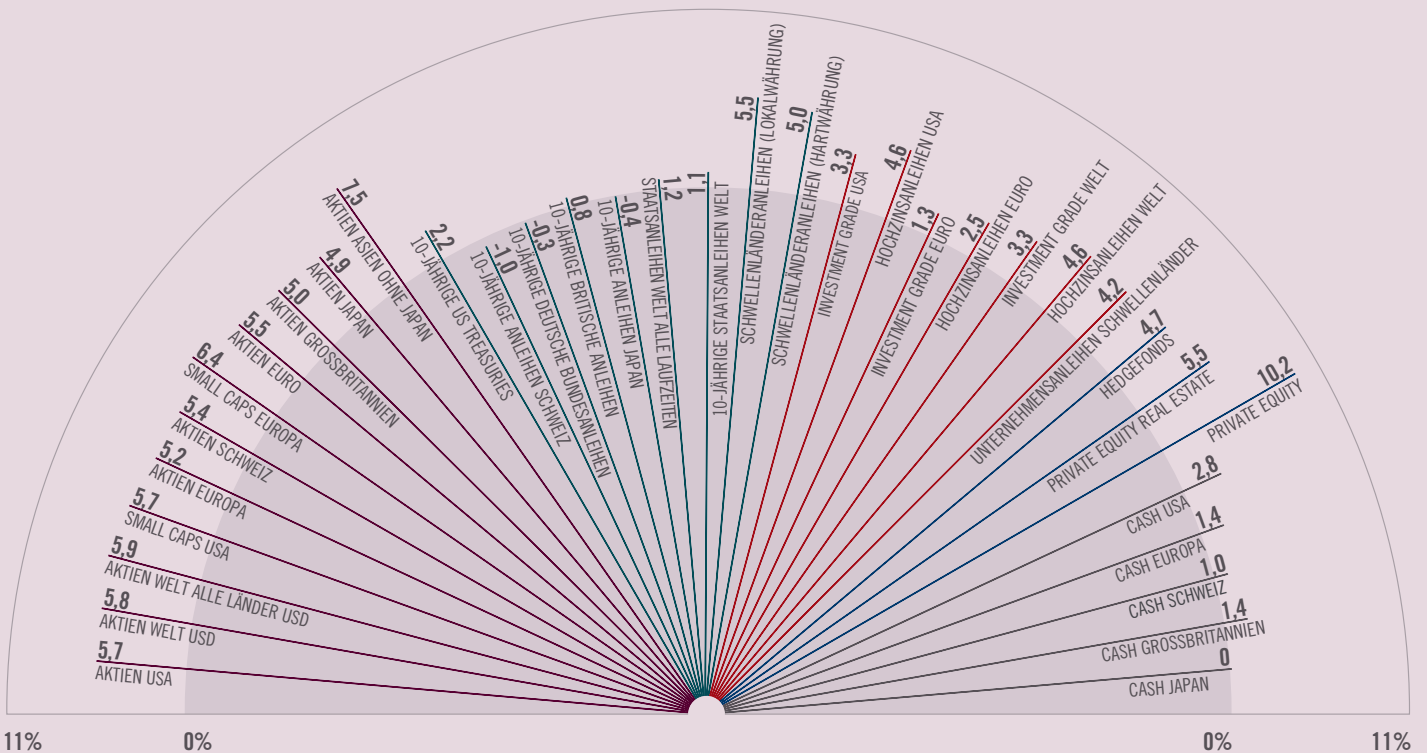


HORIZONTE: ZUSAMMENFASSUNG

DURCHSCHNITT DER ERWARTETEN JAHRESRENDITEN ÜBER 10 JAHRE (% , IN LOKALWÄHRUNG)



Die Performance in der Vergangenheit und Prognosen sind per se kein verlässlicher Indikator der künftigen Performance.
Bitte beachten Sie die Haftungsausschlüsse Dritter am Ende des Dokuments.

Zusammenfassung: Erwartete Rendite über die nächsten 10 Jahre (Quelle: Pictet WM-AA&MR)

23.3.2018	Erwartete Rendite unter Verwendung der modifizierten Kaufkraftparität (KKP)*				
	Lokalw.	CHF	USD	EUR	GBP
CASH					
Cash USA	2,8%	3,3%	2,8%	2,6%	2,0%
Cash Europa	1,4%	2,2%	1,8%	1,4%	0,9%
Cash Schweiz	1,0%	1,0%	0,8%	0,5%	0,0%
Cash Grossbritannien	1,4%	2,8%	2,3%	2,0%	1,4%
Cash Japan	0,0%	1,5%	1,5%	1,2%	0,8%
STAATSANLEIHEN					
Staatsanleihen Welt, alle Laufzeiten	1,2%	1,5%	1,2%	0,9%	0,4%
10-jährige Staatsanleihen Welt	1,1%	1,4%	1,1%	0,8%	0,3%
10-jährige Staatsanleihen USA	2,2%	2,7%	2,2%	2,0%	1,4%
10-jährige Staatsanleihen Deutschland	-0,3%	0,4%	0,0%	-0,3%	-0,9%
10-jährige Staatsanleihen Schweiz	-1,0%	-1,0%	-1,2%	-1,5%	-2,0%
10-jährige Staatsanleihen Japan	-0,4%	1,0%	1,0%	0,7%	0,3%
10-jährige Staatsanleihen Grossbritannien	0,8%	2,2%	1,7%	1,4%	0,8%
Schwellenländeranleihen (Lokalwährung)	5,5%	6,0%	5,5%	5,3%	4,7%
Schwellenländeranleihen (Hartwährung)	5,0%	5,5%	5,0%	4,8%	4,2%
UNTERNEHMENSANLEIHEN					
Hochzinsanleihen Welt	4,6%	4,2%	3,8%	3,5%	2,9%
Hochzinsanleihen USA	4,6%	5,1%	4,6%	4,4%	3,8%
Hochzinsanleihen Euro	2,5%	3,2%	2,8%	2,5%	2,0%
Investment Grade Welt	3,3%	2,9%	2,5%	2,2%	1,6%
Investment Grade USA	3,3%	3,8%	3,3%	3,1%	2,5%
Investment Grade Euro	1,3%	2,0%	1,6%	1,3%	0,7%
Unternehmensanleihen Schwellenländer	4,2%	4,7%	4,2%	4,0%	3,4%
AKTIEN					
MSCI World USD	5,8%	6,2%	5,8%	5,5%	5,0%
MSCI AC World USD	5,9%	6,3%	5,9%	5,6%	5,1%
Aktien USA	5,7%	6,2%	5,7%	5,5%	4,9%
Small-Cap-Aktien USA	5,7%	6,2%	5,7%	5,5%	4,9%
Aktien Europa	5,2%	5,9%	5,5%	5,2%	4,7%
Small-Cap-Aktien Europa	6,4%	7,2%	6,7%	6,4%	5,9%
Aktien Euro	5,5%	6,2%	5,8%	5,5%	4,9%
Aktien Asien ohne Japan	7,5%	8,0%	7,5%	7,3%	6,7%
Aktien Japan	4,9%	6,3%	6,3%	6,0%	5,6%
Aktien Schweiz	5,4%	5,4%	5,2%	4,9%	4,4%
Aktien Grossbritannien	5,0%	6,4%	5,9%	5,6%	5,0%
ALTERNATIVE ANLAGEN					
Private Equity	10,2%	10,7%	10,2%	10,0%	9,4%
Private Equity Real Estate	5,5%	6,0%	5,5%	5,3%	4,7%
Hedgefonds	4,7%	5,2%	4,7%	4,5%	3,9%

** Die Performance in der Vergangenheit und Prognosen sind per se kein verlässlicher Indikator der künftigen Performance.

GEÄNDERTER ANSATZ FÜR EIN UMFELD MIT NIEDRIGEN RENDITEN



Christophe DONAY

Leiter Asset Allocation & Macro Research
Chefstrategie



Cesar Perez Ruiz

Leiter der Investment-Plattform
Chief Investment Officer

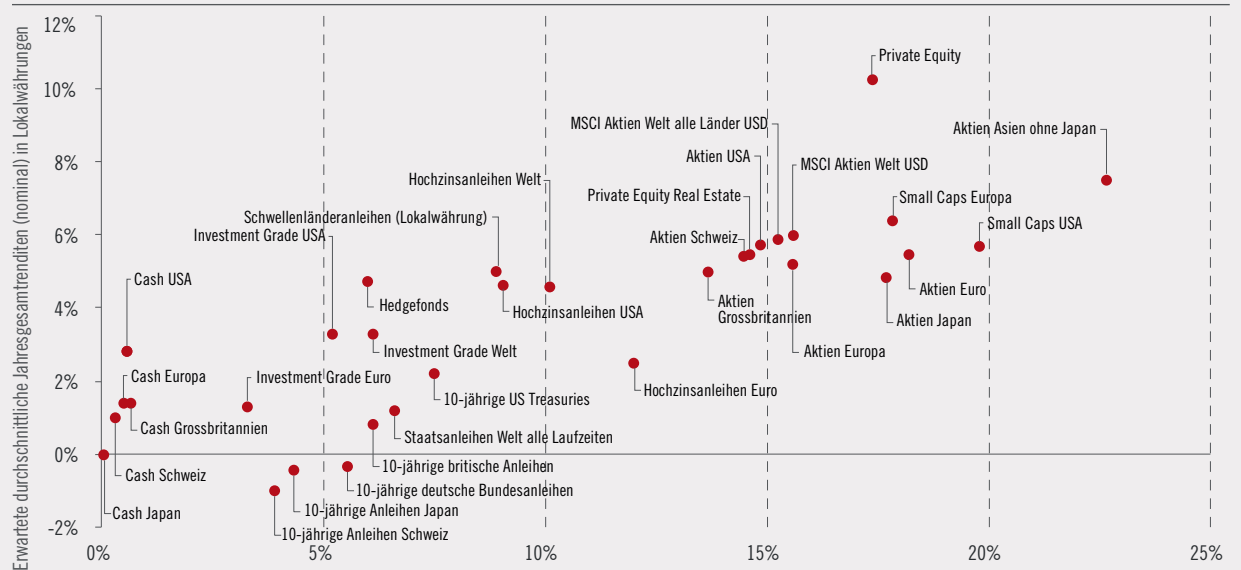
Liebe Leserin, lieber Leser

Es freut uns, Ihnen diese gekürzte Ausgabe von Horizonte zu präsentieren, in der Pictet Wealth Management (PWM) darlegt, worauf sich unsere Renditeprognosen für die nächsten zehn Jahre für rund 35 Anlagekategorien gründen.

Diese Prognosen sind die Grundlage für unsere strategische Asset-Allokation – also für unsere Entscheidungen über die Gewichtung jeder Anlageklasse auf lange Sicht. Hilfreich sind sie auch bei der Besprechung der Kundenerwartungen und für eine transparente Kommunikation. Wir wählen einen Zeitraum von 10 Jahren, weil das typische Profil unserer Kunden einen langen Anlagehorizont aufweist – oft schon mit Blick auf die nächste Generation – aber auch, weil wir 10 Jahre für einen geeigneten Zeitraum halten, da er typische und volle Konjunktur- und Marktzyklen umfasst.

Die wichtigste Botschaft unserer Arbeit lautet, dass wir ein neues Umfeld mit niedrigen Renditen betreten haben und dementsprechend unseren Ansatz bei der Asset-Allokation ändern. Diese überarbeitete Version von Horizonte wendet sich an all jene, die sich stärker für die Schlussfolgerungen unserer Analyse mit harten Zahlen interessieren – und für die Begründung dieser Schlussfolgerungen – und weniger für die komplexe Methode, die ihnen zugrunde liegt. Wir hoffen, unsere Reise von unserer anfänglichen Top-down-Makroanalyse zu unseren erwarteten Renditen und schliesslich zu den Folgen für die Konstruktion der Portfolios unserer Kunden bietet Ihnen eine spannende Lektüre. ■

GRAFIK 1 - ERWARTETE RENDITEN UND HISTORISCHE RISIKEN



Auf Basis der historischen Standardabweichung (1997–2017)

Erwartetes jährliches Nominalrisiko (Standardabweichung)

LANGFRISTIGER AUSBLICK

Top-down-Sicht: Wirtschaftsregime und Makrofaktoren

Bei Pictet Wealth Management (PWM) berechnen wir die erwarteten Renditen mit einem Anlagepreismodell, das eine Funktion des zugrundeliegenden Wirtschaftsregimes ist. Das Wirtschaftsregime bestimmt die Niveaus des realen Wirtschaftswachstums und der Inflation – die beiden Treiber der erwarteten Renditen. Ein Regimewechsel hat daher tiefgreifende Folgen für Anlagepreise und die Bewertung.

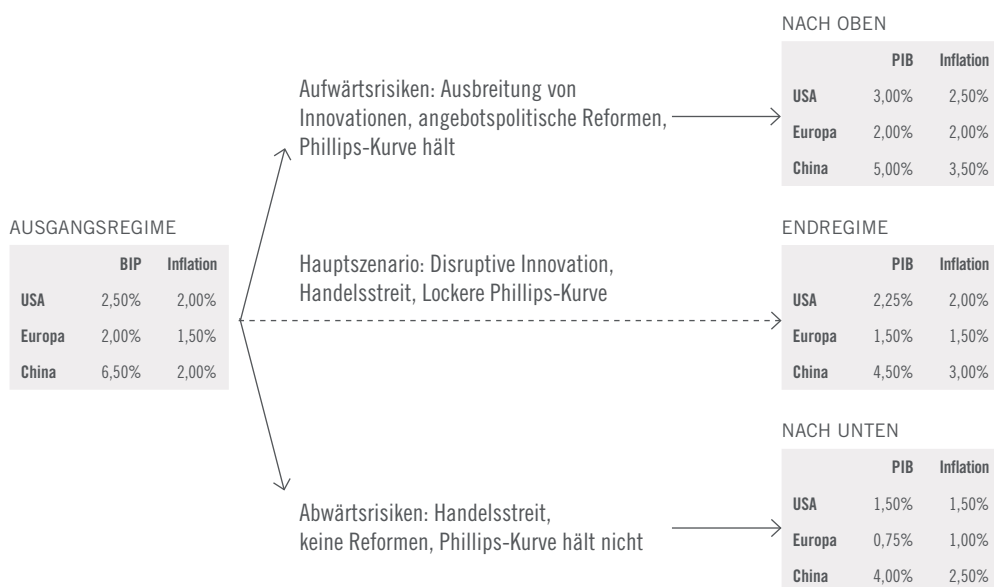
Ein Regimewechsel lässt sich dort erkennen, wo es zu einem Wechsel im Durchschnittsniveau der realen BIP-Wachstumsrate und/oder der Inflationsrate – beispielsweise gemessen am Verbraucherpreisindex (VPI) – kommt. Zu erwähnen wäre hier etwa die Subprime-Krise Ende 2007, als das reale BIP plötzlich vom relativ stabilen Sechsjahresmittel von 2,6% auf durchschnittlich -1,25% im Zeitraum danach bis Juni 2009 einbrach:

ganz klar ein deflationäres Regime. Nach diesem Tiefpunkt im Juni 2009 erreichte das reale US-BIP dank ausserordentlicher geldpolitischer und haushaltspolitischer Massnahmen im Durchschnitt knapp 2% in einem Regime, das als reflationär bezeichnet werden kann.

Ein anderes Beispiel betrifft die Inflation. So verursachten die OPEC-Länder im Oktober 1973 eine Verdreifachung des Preises für ein Barrel Rohöl in nur wenigen Monaten, was in allen westlichen Volkswirtschaften die Inflation beschleunigte.

Auch der politische Rahmen kann einen Wirtschaftsregimewechsel auslösen. Heute droht der zunehmende Populismus zu ungünstigen Wirtschafts- und Marktregimewechseln zu führen. Die relative geopolitische Macht der USA schwindet, sodass eine multipolare Welt entstehen kann, die Raum für Wirtschafts- und Marktregimewechsel bietet.

GRAFIK 2 – LANGFRISTIGER AUSBLICK: WIRTSCHAFTSREGIME UND RISIKOBILANZ



Quelle: Pictet WM – AA&MR, Datastream

Innovation hat gezeigt, dass sie Paradigmenwechsel einläuten kann, die eine starke - und manchmal transformierende - Wirkung auf das Wirtschaftswachstum haben. Die Kombination der technologischen Innovationswelle mit der Globalisierung ändert die Dynamik der Weltwirtschaft wegen folgender vier Eigenschaften: sie ist disruptiv, deflationär, global und dürfte im Zeitverlauf exponentielle Wirkungen freisetzen.

Grafik 2 stellt unser Hauptszenario für Inflation und das BIP-Wachstum zusammen mit den damit verbundenen Risiken dar. Wir berücksichtigen disruptive Innovation, einen Grad von Konstanz zwischen den Verhältnissen von Wirtschaftstätigkeit und -flaute mit Lohnwachstum und Inflation, wie sie die Phillips-Kurve ausdrückt, und die Vermeidung eines regelrechten Handelskriegs.

Unsere Makroanalyse führt zu einer Reihe von Beobachtungen in drei wichtigen Bereichen: Geldpolitik, Inflation und Schulden weltweit.

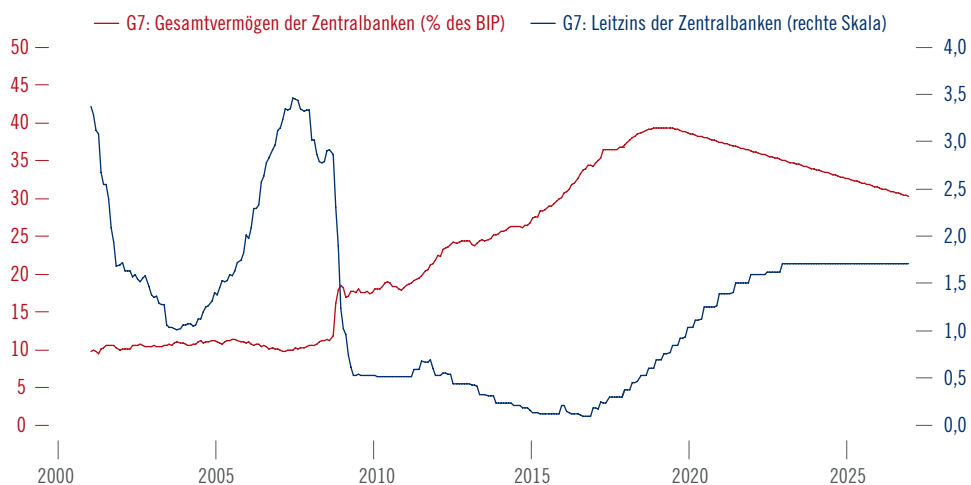
Geldpolitik: Beginn einer neuen Ära

Wir erreichen das Ende einer Zeit aussergewöhnlicher Zentralbankmassnahmen. Die umfangreichen und anhaltenden Käufe von Finanzanlagen durch Zentralbanken von Banken und anderen Finanzinstituten seit der Finanzkrise 2007/8 - quantitative Lockerung (QE) - hat vielleicht kein Wachstum geschaffen, könnte aber durchaus eine Depression abgewendet haben.

Die Zentralbanken bleiben allerdings trotz allem wachsam und entgegenkommend. Parallel zur schrittweisen Rücknahme von QE beruhen unsere Prognosen auf der Normalisierung der Leitzinsen durch die Zentralbanken, wie auf Grafik 3 ersichtlich, meist mit niedrigen Zielsätzen, wenn auch mit grossen Unterschieden zwischen den Ländern.

Man kann zwar das erneute Auftreten deflationärer Kräfte beim nächsten Abschwung oder der nächsten Finanzkrise nicht ausschliessen, aber das Risiko hat deutlich abgenommen. Falls der Deflationsdruck zurückkehrt, ist die Fähigkeit der Zentral-

GRAFIK 3 - G7-ZENTRALBANKEN: BILANZEN UND LEITZINSEN



Quelle: Pictet WM - AA&MR, Thomson Reuters

„Neue Instrumente und Strategien können in Erscheinung treten, darunter Asset-Price Targeting, Inflationssteuerung und explizitere Koordination unter den Zentralbanken.“

banken, das Geschehen zu beeinflussen, durch die Massnahmen der letzten 10 Jahre beeinträchtigt, insbesondere in der Euro-Zone, wo die Lockerungsmöglichkeiten beschränkt sind.

Neue Instrumente und Strategien können in Erscheinung treten, wenn alles andere versagt, darunter Asset-Price Targeting, Inflationssteuerung und explizitere Koordination unter den Zentralbanken, aber wie es scheint, geht der Fokus jedes Markteingriffs unweigerlich weg von der Geld- und hin zur Haushaltspolitik (mehr als offensichtlich war dies jüngst bei der Ankündigung der US-Steuersenkungen).

Normalisierung ist auch voller politischer Bedeutungen. Den Regierungen kam die geldpolitische Lockerung sehr gelegen, denn so sanken die Kreditkosten und höhere Schulden waren leichter zu rechtfertigen – die Politiker griffen mit beiden Händen zu.

So konnte es jedoch nicht weitergehen. Und während das BIP-Wachstum insgesamt relativ solide sein kann, bringt die Aussicht auf steigende Zinsen und normale Haushaltsvorgaben schwere Entscheidungen zwischen höheren Steuern und weniger Ausgaben/höherer Verschuldung mit sich. Diesen konjunkturellen Hintergrund könnten die Zentralbanken jedoch noch bereuen, denn ihre Unabhängigkeit ist wegen der Frage der Zinserhöhungen implizit gefährdet.

Inflation: seltsames Verhalten und neue globale Dynamik

Inflation zerstört Wert und wird daher von den Zentralbanken ständig überwacht. Die Fähigkeit der Zentralbanken und der politischen Entscheidungsträger, die Inflation zu steuern, wurde durch das unerwartete Verhalten der Phillips-Kurve gehemmt, die Inflationsraten mit Kennziffern der Wirtschaftsflaute wie Arbeitslosenquote und Produktionslücke verbindet.

Nach der Krise erfuhren die meisten Industrieländer eine Phase so genannter „fehlender Deflation“ (missing deflation), in der eine sehr grosse und abrupte Ausweitung der Produktionslücke nicht von einem entsprechenden Rückgang der Inflationsraten begleitet war. Andererseits haben die Löhne nach mehreren Jahren der Konjunkturerholung und rückläufiger Arbeitslosigkeit nicht auf den Anstieg des Kapazitätsauslastungsgrads reagiert – ein sogenanntes Rätsel der „fehlenden Inflation“.

Dies hat zu heftigen Debatten geführt, ob die Phillips-Kurve tot ist. Wir sind nicht dieser Ansicht, übrigens auch nicht der neue Fed-Präsident Jerome Powell und seine Vorgängerin Janet Yellen. Unseres Erachtens ergaben sich die jüngsten Änderungen der Dynamik der Phillips-Kurve (sie ist jetzt flacher) gegenüber den Vorkriseninflationenniveaus wohl aus einer Kombination von zwei Kategorien von Treibern: globale Faktoren, darunter der Rohstoffzyklus, Globalisierung und Innovation, und strukturelle Veränderungen am Arbeitsmarkt. In diesem Kontext rechnen wir mit einem langsamen Anstieg der Inflation, aber wir sehen auch, dass Asien möglicherweise Inflation in die Industrieländer exportieren wird, insbesondere China wegen der schrumpfenden Arbeitnehmerzahl und steigender Lohnkosten.

Verschuldung weltweit: Niveaus sind zu bewältigen, aber China bereitet Sorgen

Überzogene Schuldenniveaus erhöhen die wirtschaftliche Verwundbarkeit und können daher Wirtschaftsprognose aushebeln.

Es gibt keinen Konsens über die Schwelle, ab der die Schuldenniveaus das Wachstum beeinträchtigen oder einen Schuldenabbau auslösen. Wir wissen, dass Schulden das Wachstum beschleunigen, aber irgendwann kommt der Punkt, an dem der Schaden die Vorteile übersteigt, denn Investitionen und Konsum werden eingeschränkt, wenn Einkommen im Privatsektor für Schuldendienst verwendet wird. Hohe Schuldenniveaus erhöhen die Anfälligkeit von Nichtfinanzsektor-Unternehmen und Privathaushalten für Änderungen in Konjunkturzyklus, Inflation und Zinsen, und sie erhöhen auch die Unsicherheit.

Nach unserer Ansicht sind die weltweiten Schuldenniveaus zu bewältigen. Europa ist äusserst heterogen, allerdings ist die Verschuldung einzelner Länder verstörend hoch und sie haben nicht das gleiche Ausmass an Schuldenabbau erfahren wie in den USA und in Grossbritannien. Chinas Verschuldung könnte den Weltmärkten den Schlaf rauben, aber bei genauerem Hinsehen erkennt man die besondere Art des Schuldenprofils in diesem Land, die die Beobachter beruhigen dürfte.

Chinas Schulden erregen aus vier Gründen Besorgnis: die mögliche weltweite Auswirkung einer Kreditklemme; die Schuldenwachstumsrate; der Verschuldungsgrad von Nicht-Finanzunternehmen; das schnelle

Wachstum der Schattenbanken. Dies wird dadurch abgemildert, dass die grosse Mehrheit der chinesischen Kredite im Inland vergeben wurde und zwei Drittel der Schulden von Nicht-Finanzunternehmen im Besitz von staatseigenen Firmen sind. ■

ERWARTETE RENDITEN

„Da die Zentralbanken den Anstieg kurzfristiger Zinsen forcieren, stehen 10-jährigen Staatsanleihen historisch niedrige Erträge bevor.“

Ein Überblick nach Anlagekategorie

Unsere Ergebnisse in Bezug auf erwartete Renditen stehen in Einklang mit der etablierten Anlagetheorie und -erfahrung: Höhere Erträge erfordern höhere Risiken.

Das Anlagerisiko verringert sich natürlich mit der Zeit, die Performance-Schwankungen glättet. Dies ist in unserem Anlagehorizont über 10 Jahre zu erkennen. Aus dem gleichen Grund sind unsere erwarteten Renditen konjunkturzyklusfest. Ein 10-Jahreszeitraum ist lang genug, um einen vollen Konjunkturzyklus abzudecken, daher nehmen wir Konjunkturzyklen im Rahmen unseres Modells für erwartete Renditen nicht vorweg (und haben auch keinen Grund, deren Zeitdimensionen abzuschätzen).

Einzelne Anlageklassen weisen tendenziell bestimmte Risiko/Rendite-Merkmale auf, die sie voneinander unterscheiden, aber dabei gilt zu beachten: Diese allgemeinen Aussagen sind keine festen Regeln.

So gelten Aktien meist als riskanter als Anleihen und haben eine höhere erwartete Rendite und Volatilität, aber einzelne Aktien weisen äusserst unterschiedliche Risiko/Rendite-Merkmale auf. Innerhalb der Anleihen gelten Staatsanleihen als weniger riskant als Hochzinsanleihen. Cash ist die Anlagekategorie mit dem geringsten Risiko von allen.

Nichtsdestoweniger und ausgehend von unserer Analyse lassen sich einige umfassende Bemerkungen über die Aussichten einzelner Anlagekategorien machen.

Cash: Zentralbanken treiben kurzfristige Zinsen höher

Unser Hauptwirtschaftsszenario der nächsten 10 Jahre geht von einer Normalisierung der kurz- und langfristigen Zinsen aus. Aufgrund des derzeitigen Volumens der Zentralbankbilanzen wird dieser Prozess mehr als 10 Jahre dauern. Kurzfristige Zinsen dürften also ziemlich niedrig bleiben. Die Fed hat bereits mit Zinserhöhungen begonnen. Ähnliche Schritte sind in anderen Währungsgebieten zu erwarten, was weltweit zu steigenden Zinsen führen wird. Dies wird überall positive Renditen begünstigen und die Cash-Erträge in den kommenden 10 Jahren verbessern.

Staatsanleihen: Aussichten auf schwache Erträge

Wie eine langfristige Analyse zeigt, lehnen sich die nominalen Staatsanleiherenditen eng an das nominale BIP-Wachstum an. Aber diese Beziehung wurde in den letzten Jahren durch die Politik der Zentralbanken verzerrt. Eingriffe der Zentralbanken (meist in Form massiver Staatsanleihenkäufe) haben die langfristigen Renditen gedrückt, sodass sie nun im Vergleich zum nominalen BIP-Wachstum anormal niedrig sind. Da die Zentralbanken den Anstieg kurzfristiger Zinsen forcieren, stehen 10-jährigen Staatsanleihen historisch niedrige Erträge bevor. Staatsanleihen von Deutschland, Japan und der Schweiz werden in den nächsten 10 Jahren zu Netto-Wertvernichtern. Da die Federal Reserve die Zielsätze für die Fed Funds Rates erhöht, wird der Schutz durch US Treasuries mit einem erwarteten 10-Jahres-Ertrag von nur 2,2% künftig seinen Preis haben.

Unternehmensanleihen:

Hochzinsanleihen immer noch attraktiv

Wenn man von grossen Ereignissen wie die Weltfinanzkrise von 2008-09 absieht, zeigen historische Daten, dass die Rendite von US Investment Grade (IG) ziemlich genau der erwarteten Rendite von Investment-Grade-Unternehmensanleihen entspricht.

Hochzinsanleihen (HY) weisen Merkmale von festverzinslichen Papieren und von Aktien auf. Die starke Korrelation zwischen HY-Spreads und dem VIX-Index für Aktienvolatilität verdeutlicht dies. In Zeiten mit Finanzstress steigen HY-Spreads tendenziell parallel zum Aktienrisiko an. Aber diese Parallele zwischen VIX und HY-Spreads hat Grenzen: VIX ist der sogenannte Massstab für Nervosität („fear gauge“) bei im S&P 500 erfassten US-Blue-Chip-Firmen, die gewöhnlich über Investmentgrade-Ratings verfügen, während das US-HY-Universum vor allem aus Mid- bis Small-Caps besteht.

Die Analyse zeigt trotz allem, dass die Gesamterträge von USD HY über 10 Jahre viel eher einem ähnlichen Muster wie IG-Anleihen als jenem des S&P 500 folgen. Und es gibt lange Zeiträume, in denen HY besser abschneiden als Aktien (z. B. 2008 bis 2014) und umgekehrt. So einen geringen Unterschied zwischen 10-Jahreserträgen von Aktien und jenen von HY wie seit 2014 hat es seit 20 Jahren nicht mehr gegeben.

Anders als US IG spiegeln die Renditen von US HY künftige Erträge nicht so gut, weil die Anleger eine höhere Rendite verlangen, um das zusätzlich Ausfallrisiko zu vergüten. Für unsere Berechnung der erwarteten Renditen ist die Ausfallquote weniger wichtig als die endgültige Verlustquote von HY-Anleihen. Die Verlustquote kombiniert die Ausfallquote mit einer letztendlichen Rückerstattungsrate, da anders als bei Aktien ein

Ausfall bei Unternehmensanleihen nicht unbedingt einen Konkurs mit 100% Kapitalverlust bedeutet.

Aktien: trotz niedrigerer Erträge immer noch interessant

Aktien werden dank Gewinnwachstum weiterhin solide Renditen verzeichnen – allerdings unter den Niveaus der letzten Jahrzehnte. Industrieländeraktien werden nun etwas unter ihren historisch hohen KGVs gehandelt, aber die Bewertungen und Wirtschaftsaussichten bieten derzeit wenig Unterstützung für langfristige Erträge. Über einen Zeitraum von 35 Jahren warfen US Blue Chips eine durchschnittliche nominale Gesamrendite von 8,6% pro Jahr ab, wir erwarten für die nächsten 10 Jahre einen Wert von 5,3% pro Jahr.

Beim Gewinnwachstum breiter Indizes der entwickelten Aktienmärkte gehen wir davon aus, dass es in einem 10-Jahres-Zeitraum hin zum nominalen BIP-Wachstum tendiert, mit drei Ausnahmen. In den Schwellenländern (EM) schlägt sich das nominale BIP-Wachstum nicht voll im Gewinnwachstum der EM-Unternehmen nieder. Dies wird in unseren Prognosen berücksichtigt, aber je reifer die Wirtschaft ist, desto stärker stimmt das nominale BIP-Wachstum mit dem Gewinnwachstum der Unternehmen überein. Hohe externe Abhängigkeit kann die Bewertungen schützen wie z. B. in Japan. Diese Land leidet seit vielen Jahren unter niedrigem Nominalwachstum, die hohe Abhängigkeit japanischer Unternehmen vom Ausland führt dazu, dass sie ein Gewinnwachstum melden, das weit höher liegt, als Japans nominales BIP-Wachstum erwarten lässt. Bei Small Caps erwarten wir aufgrund des geringen Wachstums und der hohen Bewertungen, dass die jährlichen Gesamtaktienrenditen in den nächsten 10 Jahren unter dem langfristigen Durchschnitt des

„Aktien werden dank Gewinnwachstum weiterhin solide Renditen verzeichnen – allerdings unter den Niveaus der letzten Jahrzehnte.“

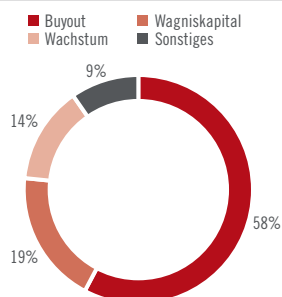
S&P 500 von 8,6% bleiben. Gewöhnlich wachsen die Small-Cap-Gewinne schneller als die Wirtschaft insgesamt.

Alternative Anlagen: Einnahme der Illiquiditätsprämie

In unserer Analyse erwarteter Renditen sticht die Risiko-Ertrags-Performance alternativer Anlageklassen heraus, vor allem von Hedgefonds und Private Equity. Letzteres ist in unserer Analyse mit einer erwarteten Rendite von 10,2% bei einer Volatilität von 17% einzigartig.

Die Messung der Erträge von Hedgefonds (HF) ist nicht einfach. Anders als bei kotierten Aktien kann es ziemlich schwer sein, optimal in Hedgefonds anzulegen. Viele kann man nämlich nicht mehr zeichnen. Aus dem gleichen Grund haben auch die zwei etablierten Hedgefondsindizes ihre Grenzen. Diese Anlagekategorie ist keineswegs homogen, und die Erträge unterscheiden sich deutlich unter den verschiedenen Hedgefondsstrategien (CTA, Long/Short Aktien, Distressed Debt usw.). Die Wahl der richtigen Hedgefondsstrategie könnte das Verhältnis zwischen Risiko und erwarteter Rendite erheblich verbessern.

GRAFIK 4 – AUFGLIEDERUNG VERWALTETER VERMÖGEN VON PRIVATE EQUITY WELTWEIT NACH ANLAGEKLASSEN



Quelle: Pictet WM - AA&MR, Prequin
* Per 2. Quartal 2017

Es besteht ein grosser Unterschied zwischen Privatkapital und den meisten anderen Anlageklassen: Privatkapital wird nicht an der Börse notiert und ist daher weniger liquide. Dies scheint sein Wachstum nicht behindert zu haben. Die verwalteten Privatkapitalanlagen (AUM) haben sich seit 2000 versiebenfacht und stehen heute bei USD 4,915 Billionen.

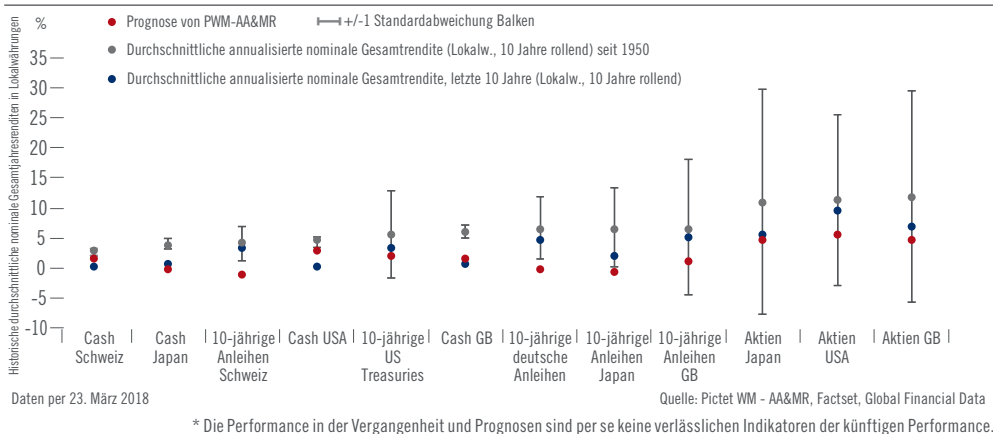
Privatkapital diversifiziert sich, aber konzentriert sich auf zwei Hauptgruppen, auf die etwa drei Viertel der Anlagen entfallen: Private Equity (57%) und Private Equity Real Estate (PERE) (17%), obwohl Infrastruktur (8%) und Private Debt (13%) zuletzt aufgeholt haben.

Private Equity ist keine homogene Privatkapitalkategorie (siehe Grafik 4). Die bekannteste Form ist die Start-up-Finanzierung, und doch entfallen auf Wagniskapital (Venture Capital) weniger als 20% von Private Equity, während das Gros mit knapp 60% der Gesamtsumme Buyouts finanziert. Buyout ist etwas ganz anderes als Start-up-Finanzierung. Hier lautet das Ziel, ein bestehendes Unternehmen zu kaufen, es effizienter und grösser zu machen, um es dann zu verkaufen. Dies steht im Zentrum von Private Equity.

Hohe Erträge machen Private Equity attraktiv. Seit 2010 wirft Private Equity insgesamt eine Gesamtjahresrendite von 13,5% vor Gebühren ab. Beim MSCIAC World sind es nur 9,7%. In den letzten 20 Jahren übertraf Private Equity die Börsen sogar noch deutlicher (13% vs. 6,5%). Der höhere Ertrag von Private Equity gilt gewöhnlich als Illiquiditätsprämie. Hinter diesen höheren Erträgen stehen vier Faktoren.

Erstens ist es ziemlich ungewöhnlich, dass man eine Firma direkt kontrolliert, wenn man in börsennotierte Aktien investiert.

GRAFIK 5 – ERWARTETE RENDITEN VS. ROLLENDE DURCHSCHNITTLICHE NOMINALE GESAMTJAHRESRENDITEN ÜBER 10 JAHRE IN LOKALWÄHRUNGEN SEIT 1950 UND +/- STANDARD-ABW. BALKEN UND DURCHSCHNITT DER LETZTEN 10 JAHRE*



* Die Performance in der Vergangenheit und Prognosen sind per se keine verlässlichen Indikatoren der künftigen Performance.

Bei Private Equity will der PE-Fonds gerade einen erheblichen Einfluss auf die Führung des Unternehmens haben, um es im Vergleich zu Mitbewerbern effizienter zu machen.

Der zweite Faktor steht direkt in Verbindung mit der Illiquidität dieser Art von Anlage. Sie ist nicht liquide, aber es gibt gelegentlich Zeitfenster, in denen die Anleger aussteigen können, um ihre Erträge zu optimieren.

Der dritte Treiber ist die Verschuldung. Ein besser geführtes Unternehmen kann mehr Schulden machen, was die Erträge für die Anleger vergrössern kann. Heute sind PE-Buyouts weltweit gemessen am Unternehmenswert etwa doppelt so hoch verschuldet wie die Unternehmen im MSCIAC World. Der vierte Faktor ist die Sektorallokation. Die Sektoraufteilung an Börsenmärkten unterscheidet sich von jener an privaten Märkten. Private Equity zielt auf Beteiligungen in Wachstumsbereichen und/oder Unternehmen ab, die optimiert werden können oder bei denen ein Turnaround in Frage kommt.

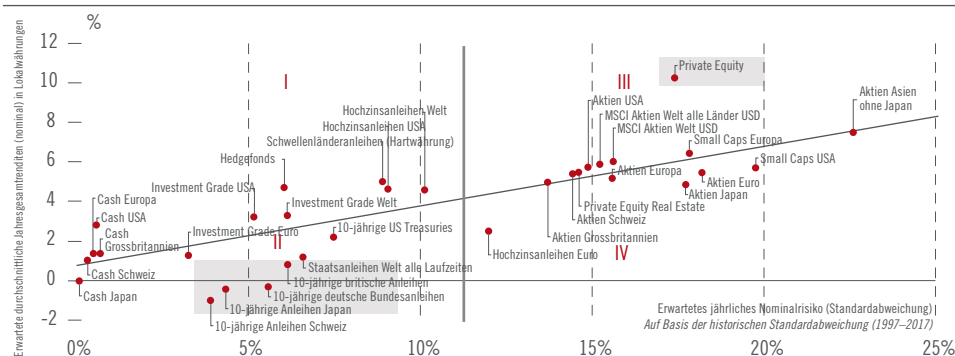
Rückläufige Renditen sind zur Norm geworden

Ein zentrales Thema dieser Ausgabe von Horizonte ist, dass rückläufige Renditen nun die Norm sind. Die erwarteten nominalen Gesamtjahresrenditen über 10 Jahre der wichtigsten Anlagekategorien sind in allen Fällen niedriger als deren rollender 10-Jahresdurchschnitt in den letzten Jahrzehnten. Die Durchschnittsrendite der letzten 10 Jahre ist für die meisten Anlagekategorien ebenfalls niedriger als der Durchschnitt seit 1950.

Grafik 5 zeigt die historischen rollenden durchschnittlichen nominalen Gesamtjahresrenditen über 10 Jahre in Lokalwährungen seit 1950 und der letzten 10 Jahre zusammen mit +/- einer Standardabweichung und unsere 10-Jahresprognose.

Wie aus der Grafik hervorgeht, sind die erwarteten nominalen Gesamtjahresrenditen über 10 Jahre der wichtigsten Anlagekategorien in allen Fällen niedriger als deren rollender 10-Jahresdurchschnitt seit 1950. Ausserdem sind die Durchschnittsrenditen der letzten 10 Jahre niedriger als jene seit 1950. Nur in drei Fällen sind

GRAFIK 6 - ERWARTETE NOMINALE JAHRESGESAMTRENDITE DER WICHTIGSTEN ANLAGEKLASSEN UND RISIKO IN LOKALWÄHRUNGEN*



Daten per 23. März 2018

Quelle: Pictet WM - AA&MR, Factset, Global Financial Data

unsere erwarteten Renditen höher als die Durchschnittsrenditen der letzten 10 Jahre: Schweizer Cash, US-Cash und britischer Cash.

Einige Beobachtungen zu Grafik 5 bestätigen die neue Phase niedrigerer Renditen:

- Im festverzinslichen Bereich erreichen lediglich 10-jährige amerikanische und britische Staatsanleihen erwartete Renditen, die in etwa zwischen dem historischen Durchschnitt und einer ganzen Standardabweichung unter dem historischen Durchschnitt liegen.
- Ganz im Sinne des laufenden Regimewechsels für langfristige Staatsanleihen haben alle anderen 10-jährigen Staatsanleihen (Schweiz, Deutschland und Japan) erwartete Renditen in der Nähe von oder unter einer ganzen Standardabweichung vom historischen Durchschnitt seit 1950.
- Anlagekategorien mit erwarteten Renditen, die mehr als eine volle Standardabweichung unter den historischen Durchschnitten liegen, sind Cash Japan,

10-jährige Schweizer Anleihen, Cash USA, britischer Cash und 10-jährige deutsche Staatsanleihen.

- Bei Aktien stellten US-Titel seit 1950 die besten Risiko/Rendite-Profile für Anleger mit einer durchschnittlichen Gesamtrendite von 11,3% seit 1950 und einer Standardabweichung von 14,3%. Japanische und britische Aktien erzielten in etwa die gleichen durchschnittlichen Renditen wie US-Aktien im selben Zeitraum von 11,0% bzw. 12,0%, aber mit höherem Risiko.
- Seit 1950 erzielten 10-jährige deutsche Staatsanleihen rollende durchschnittliche Jahresrenditen über 10 Jahre, die um etwas mehr als einen ganzen Prozentpunkt höher sind als jene der 10-jährigen US Treasuries (6,7% vs. 5,6%) mit weniger Risiko (5,2% vs. 7,3%). Nach historischer Streuung der Renditen gemessen in Standardabweichungen schneiden 10-jährige Schweizer Staatsanleihen von allen 10-jährigen Staatsanleihen am besten ab.

Beurteilung der Risiko/Ertrags-Gleichung

Ohne Risikokontext sind erwartete Renditen wenig aussagekräftig. Risiko wird gewöhnlich in der Streuung der Jahreserträge um die Durchschnittsrendite über 10 Jahre gemessen (Standardabweichung). Grafik 6 zeigt die starke Varianz der Risiko/Rendite-Profile unter den in unserer Analyse berücksichtigten 35 Anlagekategorien.

Ausgehend von diesen Prognosen der erwarteten Renditen zum Risiko ziehen wir eine vertikale Linie, die das Anlageuniversum hälftig teilt. Im Durchschnitt gehen Anlagen links von der Linie mit halb so viel Risiko einher wie Anlagen rechts davon und erzeugen daher nach der Risiko-Rendite-Ausgleichsregel niedrigere erwartete Renditen.

Wir haben auch eine schräg nach oben verlaufende Trendlinie oder Regressionslinie eingezeichnet. Anlageklassen unter der Trendlinie haben in etwa halb so hohe Risiko/Rendite-Verhältnisse wie jene darüber. Durch die beiden Trennlinien wird das Gesamtbild in vier Quadranten unterteilt (I bis IV), denen sich einige Eigenschaften zuschreiben lassen.

Trotz niedriger Renditen sind Anlagen in den Quadranten I und II mögliche Kandidaten für eine Abfederung der Risiken in Portfolios mit den riskanteren Anlagen der Quadranten III und IV. Ihre Attraktivität kann trotzdem je nach herrschendem Regime unterschiedlich ausfallen.

- Unter den Cash-Anlagen mit geringer Standardabweichung von weniger als 1% in Quadrant I wird erwartet, dass US-Cash die höchste Rendite von 2,8% abwirft, im Vergleich zu britischem, Schweizer und europäischem Cash mit 1,4%, und 0,0% für japanischen Cash.

- Weiter oben im Quadrant I wird von US-Investment-Grade-Unternehmensanleihen erwartet, dass sie eine äquivalente Rendite von 3,3% wie globale IG-Unternehmensanleihen bieten, aber mit weniger Risiko: (5,2% gegenüber 6,1%).

- Mit einer äquivalenten Standardabweichung von etwa 6% bieten Hedgefonds eine erwartete Rendite von 4,7%, gegenüber 3,3% für globale Investment-Grade-Unternehmensanleihen. Für eine entsprechende Rendite ist bei Hedgefonds das Risiko niedriger als bei aktienähnlichen Anlagen: 9,1% für US- und 10,1% für globale Hochzinsanleihen. Dabei darf man nicht vergessen, dass nur langfristige Anleger Hedgefonds als Teil ihrer Asset-Allokation erwägen sollten, weil sie illiquide sind und zur vollen Verwirklichung ihres ganzen Potenzials Zeit benötigen.

- US-Hochzinsunternehmensanleihen im Quadrant I sehen besser aus als Euro-Hochzinsanleihen aus Quadrant IV, mit einer erwarteten Rendite von 4,6% und einer Standardabweichung von 9,1%, gegenüber 2,5% und 12,0%. Globale Hochzinsanleihen stehen mit einer erwarteten Rendite von 4,6% und einer Standardabweichung von 10,1% zwischen US- und Euro-Hochzinsanleihen.

- Im grau schraffierten Bereich von Quadrant II sehen 10-jährige Schweizer, japanische und deutsche Staatsanleihen unattraktiv aus, weisen sie doch negative erwartete Renditen von -1,0%, -0,4% und -0,3% und Standardabweichungen von 3,9% bis 5,6% auf. Zu dieser Gruppe zählen wir auch 10-jährige britische Anleihen, obwohl wir hier eine leicht positive Rendite von 0,8% erwarten.

„Private Equity erweist sich als hoch rentierende Anlage mit vergleichbarem Risiko wie traditionelle Aktien.“

- Ausserhalb des markierten Bereichs bieten 10-jährige US Treasuries ein Risiko/Rendite-Profil, das attraktiver als alle anderen 10-jährigen Staatsanleihen scheint. Dies ist einer der Hauptgründe, weshalb 10-jährige US Treasuries – ausser wegen ihrer hohen Liquidität – weiter die ideale Anlage zur Risikoabfederung von Portfolios mit Anlagen aus den Quadranten III und IV sind. Sie sollten eine erwartete Rendite von 2,2% bei einer Standardabweichung von 7,5% bringen. Wegen ihres Status als sichere Häfen und ihrer hohen Liquidität sollten 10-jährige US Treasuries in Portfolios aufgenommen werden. Sie bieten Schutz bei Regimewechseln in Verbindung mit einer Rezession, einem Finanz-Crash oder der Zunahme des systemischen Risikos – aber nur bei Ereignissen ohne Inflation. Zweifellos würde ein Schock bei plötzlicher starker Zunahme des Inflationsdrucks zu höheren Anleiherenditen führen, was eine Wertverminderung 10-jähriger US Treasuries zur Folge hätte (das Gegenteil der ihnen zugeordneten Rolle im Portfolio).

Anlagen der Quadranten III und IV weisen äusserst unterschiedliche Eigenschaften auf. Die meisten Anlagen der Quadranten III und IV bewegen sich mit ihren Risiko/Rendite-kennzahlen nahe an der durchschnittlichen Trendlinie. Dagegen erweist sich Private Equity als hoch rentierende Anlage mit vergleichbarem Risiko wie traditionelle Aktien. Private Equity wartet mit einem attraktiven Risiko/Rendite-Profil auf und bewegt sich als herausragende Anlage im grau schraffierten Bereich von Quadrant III weit über der Trendlinie.

- Für ein vergleichbares Risikoniveau von etwa 17% bietet Private Equity eine wesentlich höhere erwartete durchschnittliche Jahresrendite von 10,2% gegenüber 6,4% für Small-Cap-Aktien Europa.

Ausserdem sei noch vermerkt, dass das von Private Equity gebotene Alpha beständig war, seit wir die Anlagekategorie vor über 25 Jahren in unsere Anlagen aufgenommen haben.

- Bei Private Equity Real Estate wird mit einer durchschnittlichen Jahresrendite von 5,5% gerechnet, unweit der 5,7% für US-Aktien, aber mit einem niedrigeren Risiko von 14,6% gegenüber 14,9%. Wie Hedgefonds sind Private Equity und Private Equity Real Estate illiquide Anlagen und sollten nur von langfristig orientierten Anlegern erwogen werden.
- Im Aktienbereich sind Risiko/Rendite-Profile bei grosskapitalisierten Industrieländeraktien ziemlich ähnlich. Allerdings stehen US-Aktien mit einer erwarteten Rendite von 5,7% und Schweizer Aktien mit 5,4% etwas besser da als europäische Aktien mit einem Jahresdurchschnitt von 5,2% und japanische Aktien mit 4,9%. Das Gleiche gilt für die Risikokennzahlen mit Standardabweichungen von 14,9% und 14,5% vs. 15,6% und 17%. Diese Kennzahlen unterstreichen die defensive Qualität des Schweizer Aktienmarktes, der von grossen Pharma- und Basiskonsumgütern beherrscht wird.
- Bei kleinkapitalisierten Aktien schneidet Europa im Quadrant III beim Vergleich mit den USA im Quadrant IV besser ab, mit erwarteten Renditen von 6,4% gegenüber 5,7% und einem Risiko von 17,8% gegenüber 19,8%.
- Schwellenländer können sich in Zeiten mit Abhängigkeit von vorherrschenden Regimen lohnen – namentlich vom US-Dollar – aber das langfristige Risiko ist tendenziell erheblich. Dementsprechend ist die erwartete Rendite von 7,2% für die

Region Asien ohne Japan die höchste aller Anlagen, aber auch das damit verbundene Risiko von 22,6% ist das höchste. Daher wird für diese Anlageklasse eine unterdurchschnittliche Performance erwartet, unter der Trendlinie in Quadrant IV, was Rendite und Risiko betrifft.

Portfoliokonstruktion und Korrelation

Der Sinn der gesamten Berechnung erwarteter Renditen ist schliesslich die Festlegung unseres Ansatzes bei der Portfoliokonstruktion auf lange Sicht, in anderen Worten unsere strategische Asset-Allokation. Wir rechnen mit erheblichen Auswirkungen von niedrigen erwarteten Renditen auf die strategische Asset-Allokation.

Historisch waren die zwei Hauptanlegeklassen in einem diversifizierten Portfolio Aktien und langfristige Anleihen. Dies führte zu dem einfachen Modellportfolio von 60/40 (60% US-Aktien und 40% 10-jährige Treasuries). Unsere Erwartungen über 10 Jahre für diese beiden Anlageklassen liegen unter dem langfristigen Durchschnitt, insbesondere für 10-jährige US Treasuries, deren

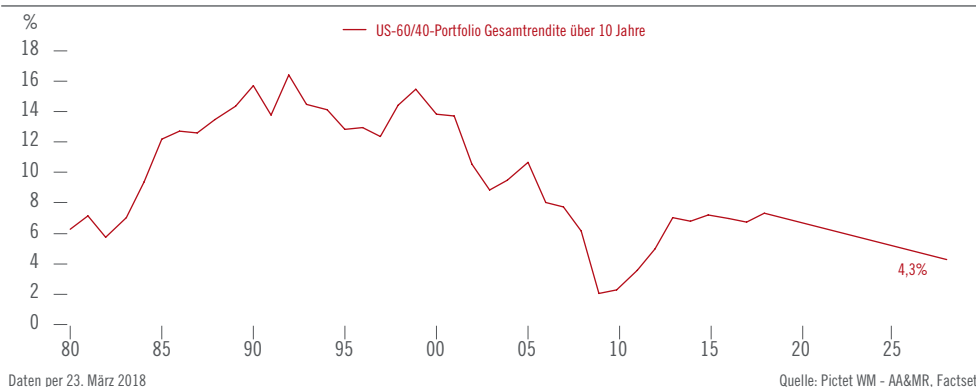
erwartete Rendite von 2,2% nicht weit vom niedrigsten Dezil der letzten 200 Jahre angesiedelt ist (siehe Grafik 7). Daher wird von einem Standard-60/40-Portfolio eine Jahresrendite von etwa 4,3% erwartet.

Deshalb sind wir einer Änderung des Anlagestils vom klassischen effizienten 60/40-Portfolio nicht abgeneigt. Während das Modellportfolio in der Vergangenheit effiziente Dienste geleistet hat, erwarten wir eine Stiländerung weg vom traditionellen Anleihen/Aktien-Mix und hin zu einem Endowment-Stil im Sinne der US-Universitäten mit hochkarätigen alternativen Anlagen, um das Risiko-/Ertrags-Profil der wichtigsten Anlagekategorien zu verbessern.

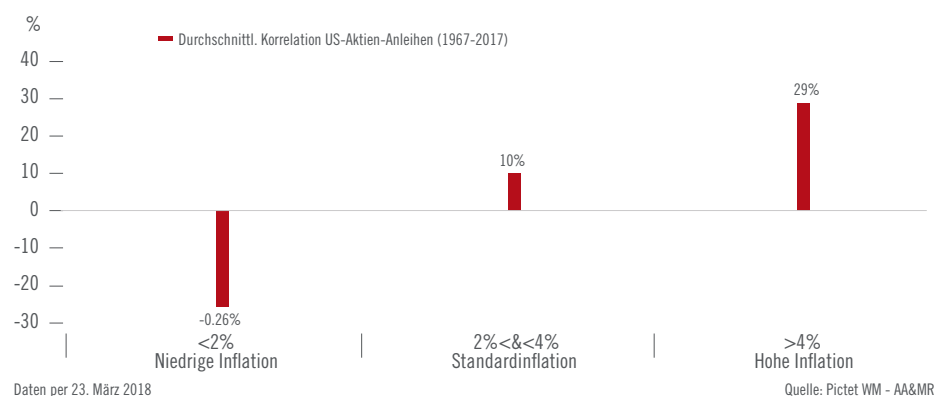
Wir bauen darum eine langfristige Präsenz illiquider Anlagen wie Private Equity (guter Ersatz für Aktien) und Private Equity Real Estate (guter Ersatz für langfristige Anleihen) auf - aber natürlich stets unter Berücksichtigung besonderer Umstände in Bezug auf Liquidität und Risikomanagement.

„Wir rechnen mit erheblichen Auswirkungen von niedrigen erwarteten Renditen auf die strategische Asset-Allokation.“

GRAFIK 7 - HISTORISCHE JAHRESRENDITE VON US-60/40-PORTFOLIOS ÜBER 10 JAHRE UND ERWARTUNGEN ÜBER 10 JAHRE*



GRAFIK 8 – KORRELATIONSKOEFFIZIENT VERSUS INFLATION



Im Kontext der Portfoliokonstruktion deckt die Analyse der erwarteten Renditen PWM nun 35 Anlagekategorien ab (in der ersten Ausgabe von Horizonte 2014 waren es nur 11). Diese umfassendere Abdeckung verleiht uns eine bessere Flexibilität.

Diversifizierung ist der Grundpfeiler für eine Optimierung des Risiko/Rendite-Profiles eines Portfolios. Aus Sicht des Risikomanagements liegt der Vorteil eines nicht ausschliesslichen (oder nicht exzessiven) Engagements in einer einzigen Anlageklasse auf der Hand, aber damit die Diversifizierung auch wirksam ist, muss die Korrelation dieser Anlagen verstanden werden.

Sollten sich alle Anlageklassen in einem Portfolio in die gleiche Richtung entwickeln (perfekte Korrelation von +1), gäbe es keinen Diversifizierungsvorteil. Erst bei einer Korrelation unter 1 besteht ein solcher Vorteil. Bei einer Korrelation von null (Anlagen entwickeln sich unabhängig voneinander) ist die Risikoreduktion bereits erheblich. Sie wird sogar noch stärker, sobald die Korrelation negativ wird.

Einer der Gründe, warum das Standard-60/40-Portfolio als Benchmark gilt, ist die historisch negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen – aber es war nicht immer so. Inflation ist ein entscheidender Faktor der Aktien/Anleihen-Korrelation, wie aus der Grafik für US-Anlagen hervorgeht.

Korrelationsfaktoren sind für die Konstruktion eines ausgewogenen Portfolios entscheidend, und es lohnt sich die historischen Faktoren zu prüfen, die Grafik 8 hervorhebt. Die Matrix zeigt typische Korrelationen zwischen Anlagen und Gruppen von Anlagen, aber dabei darf nicht vergessen werden, dass die Abschätzung künftiger Korrelation nicht so einfach ist. Erstens hängen historische Korrelationsschätzungen sehr stark vom für die Messung ausgewählten Zeitraum ab. Zweitens sind Korrelationen im Zeitverlauf nicht stabil und können beispielsweise mit Krisenereignissen oder anderen Faktoren verbunden sein. ■

GRAFIK 9: HISTORISCHE KORRELATION - WICHTIGSTE ANLAGEKLASSEN (KORRELATION ÜBER 20 JAHRE AUF QUARTALSDATEN)

letzte 20 Jahre	ICE BofAML US Treasury Bill	ICE BofAML Current US Treasury (10-Y)	Bloomberg Barclays Global Treasury (7-10 Y) - GDP Weighted	ICE BofAML US Government (All Maturity)	Bloomberg Barclays Global Treasury	ICE BofAML Global Broad Market	ICE BofAML US Corporate	ICE BofAML Global Corporate	ICE BofAML US High Yield	Bloomberg Barclays Global High Yield	S&P 500 (1970)	Russell 2000	MSCI World Index	MSCI Japan	MSCI EM (Emerging Markets)	MSCI AC Asia ex JP	MSCI AC World ex USA	MSCI World ex USA	HFRX Global Hedge Fund (USD)	Private Equity (US Buyout)	US Private Equity Real Estate
ICE BofAML US Treasury Bill	100%																				
ICE BofAML Current US Treasury (10-Y)	14%	100%																			
Bloomberg Barclays Global Treasury (7-10 Y) - GDP Weighted	-1%	55%	100%																		
ICE BofAML US Government (All Maturity)	28%	98%	56%	100%																	
Bloomberg Barclays Global Treasury	9%	59%	90%	61%	100%																
ICE BofAML Global Broad Market	10%	56%	90%	58%	98%	100%															
ICE BofAML US Corporate	-2%	43%	54%	44%	53%	64%	100%														
ICE BofAML Global Corporate	-1%	23%	75%	25%	76%	85%	82%	100%													
ICE BofAML US High Yield	-24%	-46%	1%	-46%	-6%	6%	49%	48%	100%												
Bloomberg Barclays Global High Yield	-21%	-48%	11%	-46%	-2%	10%	46%	52%	96%	100%											
S&P 500 (1970)	-16%	-60%	-12%	-60%	-18%	-12%	8%	22%	67%	70%	100%										
Russell 2000	-17%	-62%	-16%	-60%	-23%	-18%	3%	15%	65%	69%	91%	100%									
MSCI World Index	-13%	-59%	-1%	-58%	-6%	0%	15%	35%	70%	75%	97%	89%	100%								
MSCI Japan	-15%	-48%	-2%	-50%	-6%	-4%	2%	23%	40%	46%	65%	64%	73%	100%							
MSCI EM (Emerging Markets)	-10%	-53%	6%	-51%	-7%	0%	19%	34%	71%	77%	78%	78%	84%	68%	100%						
MSCI AC Asia ex JP	-9%	-46%	4%	-45%	-5%	2%	18%	32%	62%	68%	74%	73%	80%	66%	95%	100%					
MSCI AC World ex USA	-9%	-55%	9%	-53%	4%	11%	22%	45%	71%	77%	88%	84%	97%	77%	89%	84%	100%				
MSCI World ex USA	-9%	-54%	9%	-53%	5%	12%	20%	45%	68%	75%	89%	84%	97%	78%	85%	80%	100%				
HFRX Global Hedge Fund (USD)	21%	-45%	-8%	-39%	-13%	-3%	21%	30%	54%	61%	58%	58%	63%	52%	66%	61%	65%	64%	100%		
Private Equity (US Buyout)	-6%	-51%	-10%	-50%	-18%	-15%	-6%	11%	50%	55%	77%	73%	79%	62%	69%	63%	77%	76%	59%	100%	
US Private Equity Real Estate	19%	-15%	-12%	-15%	-12%	-9%	-11%	-2%	8%	9%	28%	25%	29%	24%	18%	16%	27%	28%	38%	54%	100%

Daten per 23. März 2018

Quelle: Pictet WM - AA&MR, Factset

Verfasser: Pictet Wealth Management, Asset Allocation & Macro Research Team
Redaktion: Pictet Wealth Management, Investment Communication Team
Konzeptionelle Beratung: Production Multimedia Pictet
Übersetzung und Lektorat: Sprachendienst Pictet

HAFTUNGSAUSSCHLUSS

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 2018.

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

Verteiler: Banque Pictet & Cie SA, Pictet & Cie (Europe) S.A.

STOXX Limited („STOXX“) ist die Quelle des Stoxx 600 und des Euro Stoxx und der darin enthaltenen Daten. STOXX war bei der Erstellung der berichteten Daten nicht involviert, gibt keinerlei Garantie und schliesst jegliche Haftung aus (sei es bei Fahrlässigkeit oder aus anderen Gründen) – u. a. für die Genauigkeit, Angemessenheit, Korrektheit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Eignung zu irgendwelchem Zweck – in Bezug auf Fehler, Auslassungen oder Unterbrechungen in den in diesem Dokument genannten Stoxx-Indizes oder in den darin enthaltenen Daten. Die Weiterverbreitung oder Weiterverteilung von Informationen von STOXX ist untersagt.

ICE-BofA Merrill Lynch. Die hier wiedergegebenen Daten sind Eigentum von ICE Data Indices, LLC, ihren Tochtergesellschaften („ICE Data“) und/oder Drittanbietern, und ihre Verwendung durch Pictet wurde genehmigt. ICE Data und ihre Drittanbieter übernehmen keine Haftung in Verbindung mit deren Verwendung.

NYSE Euronext. Alle Rechte an NYSE Euronext Indizes und/oder den Handelsmarken von NYSE Euronext Index sind NYSE Euronext und/oder deren Lizenzgeber vorbehalten. Weder NYSE Euronext noch ihre Lizenzgeber haften für Fehler oder Auslassungen in den NYSE Euronext Indizes oder den zugrundeliegenden Daten. Die Weiterverteilung von NYSE Euronext Daten und/oder die Verwendung der Handelsmarken von NYSE Euronext Index zum Zweck der Schaffung und/oder des Betriebs eines Finanzprodukts sind ohne ausdrückliche schriftliche Zustimmung von NYSE Euronext untersagt.

Bloomberg Index Services Limited.

SIX Swiss Exchange AG (nachstehend „SIX Swiss Exchange“) ist Quelle für SMI_SPI und die darin enthaltenen Daten. SIX Swiss Exchange war bei der Erstellung der berichteten Daten nicht involviert, gibt keinerlei Garantie und schliesst jegliche Haftung aus (sei es bei Fahrlässigkeit oder aus anderen Gründen) – u. a. für die Genauigkeit, Angemessenheit, Korrektheit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Eignung zu irgendwelchem Zweck – in Bezug auf Fehler, Auslassungen oder Unterbrechungen in SMI_SPI oder den darin enthaltenen Daten. Die Weiterverbreitung oder Weiterverteilung von Informationen von SIX Swiss Exchange ist untersagt.

Die MSCI-Informationen sind nur zur internen Verwendung bestimmt und dürfen weder in irgendeiner Form wiedergegeben oder weiterverbreitet noch zur Schaffung einer Komponente von Finanzinstrumenten oder -produkten oder Indizes verwendet werden. Keine der MSCI-Informationen soll eine Anlageberatung oder eine Empfehlung zum Treffen (oder Nichttreffen) einer Anlageentscheidung darstellen und darf nicht als solche betrachtet werden. Historische Daten und Analysen sollten weder als Anhaltspunkt noch als Gewähr für eine künftige Performanceanalyse, -prognose oder -vorhersage angesehen werden. Die MSCI-Informationen werden im „ist“-Zustand bereitgestellt, und der Nutzer dieser Informationen trägt das volle Risiko für jegliche Nutzung dieser Informationen. MSCI, jede ihrer Tochtergesellschaften und jede andere Person, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung von MSCI-Informationen beteiligt ist oder damit in Verbindung steht (gemeinsam nachstehend „MSCI-Parteien“), lehnen ausdrücklich jegliche Garantie (u. a. über Ursprung, Genauigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit, Konformität, Verwendbarkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck) in Bezug auf diese Informationen ab. Unbeschadet des Vorerwähnten übernimmt keine MSCI-Partei irgendeine Haftung für direkte, indirekte, spezielle, zufällige, strafbare oder sonstige Folgeschäden (unter anderem Gewinnausfälle) oder jede andere Art von Schäden. (www.msci.com).

© 2018, Markit Economics Limited. Alle Rechte und alle Rechte am geistigen Eigentum sind „Markit Economics Limited“ oder je nach Mitteilung von Markit an Pictet anderweitig vorbehalten.

Der TOPIX Index Value und die TOPIX Marks unterliegen Eigentumsrechten von Tokyo Stock Exchange, Inc. und Tokyo Stock Exchange, Inc. ist Eigentümer sämtlicher Rechte und des Know-hows in Bezug auf den TOPIX wie die Berechnung, Veröffentlichung und Verwendung des TOPIX Index Value sowie in Bezug auf die TOPIX Marks. Kein Produkt wird in irgendeiner Art von Tokyo Stock Exchange, Inc. gesponsert, unterstützt oder beworben.





Folgen Sie uns auf LinkedIn und erhalten Sie unsere neuesten Nachrichten.

[linkedin.com/company/pictet-wealth-management](https://www.linkedin.com/company/pictet-wealth-management)



Folgen Sie uns auf unserem Pictet Wealth Management Blog.

perspectives.pictet.com



Verfolgen Sie die neuesten Kommentare und Nachrichten unserer Anlagespezialisten und Analysten auf Twitter.

twitter.com/pictetwm



Melden Sie sich bei unserem YouTube-Kanal an, um sich die neuesten Interviews mit Pictets Spezialisten zu Anlagestrategien und makroökonomischen Themen anzusehen.

[youtube.com/pictetwm](https://www.youtube.com/pictetwm)