

FINANZMARKTBAROMETER, INVESTMENTAUSBLICK JULI  
Juli 2021

## Barometer: Ein ungünstiger Mix aus langsamerem Wachstum und steigender Inflation

Abkühlung des Wachstums, steigende Inflation und  
eine weniger expansive Geldpolitik könnten den  
Aktienmärkten und riskanteren  
Unternehmensanleihen einen Dämpfer verpassen.

### Inhalt

- 01** Asset-Allokation: Starkes Wachstum, aber auch starke Inflation

---

- 02** Aktienregionen und -sektoren: Britische Werte kaufen

---

- 03** Anleihen und Währungen: Vorsicht bei Anleihen

---

- 04** Globale Märkte insgesamt: Aktien unnachgiebig

---

- 05** Kurzüberblick

## O1

# Asset-Allokation: Starkes Wachstum, aber auch starke Inflation

Die globale Wirtschaft wächst in einem soliden Tempo. Ein Grossteil dieses Wachstums ist den Industrieländern zu verdanken, weil dort schnell mit den Impfungen begonnen wurde und die Lockdown-Massnahmen nach und nach gelockert wurden.

Die Konjunkturdynamik lässt jedoch allmählich nach, weil die Zentralbanken sich darauf einstellen, die geldpolitischen Impulse als Reaktion auf den steigenden Preisdruck zurückzufahren.

Ein ungünstigerer Mix aus Wachstum und Inflation, schwierigere Liquiditätsbedingungen und hohe Bewertungen für riskantere Anlageklassen sind für uns Gründe, unsere neutrale Gewichtung in Aktien beizubehalten.

Im Aktiensegment sind wir in konjunkturrempfindlichen Sektoren wie zyklischen Konsumgütern untergewichtet und bei festverzinslichen Wertpapieren in riskanteren Anleihen wie US-Hochzinsanleihen untergewichtet.

Gleichzeitig bleiben wir in defensiven Anlagen wie US-Staatsanleihen und chinesischen Lokalwährungsanleihen übergewichtet.

Abb. 1 Monatsübersicht: Asset-Allokation

Juli 2021

	UNTERGEWICHTUNG —	NEUTRAL 0	ÜBERGEWICHTUNG +
<b>ANLAGEKLASSEN</b>		Aktien	
		Anleihen	
		Cash	
<b>AKTIEN</b>	USA		
		Eurozone	
		Schweiz	
			Grossbritannien
		Japan	
		China	
		EM ohne China	
			Pazifik ohne Japan
<b>WELTWEITE INDUSTRIESEKTOREN</b>		Energie	
		Grundstoffe	
		Industriewerte	
	Zykl. Konsumgüter		
		Basiskonsumgüter	
		Gesundheit	
			Finanzwerte
			Immobilien
		IT	
		Versorger	
		Kommunikationsdienste	
<b>STAATSANLEIHEN</b>			USA
		Europa	
		Japan	
	Schweiz		
		Grossbritannien	
			China
		EMD lokal - ohne China	
		EMD - Dollar	
<b>UNTERNEHMENSANLEIHEN</b>		IG-Anleihen USA	
		IG-Anleihen Europa	
	HY-Anleihen USA		
		HY-Anleihen Europa	
		Emerging corporate	
<b>WÄHRUNGEN VS. USD</b>		Euro	
	Pfund Sterling		
		Schweizer Franken	
		Japanischer Yen	
		Gold	

Quelle: Pictet Asset Management

Unsere **Konjunkturzyklusanalyse** zeigt, dass der Preisdruck in den USA zunimmt.

Der Verbraucherpreisindex des Landes ohne Lebensmittel und Energie steigt mit einer annualisierten Rate von 8,2% über drei Monate, so schnell wie zuletzt 1982.

Die Kerninflation, die bevorzugte Messgrösse der US-Notenbank für die Inflation, stieg ebenfalls um 3,4% und erreichte damit ihren höchsten Stand seit knapp 30 Jahren.

Nach unserer Einschätzung ist der Inflationsschub nur vorübergehender Natur, ausgelöst durch Angebotsverzerrungen und einer steigenden Nachfrage nach Produkten, die am stärksten von der Pandemie betroffen waren, wie beispielsweise Gebrauchtwagen.

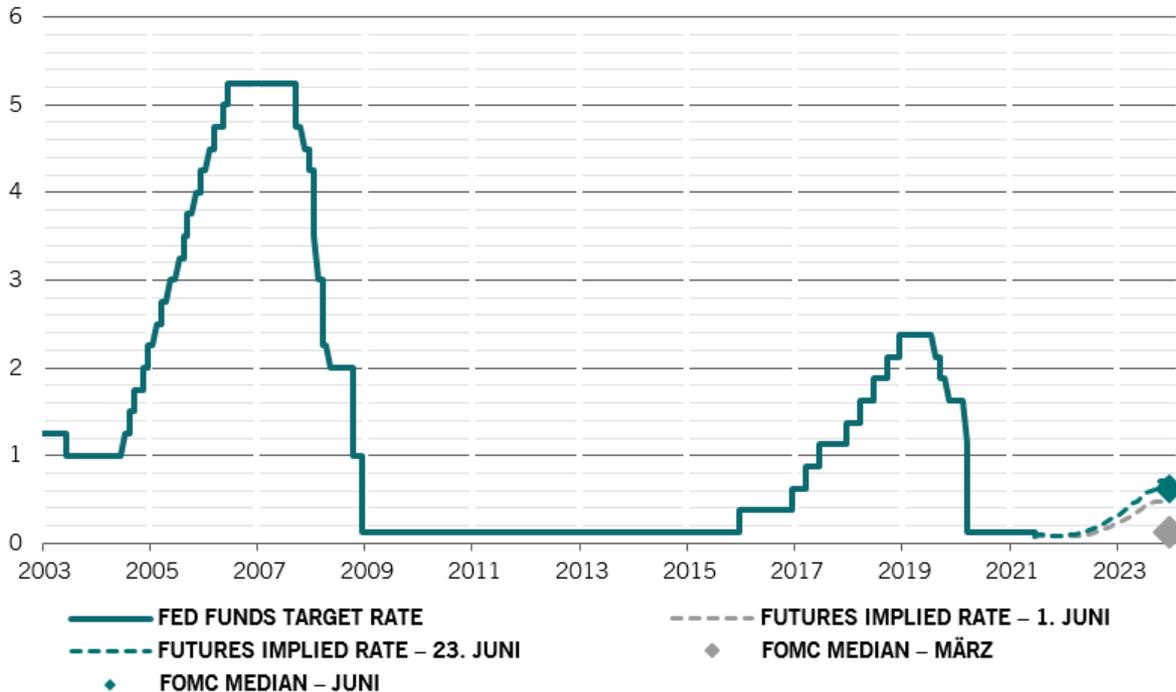
Lässt man den Einfluss dieser COVID-19-sensitiven Produkte und den Basiseffekt aussen vor, ist die Inflation unseren Analysen zufolge weiter stabil und liegt bei 1,6%.<sup>1</sup>

Die Fed scheint die Zinssätze bereits Ende 2022 erhöhen zu wollen, nachdem sie die diesjährigen Wachstums- und Inflationsprognosen im Juni unerwartet angehoben hat.

Höhere Zinssätze könnten sogar noch früher kommen, wenn die Lohninflation stärker steigt als aktuell um 3% im Jahresvergleich – das wiederum wird die Gewinnmargen der Unternehmen unter Druck setzen.

## Abb. 2 – Auf den Punkt

Die Zinsprognosen des FOMC bis Ende 2023 im Punktdiagramm. Der Medianpunkt zeigt jetzt zwei Zinserhöhungen im Jahr 2023 an, im März waren es null.



Quelle: Refinitiv; Daten beziehen sich auf den Zeitraum 01.01.2003–24.06.2021.

In Europa verbessern sich die Konjunkturbedingungen in schnellem Tempo, da das Impfprogramm der Zone und die Wiederöffnung der Wirtschaft Fahrt aufnehmen.

Was die Aussichten für die Region weiter verbessert, ist die Tatsache, dass die Länder der Eurozone bald Mittel aus dem 750 Mrd. Euro schweren Wiederaufbaufonds erhalten werden, der das Wachstum in diesem und im nächsten Jahr um mindestens 0,2 Prozentpunkte ankurbeln dürfte.

Die Konjunkturdynamik in den Schwellenländern lässt nach, da sich das Wachstum in China nach einer starken Erholung abkühlt. Wir gehen davon aus, dass die Exporte die Binnennachfrage als wichtigsten Motor für Wirtschaftswachstum ablösen werden, was wiederum die Einzelhandelsumsätze und Investitionen in Sachanlagen ankurbeln wird.

Unsere **Liquiditätsindikatoren** bestätigen uns in unserer neutralen Haltung gegenüber riskanteren Anlageklassen.

Die Liquiditätsbedingungen in den USA und der Eurozone sind dank anhaltender geldpolitischer Impulse der Zentralbanken so günstig wie sonst nirgendwo auf der Welt.

In China hingegen sind die Liquiditätsbedingungen jetzt schwieriger als vor der Pandemie, da Peking nach dem Kreditvergabeboom 2020 an KMU wieder härter durchgreift.

Eine weitere Abkühlung in der zweitgrössten Volkswirtschaft der Welt könnte die chinesische Volksbank allerdings dazu veranlassen, gegen Jahresende auf einen lockereren geldpolitischen Kurs umzuschwenken. Die Zentralbank wird dann am Devisenmarkt eingreifen, um den Renminbi zu schwächen.

Unsere **Bewertungsmodelle** deuten darauf hin, dass sich die Aktienbewertungen auf dem höchsten Stand seit 2008 bewegen. Schwierigere Liquiditätsbedingungen und ein weiterer Anstieg der Realrenditen dürften die globalen KGVs unter Druck setzen, die nach unserer Einschätzung in den nächsten 12 Monaten um bis zu 20% zurückgehen dürften.

Unserem Modell zufolge dürften die Unternehmensgewinne in diesem Jahr weltweit um rund 35% gegenüber dem Vorjahr wachsen. Wir halten die Konsensprognosen für das Gewinnwachstum für die nächsten zwei Jahre – rund 10% – für zu optimistisch, da das EPS dann deutlich über dem Trend vor COVID-19 liegen müsste. Das ist angesichts der ohnehin schon angespannten Gewinnmargen unwahrscheinlich.

Unsere **technischen Indikatoren** zeigen einen leicht positiven Trend für Aktien. Bei den festverzinslichen Wertpapieren sind chinesische Staatsanleihen – in der wir übergewichtet sind – die einzige Anlageklasse, bei der die technischen Signale positiv sind.

[1] COVID-19-sensitive Produkte: Unterkünfte, Gebrauchtwagen, Mietwagen, Flugpreise, Fernsehgeräte, Spielzeug, PCs

## 02

# Aktienregionen und -sektoren: Britische Werte kaufen

Das Vereinigte Königreich ist nach unseren Bewertungskennzahlen der günstigste Aktienmarkt. MSCI zufolge werden britische Aktien mit einem prognostizierten EPS von 13,1 gehandelt, in der Eurozone sind es 17,3 und in den USA 21,8. Unter Berücksichtigung aller Bewertungskennzahlen zusammen waren britische Aktien in der Vergangenheit nur in 17 Prozent der Zeit günstiger.

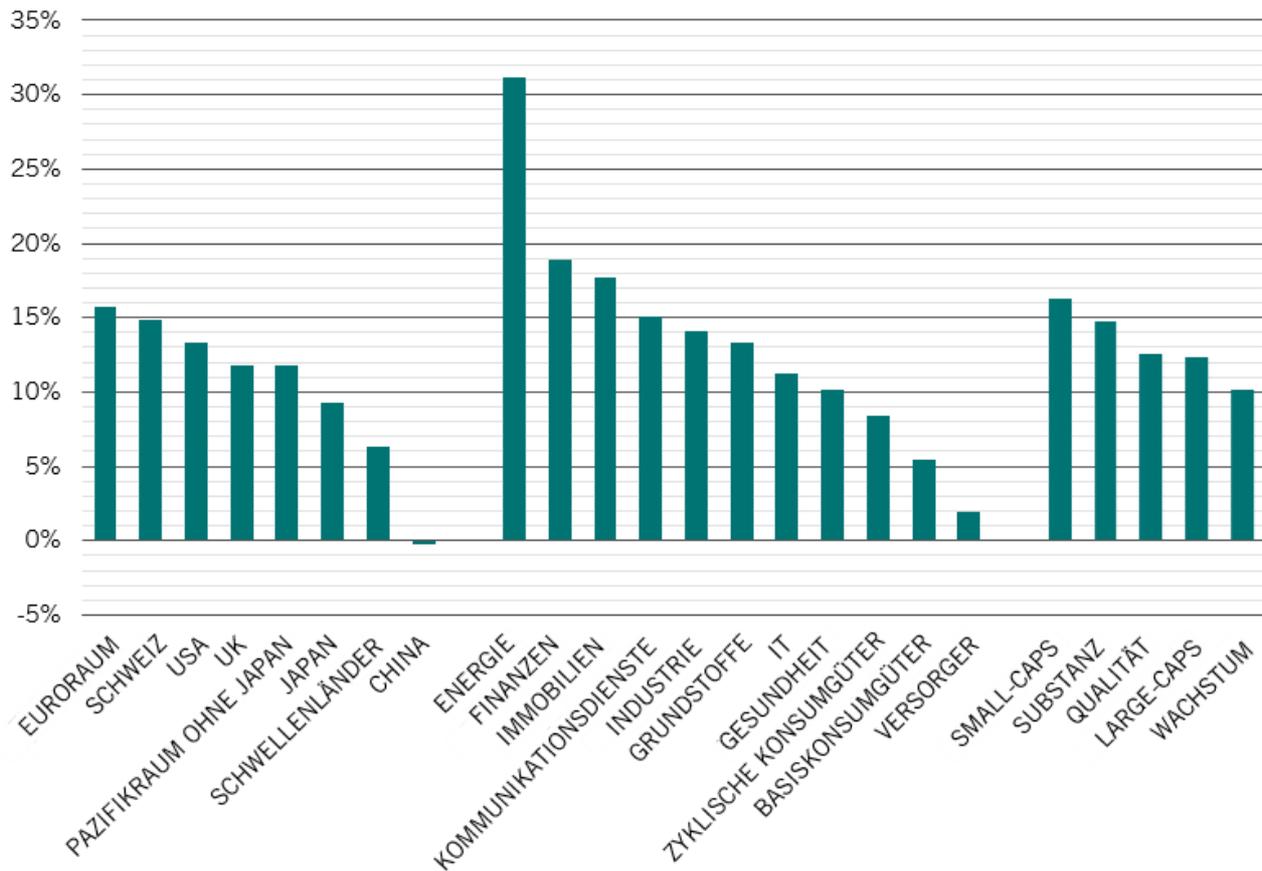
Die hohen Impfraten Grossbritanniens – zwei Drittel der Bevölkerung waren Ende Juni mindestens erstgeimpft – lassen darauf schliessen, dass die Wirtschaft von den schlimmsten Auswirkungen der Delta-Variante verschont bleiben wird, die in anderen Volkswirtschaften zunehmend Sorge bereitet. Dies dürfte der vollständigen

Wiederöffnung der Wirtschaft Vorschub leisten, die für Juli geplant ist. Darüber hinaus bietet der Markt einen günstigen Mix aus substanzorientierten und defensiven Qualitätsaktien, die nach unserer Einschätzung in der aktuellen Zyklusphase am besten abschneiden dürften.

Auch Europa wird zunehmend attraktiver. Die Wachstumsdynamik, die nach der Pandemie eingesetzt hat, hat sich von China zu den USA und jetzt auch zur Eurozone verlagert. Die wirtschaftlichen Aussichten und Liquiditätsbedingungen für die Region sind besser als anderswo und die Aktienbewertungen sind angemessen. Hinzu kommt, dass die Investmentzuflüsse in die Aktienmärkte der Region unvermindert stark sind, wenngleich sie in den USA langsam nachlassen. Die europäischen Aktienmärkte haben jedoch tendenziell enttäuscht – sie zeigten jahrelang eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung und jede Rally war nur eine vorübergehende Erscheinung. Deshalb sehen wir vorerst von einer Übergewichtung ab und warten erst einmal, bis weitere Daten diese positiven Trends bestätigen.

Nach unserem Dafürhalten erscheinen die asiatischen Aktienmärkte (ohne Japan) aus strategischer Perspektive attraktiv. Den Prognosen zufolge dürfte die Region in den nächsten fünf Jahren doppelt so schnell wachsen wie der Rest der Welt, und das bei einer niedrigeren Inflationsrate. Darüber hinaus haben die Volkswirtschaften in der Region aufgrund ihrer relativ konservativen geld- und fiskalpolitischen Massnahmen zur Eindämmung der COVID-19-Pandemie grösseren Handlungsspielraum. Unterbewertete Währungen und Aktienbewertungen, die bereinigt um höheres Wachstum angemessen erscheinen, dürften asiatischen Aktien im kommenden Jahr zu einer Outperformance verhelfen.

Abb. 3 – Märkte, die sich behauptet haben  
Aktienregionen und -sektoren, Gesamttrendite YTD



Quelle: Refinitiv, MSCI, Pictet Asset Management. Alle Angaben für Schwellenländer in US-Dollar. Daten beziehen sich auf den Zeitraum 01.01.2021–23.06.2021.

Unter Berücksichtigung der Bewertungen bleiben wir in US-Aktien untergewichtet – der US-Markt war nur in 16 Prozent der Zeit teurer als aktuell – und die grosse Frage ist, ob der durch die Pandemie ausgelöste Inflationsschub anhält. Es bleibt abzuwarten, ob sich der Inflationsdruck als vorübergehend erweist oder weiter über den Erwartungen liegen wird. Gleichzeitig ist nicht klar, ob die Inflationserwartungen weiter hoch bleiben werden.

Aufgrund dieser Unsicherheiten ist der Markt anfällig für einen unvorhergesehenen aggressiven Kurswechsel der Zentralbank.

Verstärkt werden unsere Sorgen dadurch, dass seit einiger Zeit ein stärkerer Zusammenhang zwischen der Politik der Fed und den Marktentwicklungen besteht. Zwischen der Nettoliquidität der Fed – der zusätzlichen Geldmenge, die die Zentralbank der Wirtschaft für Investitionen und Ausgaben zur Verfügung stellt – und der Performance des S&P 500 besteht seit der letzten Welle der quantitativen Lockerung eine Korrelation von 90%.

An den Aktienmärkten generell haben die KGVs rund 10% von ihrem Höchststand letzten September verloren. Da eine weitere Steigerung der Gewinnmargen der Unternehmen ausbleibt, müsste der Impuls für einen weiteren Anstieg bei Aktien von einem schnelleren Wirtschaftswachstum ausgehen.

Wir bleiben in Finanz- und Immobilienwerten übergewichtet – letztere erscheinen aus Bewertungsperspektive besonders günstig – und sind in zyklischen Konsumgütern untergewichtet, einem Sektor, der sich anfangs stark entwickelt hat, jetzt aber nachlässt.

## 03

### **Anleihen und Währungen: Vorsicht bei Anleihen**

In einer Welt, in der die Renditen ohnehin schon sehr niedrig (und oftmals negativ) sind, sind attraktiv bewertete Anleihen Mangelware. Nehmen wir als Beispiel spekulative Rentenpapiere.

Zum ersten Mal überhaupt liegt die Rendite von US-Hochzinsanleihen unter der Inflation. Sie liegt auch erstmals seit 2014 unter der Gewinnrendite von US-Aktien. Aus diesem Grund bleiben wir in US-Hochzinsanleihen untergewichtet – die derzeit teuerste Anlageklasse in unserem Modell.

Eine derart hohe Bewertung ist besonders besorgniserregend, da wir trotz eines starken Wirtschaftswachstums in den USA jetzt nur noch begrenztes Aufwärtspotenzial bei den Prognosen für die Unternehmensgewinne sehen. Die US I/B/E/S-Konsensprognose für das Gewinnwachstum im Jahresvergleich hat sich unserer eigenen Schätzung von 35% für 2021 angenähert und erscheint für die nächsten zwei Jahre zu optimistisch.

US-TIPS – inflationsindexierte Anleihen – sind ebenfalls zu teuer.

Nach starken Zuflüssen in inflationsindexierte Anleihen in den letzten Wochen – insgesamt rund 3,3 Mrd. USD in den drei Wochen bis zum 16. Juni – sind die Bewertungen für solche Anleihen kaum noch zu rechtfertigen, vor allem nicht, weil die Fed zunehmend aggressivere Töne anschlägt.

Abb. 4 – Vielversprechende Kurve

Renditekurve von US-Staatsanleihen (10J–2J, Prozentpunkte)



Quelle: Refinitiv. Daten beziehen sich auf den Zeitraum 31.05.2019–23.06.2021.

Optimistischer hingegen sind wir in Bezug auf US-Staatsanleihen, die im Vergleich zu anderen Industrieländer-Staatsanleihen attraktiv erscheinen. Wir gehen davon aus, dass sich die US-Staatsanleihenkurve weiter abflachen wird – der Renditeabstand zwischen 10- und 2-jährigen Treasuries ist jetzt um 26 Basispunkte kleiner als noch vor drei Monaten (siehe Abb. 4). Dieser Trend könnte interessante Anlagemöglichkeiten eröffnen.

Das grösste Potenzial sehen wir jedoch bei chinesischen Staatsanleihen. Die Anlageklasse profitiert von erheblichen Zuflüssen, die sich beschleunigen dürften, da ausländische Investoren besseren Zugang zum Markt erhalten und chinesische Anleihen immer stärker in den globalen Anleihenindizes vertreten sind.

Der Zeitpunkt ist günstig, um in die Anlageklasse zu investieren, da die Realzinsen hoch sind (1,9% gegenüber -0,8% in den USA) und die wirtschaftliche Dynamik in China offenbar ihren Höhepunkt erreicht hat. Alle sechs der von uns beobachteten massgeblichen Aktivitätsindikatoren – Industrieproduktion, Einzelhandelsumsätze, Autoverkäufe, Bautätigkeit, Investitionen in Sachanlagen und nominale Exporte – sind jetzt niedriger als noch vor einigen Monaten. Auch wenn wir davon ausgehen, dass die chinesische Zentralbank vorerst am Status quo festhalten wird, dürfte der nächste Schritt in Richtung Lockerung gehen, da das Inflationsziel bis Jahresende kaum erreicht werden dürfte.

China ist auch der einzige Staatsanleihenmarkt, der nach unserem Modell bei den markttechnischen Daten positiv abschneidet.

In anderen grossen Währungen sind wir gegenüber dem US-Dollar weitgehend neutral gewichtet. Einzige Ausnahme ist das Pfund Sterling, wo wir nach dem jüngsten Anstieg untergewichtet sind.

## 04

### **Globale Märkte insgesamt: Aktien unnachgiebig**

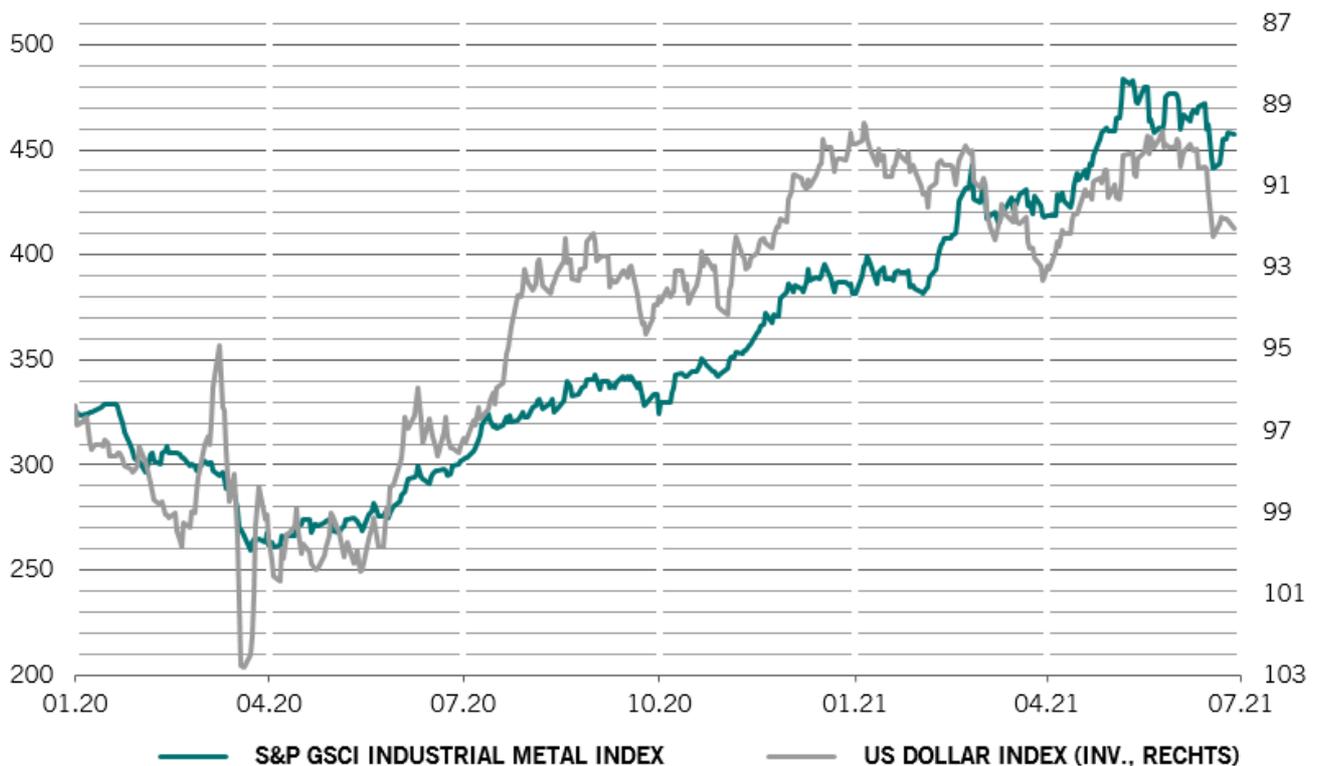
Im Juni stiegen Aktien weiter an und der S&P 500 erreichte komfortabel neue Rekordwerte, da sich die allmähliche Wiederöffnung der US-Wirtschaft in starken Gewinnen niederschlägt. Weltweit legten Aktien im Juni um 2,2% zu, sodass die Performance im bisherigen Jahresverlauf 13,6% in Lokalwährung beträgt.

Die USA und die Schweiz schnitten im Berichtsmonat besonders gut ab, mit einem Plus von 2,8% bzw. 4,9%. Der US-Dollar wertete gegenüber einem Korb von Währungen um 2,7% im Berichtsmonat auf, beflügelt durch einen etwas aggressiveren Ausblick der Fed.

Anleihen haben sich im Berichtsmonat etwas erholt, bleiben aber in Lokalwährung seit Jahresbeginn um 2,6% zurück. Die Stimmung der Investoren ist gespalten: Die einen befürchten, dass eine über das Ziel hinausschiessende Inflation zunehmend in die Verbrauchererwartungen einfliessen wird, und die anderen betrachten den aktuellen Preisdruck als vorübergehendes Phänomen, das weitgehend auf COVID-19-bedingte Verzerrungen zurückzuführen ist.

Bei den Anleihen werden die riskanteren Segmente der Märkte auf beiden Seiten des Atlantiks weiterhin von den gleichen Kräften getragen, von denen auch Aktien profitieren. So verzeichneten US-Hochzinsanleihen im Berichtsmonat ein Plus von 1,4% und Hochzinsanleihen der Eurozone legten um 0,6% in Lokalwährung zu.

Abb. 5 – An Glanz verloren  
Industriemetallpreise gegenüber dem US Dollar Index



Quelle: Refinitiv. Daten beziehen sich auf den Zeitraum 31.05.2019–23.06.2021.

Öl war im bisherigen Jahresverlauf ein Top-Performer – die Volkswirtschaften sind schnurstracks zu ihrem Stand vor einem Jahr zurückgekehrt und die Versorgungsdisziplin bei den Öl produzierenden Ländern ist weiterhin stark. Die Ölpreise stiegen um weitere 9,3% – seit Jahresbeginn fast 50%. Dies schlug sich auch in Energiewerten nieder, die um 4,4% zulegten; das entspricht einem Plus von 30% gegenüber dem Vorjahr.

Industriemetalle haben ihre jüngsten Höchststände bereits weit hinter sich gelassen. Die Auflösung spekulativer Positionen bei Metallen und Hinweise darauf, dass das Wirtschaftswachstum seinen Höhepunkt erreicht haben könnte, trugen zu dieser Entwicklung bei, ebenso wie eine Dämpfung der Inflationserwartungen und ein stärkerer US-Dollar (siehe Abb. 5).

Die beiden letztgenannten Faktoren haben auch dazu geführt, dass die Goldpreise im Berichtsmonat an Boden verloren haben und 4,3% einbüßten.

## 05

## Kurzüberblick

### BAROMETER JULI 2021

#### **Asset-Allokation**

Wir bleiben in unserer Asset-Allokation insgesamt weiterhin neutral eingestellt und bevorzugen defensive Anlagen wie US-Staatsanleihen. In zyklischen Sektoren und Unternehmensanleihen bleiben wir untergewichtet.

#### **Aktienregionen und -sektoren**

Wir bleiben in britischen Aktien übergewichtet, weil sie günstig bewertet sind, und aus strategischen Gründen im Pazifikraum (ohne Japan).

#### **Anleihen und Währungen**

Wir sehen das grösste Potenzial bei US-Staatsanleihen und chinesischen Renminbi-Anleihen, während wir bei den Kreditmärkten vorsichtiger geworden sind.

Die Informationen, Meinungen und Einschätzungen in diesem Dokument sind zum Zeitpunkt der erstmaligen Veröffentlichung zutreffend und unterliegen Risiken und Unsicherheiten, sodass die tatsächlichen Ergebnisse wesentlich von den hier dargestellten abweichen können.

Dieses Dokument ist für Marketing-Zwecke bestimmt und wird von Pictet Asset Management herausgegeben. Es ist nicht für die Verteilung an oder die Verwendung durch Personen oder Einheiten bestimmt, die die Staatsangehörigkeit von oder den Wohn- oder Geschäftssitz in einem Ort, Staat, Land oder Gerichtskreis haben, in denen eine solche Verteilung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Verwendung gegen Gesetze oder andere Bestimmungen verstösst. Als offizielle Fondspublikationen, die als Grundlage für Anlageentscheidungen dienen, gelten nur die jeweils zuletzt veröffentlichten Fassungen des Verkaufsprospekts, des KIID (Wesentliche Anlegerinformationen), des Reglements, des Jahres- und Halbjahresberichts. Diese sind verfügbar auf [assetmanagement.pictet](https://assetmanagement.pictet).

Dieses Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und stellt seitens Pictet Asset Management weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf noch eine Aufforderung oder eine Anlageberatung dar. Es wurde auf Grundlage von subjektiven Daten, Vorhersagen, Prognosen, Erwartungen und Hypothesen erstellt. Die hierin enthaltenen Analysen und Schlussfolgerungen spiegeln eine Ansicht wider, die auf zu einem bestimmten Zeitpunkt verfügbaren Daten basiert. Die tatsächliche Entwicklung der wirtschaftlichen Daten und Finanzmarktwerte kann stark von den in diesem Dokument dargelegten Angaben abweichen.

Im Übrigen spiegeln die hier wiedergegebenen Informationen, Meinungen und Schätzungen eine Beurteilung zum Veröffentlichungsdatum wider und können ohne besondere Benachrichtigung geändert werden. Pictet Asset Management bietet

keinerlei Gewähr, dass die in dieser Marketing-Unterlage erwähnten Wertpapiere sich für einen bestimmten Investor eignen. Diese Unterlage kann nicht als Ersatz einer unabhängigen Beurteilung dienen. Die steuerliche Behandlung hängt von der Situation der einzelnen Investoren ab und kann sich im Laufe der Zeit ändern. Jeder Anleger sollte unter Berücksichtigung seiner Anlageziele und seiner finanziellen Lage vor jeder Anlageentscheidung prüfen, ob die Anlage für ihn geeignet ist und er über ausreichende Finanzkenntnisse und Erfahrung dafür verfügt oder ob eine professionelle Beratung erforderlich ist.

Der Wert und die Erträge der in dieser Unterlage erwähnten Wertpapiere und Finanzinstrumente können sinken oder steigen. Folglich laufen Anleger die Gefahr, dass sie weniger zurück erhalten, als sie ursprünglich investiert haben. Risikofaktoren werden im Fondsprospekt aufgeführt und in dieser Unterlage nicht vollständig wiedergegeben.

In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine zuverlässigen Anhaltspunkte über die zukünftige Entwicklung. Bei der Zeichnung oder Rücknahme belastete Provisionen/Kommissionen und Gebühren sind nicht in der Performance enthalten. Diese Marketing-Unterlagen sind kein Ersatz für die vollständigen Fondsunterlagen und Informationen, die Investoren von ihren Vermittlern für Anlagen im in dieser Unterlage erwähnten Fonds erhalten müssen.

Für EU-Länder zuständig ist: Pictet Asset Management (Europe) S.A., 15, avenue J. F. Kennedy, L-1855 Luxemburg  
Für die Schweiz zuständig ist: Pictet Asset Management SA , 60 Route des Acacias, CH-1211 Genf 73