jedoch kaum höher. Insbesondere da Trägheitseffekte wie die verzögerte Wirkung der hohen Arbeitslosigkeit einem deutlichen Lohnanstieg weiterhin entgegen stehen.

Die grössten Aufwärtsrisiken, die wir zuvor beschrieben hatten, haben sich noch nicht realisiert. Nach der Wahl von Emmanuel Macron zum französischen Präsidenten scheint die Bereitschaft für neue Initiativen zur Verstärkung der europäischen Integration wieder grösser zu sein, vor allem für eine verstärkte Zusammenarbeit im Bereich der Sicherheit und Verteidigung. Gleichzeitig könnte ein Schulterchluss zwischen Deutschland und Frankreich (wenn überhaupt) erst nach Jahren Ergebnisse zeitigen. ■



JEAN-PIERRE DURANTE

Leiter angewandte Forschung
Pictet Wealth Management

ÖLPREISE

Keine klaren Impulse

Die Ölpreise sind jüngst gefallen und enttäuschten damit die Hoffnungen traditioneller Produzenten. Die Analyse von Pictet zeigt kurzfristig nur wenig Momentum für eine massgebende Preisveränderung.

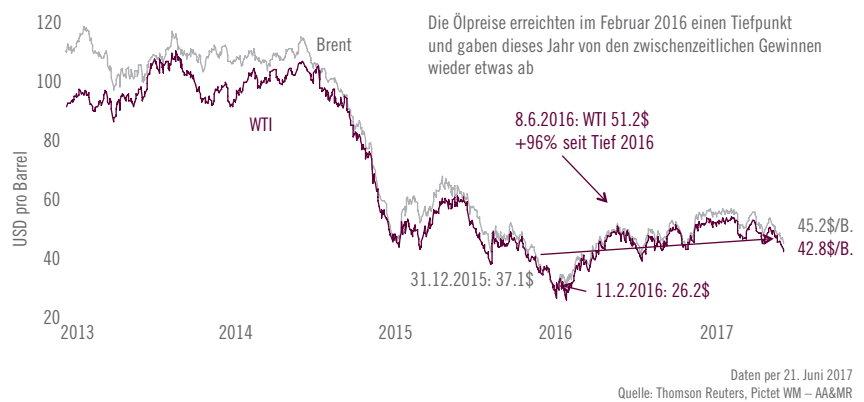
Ende Juni waren die Rohölpreise von ihren Hochs Anfang Januar um 20% gefallen. Nach der im Mai getroffenen Vereinbarung der erdölexportierenden Länder (Opec) und anderen grossen Ölproduzenten wie Russland, die Begrenzung der Fördermenge zu verlängern, beschleunigte sich dieser Preisrückgang sogar noch.

Der Preiszerfall kann auf eine Reihe von Faktoren zurückgeführt

werden, darunter Skepsis in Bezug auf die Einhaltung dieser Produktionsvereinbarung, höhere Produktion in Ländern ausserhalb der Vereinbarung, wie Libyen und Nigeria, eine stärkere Belegung der US-Schieferölproduktion als erwartet, zu hohe Lagerbestände und ganz einfach Marktspekulation.

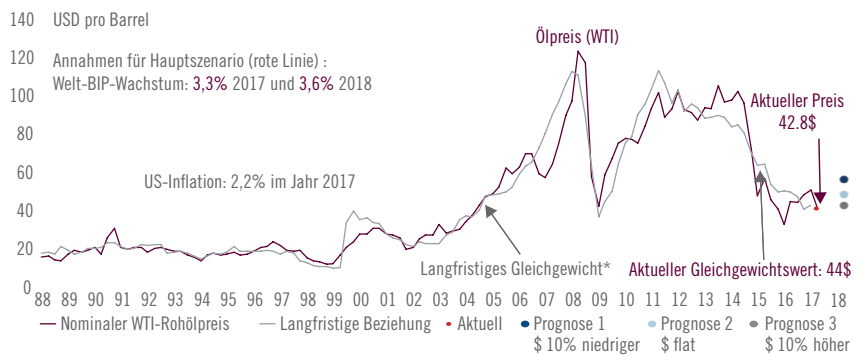
Die Ölpreise lagen daher bis Ende Juni leicht unter dem von unseren Analysten erwarteten Gleichgewichts-

GRAFIK 1: WTI-UND BRENT-ÖLPREISE, JAN. 2013 – 21. JUNI 2017



Daten per 21. Juni 2017
Quelle: Thomson Reuters, Pictet WM – AA&MR

GRAFIK 2: GLEICHGEWICHTSWERT DES WTI-ÖLPREISES



* Basierend auf dem Verhältnis zwischen Ölpreis, US-Dollar und Weltwirtschaftswachstum

Daten per 21. Juni 2017
Quellen: Pictet WM – AA&MR, Berechnungen basierend auf Thomson Reuters

preis (siehe Textbox), wobei unsere Analysen früher dieses Jahr darauf hinwiesen, dass die Märkte viel zu optimistisch in Bezug auf das Potenzial der Ölpreise sind. Gemäss unserer Analyse dürften die Spot-Preise weiterhin nahe bei USD 50 pro Barrel liegen, also deutlich unter einigen Prognosen vom Jahresbeginn, wonach die Ölpreise 2017 die Obergrenze von USD 60 durchbrechen sollten.

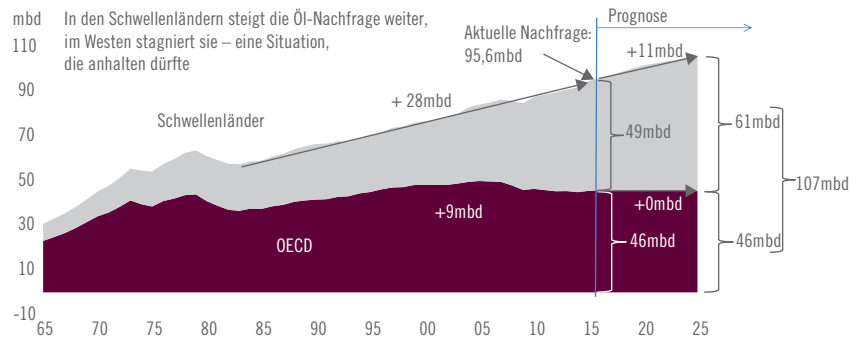
TECHNOLOGIESCHOCKS

Zwei Technologieschocks helfen dabei, zu erklären, weshalb am Ölmarkt Schwierigkeiten bestehen, Angebot und Nachfrage ins Gleichgewicht zu bringen. Erstens hat die Technologie einen sehr viel schnelleren Übergang zu alternativen Energien ermöglicht als erwartet, was dazu führte, dass die Öl-Nachfrage in den Industrieländern auf der Stelle tritt – und dies dürfte auch so bleiben. Zweitens konnten die US-Schieferproduzenten ihre Produktionskosten deutlich senken, sodass der Preis für Schieferöl, ab dem Gewinne erzielt werden, nun bei nur noch USD 35 pro Barrel liegt – im Vergleich zu USD 80 im Jahr 2014.

Am 22. Juni wurde WTI-Rohöl zu USD 42,8 pro Barrel gehandelt, also knapp unter dem von uns berechneten Gleichgewichtspreis von USD 43,6. Unsere Analyse zeigt, dass es derzeit kaum Impulse gibt, die Preise weiter zu senken oder zu beflügeln; es sei denn, es käme zu einem geopolitischen Schock.

Basierend auf unserem Hauptszenario, das von einem weltweiten Wachstum von 3,3% für 2017 und 3,6% für 2018 ausgeht, sowie der Annahme, dass der reale handelsgewichtete US-Dollar stabil bleibt und es keine unvorhersehbaren Schocks gibt, könnte der Gleichgewichtspreis für Öl in den nächsten 12 Monaten auf rund USD 51 steigen. ■

GRAFIK 3: WACHSTUM DER ÖL-NACHFRAGE STAGNIERT IN INDUSTRIELÄNDERN



ÖLPREIS-MODELL

Unsere Prognosen für die Öl-Gleichgewichtspreise basieren auf dem langfristigen Verhältnis zwischen den Ölpreisen, dem Weltwirtschaftswachstum und dem US-Dollar. In den letzten zwei Jahren, in denen die Marktpreise stark einbrachen und sich dann wieder erholten, hat sich dieses Modell als zuverlässiger Indikator für Ölpreistrends erwiesen.

USD 43.6

Von uns geschätzter
Öl-Gleichgewichtspreis

Kernpunkte der monatlichen Anlagestrategie

Ein Überblick über die Positionierung von Pictet Wealth Management nach Anlagekategorien.*

POSITIONIERUNG NACH ANLAGEKATEGORIEN

- Die Märkte scheinen derzeit allzu sorglos. Die Volatilität ist ungewöhnlich niedrig, was teilweise daran liegt, dass die Korrelation zwischen den Anlagekategorien abnimmt (ein guter Moment für die aktive Verwaltung). Das wird so bleiben, auch wenn die Volatilität bei einzelnen Vermögenswerten steigen sollte (es sei denn, es kommt zu einem Crash).
- Da die Unterstützung durch die Zentralbanken langsam nachlässt, könnte die Volatilität tatsächlich zunehmen. Wirtschafts- und Gewinnwachstum bleiben jedoch solide.
- Wir sind bei Aktien weiterhin leicht positiv eingestellt, da die Fundamentalfaktoren Unterstützung bieten, haben allerdings Put-Optionen auf den S&P 500 gekauft, um uns gegen Abwärtsrisiken abzusichern.

ROHSTOFFE

- Die Ölpreise sind in den letzten Monaten gefallen, befinden sich nun aber nah am von uns geschätzten Gleichgewichtspreis (rund USD 44 pro Barrel). Solange es zu keinem geopolitischen Schock kommt, bedeutet das ein geringes Momentum für sinkende oder steigende Preise.

AKTIEN

- Die Verlangsamung des Marktmomentums fand in Europa, wo der Spielraum für weitere Outperformance abnimmt, später statt als in den USA.
- Jüngst gab es Anzeichen, dass die Zentralbanken für die Märkte eher zu einer Quelle der Volatilität als der Stabilität werden.
- Bis die Märkte im späteren Jahresverlauf beginnen, die Gewinne für 2018 einzupreisen, könnten Aktien eine Pause einlegen und die Volatilität könnte zunehmen. Volatilität bietet auch das Potenzial für mehr taktische Gelegenheiten.

FESTVERZINSLICHE ANLAGEN

- Die Renditen auf Staatsanleihen dürften vor dem Hintergrund der Normalisierung der Geldpolitik und der Möglichkeit einer höheren Inflation steigen. Die Reduzierung der Bilanzsumme durch die Fed wird einen bescheidenen Beitrag zum Anstieg der US-Zinsen leisten.
- Die Unternehmensanleihen sind immer teurer geworden. Hochzinsanleihen in USD scheinen besonders anfällig für steigende Volatilität.
- Hochzinsanleihen in Euro bieten derzeit ein besseres Risiko/Ertrags-Verhältnis, insbesondere, weil die EZB der Fed im geldpolitischen Zyklus stark hinterherhinkt.

UNSERE DERZEITIGE AUSRICHTUNG BEI ANLAGEKATEGORIEN**

| | POSITION | | | | |
|--|---------------|------------------|---------|-------------------|---------------|
| | Starke Baisse | Fallende Tendenz | Neutral | Steigende Tendenz | Starke Hausse |
| CASH/WÄHRUNGEN | | | | | |
| USD (vs. Schwellenländer- und G10-Währungen) | | | | █ | |
| EUR (vs. USD) | | | █ | | |
| CHF (vs. USD) | | | █ | | |
| AKTIEN AUS DEN INDUSTRIELÄNDERN | | | | | |
| USA | | | | █ | |
| EURO-ZONE | | | | █ | |
| EUROPA | | | █ | | |
| JAPAN | | | | █ | |
| SCHWELLENLÄNDERAKTIEN | | | | | |
| ASIEN | | | █ | | |
| LATEINAMERIKA | | █ | | | |
| STAATSANLEIHEN | | | | | |
| USA | | █ | | | |
| EURO-PERIPHERIE | | █ | | | |
| EURO-KERNLÄNDER | | █ | | | |
| SCHWELLENLÄNDER USD | | | █ | | |
| SCHWELLENLÄNDER LOKALWÄHRUNG | | | █ | | |
| UNTERNEHMENSANLEIHEN | | | | | |
| US-HOCHZINSANLEIHEN | | █ | | | |
| US-INVESTMENT-GRADE-ANLEIHEN | | | | █ | |
| EUR-HOCHZINSANLEIHEN | | | █ | | |
| EUR-INVESTMENT-GRADE-ANLEIHEN | | | █ | | |
| SCHWELLENLÄNDER HARTWÄHRUNG | | | █ | | |
| GOLD | | | █ | | |
| HEDGEFONDS | | | | █ | |
| PRIVATE EQUITY | | | | █ | |
| IMMOBILIEN | | | | █ | |

* Per 5. Juli 2017

** Horizont von 3 bis 6 Monaten

ALTERNATIVE ANLAGEN

- Hedgefonds ermöglichen in einem besonders günstigen Umfeld für M&A-Strategien die Generierung eines hohen Alphas.
- Bewertungen, Wettbewerb und Kapitalzuflüsse bleiben bei Private Equity hoch, aber es gibt nach wie vor gute Gelegenheiten für attraktive Erträge in Nischen auf regionaler und Branchenebene sowie im mittleren Marktsegment.
- Der Immobilienzyklus könnte an einem Wendepunkt angekommen sein. Vermögenswerte, deren Ertragsfluss mit der steigenden Inflation mithalten kann, dürften besonders attraktiv werden.

Diese Ausrichtung bei Anlagekategorien dient lediglich der Illustration. Asset-Allokationen unterscheiden sich je nach Anleger und insbesondere gemäss individuellen Umständen, Risikotoleranz, Ertragszielen und Zeithorizont. Die in dieser Veröffentlichung wiedergegebene Asset-Allokation ist daher nicht für alle Anleger geeignet und darf nicht als Grundlage für Anlageentscheidungen verwendet werden.



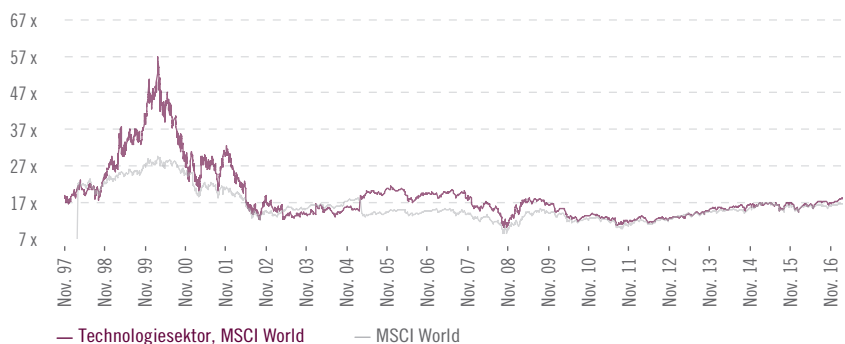
CHRISTOPHER SEILERN
Senior-Finanzanalyst
Pictet Wealth Management

TECHNOLOGIEAKTIEN

Die Bewertungen sind hoch, nichtsdestotrotz handelt es sich nicht um eine neue Technologieblase

Es gibt zwar einige überkaufte Aktien, aber es handelt sich nicht um eine neuerliche dot-com-Blase.

TECHNOLOGIEAKTIEN: KGVs NICHT WEIT VOM BREITEREN MARKT ENTFERNT (1997-2017)



Daten per 19. Juni 2017
Quelle: Bloomberg, Pictet Equity Research

Anfang Juni kam es zu einer Reihe von dramatischen Börsenaktivitäten mit scharfen Einbrüchen bei Technologieaktien. Ein Teil der Verluste konnte gutgemacht werden, und Ende Juni war die Performance des Technologiesektors immer noch doppelt so hoch wie die des breiten Marktes im laufenden Jahr.

Trotz dieser Einbrüche war gerade die gute Performance des Technologiesektors einer der auffälligsten Aspekte an den Aktienmärkten in den letzten zwölf Monaten. Etablierte Medien und Marktexperten berichten von dieser oder jener Technologieaktie dermassen begeistert, dass immer wieder das Wort Blase fällt.

Haben Technologieaktien Blasen-niveaus erreicht? Und ist die Anfang Juni verzeichnete Volatilität Vorbote für Schlimmeres? Sollte man sich Sorgen machen? Kurz gesagt ist die Antwort auf alle drei Fragen nein, nicht wirklich, obwohl eine gewisse Umsicht und Sorgfalt am Platz ist.

Erstens scheint an dem Blasen-gerede etwas Wahres zu sein, denn das KGV des Sektors bewegt sich mit einer Prämie gegenüber dem Markt von derzeit 1,11x auf einem Siebenjahreshoch. Aber es gilt, keine voreiligen Schlüsse zu ziehen. Die breite Spanne der letzten fünf Jahre lag zwischen 1,0x und 1,10x. Die aktuellen Niveaus sind also hoch, nicht aber übertrieben hoch.

Zweitens sind wir weit von dem entfernt, was im Jahr 2000 geschah. Damals erreichte das KGV des Technologiesektors über 55x (mehr als doppelt so viel wie der Marktdurchschnitt), heute sind es lediglich 18x.

18x

Kurs/Gewinn-Verhältnis im
US-Technologiesektor

Vereinfacht ausgedrückt sind die Bewertungen im Vergleich zur jüngsten Historie zwar hoch, aber noch Meilen von dem entfernt, was sich im Jahr 2000 zur dot-com-Blase entwickeln sollte.

Drittens generieren Technologieunternehmen heute ausserordentlich hohe Cash-flows, während die dot-com-Blase fundamental praktisch nicht abgestützt war: Es war offensichtlich, dass es sich um eine Blase handelte, und die Lage glich damals eher einer Börsenparty als seriöser Anlagetätigkeit.

Heute ist es genau umgekehrt. Die meisten grosskapitalisierten Technologieunternehmen erzeugen wesentlich mehr Erträge als hochkarätige Firmen anderer Sektoren. So entsprach Apples freier Cash-flow im letzten Jahr mit USD 53 Mrd. dem Dreifachen von Johnson & Johnson, dem Vierfachen von Nestlé und dem

Fünffachen von ExxonMobil bzw. von Roche.

Und diese Erwirtschaftung von Erträgen ist nicht einfach ein Merkmal überreifer Ertragsperlen. Auch einige der „weniger alten, doch immer noch wachsenden“ Technologie-Mega-Caps produzieren hervorragende Resultate. Google (17% Marktanteil bei Werbeausgaben, Wachstum von etwa 15%) erzeugte letztes Jahr USD 28 Mrd., Facebook (5% Marktanteil, Wachstum über 30%) USD 12 Mrd. und Amazon mit nur etwa 2% des US-Einzelhandelsumsatzes USD 10 Mrd. Das heisst, das Gewinnwachstum bei Technologie-Mega-Caps bleibt ein durchaus aktuelles Thema.

In einem Bereich dieses Sektors scheinen die Bewertungen recht überzogen zu sein. Tesla (Elektroautos), nVidia (Chips für Datenzentren) und selbst Micron (Speicherchips) verzeichneten Aktienkursanstiege, die weit

über ihr Gewinnwachstum oder über das, was künftiges Wachstum rechtfertigen könnte, hinausgehen. Tesla macht zum Beispiel keine Gewinne, dennoch doch legte die Aktie in den 12 Monaten vor Ende Juni 75% zu, und nVidia kletterte um 233%, während ihre Gewinne nur um 132% anstiegen.

Und wie geht es jetzt weiter? Einige der überkauften Aktien mit fehlendem Wachstum sind anfällig für eine Korrektur. Von den anderen werden unseres Erachtens viele infolge ihres erwarteten Wachstums ihre etwas hohen KGVs rechtfertigen. In einigen Fällen wird dies wesentlich schneller gehen, als viele denken. Aber letztendlich dürfte das Wichtigste für das Ausloten des Potenzials von Technologieaktien eine Prise gesunder Menschenverstand sein. ■



FRANK BIGLER

Leiter Aktieninvestment-Research
Pictet Wealth Management

EUROPÄISCHE M&A

Europa holt gegenüber USA auf

Die Deal-Volumen in der Alten Welt erholten sich im ersten Halbjahr. Und es gibt Anzeichen, dass die Dynamik noch eine ganze Weile anhalten könnte.

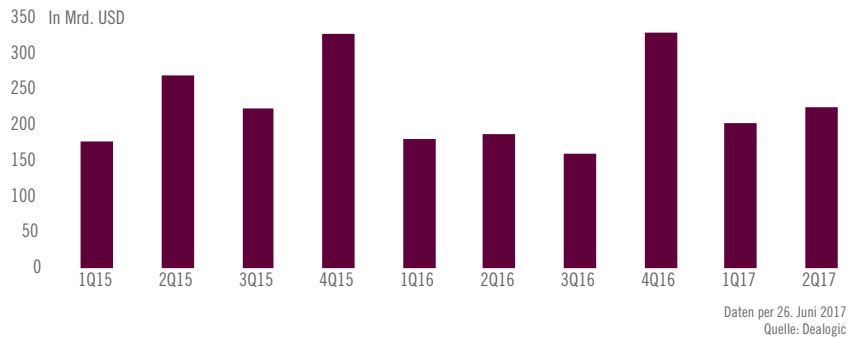
Angesichts günstiger Finanzierungsbedingungen, aufgeblähter Aktienbewertungen und Bilanzen mit hohen Barbeständen blieb die M&A-Tätigkeit in Europa im ersten Halbjahr 2017 rege. Starke Finanzergebnisse vom ersten Quartal und eine anhaltende Gewinndynamik im zweiten Quartal zusammen mit einem rückläufigen politischen Risiko fördern die Rückkehr des Irrationalen. Im Geschäftsklima kommt dies zum Ausdruck: Es hat in Europa so hohe Niveaus wie schon lange nicht mehr erreicht. Der Gesamtwert der Geschäfte wurde per Ende Juni laut Dealogic auf USD 429 Mrd. geschätzt, 18% mehr als im gleichen Zeitraum 2016,

während das Volumen in den USA und Asien um 19% bzw. 6% sank.

BEDINGUNGEN DÜRFTEN GÜNSTIG BLEIBEN

Das erste Quartal begann mit der Bekanntgabe von zwei grossen Deals stark: Das US-Gesundheitsschwergewicht Johnson & Johnson kaufte die Schweizer Firma Actelion und der französische Kontaktlinsenhersteller Essilor International schloss sich mit dem italienischen Brillengestellhersteller Luxottica zusammen. Diese beiden Transaktionen allein beliefen sich auf USD 50 Mrd. Das grösste Geschäft des zweiten Quartals und seit Jahresbeginn in Europa war der Kauf der spanischen

WERT GEZIELTER M&A IN EUROPA, 1. QUARTAL 2015-2. QUARTAL 2017



Infrastrukturgruppe Abertis durch Atlantia, den italienischen Mautstrassen- und Flughafenbetreiber, für insgesamt USD 34 Mrd. Es gab auch eine Reihe kleinerer Transaktionen. Während einige klar als strategisch gelten können, bei denen Firmen Technologie oder Marktanteile kaufen, basieren andere auf wesentlich weniger fundamentalen Überlegungen. Das liegt insbesondere bei chinesischen Gruppen auf der Hand, deren Aktivismus im europäischen M&A viele für eine Form der Kapitalflucht aus China halten. Aber Chinas Bankenaufsicht hat diesem Trend wohl ein Ende bereitet, indem sie anordnete, dass Inlandsgeldgeber das systemische Risiko durch die Übernahmestrategien grosser Unternehmen prüfen müssen.

Vorerst erwarten wir, dass die Europäische Zentralbank wie die US Federal Reserve bei der Rücknahme der entgegenkommenden Geldpolitik sehr vorsichtig vorgehen wird. Daher dürften die Finanzierungsbedingungen zumindest für das restliche 2017 und Anfang 2018 in Europa günstig bleiben.

FREIER CASH-FLOW WÄCHST

In den letzten Wochen haben mehrere Gruppen Anleihen aufgelegt, um grosse Transaktionen zu finanzieren, die sie Ende letzten Jahres angekündigt hatten. Reckitt Benckiser ging zum Beispiel an den Markt, um einen Überbrückungskredit über USD 8 Mrd. zu refinanzieren, der beim Abschluss der vollständigen Übernahme von Mead Johnson helfen sollte. Die Emission wurde gut aufgenommen, sodass die endgültigen Bedingungen ganze 23 Basispunkte unter dem anfänglichen Preis lagen. Die Anleihe war 2,7x überzeichnet, was den Appetit des Marktes

für solche Angebote verdeutlicht. Das aktuelle Niedrigzinsumfeld und die Suche von festverzinslichen Anlegern nach Mehrrendite bieten Unternehmen die einmalige Chance, Geschäfte günstig zu finanzieren.

Ausserdem dürften die Barbestände der Unternehmen bei der aktuellen Verbesserung des Geschäftsumfelds wohl steigen. Wir rechnen damit, dass der Cash-flow der Firmen im Stoxx Euro 600 dieses Jahr um 18% wachsen wird. Bei Investitionen ist keine bedeutsame Zunahme zu erkennen, da die Auslastungsgrade nicht besonders hoch sind und weiterhin ruhende Kapazitäten bestehen. Es erstaunt daher nicht, dass der Markt ausgehend von USD 300 Mrd. im vergangenen Jahr ein Wachstum des freien Cash-flows von 22% erwartet. Schliesslich wird ein solides Geschäftsumfeld (selbst wenn die Wachstumsdynamik im zweiten Halbjahr wie von uns erwartet etwas nachlässt) sicher weiter die Rückkehr des Irrationalen in den europäischen Führungsetagen fördern, sodass strategische Beschlüsse leichter gefasst werden. Daher erwarten wir, dass die M&A-Tätigkeit rege bleibt. Auf der Suche nach neuen Wachstumstreibern in reifen Märkten scheinen insbesondere Konsumgüterfirmen zu weiteren Geschäften bereit. Mit Barmitteln gesegnete Sektoren wie Gesundheitsversorgung und Technologie werden auch aktiv bleiben, da sie versuchen, ihr Produktangebot zu ergänzen. Aber selbst zyklischere Sektoren, die noch nicht so lange dabei sind, könnten ihre Aktivität vermehren, wie das Beispiel Peugeot zeigt, das seinen Rivalen Opel von General Motors übernommen hat. ■



GREGORY KUNZ

Finanzanalyst Konsumsektor
Pictet Wealth Management

Im Einzelhandel ist eine Revolution im Gange

Das Mitte Juni bekanntgegebene Übernahmeangebot von Amazon für den Premium-Einzelhändler Whole Foods ist eine wegweisende Antwort auf die sich ändernden Verbrauchertrends. Ein Interview mit Gregory Kunz.

Wie deuten Sie Amazons Übernahmeangebot für Whole Foods – abgesehen davon, dass es sich hier um eines der weitreichendsten Beispiele von Annäherung zwischen stationärem Einkaufen und „e-tailing“ (Einzelhandelsvertrieb über Internet) handelt?

Vergessen wir nicht, dass Amazon bereits seit zehn Jahren über die Filiale Amazon Fresh ein E-Commerce-Geschäft mit Lebensmitteln betreibt. Obwohl die Umsätze immer noch klein sind, zeigt es Amazons Überzeugung, dass der Online-Lebensmittel-Einzelhandel in den USA eine Zukunft haben könnte – auch wenn er immer noch deutlich hinter Europa und anderen Ländern zurückbleibt. In den USA entfallen weniger als 2% des gesamten Lebensmittelgeschäfts auf den Online-Handel, gegenüber 17% in Südkorea beispielsweise. Dank seiner Datenbank verfügt Amazon bereits über einen tiefen Einblick in das Konsumverhalten und hat sogar damit begonnen, künstliche Intelligenz zur Verwaltung von Frischprodukten einzusetzen. Zusammen mit Whole Foods wird Amazon gut positioniert sein, um die Interaktionen zwischen den Einzelhandelsgeschäften des gesamten Vertriebsnetzes mit Hilfe einer Online-Plattform zu verbessern.

Grundsätzlich kann Amazons Angebot als Antwort auf den Wandel im Einzelhandel betrachtet werden, der sich im ständigen Niedergang von Shopping Malls in den USA zeigt. Die Konsumenten sind immer weniger bereit, einen Teil ihrer kostbaren Freizeit für Einkäufe zu verwenden, ausser in Verbindung mit einem einmaligen Erlebnis. Als solches kann beispielsweise der Besuch eines Luxusgeschäfts verstanden werden, in welchem viel Geld für ein einziges Produkt wie eine Handtasche ausgegeben wird, nicht jedoch ein Einkaufsbummel auf der Suche nach billigen T-Shirts. Auf gleiche Weise kann man sich im Lebensmittelbereich die Entwicklung eines Click-and-Pay-Angebots für Basiskonsumgüter und Güter des täglichen Gebrauchs vorstellen, während die physischen Verkaufsflächen mehr und mehr für Produkte mit hohen Margen eingesetzt werden, wie z.B. erstklassige Frischprodukte, die nicht so leicht online verkauft werden können. Vor diesem Hintergrund passt die Positionierung von Whole Foods im obersten Preissegment des Lebensmittelmarktes in den USA (mit Brutto-Gewinnmargen von fast 35%) perfekt zur Online-Marketing-Expertise von Amazon.

Welche anderen Möglichkeiten könnte Amazon mit Whole Foods ausprobieren?

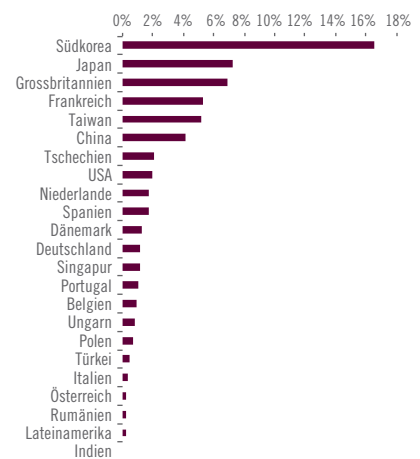
Amazon könnte Whole-Food-Ladenlokale als Verteilerstellen nutzen, sein bestehendes Online-Lebensmittellieferungsgeschäft verstärken und die Raumnutzung im Einzelhandel umgestalten. Amazons

Online-Marketing würde dabei zur Motivierung der Verbraucher, diese neuen Kanäle zu nutzen, eingesetzt. Diese Verbindung würde auch den Aufbau eines Eigenmarkenverkaufs ermöglichen, der in den USA weniger stark entwickelt ist als in Europa. Amazon und Whole Foods könnten zusammen ein Geschäft mit Eigenmarken als Qualitätsangebot aufbauen und nach und nach nationale Marken aus dem Markt drängen. Wir können uns sogar vorstellen, dass zusätzlicher Druck auf Lebensmittel- und Getränkehersteller ausgeübt wird, damit sie ihre Strategie den Bedürfnissen der neuen Verbraucher anpassen.

Welche Folgen hat diese Fusion für die anderen Einzelhändler?

Der Zusammenschluss von Amazon und Whole Foods hat bestimmt

MARKTDURCHDRINGUNG VON ONLINE-LEBENSMITTELHANDEL



Daten per 31. Dezember 2016
Quellen: Kantar, Statista, JP Morgan

in allen Geschäftsleitungen der anderen Einzelhandelsunternehmen eine Schockwelle ausgelöst. Einige Einzelhändler werden sich nun wahrscheinlich verpflichtet fühlen, ihr Online-Geschäft voranzutreiben und Wege zur besseren Nutzung ihrer Netzwerke zu suchen. Anders ausgedrückt sind wir der Meinung, dass die Eröffnung von weiteren Ladenlokalen in Kundennähe der Vergangenheit angehört und ein solides Omni-Channel-Angebot (Vermarktung über alle Vertriebs- und Kommunikationskanäle) von grosser Bedeutung ist.

Wir denken auch, dass die Übernahme von Whole Foods durch

Amazon die Konsolidierung im Lebensmittelhandel beschleunigen könnte. Die enorm hohen Investitionen, die zur Revolution des Einzelhandels notwendig sind, könnten für schwächere Anbieter zu hoch sein und sie ganz einfach aus dem Markt drängen. Trotz niedriger Margen produziert der Lebensmitteleinzelhandel hohe Cash-Bestände. Einzelhändler, die sich für Barausschüttungen zulasten von kritischen Investitionsausgaben entschieden haben, dürften sich daher nach dem Übernahmegeschäft von Amazon näher am Punkt befinden, an dem es kein Zurück mehr gibt.

Zudem würden einige Lebensmitteleinzelhändler, vor allem in den USA, von einer überarbeiteten Positionierung profitieren. Doch „disruptive digitale Unternehmen“ wie Amazon sind nicht unbedingt die einzigen Treiber. Man darf nicht vergessen, dass Billig-Discounter immer mehr Druck auf bestehende Einzelhändler ausüben und dass Lidl im Juni gerade das erste Geschäft in den USA eröffnet hat. Lidl und andere Discounter könnten bestehende Händler in den USA mit wettbewerbsfähigeren Preisen und möglicherweise mit verstärktem Fokus auf Qualität dazu zwingen, ihr eigenes Angebot anzupassen. ■



YANN GOFFINET

Senior-Finanzanalyst
Pictet Wealth Management

BANKENSEKTOR

Mit frischem Schwung neuen Herausforderungen entgegen

Berichte über das Ende des Bankensystems waren stark übertrieben: Europäische Banken erholen sich und der kurzfristige Ausblick in den USA ist positiv, in China bestehen jedoch bedeutende Kreditrisiken. Dies erklärte Yann Goffinet kürzlich in einem Interview.

Wie schätzen Sie nach ihrer jüngsten Reise in die USA den Zustand des dortigen Bankensektors ein?

Nach einigen Monaten der Outperformance vor und nach der Wahl von Donald Trump im letzten November ist die Performance von US-Banken seit Jahresbeginn enttäuschend. Und dies obwohl steigende Zinsen (zwei Erhöhungen der Fed bisher 2017 und wir erwarten eine weitere) gut für die Nettozinsmargen der Banken sind, wobei etwa zwei Drittel der Bankdarlehen ausserhalb des Libor gepreist werden, der parallel zu den US-Fed-Zinsen anzieht. Die Anleger bezweifeln allerdings inzwischen die Fähigkeit der Trump-Administration,

die versprochenen Steuerreformen und Infrastrukturausgaben umzusetzen, die für Wirtschaft und Banken positiv gewesen wären.

Dementsprechend sanken die Anleiherenditen wieder und verloren die Hälfte ihres Anstiegs von vor und nach den Wahlen im November. Zwischen der Performance von Bankaktien und Anleiherenditen ist eine kräftige Korrelation zu erkennen: Die relative Performance von Bankaktien steigt tendenziell parallel zur Rendite 10-jähriger Staatsanleihen. Dies gilt in den USA und in Europa. Die Banken werden wieder attraktiver sein, wenn die Anleiherenditen, wie von uns erwartet, wieder klar ansteigen.

Unseres Erachtens wird ein

möglicher Fiskalanreiz (Steuerreform oder Infrastrukturausgaben) nicht eingepreist, während die Republikaner zusehends Druck erfahren, vor den Zwischenwahlen im nächsten Jahr die Trump-Versprechen einzulösen. Dies könnte US-Banken durchaus einen neuerlichen Schub bescheren. Das Wachstum der Bankkredite hat in den letzten Monaten nachgelassen, könnte aber wieder zulegen, wenn ein Treiber wie Steuersenkungen wirkt oder einfach weniger Ungewissheit herrscht.

Es könnte auch sein, dass der Markt andere US-Banken betreffende Entwicklungen nicht berücksichtigt. Seit der Finanzkrise eingeführte Vorschriften verlangen von den Banken, dass sie viel Kapital und liquide Mittel halten, um sie sicherer zu machen. Von nun an könnte das Pendel durchaus zurückschwingen hin zu weniger Bankenregulierung. Anfang Juni veröffentlichte das US-Finanzministerium etwa 100 Vorschläge zur Verringerung der Regulierungslast für Banken. Zwei Drittel davon benötigen keine Zustimmung im Kongress. Wenn diese Vorschläge umgesetzt werden, könnten sie bei Banken zu mehr Kreditschöpfung und niedrigeren Ausgaben sowie geringeren Kapital- und Liquiditätsanforderungen führen. Nach Jahren mit immer strengeren Vorschriften liegt nun eindeutig eine Deregulierung in der Luft. „Personnel is policy“ heisst es oft, und die Trump-Administration will wichtige regulatorische Posten mit Experten besetzen, die bereit sind, mit der Regierung an einem Strang zu ziehen, um die Last für die Banken durch die Regulierung zu verringern. Ein Beispiel wäre hier Randal Quarles, den viele als „bankenfreundlich“ empfinden und der das Amt des obersten Bankenaufsehers bei der Federal Reserve übernehmen soll.

Wo sehen Sie das Risiko einer neuerlichen Finanzkrise?

Wenn man heute die Industrieländer betrachtet, sind in den USA einige Risikoherde wie Konsumentenkredite, Kreditkarten und Autokredite zu erkennen, und möglicherweise

auch in Grossbritannien. Niedrige Zinssätze bedeuten, dass die Unternehmen sich auch stärker verschuldet haben, insbesondere einige Grossunternehmen in den USA, beispielsweise durch Aktienrückkäufe oder durch Ausgabe von Hochzinsanleihen.

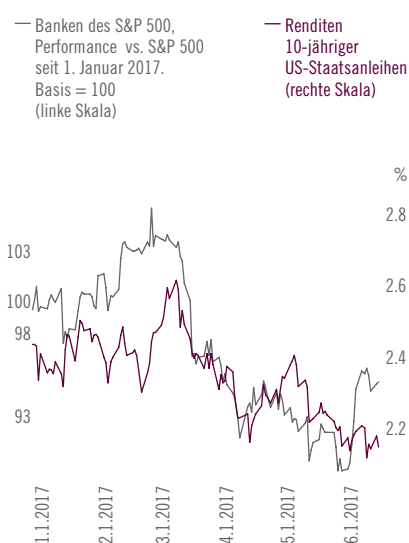
Das grösste Risiko aus meiner Sicht ist jedoch China. China reagierte auf die Finanzmarkturbulenzen im Sommer 2015 und Anfang 2016, indem es zur Beruhigung für mehr Kredite an Unternehmen sorgte. Die Unternehmensschulden allein entsprechen nun etwa 170% des BIP und die Schulden insgesamt übersteigen wohl schon 250% des BIP, was für ein Land in Chinas Entwicklungsstadium sehr hoch ist. Wie die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich kürzlich sagte, hat China eine erhöhte Kredit-BIP-Lücke und ist deshalb zu einem „hohen Risiko“ geworden. Chinesische Banken sind selbstverständlich diesem Kreditberg ausgesetzt. Die Behörden haben genug Geld, um ein oder zwei Jahre weiterzumachen, und sie fangen an, übertriebene Schuldenaufnahme und Finanzspekulation zu ahnden, in der Hoffnung, dass ihre Bestrebungen keine allzu negativen Folgen für die Wirtschaft insgesamt haben. Allerdings könnte die Schlussrechnung noch kommen.

Und europäische Banken?

Europäische Banken sind auf dem Weg der Besserung. Abgesehen von Fragen der Bilanzqualität in einigen Ländern, vor allem in Italien, sind die grossen Banken relativ gut kapitalisiert und die Profitabilität bessert sich. Dabei hilft die Erholung der Wirtschaft in der Euro-Zone. Sogar die Gewinnrevisionen des Sektors entsprechen denen des Gesamtmarktes in diesem Jahr (+5% bei den Gewinnerwartungen).

Jüngst hat der Sektor noch einige erhebliche Bereinigungen erfahren. Die Übernahme von Banco Popular durch Banco Santander in Spanien wurde vom einheitlichen Abwicklungsausschuss (Single Resolution Board, SRB), der von den europäischen Behörden für die Abwicklung oder Sanierung

GRAFIK 1: RELATIVE PERFORMANCE VON BANKEN DES S&P 500 UND KORRELATION MIT 10-JÄHRIGEN US-ANLEIHERENDITEN



Daten per 23. Juni 2017
Quelle: Pictet Equity Research, Bloomberg

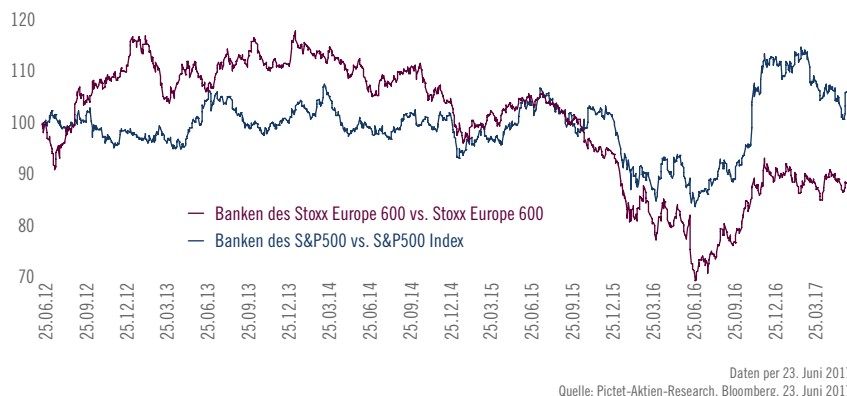
von in Not geratenen Banken eingerichtet wurde, als „Bilderbuch-Rettung“ begrüßt. Die europäischen Bankenaufsicher übernahmen Anfang Juni die Kontrolle über Banco Popular, die Aktien und nachrangigen Anleihen wurden abgeschrieben und Banco Popular wurde innerhalb von 24 Stunden für einen symbolischen Euro an Santander verkauft. Das Geschäft ging glatt über die Bühne und könnte durchaus die Vorlage für andere kriselnde Banken liefern. Aber danach wurde eine staatliche Rettung von Banca Monte dei Paschi durchgewunken. Dieser Einsatz von Steuergeldern zur Übertragung der guten Teile von zwei Banken aus dem Veneto an Intesa Sanpaolo und das Vermeiden von Verlusten für Anleihehalter, anstatt sie zur Kasse zu bitten, entsprach nicht den neuen Regeln. Bei der europäischen Bankenunion gibt es noch Raum für Verbesserungen.

Von der Europäischen Zentralbank (EZB) wird im kommenden Jahr allgemein eine Straffung ihrer Geldpolitik erwartet. Welche Folgen wird dies für Europas Banken haben?

Die sich bessernde Konjunktur dürfte es der EZB leichter machen, einen Pfad für die Rücknahme der Liquiditätsstütze für die Märkte im kommenden Jahr anzukündigen. Jedes Anzeichen, dass die EZB die geldpolitische Unterstützung verringert, muss indes sorgfältig beobachtet werden, denn es könnte in einigen Peripherieländern zu einer Spread-Ausweitung bei Staatsanleihen führen, mit Auswirkungen für deren Banken.

Ausserdem ist die Rede davon, dass die EZB ihre Negativzinspolitik ändern könnte, die zuletzt die Einlagefazilität seit März 2016 bei -0,40% belies. Die Auswirkungen der Negativzinsen waren uneinheitlich. Sie wurden eingeführt, um das Kreditgeschäft und die Inflation anzuregen, führten aber dazu, dass Banken mit den grössten Reserven (meist Banken in Euro-Kernländern) zur Kasse gebeten wurden, denn die meisten Kunden wurden für ihre Bankeinlagen nicht belastet. Daher

GRAFIK 2: RELATIVE PERFORMANCE VON US- UND EUROPÄISCHEN BANKEN SEIT 2012 (BASIS = 100)



könnte sich selbst eine geringe Anpassung des Einlagesatzes positiv auf die Nettozinsmargen der Banken auswirken und helfen, die Stimmung in Bezug auf den Sektor weiter zu verbessern.

Wie beurteilen Sie auf längere Sicht das Thema Disintermediation, also die Verringerung der Vermittlertätigkeit von Banken bei Finanztransaktionen?

Dies betrifft wahrscheinlich Europa stärker, da hier die Kapitalmarktfinanzierung weniger entwickelt ist als in den USA. Aber Europa könnte nach und nach aufholen, dank der Bemühungen der Europäischen Union, eine „Kapitalmarktunion“ zu errichten. Die Brexit-Entscheidung hat diese Bemühungen erschwert, aber es besteht ganz klar der Wille, bei verschiedenen Arten der Kreditaufnahme den Zugang zu anderen Finanzierungsquellen als Bankdarlehen zu erleichtern.

Wie die Erfahrung der letzten 30 Jahre in den USA zeigt, kann die Entwicklung der Marktfinanzierung mit einer Bankenkonzentration einhergehen. Aber die Marktvertiefung hat es den Finanzinstituten ermöglicht, einen Teil ihrer Bilanz zu entlasten und so die Erträge auf Anlagen und Kapital zu verbessern. Der Ablauf wird in Europa nicht wesentlich anders sein, wo die Disintermediation eine neue Welle der grenzüberschreitenden Konsolidierung einläuten könnte, das meinen zumindest einige

Bankchefs. Die Disintermediation könnte auch die Bankeinnahmen aus Gebühren zulasten der Zinsmargen verbessern. Zudem dürften die Geschäftsbereiche Vermögensverwaltung und Investment Banking der Banken profitieren. ■



NADIA GHARBI

Europa-Ökonomin
Pictet Wealth Management

SNB bleibt entgegenkommend

Nachdem die Schweizer Wirtschaft den Frankenschock überstanden hat, dürften Wachstum und Inflation zulegen. Der Schweizerischen Nationalbank stehen aber auch einige Herausforderungen bevor.

Die Schweiz reagierte widerstandsfähiger als erwartet auf den sogenannten „Frankenschock“, d.h. den starken Anstieg ihrer Währung Anfang 2015. Mit einem realen BIP-Wachstum von 1,3% 2016 und unseren Prognosen von 1,4% für 2017 und 1,7% für 2018 verharrt die Schweizer Wirtschaft dennoch weiter unter ihrem Potenzial.

Die Inlandsnachfrage dürfte dieses Jahr eindeutig positive Auswirkungen auf das Wachstum haben. Obwohl die Stärke des Schweizer Franken die Exporte weiter belasten dürfte, wird sich dieser Effekt wahrscheinlich etwas abschwächen und teilweise durch eine stärkere weltweite Nachfrage aufgefangen werden. Letztes Jahr war die gute Schweizer Exportleistung vor allem dem Pharma- und Chemiesektor zu verdanken. Falls es zu keiner weiteren bedeutenden Währungsaufwertung kommt, könnte das Exportwachstum dieses Jahr breiter abgestützt sein. Die Arbeitsmarktlage verbessert sich nach wie vor, wenn auch nur in moderatem Tempo. Die Arbeitslosenquote fiel von einem 3,5%-Hoch Mitte 2016 auf 3,3%. Die Unternehmen bleiben jedoch vorsichtig, was die Schaffung neuer Stellen

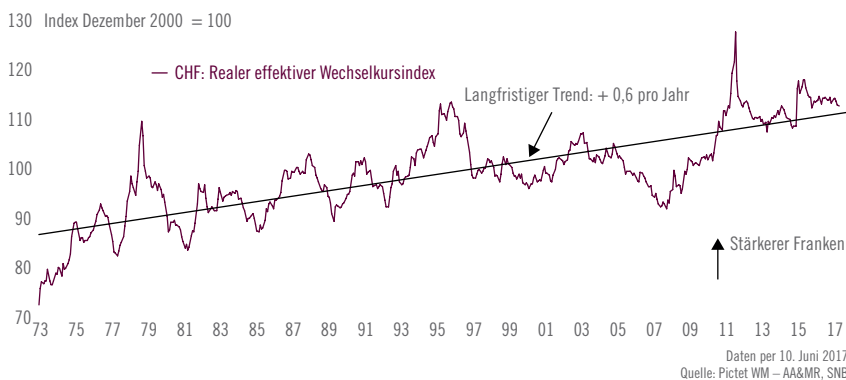
betrifft, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe.

Nach mehreren Jahren, in denen die Gesamtinflation in der Schweiz aufgrund der tiefen Rohstoffpreise und des starken Schweizer Franken negativ blieb, dürfte sie nun wieder in den positiven Bereich drehen. Wir gehen von einer durchschnittlichen Inflationsrate von 0,5% für dieses Jahr und von 1,0% für 2018 aus. Die Immobilienpreise steigen weiter, aber langsamer als bisher.

Seit die Schweizerische Nationalbank (SNB) Anfang 2015 den Mindestkurs gegenüber dem Euro aufhob, hat sie ihre entgegenkommende Geldpolitik unverändert beibehalten. Diese basiert auf zwei Hauptsäulen: negativen Zinsen (von derzeit -0,75%) und der Bereitschaft, wenn nötig am Devisenmarkt zu intervenieren. Im Rahmen ihrer Geldpolitik erwarb die Nationalbank letztes Jahr rund CHF 67 Milliarden in Fremdwährungen. Bei Berücksichtigung von Bewertungsänderungen sowie Zins- und Dividendenströmen sind die Devisenreserven 2016 um CHF 86 Milliarden gestiegen.

Wir gehen nicht von grossen Veränderungen der Geldpolitik seitens der SNB aus. Obwohl die Inflation leicht steigt, liegt sie nahe null, und die Produktionslücke ist negativ. Zudem betrachtet die SNB den Schweizer Franken weiterhin als „deutlich überbewertet“. Und schliesslich ist die Schweiz als kleine und offene Volkswirtschaft extrem abhängig von Entwicklungen in anderen Regionen. Dementsprechend dürfte sie der Europäischen Zentralbank (EZB) auch nicht mit der Normalisierung der Geldpolitik zuvorkommen. Ausgehend von unseren Erwartungen eines schrittweisen Ausstiegs der EZB aus der quantitativen Lockerung könnte es Mitte 2018 zu einer ersten Zinserhöhung durch die SNB kommen. Bis

CHF: REALER EFFEKTIVER WECHSELKURSINDEX



dahin dürften Interventionen am Devisenmarkt das bevorzugte geldpolitische Instrument zur Bekämpfung von zu starkem Aufwärtsdruck auf den Schweizer Franken bleiben.

WÄHRUNGSVERLUSTE

Die SNB sieht sich neben den negativen Zinsen noch mit anderen Herausforderungen konfrontiert. Sie ist die weltweit drittgrösste Eigentümerin von Devisenreserven. Ihre Bilanzsumme hat sich seit Beginn der Finanzkrise versie-

benfacht und lässt das Schweizer BIP klein erscheinen. Als sicherer Hafen bleibt der Schweizer Franken anfällig für Aufwärtsdruck, was die SNB dazu zwingt, regelmässig am Devisenmarkt zu intervenieren. Eine der grössten Herausforderungen für die SNB wird die steigende Bilanzsumme sein. Eine weitere sind die Schwankungen ihrer Jahresergebnisse. Die Bilanz der SNB ist der Marktvolatilität stärker ausgesetzt als vorher, insbesondere den Wechselkursschwankungen. Verluste können

nicht ausgeschlossen werden, denn die SNB kann sich nicht gegen Währungsschwankungen absichern, weil dies zu einer Aufwertung des Schweizer Francs führen würde. Gelegentliche Verluste sind grundsätzlich kein Problem für die SNB, da sie ihre Aufgaben auch dann noch wahrnehmen könnte, wenn ihr Eigenkapital eine gewisse Zeit lang negativ wäre. Doch je länger die Überbewertung der Währung anhält, desto schwieriger wird die Situation für die Nationalbank. ■



PASCAL FRANC

Senior-Investmentmanager
Pictet Wealth Management

AKTIEN SCHWEIZ

Teuer, aber es lohnt sich

Die starke Performance des Schweizer Marktes in den letzten Jahren geht auf eine Reihe von höchst anpassungsfähigen Firmen zurück, die in einem attraktiven Geschäftsumfeld operieren. Aber kann es so weitergehen?

Die Benchmark Swiss Performance Index (SPI) hat in den letzten 30 Jahren durchschnittlich jedes Jahr 2% mehr Ertrag erzielt als der MSCI World (in Schweizer Franken). Diese Outperformance gilt bisher auch für 2017. Hinter der starken Performance steht eine Reihe hochkarätiger Firmen, die in guten wie in schlechten Zeiten Erträge erwirtschaften und von den langfristigen Stärken der Schweiz bei Infrastruktur, Bildung, Steuern und politischer Stabilität profitieren.

SPI-Firmen verfügen generell über ausgewogene Geschäftsmodelle, wel-

che den Konjunkturzyklus überdauern und innovative Produkte herstellen, die für ihre Zuverlässigkeit bekannt sind. Sie haben meist robuste Finanzprofile mit starken freien Cash-flows, ausgezeichneter Kostenkontrolle und nachhaltiger Dividendenpolitik. So unterschiedlich die SPI-Firmen auch sind, sie zählen zur Avantgarde der international agierenden Unternehmen und konzentrieren ihre Expansion oft auf schnell wachsende Märkte. Der Aufzughersteller Schindler ist zum Beispiel schon seit den 1980er Jahren in China vertreten.

SWISS PERFORMANCE INDEX VS. MSCI WORLD INDEX, 1986–16. JUNI 2017



Quelle: Bloomberg, 20. Juni 2017

Schweizer Unternehmen haben ihre Anpassungsfähigkeit auch im Kontext des starken Franken unter Beweis gestellt, insbesondere nach dem „Frankenschock“ von Anfang 2015, als die Schweizerische Nationalbank ihre Obergrenze für die Währung zu dem schwachen Euro aufgab. Trotz geringerer Einnahmen in CHF brachen die Schweizer Unternehmen nicht zusammen, denn die auf Franken lautenden Kosten sind bei multinationalen Firmen mit Sitz in der Schweiz wie Nestlé (nur 2% ihrer Gesamtkosten werden in der Schweiz verbucht), Clariant (4%) und Novartis (10%) niedrig. Trotz der starken Währung stiegen die Warenexporte 2016 erneut an, wobei die weniger preiseempfindlichen Pharma- und Chemiebranchen, auf die mehr als 40% der Schweizer Exporte entfallen, die Schwäche im Uhrensektor ausglich.

QUALITÄT ZU EINEM PREIS

Aber Qualität ist selten billig, und das gilt auch für Schweizer Aktien. Zuletzt

bewegten sich die relativen Bewertungen des SPI unweit der Obergrenze ihres 10-jährigen Schwankungsbereichs. Aber angesichts der laufenden Erholung in Europa und der Stabilisierung des Franken (wenn auch auf hohem Niveau) sieht es ganz so aus, als würden die SPI-Firmen dieses Jahr mit einem Gewinnwachstum pro Aktie (EPS) von geschätzten 16% gut abschneiden. Unseres Erachtens gibt es mehrere Large Caps im SPI mit attraktiven Treibern, die nach wie vor Aufwärtspotenzial bieten, zusammen mit einigen anderen soliden, aber auch solid bewerteten Unternehmen, die durchaus in Frage kämen, falls sich ein attraktiver Einstiegspunkt ergibt.

Der SPI Mid and Small Caps Index (SPISMC) zählt etwa 180 Firmen mit rund 18% der gesamten Schweizer Börsenkapitalisierung. Dieser Index hat die Weltindizes sogar noch deutlicher übertroffen als der SPI. Seine Gesamtjahreswachstumsrate von mehr als 10% in den letzten 20 Jahren steht 5% beim

MSCI World gegenüber. Seit dem Frankenschock hat sich seine Outperformance sogar noch beschleunigt.

Anders als der SPI, den defensive Aktien aus Bereichen wie Pharma, Chemie und Finanzen beherrschen, enthält der SPISMC viele hauptsächlich zyklische, leicht illiquide und daher etwas volatile Titel. EPS-Schätzungen für Schweizer Mid- und Small-Caps (+19% für 2017) enthalten eine solide Prämie, die den jüngsten Erfolg widerspiegelt, aber auch andeutet, dass die Bewertungen allmählich überzogen sein könnten. Bei der Betrachtung von Prognosen zu Einnahmenwachstum und EBIT-Zahlen (Gewinn vor Zinsen und Steuern) scheinen viele Mid-Cap-Aktien ein reibungsloses Wachstumsszenario für die nächsten zehn Jahre einzupreisen. Das ist äusserst optimistisch und die geringste Enttäuschung könnte bei zyklischen Small- und Mid-Caps in der Schweiz auf breiter Front zum Rückgang führen. ■



LAURÉLINE CHATELAIN

Strategin für Anleihen
Pictet Wealth Management

UNTERNEHMENSANLEIHEN

Bei US-Hochzinsanleihen nehmen Risiken zu

Steigende Volatilität, unbeständige Ölpreise und restriktivere Kreditbedingungen stellen für einen immer teureren Sektor lauernde Gefahren dar.

US-Hochzinsanleihen entwickelten sich nach Donald Trumps Wahl im November 2016 bis zum 26. Juni 2017 sehr erfreulich. Der Index BofA Merrill Lynch (BoAML) legte in dieser Zeit in USD insgesamt 7% zu. Gewöhnlich sind Hochzinsanleihen und Aktien positiv korreliert (d.h. dass beide gleichzeitig steigen). Im erwähnten Zeitabschnitt beispielsweise verzeichnete der S&P 500 einen Anstieg von 14%.

Die Renditen von US-Hochzinsanleihen können in zwei Komponenten zerlegt werden, nämlich den risiko-

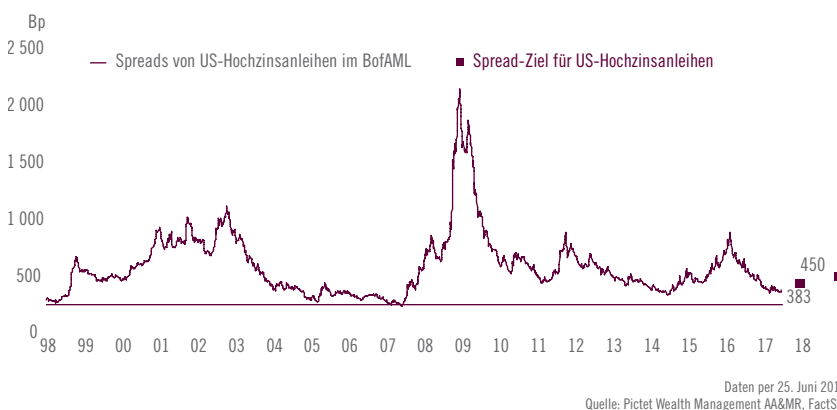
freien Zinssatz – der der Rendite von US-Treasury-Anleihen mit einer Laufzeit von fünf Jahren entspricht, vergleichbar mit der durchschnittlichen Duration des BofAML US High Yield Index – und den Kreditspread, der die Risikoprämie bemisst. Zinscoupon und Kreditspread stellen die Hauptkomponenten der Gesamtrendite einer Hochzinsanleihe dar.

Wegen ihrer hohen Korrelation mit Aktien reagieren Hochzinsanleihen sehr anfällig auf die implizite Volatilität (bzw. die erwartete Schwankungsbreite) des S&P 500 VIX Index

(VIX). Bei heftiger Volatilität nehmen die Spreads gegenüber US-Treasuries zu. Die Entwicklung der US-Hochzinsanleihen wird auch vom makroökonomischen Momentum in den USA und weltweit beeinflusst. Bei wirtschaftlicher Beschleunigung verengen sich die Spreads und bei nachlassender Dynamik weiten sie sich. Zudem ist im US-High-Yield-Index der Energiesektor mit seinem hohen Anteil von 14%, hauptsächlich Schieferölproduzenten, ölpreispfeiflich. Die Spreads auf US-Hochzinsanleihen steigen, wenn der Ölpreis deutlich zurückgeht. Dies war beispielsweise Anfang 2016 der Fall, als die Preise auf ein Tief von USD 26 pro Barrel sanken. Ein erneuter Rückgang des Ölpreises auf unter USD 40 pro Barrel (am 26. Juni stand der West Texas Intermediate (WTI) unter USD 44) könnte sich für die Performance der US-Hochzinsanleihen als riskant erweisen, wenn es zu vermehrten Ausfällen im Energiesektor käme.

Für die Berechnung des Gesamtertrags der US-Hochzinsanleihen ist die Ausfallquote wichtig, weil der Verlust des Anlegers im Falle eines Ausfalls gleich hoch ist wie der Nominalwert der Anleihe, abzüglich der bei der Veräusserung des Vermögens des Unternehmens erhaltenen Insolvenzquote. Im Mai 2017 betrug die Ausfallrate der US-Hochzinsanleihen 3,9%. Laut Berechnungen von Moody's auf Basis der gegenwärtigen Trends könnte sie

SPREADS VON US-HOCHZINSANLEIHEN IM BOFAML UND SPREAD-ZIEL FÜR US-HOCHZINSANLEIHEN FÜR ENDE 2017 UND ENDE 2018



weiter zurückgehen und Ende 2017 rund 2,7% betragen.

In der Vergangenheit galten die Kreditbedingungen für mittlere und grosse Unternehmen als bedeutender Frühindikator des Ausfallzyklus. Eine Lockerung der Kreditbedingungen begünstigt im Normalfall das Kreditwachstum. Doch die Kreditbedingungen verschlechtern sich tendenziell, wenn die US-Fed die geldpolitischen Zügel anzieht. Nach drei Zinserhöhungen seit Ende 2015 rechnen wir mit einem weiteren Zinsschritt der Fed im Jahr 2017 und drei Zinserhöhungen im Jahr 2018. Gleichzeitig könnte sie anfangen, die Bilanz zu verringern (um 30 Mrd. USD im Jahr 2017 und um 379 Mrd. USD im Jahr 2018 laut unseren Schätzungen).

VORAUSSICHTLICHER ANSTIEG DER AUSFALLRATEN

Gleichzeitig scheint es immer unwahrscheinlicher, dass noch dieses Jahr bedeutende Steuer- oder Ausgabemassnahmen im US-Kongress verabschiedet werden. Wir rechnen lediglich mit Steuerimpulsen in Höhe von rund 1% des US-BIP ab 2018. Folglich wird die Fiskalpolitik das US-Wirtschaftswachstum kaum ausreichend stimulieren, um die durch die restriktivere Haltung der Fed verursachte Abschwächung wettzumachen. Wir erwarten daher einen Anstieg der Ausfallrate von US-Hochzinsanleihen auf rund 5% bis Ende 2018.

Bei Pictet Wealth Management haben wir ein Multi-Faktor-Modell

für Spreads von US-Hochzinsanleihen entwickelt, das es uns anhand der erwähnten Faktoren sowie unseres Makroszenarios für 2017-2018 (siehe Grafik) ermöglicht, das Niveau der Spreads von US-Hochzinsanleihen zu prognostizieren. In der Annahme, dass der VIX auf dem gegenwärtigen Niveau von rund 10 verharrt, könnte sich der Spread von US-Hochzinsanleihen gegenüber Treasuries von seinem am 26. Juni erreichten Wert von 383 Bp bis Ende 2017 auf 420–450 Bp und bis Ende 2018 auf 500 Bp ausdehnen. Sollte die implizierte Volatilität jedoch auf rund 14 ansteigen, könnte sich der Spread von US-Hochzinsanleihen noch stärker ausweiten.

Eine solche Ausweitung würde bei dem von uns erwarteten Anstieg der US-Treasury-Renditen zu einem negativen Gesamtertrag auf US-Hochzinsanleihen führen. Anleger dürfen auch nicht vergessen, dass US-Hochzinsanleihen bei Marktstress besonders illiquide werden. Da die Auflösung von Positionen in einem solchen Umfeld sehr schwierig sein kann, hat sich Pictet Wealth Management auf diesem Markt zu einer vorsichtigen Haltung entschieden. ■

420- 450Bp

Unsere Prognose für den US-Hochzinsspread Ende 2017



EDGAR VAN TUYLL

Chefstrategie für quantitatives Investieren,
Pictet Wealth Management

QUANTITATIVES INVESTIEREN

Würden Sie einer Ratte die Verwaltung Ihres Vermögens überlassen?

Manche Beobachter glauben, dass die Märkte bald von Algorithmen und datengestützten Geschäften dominiert werden. Aber Automatisierung hat ihre Grenzen; der menschliche Faktor wird immer eine Rolle spielen.

Der exponentielle Anstieg der Rechenleistung, Fortschritte bei theoretischen Ansätzen und einige beeindruckende praxisrelevante Resultate in anderen Bereichen als Finanzanlagen haben dazu geführt, dass das maschinelle Lernen seit einiger Zeit eine Renaissance erlebt. Die von computer-gesteuerten Hedgefonds gehaltenen Vermögen verdoppelten sich gemäss dem *HFR Global Hedge Fund Report* in den acht Jahren bis Ende 2016 auf USD 918 Mrd.

Der letzte Vorstoss im Bereich Anlagen durch maschinelles Lernen (ein Zweig der künstlichen Intelligenz (KI), der es ermöglicht, dass Computer selbst lernen, ohne speziell für das zu Lernen programmiert zu sein) erfolgte Anfang der 1990er Jahre, als quantitative Fonds erstmals umfassenden Gebrauch von „schwacher“ KI (Computer fokussieren sich auf eine konkrete Aufgabe und besitzen eine gewisse Fähigkeit, aus neuen Daten zu lernen) machten.

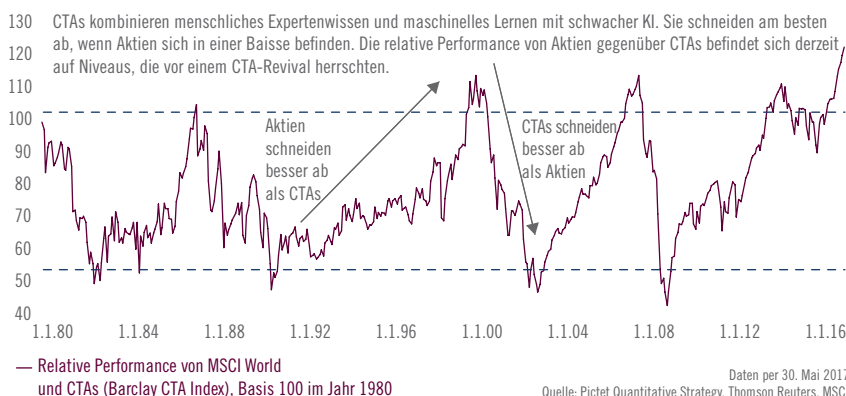
Seit damals weckt das Potenzial des maschinellen Lernens, in digitalen Daten Handelssignale auszumachen, sehr grosses Interesse – unseres Erachtens zu Recht. Aber während wir glauben, dass einige gut etablierte quantitative Fonds (welche die schwache KI unter Aufsicht von Menschen auf spezifische Probleme anwenden) weiter schnell wachsen dürften, halten wir neue Formen von quantitativen Strategien, die auf „starker“ KI basieren (Computer können Probleme selbständig ohne menschliches Eingreifen lösen) für eine Modeerscheinung.

Denn erstens neigen Computer ebenso wie unerfahrene Menschen dazu, Modelle zu verwenden, die auf Trends aus der Vergangenheit basieren, für Prognosen der Zukunft aber ungeeignet sind. Es ist bezeichnend, dass Quantopian, eine Crowd-Sourcing-Online-Plattform, auf der die Mitglieder computerbasierte Handelsprogramme entwickeln und verwenden,

bis jetzt nur in 15 quantitative Strategien angelegt hat – obwohl sie rund 120 000 Mitglieder zählt.

Zweitens hat der algorithmische Handel zwar sprunghaft zugenommen und auf Quant-Strategien basierende Trendfolgestrategien konnten seit 1980 eine annualisierte Rendite von 9,5% verzeichnen (gemessen am Barclay Hedge CTA Index), doch seit 2009 liegen die Renditen annualisiert nur noch bei enttäuschenden 0,5%, da die Gelegenheiten aufgrund der geldpolitischen Lockerung, der ungewöhnlich niedrigen Volatilität und der hohen Korrelationen abnahmen. Traditionelle Mischportfolios schnitten deutlich besser ab. Und obwohl einige Fonds mit quantitativer Aktienselektion ihre starke Performance fortsetzen, lohnt es, daran zu erinnern, dass dieses Segment bereits im August 2007 und damit ein ganzes Jahr vor Ausbruch der Finanzkrise stark strauchelte. Unter anderem, weil die Fonds alle fast identische Strategien mit hoher Hebelwirkung verfolgten. Quantitative Fondsmanager haben seitdem gelernt, dies zu vermeiden, aber Computer, die sich nur auf Backtests ohne fundamentale Erklärungen stützen, sind solchen Anfängerfehlern ausgesetzt.

RELATIVE PERFORMANCE VON CTAS UND AKTIEN, 1980-2017



SYMBIOSE MIT MENSCHEN

Drittens wurde bis jetzt bei jeder neuen revolutionären Technologie (Dampfmaschine, Elektrizität, Atomkraft) davon ausgegangen, dass sie letztendlich die Menschen als Arbeitskräfte ersetzen werde. Und jedes Mal stellte sich die Welt doch als sehr viel komplexer heraus. Die Maschinen ersetzen

Menschen nicht, vielmehr war immer die Symbiose zwischen Menschen und Maschinen Antrieb für den Fortschritt. Dies gilt auch für die Anlageverwaltung.

Ein vierter Punkt betrifft das maschinelle Lernen selbst. Es ermöglicht die Analyse grosser Datenmengen und als Ergebnis Anlageempfehlungen, die auf historischen Anlagepreisen, Unternehmensresultaten oder makroökonomischen Entwicklungen basieren. Aber die auf maschinellem Lernen beruhenden Resultate sind nicht 100% korrekt. Auf die Frage, wie hoch diese Fehlerquote ist und welche Quote für Anleger akzeptabel ist, wenn ein Computer keine Gründe für seine Fehler nennen kann, haben wir noch keine Antwort. Allein aus diesen Gründen wird im Rahmen des maschinellen Lernens weiter die Interaktion mit Menschen benötigt. Das maschinelle Lernen kann beim Aufspüren von Korrelationen zwischen sehr unterschiedlichen Datenpunkten eingesetzt werden. Aber blind auf Maschinen zu vertrauen und dementsprechend Handel zu betreiben, wäre unsinnig.

Ein weiteres und damit fünftes Problem sind die technologischen Grenzen. Künstliche neuronale Netze sind ein Rechenmodell, das beim maschinellen Lernen verwendet wird. Wie andere Methoden des maschinellen Lernens, die keine explizite Programmierung voraussetzen, können neuronale Netze für viele verschiedene Aufgaben eingesetzt werden, die mit dem klassischen, regelbasierten Programmieren nur schwer erledigt werden können, wie z.B. maschinelles Sehen und Spracherkennung. Künstliche neuronale Netze können jedoch nur ungefähr so viele Verknüpfungen von Nervenzellen (Synapsen) nachbilden, wie im Gehirn einer Ratte vorhanden sind (160 Milliarden), also noch weit weniger als sich im durchschnittlichen Gehirn eines Menschen (bei Erwachsenen geschätzte 100–500 Billionen) befinden. Würden Sie einer Ratte die Verwaltung Ihres Vermögens überlassen?

WIE EIN FACHIDIOT

Einige der weltweit führenden KI-Experten, wie z.B. Professor Qiang Yang der Hong Kong University of Science and Technology, räumen gerne ein, dass KI unter bestimmten Bedin-

gungen schlechte Ergebnisse erzielt. Zum Beispiel in einem Umfeld mit beschränkter Datenbasis, fehlenden festgelegten Regeln oder Möglichkeiten zur Messung der Resultate. KI funktioniert derzeit wie ein Fachidiot, der auf ein Fachgebiet spezialisiert ist, nicht wie ein Generalist. Dies legt nahe, dass KI einem Hedgefonds nicht besonders viel helfen kann, Geld ohne das Fachwissen von Menschen anzulegen. Das tägliche Management, die Berücksichtigung der Gesamtsituation, Kreativität und das Aufbauen bedeutender Beziehungen sind nur einige Beispiele für Bereiche, in denen KI enttäuscht. Wie Professor Yang in einer kürzlich erschienenen Ausgabe des Pictet Report (Winter 2016) schreibt: „Roboter können nicht selbständig lernen – und auch nicht innovieren wie Menschen (...). Computer werden Menschen nicht komplett ersetzen, da diese die Innovatoren bleiben. Roboter werden als interne Assistenten die menschlichen Entscheidungsträger unterstützen.“

Und selbst die leistungsstärksten der heute existierenden Supercomputer sind noch weit davon entfernt, hochkomplexe Rechenprobleme in Gebieten wie Genomik und Finanzen zu lösen. Einige Beobachter glauben, dass für den nächsten signifikanten Schritt Quantencomputer benötigt werden, die vollkommen andere Prinzipien verwenden als klassische Computer. Quantencomputer stecken jedoch noch in den Kinderschuhen. Ein wirklich zweckdienlicher Quantencomputer muss imstande sein, schwierige und technische Probleme wie die „Quantendekohärenz“ lösen zu können. Zudem sind deutlich mehr Qubits (Quanten-Bits, die als Bausteine des Quantencomputing gelten) nötig, da das Quantencomputing exponentiell mit einer Geschwindigkeit wächst, die der doppelten Leistungskraft der verfügbaren Qubits entspricht. Während KI die Anlagewelt also bereits zu revolutionieren scheint, werden Vermögensverwalter noch auf absehbare Zeit genug zu tun haben. ■

DAS SCHNELLE WACHSTUM DER QUANTITATIVEN STRATEGIEN

Mit Vermögen in Höhe von knapp USD 1 Billion im Jahr 2016 sind quantitative Fonds laut *HFR Global Hedge Fund report* (HFR) das am schnellsten wachsende Segment in der Anlagebranche. Die Entscheidungen werden bei diesen Fonds aufgrund von Algorithmen getroffen – mathematische Formeln, die darauf abzielen, den Bedarf an menschlichem Urteilsvermögen zu reduzieren, indem sie dieses nachbilden oder neue Formen der Entscheidungsfindung entwickeln.

Quantitative Fonds beinhalten Smart Beta (eine Variante von Indexfonds, die über die Gewichtung nach Marktkapitalisierung hinausgeht), alternatives Beta (eine Long/Short-Version des Smart Beta) und quantitative Hedgefonds (darunter viele Trendfolgefonds). Quantitative Fonds verzeichneten gemäss HFR 2016 den stärksten Zufluss unter den Hedgefonds, und Smart-Beta-Fonds waren letztes Jahr das am schnellsten wachsende ETF-Segment. Jüngst haben einige quantitative Hedgefonds mit „reinem“ maschinellem Lernen experimentiert, wobei ein Computer basierend auf seiner Analyse von Datenströmen und – allerdings nach einem Einführungstraining – ohne menschliches Eingreifen lernt, anzulegen.

Verfasser: Christophe Donay, Lauréline Chatelain, Cesar Perez Ruiz, Frederik Ducrozet, Jean-Pierre Durante, Frank Bigler, Gregory Kunz, Yann Goffinet, Luca Desantis, Edgar van Tuyll, Pascal Franc, Christopher Seilern and Nadia Gharbi.
Redaktionsteam: Isidore Ryan. **Redaktionsschluss:** 30. Juni 2017.
Übersetzung: Holger Albrecht, Juliette Blume, Anita Waser
Layout: Stéphane Bob, Forth Studio Papier: Gedruckt auf FSC-zertifiziertem Papier.

Verteiler: Banque Pictet & Cie SA, Pictet & Cie (Europe) SA

Rechtlicher Hinweis: Diese Marketingmitteilung ist nicht für die Verteilung an oder die Verwendung durch Personen oder Einheiten bestimmt, die die Staatsangehörigkeit von oder den Wohn- oder Geschäftssitz an einem Ort, in einem Staat, Land oder Gerichtskreis haben, in dem eine solche Verteilung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Verwendung gegen Gesetze oder andere Bestimmungen verstösst.

Die Informationen, Daten und Analysen in diesem Dokument dienen lediglich der Information. Sie stellen keinerlei Empfehlung dar, weder allgemeiner noch auf die persönlichen Umstände von Personen zugeschnittener Art. Sofern nichts anderes angegeben ist, sind alle Preisangaben indikativ. Keine Gesellschaft der Pictet-Gruppe haftet für sie, und sie stellen weder ein Kauf- noch ein Verkaufsangebot oder eine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Verkauf von Titeln oder anderen Finanzinstrumenten dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind weder das Ergebnis einer Finanzanalyse im Sinne der von der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) erlassenen Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse noch einer Wertpapieranalyse im Rahmen der MiFID-Bestimmungen. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Informationen und Meinungen stammen aus Quellen, die als zuverlässig gelten, und wurden in gutem Glauben erworben. Ihre Genauigkeit und Vollständigkeit kann jedoch weder ausdrücklich noch implizit gewährleistet oder garantiert werden.

Abgesehen von Verpflichtungen einer Gesellschaft der Pictet-Gruppe gegenüber dem Empfänger, sollte dieser die Übereinstimmung der Transaktion mit individuellen Zielen überprüfen und zusammen mit einem professionellen Berater eine unabhängige Bewertung der spezifischen Finanzrisiken sowie der rechtlichen, regulatorischen, kreditbezogenen, steuerlichen und buchhalterischen Auswirkungen vornehmen.

Im Übrigen spiegeln die hier wiedergegebenen Informationen, Meinungen und Schätzungen eine Beurteilung zum ursprünglichen Veröffentlichungsdatum wider und können ohne besondere Benachrichtigung geändert werden. Die Pictet-Gruppe

ist nicht verpflichtet, die in diesem Dokument enthaltenen Angaben ständig zu aktualisieren und auf dem neuesten Stand zu halten. Die eventuell im vorliegenden Dokument erwähnten Wertangaben und Erträge von einem oder mehreren Wertpapieren oder Finanzinstrumenten beruhen auf Börsenkursen aus üblichen Quellen für Finanzinformationen und können sinken oder steigen. Der Marktwert von Finanzinstrumenten kann durch Veränderungen bei wirtschaftlichen, finanziellen und politischen Faktoren, Währungsschwankungen, Restlaufzeit, Marktbedingungen und Volatilität sowie der Bonität des jeweiligen Emittenten oder Referenzemittenten beeinflusst werden. Einige Anlagen sind möglicherweise nicht sofort realisierbar, weil der Wertpapiermarkt illiquide sein kann. Zudem können die Wechselkurse einen positiven oder negativen Einfluss auf den Wert, Preis oder Ertrag der in diesem Dokument erwähnten Titel oder damit verbundene Anlagen haben. Wenn Sie in Schwellenländer investieren, beachten Sie bitte, dass die politische und wirtschaftliche Lage deutlich weniger stabil ist als in Industrieländern. In diesen Ländern ist die Gefahr rascher politischer Veränderungen und wirtschaftlicher Rückschläge wesentlich grösser.

In der Vergangenheit erzielte Resultate geben weder einen Hinweis auf noch eine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Die Empfänger dieses Dokuments haften in vollem Umfang für ihre eventuellen Anlagen. Es gibt weder eine stillschweigende noch eine ausdrückliche Garantie für die künftige Entwicklung der Performance. Zudem geben Prognosen keine zuverlässigen Anhaltspunkte für die zukünftige Entwicklung.

Der Inhalt dieses Dokuments kann nur vom Empfänger gelesen und/oder benutzt werden. Die Pictet-Gruppe übernimmt keine Haftung für die Verwendung, Übermittlung oder Verwertung der in diesem Dokument enthaltenen Daten. Somit trägt nicht die Pictet-Gruppe, sondern der Empfänger alleine die volle Verantwortung für jede Art der Reproduktion, Vervielfältigung, Offenlegung, Abänderung und/oder Veröffentlichung dieses Dokuments. Der Empfänger des Dokuments verpflichtet sich, die geltenden Gesetze und anwendbaren Bestimmungen der Jurisdiktionen einzuhalten, in denen er die im vorliegenden Dokument angegebenen Daten nutzt.

Diese Unterlage wird von Banque Pictet & Cie SA herausgegeben. Diese Publikation und ihr Inhalt können mit Quellenangabe zitiert werden. Alle Rechte bleiben vorbehalten. Copyright 2017.

Banque Pictet & Cie SA ist eine ausschliesslich dem Schweizer Gesetz unterstellte Schweizer Bank und als solche der Schweizer Finanzmarktaufsicht (FINMA) unterstellt.

