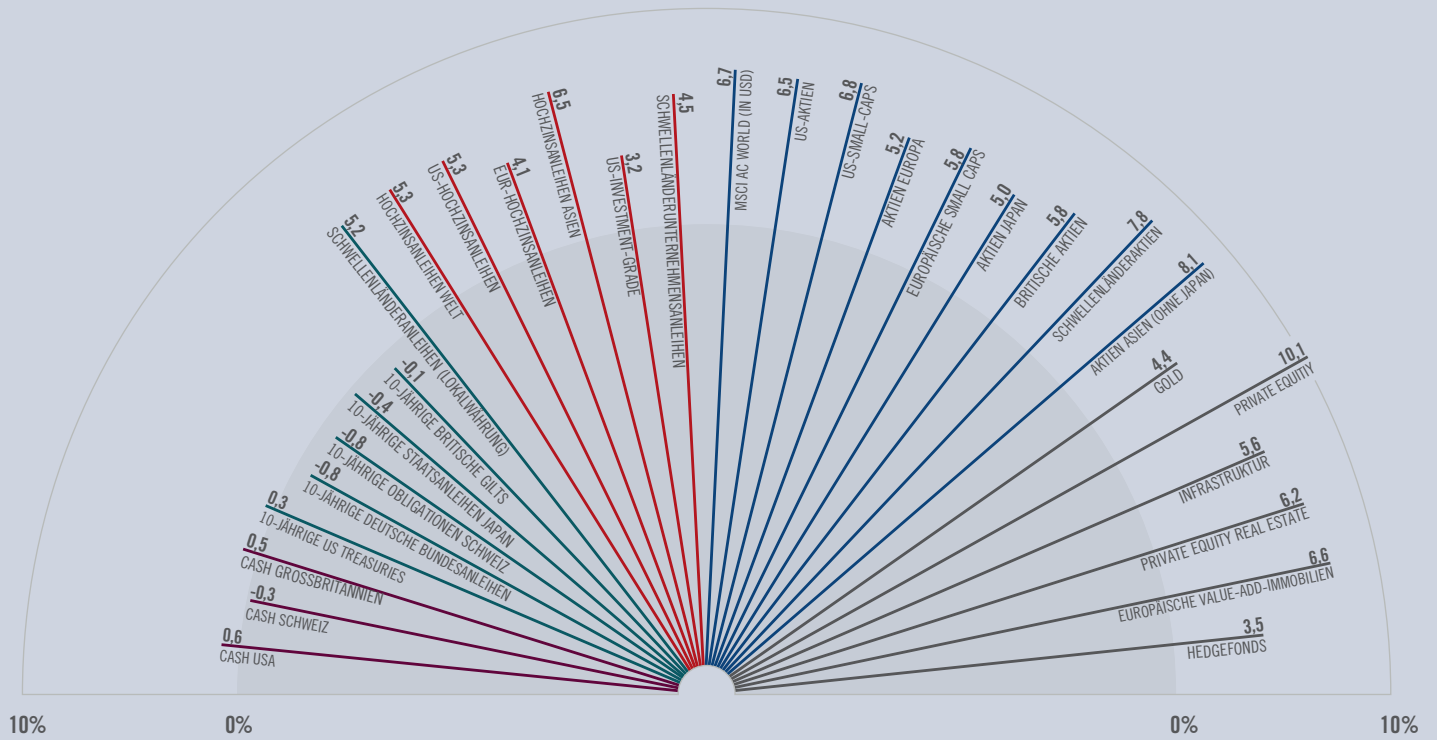


HORIZONTE

RENDITEERWARTUNGEN FÜR DIE NÄCHSTEN 10 JAHRE
NEUE ANLAGEANSÄTZE



CASH

STAATSANLEIHEN

UNTERNEHMENSANLEIHEN

AKTIEN

ALTERNATIVE ANLAGEN UND GOLD

INHALT

Pictet Wealth Managements Renditeerwartungen für die nächsten 10 Jahre	3
Ein neuer Ansatz für strategisches Anlegen nach der Pandemie	4
Zehn zentrale Botschaften	6
Covid-19 wird bei den langfristigen Renditen dauerhafte Spuren hinterlassen	8
„Beyond <i>Horizon</i> “: Über den Horizont hinaus	12
Dauerhaft tiefe Zinsen sorgen für höhere Renditen bei Aktien und aktienähnlichen Anlagen	13
Die Attraktivität des Endowment-Anlageansatzes	23
Zielbasiertes Investieren: Der neue Ansatz für strategische Allokation	24

UNSERE SZENARIEN FÜR REALES WACHSTUM UND INFLATION

Durchschnitt 2020

Inflation %	Schweiz	USA	Eurozone	GB	Japan	China	Indien	Welt
Abwärtsszenario	-1,0%	0,2%	-0,3%	-0,5%	-0,3%	2,5%	2,2%	1,8%
Hauptszenario	-0,5%	0,4%	0,2%	0,0%	0,2%	3,0%	3,2%	1,9%
Aufwärtsszenario	0,4%	0,5%	0,8%	0,7%	0,5%	3,5%	4,2%	1,9%

Reales BIP-Wachstum	Schweiz	USA	Eurozone	GB	Japan	China	Indien	Welt
Abwärtsszenario	-10,0%	-12,3%	-14,0%	-12,0%	-7,8%	-2,7%	-4,0%	-7,0%
Hauptszenario	-7,5%	-7,7%	-9,5%	-10,5%	-5,8%	1,2%	-2,7%	-4,1%
Aufwärtsszenario	-4,0%	-4,2%	-4,7%	-5,5%	-3,3%	2,8%	-1,5%	-1,2%

Durchschnitt 2029

Inflation %	Schweiz	USA	Eurozone	GB	Japan	China	Indien	Welt
Abwärtsszenario	0,7%	1,8%	1,0%	1,9%	0,0%	2,0%	4,0%	2,3%
Hauptszenario	1,4%	1,9%	1,7%	2,1%	0,8%	3,0%	5,0%	2,8%
Aufwärtsszenario	1,9%	4,0%	2,0%	4,0%	1,2%	4,0%	6,0%	3,9%

Reales BIP-Wachstum	Schweiz	USA	Eurozone	GB	Japan	China	Indien	Welt
Abwärtsszenario	1,3%	1,4%	0,8%	0,9%	0,2%	4,1%	6,3%	2,5%
Hauptszenario	1,7%	2,1%	1,3%	1,5%	0,7%	4,6%	6,8%	2,9%
Aufwärtsszenario	2,0%	2,5%	1,7%	1,9%	1,2%	5,1%	7,3%	3,6%

Quelle: Pictet WM, AA&MR, Juni 2020

PICTET WEALTH MANagements RENDITEERWARTUNGEN FÜR DIE NÄCHSTEN 10 JAHRE*

	10 JAHRE	NOMINALE GESAMTRENDITEN NACH WÄHRUNG UNTER VERWENDUNG DER MODIFIZIERTEN KKP			
	Lokalw. (modifizierte KKP)	CHF	USD	EUR	GBP
CASH					
Cash USA	0,6%	0,6%	0,6%	-0,6%	-1,0%
Cash Europa	-0,1%	1,1%	1,1%	-0,1%	-0,5%
Cash Schweiz	-0,3%	-0,3%	-0,4%	-1,4%	-1,9%
Cash Grossbritannien	0,5%	2,2%	2,1%	0,9%	0,5%
Cash Japan	0,0%	0,8%	1,3%	0,2%	-0,1%
STAATSANLEIHEN					
Staatsanleihen Welt aller Laufzeiten	0,6%	0,4%	0,6%	-0,6%	-1,0%
10-jährige Staatsanleihen Welt	0,5%	0,4%	0,5%	-0,7%	-1,0%
10-jährige US Treasuries	0,3%	0,3%	0,3%	-0,9%	-1,3%
10-jährige deutsche Bundesanleihen	-0,8%	0,3%	0,3%	-0,8%	-1,2%
10-jährige Obligationen Schweiz	-0,8%	-0,8%	-0,9%	-1,9%	-2,4%
10-jährige Staatsanleihen Japan	-0,4%	0,5%	1,0%	-0,2%	-0,4%
10-jährige britische Gilts	-0,1%	1,6%	1,5%	0,3%	-0,1%
Schwellenländeranleihen (Lokalwährung)	5,2%	5,3%	5,2%	4,1%	3,6%
Schwellenländeranleihen (Hartwährung)	4,7%	4,8%	4,7%	3,6%	3,1%
UNTERNEHMENSANLEIHEN					
Hochzinsanleihen Welt	5,3%	5,3%	5,3%	4,1%	3,7%
Hochzinsanleihen USA	5,3%	5,4%	5,3%	4,1%	3,7%
Hochzinsanleihen Euro	4,1%	5,2%	5,2%	4,1%	3,7%
Hochzinsanleihen Asien	6,5%	6,6%	6,5%	5,3%	4,9%
Investment Grade Welt	3,1%	3,1%	3,1%	1,9%	1,5%
Investment Grade USA	3,2%	3,3%	3,2%	2,1%	1,6%
Investment Grade Euro	1,8%	2,9%	2,9%	1,8%	1,4%
Investment Grade Asien	4,0%	4,0%	4,0%	2,8%	2,4%
Unternehmensanleihen Schwellenländer	4,5%	4,6%	4,5%	3,3%	2,9%
AKTIEN					
MSCI World (in USD)	6,5%	6,5%	6,5%	5,4%	5,0%
MSCI AC World (in USD)	6,7%	6,7%	6,7%	5,5%	5,1%
Aktien USA	6,5%	6,6%	6,5%	5,3%	4,9%
Small Caps USA	6,8%	6,9%	6,8%	5,7%	5,3%
Aktien Europa	5,2%	6,3%	6,3%	5,2%	4,8%
Small Caps Europa	5,8%	7,0%	7,0%	5,8%	5,4%
Aktien Euro	5,4%	6,6%	6,6%	5,4%	5,0%
Aktien Japan	5,0%	5,8%	6,3%	5,2%	4,9%
Aktien Schweiz	5,8%	5,8%	5,8%	4,7%	4,2%
Aktien Grossbritannien	5,8%	7,4%	7,4%	6,2%	5,8%
Schwellenländeraktien	7,8%	7,9%	7,8%	6,7%	6,2%
Aktien Asien (ohne Japan)	8,1%	8,2%	8,1%	7,0%	6,6%
ALTERNATIVE ANLAGEN UND GOLD					
Gold	4,4%	4,5%	4,4%	3,3%	2,8%
Private Equity	10,1%	10,1%	10,1%	8,9%	8,5%
Infrastruktur	5,6%	5,7%	5,6%	4,5%	4,0%
Private Equity Real Estate	6,2%	6,3%	6,2%	5,1%	4,6%
Europäische Value-add-Immobilien	6,6%	7,8%	7,8%	6,6%	6,2%
Hedgefonds	3,5%	3,5%	3,5%	2,3%	1,9%

* Von Pictet Wealth Management erwartete durchschnittliche Jahresrenditen. Die Performance in der Vergangenheit und Prognosen sind per se keine verlässlichen Indikatoren der künftigen Performance.
Quelle: Pictet WM, AA&MR, Juni 2020

EIN NEUER ANSATZ FÜR STRATEGISCHES ANLEGEN NACH DER PANDEMIE



Christophe Donay

Leiter Asset-Allokation und Makro-Research
Chefstrategie



César Pérez Ruiz

Leiter Investment Platform
Chief Investment Officer

Liebe Leserin, lieber Leser

Wir freuen uns sehr, Ihnen die Ausgabe 2020 von *Horizonte* zu präsentieren, in der Sie unsere langfristige Top-down-Einschätzung zu wirtschaftlichen Entwicklungen, erwarteten Renditen und zur strategischen Asset-Allokation finden.

Dieses Jahr hat uns der Covid-19-Ausbruch gezwungen, mit der Veröffentlichung noch einige Wochen zu warten, um abzuschätzen, was die Pandemie für die Märkte und Volkswirtschaften über den kurzfristigen Einbruch und die Erholungsrally hinaus bedeutet. Wir befinden uns hier auf absolutem Neuland und es wird einige Jahre dauern, bis die Folgen der Pandemie ganz klar sind. Wir haben die Verzögerung jedoch genutzt, um unsere Wirtschaftsprognosen und Renditeerwartungen für die einzelnen Anlageklassen auf den Prüfstand zu stellen.

Bei unserem Zeithorizont von zehn Jahren, der für strategische Anlagen wohl am relevantesten ist, dürfte die **plötzliche heftige Rezession, die durch Covid-19 ausgelöst wurde, verschiedene bereits bestehende Wirtschafts- und Marktentwicklungen grundsätzlich weiter verstärkt haben.** Nachdem etwa die Zentralbanken massiv neu ausgegebene Staatsanleihen kaufen mussten, rücken Notenbanken allmählich von jeglichem Gedanken an geldpolitische Normalisierung ab, während neue Ideen zur Stimulierung der Wirtschaft wie die Modern Monetary Theory und die Steuerung der Zinskurve an Boden gewonnen haben. Insgesamt haben wir es mit einem geldpolitischen Regime zu tun, das wir als „Schuldendominanz“ bezeichnen und dessen Ziel es ist, die Zinsen dauerhaft niedrig zu halten. Dies hat verschiedene Konsequenzen für die Renditen der einzelnen Anlageklassen. Hier ist zunächst eine paradoxe Verbesserung der Aktienrenditen zu nennen, denn unserer Prognose zufolge bleibt dieses Regime über den Zeithorizont dieser Publikation hinweg bestehen. Auch für Privatmarktanlagen verbessern sich unsere Renditeerwartungen. Bei Staatsanleihen und Cash dagegen führen dauerhaft niedrige Zinsen zu sinkenden Renditeaussichten. Der neue geldpolitische Kurs bestätigt auch, dass das Anlegen im Stil einer Stiftung nach wie vor die sinnvollste Art der strategischen Asset-Allokation ist.

Wir sind weiterhin überzeugt davon, dass die Begriffe Regime und Regimewechsel für das Verständnis der Wirtschafts- und Inflationsdynamik, die den Trends in den einzelnen Anlageklassen zugrunde liegt, von entscheidender Bedeutung sind. Das offensichtlichste Beispiel für einen Regimewechsel ist China, dessen jährliches BIP-Wachstum von Anfang der 1990er bis in die Jahre nach 2015 von real 12% auf unter 7% gefallen ist und in den kommenden zehn Jahren weiter auf etwa 4% sinken wird. Wir gehen zwar davon aus, dass die Inflation in China auf durchschnittlich 3% pro Jahr ansteigen wird, aber in unserem Hauptszenario bleibt das Regime mit niedriger Inflation in den grossen Volkswirtschaften bestehen. Aufgrund der massiven Liquiditätsspritzen der Zentralbanken in die Finanzsysteme zur Bewältigung der Corona-Folgen besteht jedoch die Möglichkeit eines Regimewechsels hin zu einem

höheren globalen Inflationsniveau, möglicherweise ausgelöst durch eine Ab- und Entwertung von Währungen.

Bei den klassischen Anlageklassen hatte unsere Analyse bereits gezeigt, dass die Renditen für Kernstaatsanleihen niedriger sein würden als in der Vergangenheit: **Wir erwarten jetzt für US Treasuries über die nächsten zehn Jahre nominale Jahresrenditen von durchschnittlich 0,3% (gegenüber 9% über fast vier Jahrzehnte).** In früheren Ausgaben von *Horizonte* haben wir auch dafür plädiert, Cash aufgrund der rückläufigen Renditeerwartungen einfach als Möglichkeit zur Wertaufbewahrung zu nutzen, bis sich attraktivere Anlagechancen ergeben, und nicht als festen Bestandteil der strategischen Asset-Allokation. Aufgrund des aktuellen geldpolitischen Regimewechsels prognostiziert die diesjährige Ausgabe von *Horizonte* einen weiteren Rückgang der jährlichen Cash-Renditen in den nächsten zehn Jahren. Gold dagegen zählt mit einer erwarteten durchschnittlichen Jahresrendite von über 4% (in US-Dollar) zu den Anlagen, die von der Veränderung des geldpolitischen Regimes (und eventuell auch des Inflationsregimes) am stärksten profitieren dürften. Seit wir im Jahr 2013 erstmals unsere Renditeerwartungen zusammengestellt haben, verbessern und erweitern wir unsere Erfassung von Top-down-Anlagekriterien, wobei die Analyse wirtschaftlicher Fragen in unsere Renditeerwartungen für immer mehr Anlageklassen und dann in unsere strategische Asset-Allokation einfließt. In diesem Jahr sind einige Anlageklassen hinzugekommen – insgesamt sind es nun 41 in vier Währungen. Da Privatmarktanlagen in unserer Anlagestrategie eine immer grössere Rolle spielen, stellen wir dieses Jahr unsere Erwartungen für Infrastrukturanlagen vor. Auch asiatische Unternehmensanleihen sind zum ersten Mal in *Horizonte* erfasst. Parallel dazu bauen wir unser Research zur strategischen Asset-Allokation weiter aus, und so gibt die diesjährige Ausgabe Einblicke in verhaltensorientierte Finanzmarkttheorie (Behavioral Finance) und zielbasiertes Investieren (Goal-Based Investing).

Die Erweiterung des Bereichs, den Pictet Wealth Management erfasst, ist Teil unserer Bemühungen, die Renditedynamik in den einzelnen Anlageklassen besser zu verstehen. Dazu gehört, dass wir unsere Analyse von Regimes vorantreiben und sicherstellen, dass die Modellierung, die wir bei unseren Finanzanalysen verwenden, robust bleibt.

Nun wollen wir uns eingehender mit tief verwurzelten strukturellen Trends befassen, die Auswirkungen auf die langfristigen Renditeerwartungen haben könnten. Dazu rufen wir „Beyond *Horizon*“ ins Leben. **„Beyond *Horizon*“ ist eine Neuentwicklung in unserem Top-down-Research und basiert auf der Prämisse, dass hinter Veränderungen ökonomischer Regimes verschiedene strukturelle Triebkräfte stehen, die sich genau bestimmen lassen.** Unser Research legt uns nahe, uns auf sieben strukturelle Triebkräfte zu konzentrieren, die den Lesern früherer

Ausgaben von *Horizonte* teilweise bekannt vorkommen werden.

So integrieren wir in unsere Analyse der Renditeerwartungen seit 2014 auch Fragen zur Innovation, ebenso wie die weltweite „grosse Divergenz“ bei der Schuldendynamik und -tragfähigkeit, den demografischen Wandel und den Aufstieg des Populismus. Die Ereignisse im 1. Halbjahr 2020 haben die Dynamik hinter einer Reihe dieser strukturellen Triebkräfte verstärkt. So dürfte die Schuldentragfähigkeit in den kommenden Jahren ein heikles Thema werden, wenn die öffentliche Schuldenquote in den Industrieländern innerhalb weniger Monate von durchschnittlich 105% auf 130% des BIP hochschnellt. **Die Herausforderung der USA durch China dürfte an Dynamik gewinnen, und zum ersten Mal überhaupt steht hinsichtlich der technologischen und wirtschaftlichen Führung eine bipolare Welt in Aussicht.** Solche Entwicklungen haben für unsere Prognosen zur Entwicklung der Wirtschaft und einzelner Anlageklassen erhebliche Konsequenzen.

„Wir rechnen mit langfristig besseren Renditen für Privatmarktanlagen und paradoxerweise auch für Aktien. Aber die allgemein tiefen Zinsen beeinträchtigen die Aussichten für Cash und Staatsanleihen.“

Der Entwurf einer strategischen Asset-Allokation gehört zu den wichtigsten Schritten jedes Anlageprozesses. Von ihm hängen Entscheidungen zur taktischen Asset-Allokation und der Grossteil der langfristigen Performance ab. Die Suche nach der sinnvollsten strategischen Asset-Allokation für die Zeiten, in denen wir leben, ist ein wesentlicher Grund dafür, dass wir unser Research weiterentwickeln und unsere makroökonomischen Analysen, unsere Überzeugungen zu einzelnen Anlageklassen und unsere taktischen Asset-Allokationen möglichst kohärent und resilient kombinieren.

Diese Ausgabe von *Horizonte* enthält auch die jüngsten Optimierungen unserer Risikoeinschätzungen, hinter denen der Gedanke steht, dass die Volatilität als Massstab für das Risiko, das Anleger wirklich tragen, eine allzu restriktive Sichtweise darstellt. In früheren Jahren haben wir vorgeschlagen, uns stattdessen an Drawdowns zu orientieren. Die vorliegende Ausgabe befasst sich daher mit Behavioral Finance, und dies führt naturgemäss zur Untersuchung des Potenzials von Goal-Based Investing, das für die strategische Asset-Allokation viel zu bieten hat. Wir hoffen, dass Sie so einen Einblick in die Top-down-Themen erhalten, die Pictet Wealth Management bei der strategischen Asset-Allokation betrachtet, und Ideen für die Erreichung Ihrer eigenen Anlageziele sammeln. Viel Spass beim Lesen! ■

Langfristiger Ausblick und Trends

1

Renditeerwartungen durch Pandemie erschüttert

Der starke Druck auf Risikoanlagen im Zuge der weltweiten Ausbreitung von Covid-19 sowie die strukturellen Veränderungen der Weltwirtschaft und die Verzerrungen infolge der geldpolitischen Reaktionen auf die Pandemie veranlassen uns zu einer Anpassung unserer langfristigen Renditeerwartungen für verschiedene Anlagen, darunter Cash, Anleihen und Aktien.

3

Geldpolitisches Regime unter dem Banner der Schuldendominanz

Covid-19 wird eine Reihe langfristiger Trends beschleunigen, etwa den Aufstieg der virtuellen Ökonomie und die zunehmende Konzentration der Wertschöpfung. Auch neue Ansätze in der Wirtschaftspolitik werden sich durch die Pandemie schneller durchsetzen, wobei die unorthodoxe Geldpolitik für dauerhaft niedrige Zinsen sorgen wird.

2

Langfristige Wachstumsfaktoren wieder im Vordergrund

Die Coronavirus-Pandemie verändert die Entwicklung der Weltwirtschaft. Auf die Schrumpfung im laufenden Jahr dürfte 2021 ein kräftiger Aufschwung folgen. China dürfte sich relativ schnell erholen und zu seinem niedrigeren langfristigen Wachstumsgleichgewicht zurückfinden, während die internen Strukturveränderungen weitergehen. Aufgrund der leichten Zunahme des technologiebedingten Produktivitätswachstums beurteilen wir die lang- und mittelfristigen Aussichten für die US-Wirtschaft optimistischer als die offiziellen US-Institutionen. Die USA dürften ihren Wachstumsvorteil gegenüber Europa zementieren.

4

Zunehmender Populismus gefährdet Prognosen

Unserem zentralen Szenario zufolge bleibt es bei einem Regime mit leichtem innovationsbedingtem Wachstum, das die Zentralbanken mit verstärktem Aktivismus verfestigen. Unser negatives Szenario berücksichtigt das Risiko, dass am Ende der Populismus in seinen verschiedenen Ausprägungen von der Coronavirus-Pandemie profitiert und das BIP-Wachstum langfristig gefährdet.

Erwartete Renditen

5

Cash ist nicht mehr „King“

Unsere Analyse kam schon in früheren Jahren zu diesem Schluss, aber da wir davon ausgehen, dass uns eine Periode der finanziellen Repression bevorsteht, damit die Kreditkosten für Staaten wie auch für Unternehmen gering bleiben, sehen wir die durchschnittlichen realen Jahresrenditen für Cash in Schweizer Franken und Euro während der nächsten zehn Jahre im negativen Bereich und für US-Cash bei kümmerlichen 0,6%. Die Anleger werden andere liquide Alternativen in Betracht ziehen müssen, um ihre Aussichten angesichts eines längeren Zeitraums mit extrem tiefen Zinsen zu verbessern.

6**Aktienrenditen werden steigen**

Wenn wir als Ausgangspunkt ein Jahr wie 2020 nehmen, in dem die Gewinne Corona-bedingt stark sinken werden, ergibt sich für Aktien automatisch ein Anstieg unserer zehnjährigen Renditeerwartungen im Vergleich zu unseren ursprünglichen Berechnungen. Aufgrund der weiterhin tiefen Anleihenrenditen dürften Aktien attraktiv bleiben. Allerdings könnten die Covid-19-Folgen dazu führen, dass die Aktienerträge in Form von Dividenden zurückgehen.

8**Akzeptable Illiquiditätsprämie**

Vor dem Hintergrund sinkender Renditen für traditionelle Anlageklassen wie Anleihen und Cash werden sich Anleger weiterhin für Alternativen interessieren, die die Aussichten eines diversifizierten Portfolios verbessern können. Die Pandemie dürfte neue Möglichkeiten für Anlagen mit langer Kapitalbindung eröffnen, etwa für Private Equity. Hier könnten die durchschnittlichen Jahresrenditen in den nächsten zehn Jahren zweistellig ausfallen.

Asset-Allokation

9**Höhere Volatilität in Sicht**

Anleger werden sich in den kommenden Jahren an eine wesentlich höhere Volatilität mit häufigeren und stärkeren Drawdowns gewöhnen müssen. Daher müssen sie weiterhin sehr auf Diversifizierung und Selektivität achten und sich genau überlegen, wie sie es mit der Risikobereitschaft halten. Behavioral Finance dürfte bei den Bemühungen um eine Verbesserung der Portfoliorenditen weiter an Bedeutung gewinnen.

7**Renditen von Staatsanleihen negativ, Aussichten für High Yield besser**

Anhaltender Abwärtsdruck auf die Zinsen wird dazu führen, dass die durchschnittlichen Jahresrenditen von Kernstaatsanleihen in den nächsten zehn Jahren kümmerlich oder sogar negativ ausfallen werden. Aufgrund der dauerhaft tiefen Zinsen werden Kernanleihen selbst vor einem leichten Anstieg der Inflation kaum Schutz bieten. Sogar ihr Status als sicherer Hafen könnte sich als fraglich erweisen. Unter den schwachen Aussichten für Staatsanleihen werden auch die Renditen von Investment-Grade-Unternehmensanleihen leiden, doch bei High-Yield-Anleihen, die eher aktienähnliche Merkmale aufweisen, scheinen sich die langfristigen Renditeerwartungen aufgrund der jüngsten Ereignisse zu verbessern. Auch die erwarteten Renditen von Schwellenländeranleihen erscheinen daher für risikobereite Anleger attraktiver.

10**Stiftungsansatz behält seinen Reiz**

Da traditionelle 60/40-Portfolios (60% Aktien und 40% Anleihen) aufgrund schwindender Anleihenrenditen weniger Potenzial bieten, müssen für die strategische Asset-Allokation umso dringender alternative Ansätze gefunden werden. Wir glauben, dass ein wohldurchdachtes Vorgehen im Stil einer Stiftung mit einem hohen Anteil an Private Equity, Sachwerten und Absolute-Return-Strategien das Potenzial hat, die langfristigen Renditen zu steigern.

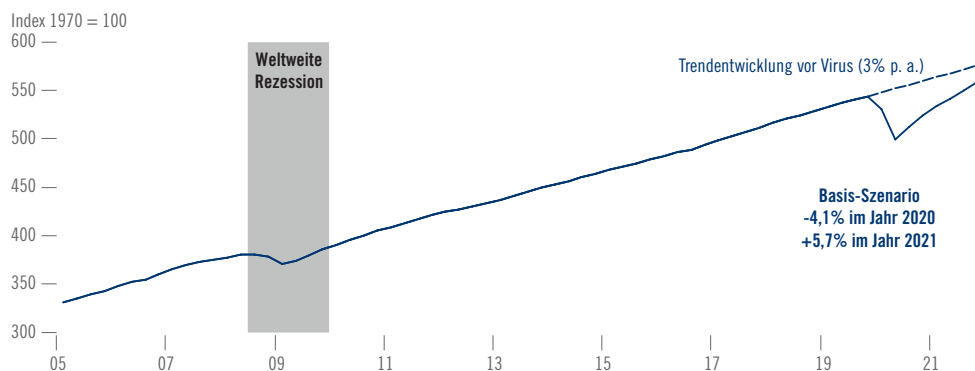
COVID-19 WIRD BEI DEN LANGFRISTIGEN RENDITEN DAUERHAFT SPUREN HINTERLASSEN

Auf lange Sicht gibt es verschiedene Auswirkungen der Coronavirus-Pandemie auf die Weltwirtschaft und die Märkte. Bei der strategischen Asset-Allokation sind durchdachte Diversifikation und Titelauswahl wichtiger denn je.

Die erste und deutlichste Folge der Covid-19-Pandemie ist, dass die Risiken in Verbindung mit unserem Hauptszenario langfristig gestiegen sind. Derzeit nehmen die neuen Risiken gegenüber den Chancen überproportional zu. Eine weitere Auswirkung ist, dass sich die Prognosen

für die Entwicklung der Weltwirtschaft im Zuge der Krise verändert haben. Die weltweite Rezession 2020 wird ein nie dagewesenes Ausmass erreichen. In unserer Hauptprognose gehen wir davon aus, dass das weltweite BIP 2020 um über 4% zurückgeht, bevor es sich 2021 wieder um 5,7% erholen dürfte (siehe Grafik 1).

GRAFIK 1: WELTWEITE REZESSION 2020 – UNSER HAUPTSZENARIO



Erst 2022 dürfte das weltweite reale BIP wieder sein Niveau von Ende 2019 erreichen. Und wie so oft nach einer Wirtschaftskrise dürfte der Wachstumstrend im kommenden Jahrzehnt niedriger ausfallen als in den vergangenen zehn Jahren. In anderen Worten wird die Pandemie wie alle Krisen zu einem permanent niedrigeren BIP-Wachstum führen.

Unsere weltweiten BIP-Prognosen für 2020 und 2021 basieren auf zwei Annahmen. Erstens: Es kommt nicht zu einer zweiten (oder dritten) Welle des Coronavirus. Zweitens: Die drastischsten, ganze Länder betreffende Ausgangssperren dauern nicht länger als 60 Tage.

Eine dritte Auswirkung der Corona-Krise ist, dass sich **unsere Prognosen der 10-jährigen Renditen für alle Anlageklassen aufgrund der Pandemie deutlich verändert haben** (siehe Grafik 2). Nicht nur, weil sich die Weltwirtschaft anders als erwartet entwickeln wird, sondern auch, weil der Ausgangspunkt für Prognosen nun bei den meisten Anlageklassen ein ganz anderer ist. Zum Beispiel:

- Die nominalen Zinsen für US-Staatsanleihen erreichten Anfang Mai 2020 mit 0,6% ihren historischen Tiefststand und dürften angesichts des anhaltenden Kurswechfels in der Geldpolitik auch weiterhin niedrig bleiben. Als Ergebnis gehen wir davon aus, dass die Gesamrendite bei Staatsanleihen der Kernländer, einschliesslich US Treasuries, im Zeitraum von 2020 bis 2029 um bis zu 150 Basispunkte sinken wird.
- Der Rückgang bei den wichtigsten Aktienmarktindizes zwischen Mitte Februar und Mitte März verbessert die 10-jährigen Aktienrenditen im Vergleich zu unseren Prognosen von 2019 automatisch um rund 90 Basispunkte. **Wie üblich ergeben sich bei einer Krise wie der aktuellen günstigere Einstiegsmöglichkeiten und somit auch bessere Gelegenheiten für langfristige Anleger.**
- Die Spreads hochwertiger Unternehmensanleihen dürften in den kommenden zehn Jahren deutlich abnehmen – ihre jährliche Nominalrendite in den USA und Europa ist seit Veröffentlichung der *Horizonte*-Ausgabe letztes Jahr um 90 bzw. 140 Basispunkte gestiegen.

Die Anpassungen unserer Renditeerwartungen finden vor dem Hintergrund eines komplexen Zusammenspiels zwischen Politik, Geopolitik, Wirtschaft und Finanzmärkten statt.

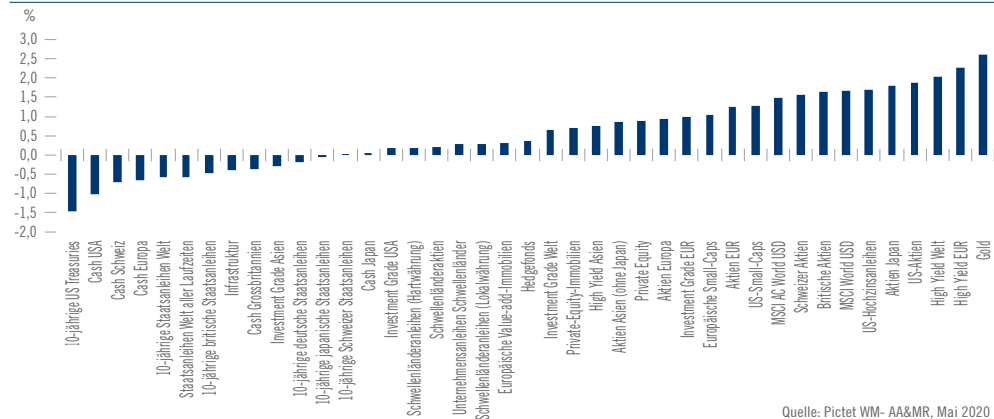
Wirtschaftliche und politische Folgen

Die Pandemie hat verschiedene wirtschaftliche und politische Auswirkungen, die bereits vorher identifizierte strukturelle Trends verstärken. In diesem Zusammenhang können sieben wichtige Punkte genannt werden:

1. Steigende öffentliche und private Schuldenniveaus könnten langfristig die potenziellen Wachstumsniveaus sowohl in Industrie- als auch in Schwellenländern reduzieren.
2. Die Politik der Zentralbanken hat bisher sowohl einen Liquiditätsengpass als auch eine Kreditklemme verhindert – was allerdings zu einer steigenden finanziellen Instabilität geführt hat. Unsere Renditeerwartungen umfassen die Erkenntnis, dass es zu einem Anstieg der Schuldenniveaus in allen grossen Volkswirtschaften und einer gleichzeitigen Zunahme der finanziellen Instabilität kommen wird. Die nächste Krise könnte noch schlimmer werden und schwieriger zu überwinden sein.
3. Die Frage nach der Finanzierung der überdimensionalen öffentlichen Defizite erhöht das Risiko von Finanzrepression und Enteignung erheblich. Es könnten höhere Steuern für Unternehmen und Haushalte erhoben werden.
4. Die Unabhängigkeit der Zentralbanken dürfte zunehmend in Frage gestellt werden, da Länder mit hohen Budgetdefiziten und hohen Verschuldungsquoten versucht sein können, die Kontrolle über die Zentralbanken zu übernehmen, um die Geldpolitik für politische Zwecke zu nutzen.
5. Der Druck zur Monetarisierung der Staatsverschuldung, einschliesslich einer Währungsabwertung, könnte zu einem erneuten Anstieg der Inflation und zu wachsendem Misstrauen in die entsprechende Währung führen. Ein solches Szenario könnte langfristig das

„Unsere Prognosen der 10-jährigen Renditen für alle Anlageklassen haben sich aufgrund der Pandemie deutlich verändert.“

GRAFIK 2: VERÄNDERUNGEN BEI DEN RENDITEERWARTUNGEN DER NÄCHSTEN 10 JAHRE INFOLGE VON COVID-19 (MAI 2020 VS. MÄRZ 2020)



„Die Pandemie hat die Attraktivität des Endowment-Anlageansatzes gesteigert.“

Risiko von Finanz- und Wirtschaftskrisen erhöhen.

6. Die Monetarisierung von Staatsschulden ist in Form von direkten oder indirekten Käufen der Schuldverschreibungen von Regierungen durch die Zentralbank bereits Realität. Wir nähern uns damit den Ideen der Modern Monetary Theory. Zunehmend bestimmen Regierungen über die Geldmenge im Umlauf, unabhängig vom Niveau der Wirtschaftsaktivität. Falls schlussendlich Regierungen die Zinssätze festlegen, würde das die konventionellen Kreditmechanismen verändern, was künstlich niedrige Zinsen und damit eine ebenso künstliche Anlagenbewertung nach sich ziehen würde.

7. Die Deglobalisierung wird voraussichtlich an Fahrt gewinnen, und eine durch die Folgen der Pandemie ausgelöste weitere Zunahme von Nationalismus und Populismus den Stil der Wirtschaftspolitik grundlegend verändern.

Finanzmärkte und Asset-Allokation

Infolge der Pandemie kann damit gerechnet werden, dass sich einige Wirtschaftstrends und Veränderungen im geld- und finanzpolitischen Stil – die wir bereits in früheren Ausgaben von *Horizonte* identifiziert und beschrieben haben – noch schneller entwickeln.

1. Ökonomen und Strategen streiten über die Fundamentalfaktoren, die den allgemeinen Rückgang der Zinssätze seit Auftreten des Coronavirus auf unter null oder nahe daran beschleunigt haben. Dennoch kann davon ausgegangen werden, dass der geldpolitische Stilwechsel der Zentralbanken ein Faktor ist. Diese tendieren zu einem Stil, der Kontrolle der Zinskurve und Modern Monetary Theory (MMT) kombiniert. **Kurz gesagt werden die Zentralbanken die Staatsdefizite finanzieren und gleichzeitig die Finanzierungskosten auf ein Niveau festlegen, das deutlich unter dem nominalen Wachstum liegt.**
2. Dadurch und weil die Fed bereits 26% aller US-Staatsanleihen hält, werden die Anleihemarktmechanismen völlig ausgehebelt – mit dem Risiko, dass Staatsanleihen von sogenannten Kernländern ihren Status als sichere Häfen verlieren.
3. Die sehr niedrigen Renditen von Kernstaatsanleihen führen zu einer realen Kapitalerosion (Finanzrepression) und machen es zunehmend schwierig, durch eine ausgewogene strategische Asset-Allokation ein gut diversifiziertes Portfolio zusammenzustellen.
4. Wir haben bereits früher argumentiert, dass der Ausdruck „cash is king“ in Bezug

auf die strategische Asset-Allokation **nicht mehr stimmt**. Die Zentralbankpolitik aus MMT plus Kontrolle der Zinskurve stützt dieses Argument.

5. **Die klassische strategische Asset-Allokation aus 60% Aktien und 40% Kernstaatsanleihen verliert an Attraktivität.** Dies ist auf die steigenden Kosten der Diversifikation durch die zunehmend negativen realen Renditen bei Staatsanleihen zurückzuführen. Dagegen wird infolge der Pandemie der Endowment-Stil immer beliebter, der die Anlagepolitik von Stiftungsfonds grosser US-Universitäten nachahmt und bei dem ein hoher Anteil des Portfolios in alternative Anlagen (Private Equity, Sachwerte, Absolute-Return-Strategien) investiert wird.

6. **Die beunruhigend stark steigenden Verschuldungsniveaus werfen jedoch die Frage der Schuldenragfähigkeit auf.** Die richtige Titelauswahl wird immer wichtiger. Dabei muss zunehmend geprüft werden, ob Private-Equity-Firmen eine Finanzierung zu vernünftigen Konditionen erhalten können und wie resilient sie auf Wirtschaftsschocks reagieren.

Fazit: Nach der Coronavirus-Krise sind Diversifikation und Titelauswahl bei der strategischen Asset-Allokation noch wichtiger als zuvor.

„BEYOND HORIZON“: ÜBER DEN HORIZONT HINAUS

Pictet Wealth Management hat ein neues Analyseinstrument mit dem Namen „Beyond Horizon“ entwickelt, mit dem wir unser Verständnis der zugrunde liegenden Treiber von Wirtschaftsregimen und deren Folgen für die verschiedenen Anlageklassen vertiefen wollen.

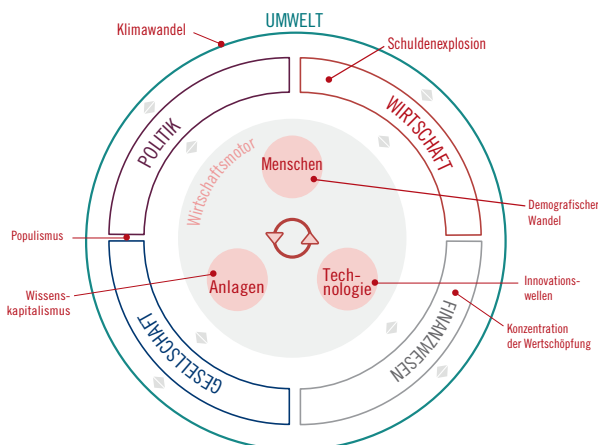
„Beyond Horizon“ ist ein Instrument zur Untersuchung struktureller Treiber, die weitreichende und unter Umständen auch massive Auswirkungen auf unser geopolitisches, wirtschaftliches und finanzielles Umfeld haben. Es soll unser Verständnis insbesondere der Treiber, die den Wirtschafts- und Anlageklassenregimen zugrunde liegen, und ihrer Folgen für die Performance von Anlagen noch vergrößern. Dies wiederum soll uns dabei helfen, unsere langfristigen Projektionen und die Auswahl der Anlageklassen immer weiter zu verbessern.

Bisher haben wir sieben Treiber ausgemacht: Klimawandel, Innovation, Demografie, Populismus, Verschuldung, die zunehmende Konzentration der Wertschöpfung und die wachsende Bedeutung von intellektuellem Kapital. Im Laufe der Zeit werden noch mehr dazukommen. Drei dieser Treiber – **Demografie, Innovation und Populismus** – stehen bereits im Zentrum der Analyse, die wir für *Horizonte* durchgeführt haben.

Zu diesen langfristigen Treibern kommen nun vier weitere hinzu. Erstens der **Klimawandel**, der auf der Sorgenliste der Weltbevölkerung rapide nach oben geklettert ist und die Aussichten aller Volkswirtschaften beeinträchtigt. Zweitens die **Explosion der Schulden**, die zu einer Zeit relativ schwachen Wachstums die Fähigkeit zur Unterscheidung verschiedener Solvenzniveaus weiterhin zum Hauptanliegen der Anleger macht. Drittens der bereits sehr fortgeschrittene Übergang zu einem **Wissenskapitalismus**, der auf immateriellen Werten und Wissen gründet und einen radikalen Wandel der Chancen (und Risikoquellen) für alle Wirtschaftsakteure bedeutet. Viertens die **Konzentration der Wertschöpfung** in den Händen einiger weniger Akteure, die das Anlageuniversum von Grund auf verändert.

Unsere langfristigen Prognosen für Volkswirtschaften, Anlageklassen und die Asset-Allokation werden von der Ergründung dieser und weiterer Themen stark profitieren.

SIEBEN TREIBER UND IHRE EINBETTUNG IN DEN GLOBALEN TOP-DOWN-RAHMEN VON AA&MR



Quelle: Pictet WM - AA&MR, 12. Juni 2020

DAUERHAFT TIEFE ZINSEN SORGEN FÜR HÖHERE RENDITEN BEI AKTIEN UND AKTIENÄHNLICHEN ANLAGEN

Anhaltend tiefe Zinsen sind das gemeinsame Thema, das unsere Renditeerwartungen für die kommenden zehn Jahre verbindet. Zunächst werden die Massnahmen, mit denen die Zentralbanken die Zinsen drücken, zu sinkenden Renditeaussichten für Staatsanleihen und Cash führen. Aufgrund der tiefen Zinsen und des laufenden Regimewechsels in der Geldpolitik hin zu verschiedenen Versionen der Modern Monetary Theory (MMT) prognostizieren wir für Cash einen weiteren Rückgang der jährlichen Renditen während der nächsten zehn Jahre. Für Cash in Euro und Schweizer Franken erwarten wir durchschnittliche Jahresrenditen im negativen Bereich. Mit einer Rendite über zehn Jahre von weit unter 1% in den USA und einer negativen Rendite in Europa und Japan sind die erwarteten Renditen für Staatsanleihen gesunken.

Bei Aktien dagegen haben sich die Renditeerwartungen durch die Auswirkungen der geldpolitischen Reaktionen auf das Coronavirus und die Anpassungen an unserer Analyse der Bewertungen verbessert. Unter der Annahme eines unveränderten Endwirtschaftsregimes führt die enorme Lücke zwischen den dieses Jahr tatsächlich erzielten Renditen und den annualisierten Renditeprognosen vom letzten Jahr dazu, dass bei Aktien die Renditeprognosen für die nächsten zehn Jahre automatisch steigen.

Auch bei Privatmarktanlagen wie Immobilien und Private Equity führen tiefe Zinsen und verbesserte Bewertungen zu einem Anstieg der Renditeerwartungen. Unserer Analyse zufolge könnten die durchschnittlichen Jahresrenditen für Private Equity auf mehr als 10% (in US-Dollar) und für Private Equity Real Estate auf mehr als 6% steigen.

Gold zählt mit einer erwarteten durchschnittlichen Jahresrendite von über 4% (in US-Dollar) zu den wenigen Anlagen, die von der Veränderung des geldpolitischen Regimes (und eventuell auch des Inflationsregimes) am stärksten profitieren dürften. Denen, die das Risiko nicht scheuen, bieten Schwellenländer- und Hochzinsanleihen ein interessantes Potenzial.

Cash ist nicht mehr „King“

Analysen zufolge hat Cash in den letzten 30 Jahren inflationsbereinigt nur sehr bescheidene Renditen gebracht. Wenn die kurzfristigen Zinsen sehr tief oder sogar negativ sind, ist es wichtig, zwischen realen und nominalen Renditen zu unterscheiden. Unter Berücksichtigung von Steuern und Inflation wirken die realen Cash-Renditen noch weniger attraktiv (siehe Tabelle 1). Insgesamt hatten uns die tiefen Zinsen ohnehin veranlasst, unsere Erwartungen zu senken, doch

aufgrund des aktuellen Regimewechsels in der Geldpolitik prognostizieren wir für die nächsten zehn Jahre einen weiteren Rückgang der jährlichen Cash-Renditen. Die durchschnittlichen Jahresrenditen werden für Cash in Euro und Schweizer Franken negativ sein und in britischen Pfund bei 0,5% liegen.

Wenn sie das Renditepotenzial erhöhen wollen, müssen Cash-Anleger bedenken, wie gut sie für verschiedene Risikoformen wie Markt-, Liquiditäts-, Durations- und Kreditrisiko gerüstet sind.

TABELLE 1: KAPITALEROSION BEI 100 CASH-EINHEITEN DURCH INFLATION UND VERMÖGENSSTEUERN IN AUSGEWÄHLTEN LÄNDERN WÄHREND DER NÄCHSTEN 10 JAHRE

	Durchschn. Inflation (Prognose) %	Vermögenssteuern %	Restkapital	Kapitalerosion %
USA	1,71	0	84,17	-15,8
USA ¹	1,71	6	50,85	-49,1
Japan	0,68	0	93,41	-6,6
Euroraum	1,39	0	86,95	-13,1
Schweiz	1,09	1,01	80,89	-19,1

¹ Wenn ab 1. Januar 2021 eine Vermögenssteuer in Höhe von 6% erhoben wird

Quelle: Pictet WM – AA&MR, Juni 2020

Staatsanleihen: Portfolioschutz nicht zum Nulltarif

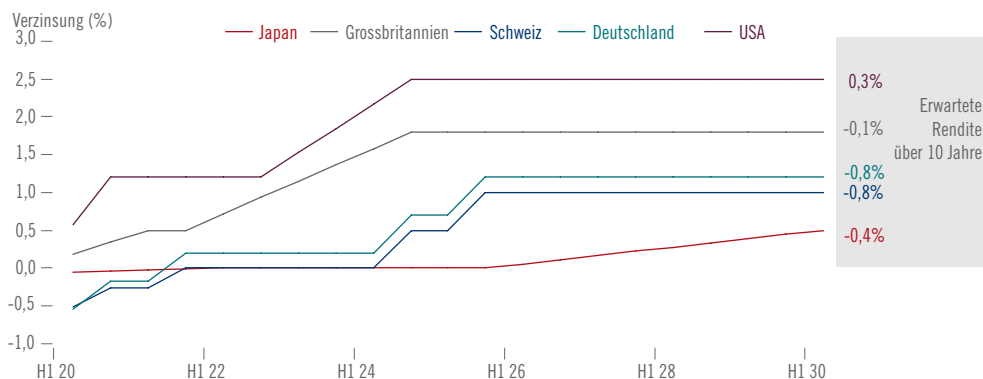
Die nominalen durchschnittlichen Jahresrenditen für US-Staatsanleihen könnten für zehnjährige US Treasuries bei nur 0,3% liegen. Doch das ist immer noch besser als unsere Erwartungen für japanische Anleihen mit gleicher Laufzeit (-0,4%) oder deutsche Bundesanleihen (-0,8%, siehe Grafik 1).

Insgesamt sorgt der anhaltende Einsatz der Zentralbanken für tiefe Zinsen bei Staatsanleihen als „sicherem Hafen“, wie bei Cash, für magere Renditeaussichten. Die langfristigen Zinsen dürften in den nächsten zehn Jahren allmählich anziehen, wobei die Verzinsung zehnjähriger US Treasuries von etwa 0,6% auf 2,5% steigen dürfte. Wir gehen jedoch davon aus, dass die Verzinsung von Staatsanleihen in den nächsten zehn Jahren strukturell weiterhin unter dem

nominalen BIP-Wachstum liegen wird. Der Abstand dürfte aus heutiger Sicht in den USA 150 Basispunkte betragen, verglichen mit 50 Basispunkten in der Ausgabe 2019 von *Horizonte*. Daher glauben wir, dass die Couponzahlungen auf Staatsanleihen den Wertverlust, der mit Zinserhöhungen verbunden wäre, nicht ausgleichen werden, ausser in den USA und Grossbritannien.

Aufgrund des Regimewechsels hin zur strukturell tieferen Verzinsung von Staatsanleihen müssen sich Anleger für geringere Erträge wappnen oder sogar (über Negativzinsen) für das gewünschte Niveau der Portfolioabsicherung zahlen, das langfristige Staatsanleihen traditionell bieten. Kurzum, für den Schutz, den Benchmark-Staatsanleihen bieten, werden die Anleger Abstriche beim Performance-Potenzial hinnehmen müssen.

GRAFIK 1: SZENARIEN FÜR DIE VERZINSUNG WICHTIGER 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN UND ERWARTETE RENDITEN*



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

Quelle: Pictet WM – AA&MR, Mai 2020

Unternehmensanleihen: High Yield bleibt interessant

Für US-Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating (IG) erwarten wir über zehn Jahre jährliche Gesamtrenditen von durchschnittlich 3,2%. Als Berechnungsgrundlage verwenden wir dabei eine Kombination unserer Erwartungen für die Verzinsung zehnjähriger Staatsanleihen und für den Zinsabstand zwischen IG-Unternehmensanleihen und zehnjährigen Staatsanleihen. Für Euro-IG-Anleihen erwarten wir im selben Zeitraum Jahresrenditen von durchschnittlich 1,8% (siehe Grafik 2).

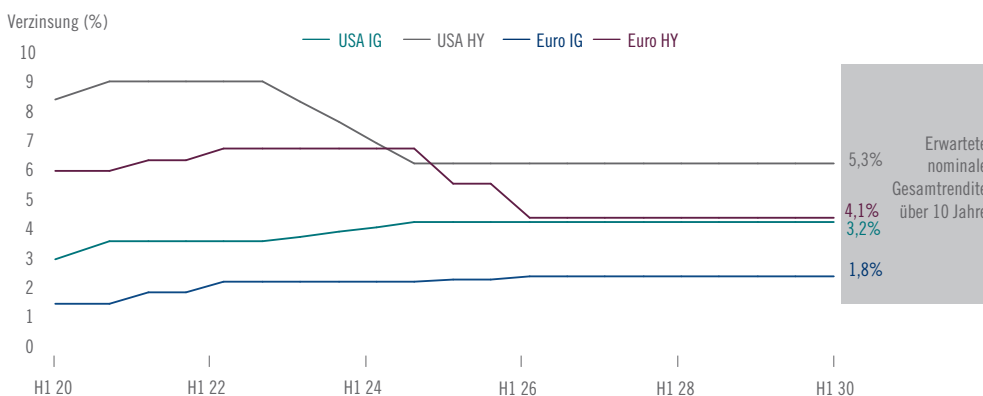
Durch die Ausweitung der Spreads aufgrund des Covid-19-Ausbruchs im Jahr 2020 verbessert sich die Ausgangsbasis für High-Yield-Anleihen: Angesichts des

grösseren Potenzials für eine Einengung der Spreads in den kommenden zehn Jahren haben wir unsere Erwartungen für den zehnjährigen Durchschnitt der Jahresrendite von US-High-Yield-Anleihen (in US-Dollar) von 4,4% im Jahr 2019 auf 5,3% nach oben revidiert. Bei US-High-Yield dürfte die durchschnittliche Jahresrendite höher ausfallen als bei Euro-High-Yield, wo wir mit 4,1% rechnen (in Euro).

Die High-Yield-Spreads steigen zwar tendenziell parallel zum Aktienrisiko, doch diese Korrelation hat ihre Grenzen. Als im März dieses Jahres die Angst vor Covid-19 die Märkte erschütterte, fiel die Ausweitung der High-Yield-Spreads gemessen am Anstieg des Aktienrisikos sogar verhalten aus, weil Zentralbanken und Regierungen die Finanzmärkte eilig mit Liquidität versorgten.

„Wir gehen davon aus, dass der Markt für asiatische Unternehmensanleihen weiter wächst und reift.“

GRAFIK 2: SZENARIEN FÜR DIE VERZINSUNG VON UNTERNEHMENSANLEIHEN AUS INDUSTRIELÄNDERN UND ERWARTETE RENDITEN*



*Die Performance in der Vergangenheit und Prognosen sind per se kein verlässlicher Indikator der künftigen Performance. Quelle: Pictet WM – AA&MR, FactSet, April 2020

Asiatische Unternehmensanleihen bieten die Aussicht auf höhere erwartete Renditen

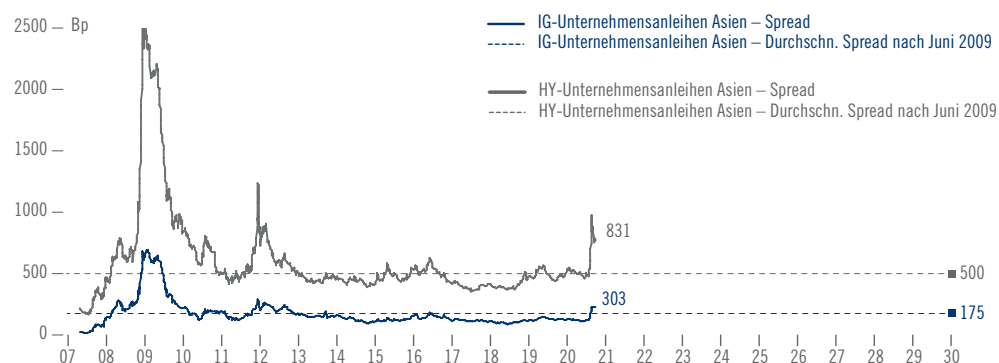
Asiatische Unternehmensanleihen in Hartwährung ziehen dank verlockender Kreditspreads und verbesserter Bonität ausländische Anleger an, sodass der Markt seit 2008 um das Siebenfache gewachsen ist.

Da wir davon ausgehen, dass sich die Kreditspreads asiatischer Unternehmensanleihen in den kommenden Jahren einengen werden (siehe Grafik 3), wenn dieser Markt reift, (auch wenn sie wohl grösser bleiben als bei Unternehmensanleihen aus Industrieländern), rechnen wir in den nächsten zehn Jahren mit einer durchschnittlichen Jahresrendite von Hartwährungsanleihen aus Asien (ohne

Japan) von 4,0% im Investment-Grade- und 6,5% im High-Yield-Bereich. Somit dürfte die durchschnittliche Jahresrendite in US-Dollar bei asiatischen Unternehmensanleihen sowohl im Investment-Grade- als auch im High-Yield-Bereich höher ausfallen als bei US-Unternehmensanleihen.

Wir gehen davon aus, dass der asiatische Markt für Unternehmensanleihen in den kommenden zehn Jahren weiter wächst und reift. Zu den Gründen für dieses Wachstum gehören das hohe Wirtschaftswachstum der Region, der Wunsch asiatischer Unternehmen nach einer Diversifizierung ihrer Finanzierungsquellen, die Notwendigkeit zur Minimierung von Währungsinkongruenzen bei asiatischen Emittenten aus Branchen, die in US-Dollar rechnen, und nicht zuletzt der weltweit wachsende Anlegerappetit.

GRAFIK 3: SPREADS ASIATISCHER IG- UND HY-UNTERNEHMENSANLEIHEN, MIT PROGNOSEN FÜR DEN DURCHSCHNITT DER NÄCHSTEN 10 JAHRE*



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

Quelle: Pictet WM – AA&MR, FactSet, Mai 2020

Pandemie sorgt bei Industrieländeraktien für höhere Renditen, die aber dennoch unter dem langfristigen Durchschnitt liegen
Mit 6,5% (in US-Dollar) dürften die erwarteten Jahresrenditen für US-Aktien in den nächsten zehn Jahren etwa halb so hoch ausfallen wie der rollende Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre. Auch für europäische Aktien

liegt die durchschnittliche Jahresrendite, die wir erwarten, mit 5,4% unter dem historischen Durchschnitt. Noch stärker wäre der Rückgang der Renditeerwartungen ausgefallen, wenn nicht als Nebenwirkung des Covid-19-Ausbruchs die Ausgangsbasis so niedrig gewesen wäre. Dadurch sind unsere langfristigen Renditeerwartungen höher als im vergangenen Jahr.

Auf Aktien lasten vor allem zwei Faktoren: der Anstieg der Bewertungen seit der globalen Finanzkrise und der erwartete Rückgang des Gewinnwachstums aufgrund der Eintrübung des langfristigen Ausblicks. Da die Verzinsung von Staatsanleihen recht niedrig bleiben dürfte, haben wir unsere Bewertungserwartungen gegenüber verganginem Jahr nach oben revidiert. Vor dem aktuellen Hintergrund ist zu erwarten, dass die Dividendenrendite in Europa rund 60% und in den USA fast 40% der Aktienrenditen ausmachen und damit über

dem langfristigen Durchschnitt liegen wird (siehe Tabelle 2).

Spezifische Risiken bestehen bei Small Caps, da deren Bewertungsprämie sehr instabil ist. Dadurch sind unsere Erwartungen mit grösseren Unsicherheiten behaftet, auch wenn wir aktuell von einer durchschnittlichen Jahresrendite von 6,8% für US Small Caps und 5,8% für deren Pendanten aus dem Euroraum ausgehen (beide Angaben in Lokalwährungen).

„Schwellenländeraktien haben sich langfristig deutlich besser entwickelt als Industrieländeraktien, und dies dürfte auch in den kommenden zehn Jahren so bleiben.“

TABELLE 2: SCHLÜSSELFAKTOREN FÜR LANGFRISTIG ERWARTETE RENDITEN (IN %)*

	Angestrebte Dividendenrendite	Start-KGV	Angestrebtes KGV	Angestrebtes Gewinnwachstum (%)
USA	2,1	16,9	16,5	4,0
Small Caps USA	1,7	21,7	22,0	4,6
Aktien Europa	3,1	13,2	12,0	3,0
Aktien Euroraum	2,9	12,7	12,0	3,0
Small Caps Europa	2,6	14,0	12,0	4,6
Aktien Grossbritannien	2,5	11,1	11,0	4,2
Aktien Schweiz	3,0	15,2	13,0	4,3
Aktien Japan	2,2	11,9	12,0	1,8

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

Quelle: Pictet WM – AA&MR, FactSet, April 2020

Schwellenländeraktien: Tiger im Tank

Insgesamt dürften Schwellenländeraktien in den nächsten zehn Jahren dank des starken Wirtschaftswachstums weiterhin hohe durchschnittliche Jahresrenditen (7,8%) abwerfen. Unsere Renditeerwartungen sind seit dem letzten Jahr gestiegen, weil wir von einer geringeren Verwässerung, einem positiven Währungseinfluss und einem günstigen Basiseffekt aufgrund der Covid-19-Krise ausgehen.

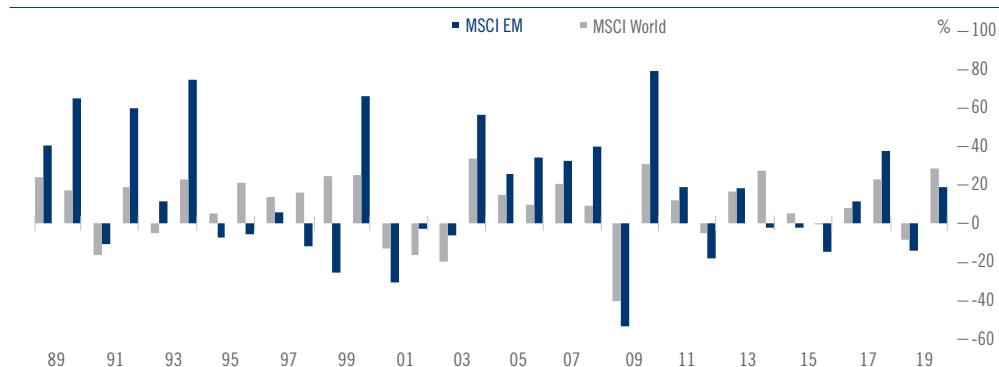
Schwellenländeraktien haben sich langfristig deutlich besser entwickelt als Industrieländeraktien, und dies dürfte auch in den kommenden zehn Jahren

so bleiben (siehe Grafik 4). Allerdings ist der Abstand geringer, als man erwarten könnte, wenn man nur die Unterschiede beim Wirtschaftswachstum betrachtet. Ein wichtiger Grund dafür ist, dass Unternehmen aus Schwellenländern zwingend Kapital beschaffen und investieren müssen, wodurch der Gewinn je Aktie automatisch verwässert wird. Hinzu kommt, dass die höheren Renditen von Schwellenländeraktien mit einem höheren Risiko erkaufte sind, für das die Anleger nicht einmal die Hälfte der Zeit ausreichend entschädigt wurden. Für langfristige Anleger, die das zusätzliche Risiko zu tragen bereit sind, bleibt die Anlageklasse dennoch attraktiv.

Eine Aufschlüsselung der Renditen von Schwellenländeraktien zeigt, dass Dividenden und Währungseffekte nicht übersehen werden dürfen. Auf erstere entfällt im Laufe der Zeit typischerweise ein Drittel der Gesamtrenditen, während letztere einen überdimensionalen Einfluss auf die Performance haben können, insbesondere über kürzere Zeithorizonte.

Bei chinesischen Aktien ist der rasante Aufstieg noch lange nicht zu Ende, denn aufgrund der fortschreitenden Öffnung der chinesischen Wirtschaft dürften sie in weitere Referenzindizes und Anlegerallokationen Eingang finden. Chinas Anteil am Universum der Schwellenländer ist schon jetzt beträchtlich: Schwellenländeranlagen sind zunehmend

GRAFIK 4: NOMINALE JAHRESRENDITEN VON SCHWELLEN- UND INDUSTRIELÄNDERAKTIEN (IN USD)*



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

Quelle: Pictet WM – AA&MR, FactSet, 6. Januar 2020

gleichbedeutend mit Anlagen in China. Darüber hinaus sind Südkorea und Taiwan, die nach Marktkapitalisierung zweit- und drittgrössten Schwellenländer, eng an die chinesischen Produktions- und Lieferzyklen angekoppelt.

Währungen: Fragezeichen hinter dem Dollar

Unserem Modell zufolge sind von allen Hauptwährungen der US-Dollar und der Schweizer Franken am stärksten überbewertet, der japanische Yen dagegen am stärksten unterbewertet. Wir gehen davon aus, dass der US-Dollar über einen Zeithorizont von zehn Jahren gegenüber den meisten Währungen an Wert verlieren wird, weil die zu seinen Gunsten bestehenden Zinsdifferenzen abnehmen und die reale US-Verzinsung dauerhaft niedrig bleiben. Unser Modell zeigt, dass der Yen das grösste Aufwärtspotenzial hat.

Auch das britische Pfund ist unseren Ergebnissen zufolge unterbewertet. Daher dürfte das Pfund über einen Zeitraum von zehn Jahren wohl gegenüber allen Währungen ausser dem Yen aufwerten. Eine Rückkehr zum langfristigen Gleichgewichtswert dieser Währung hängt jedoch stark von den künftigen Beziehungen Grossbritanniens zur EU ab. Der Brexit zeigt die Grenzen unseres Modells auf. Klassische Bewertungsmodelle können die potenziellen Regimewechsel durch politische Schocks nicht erfassen. Das Risiko solcher Schocks

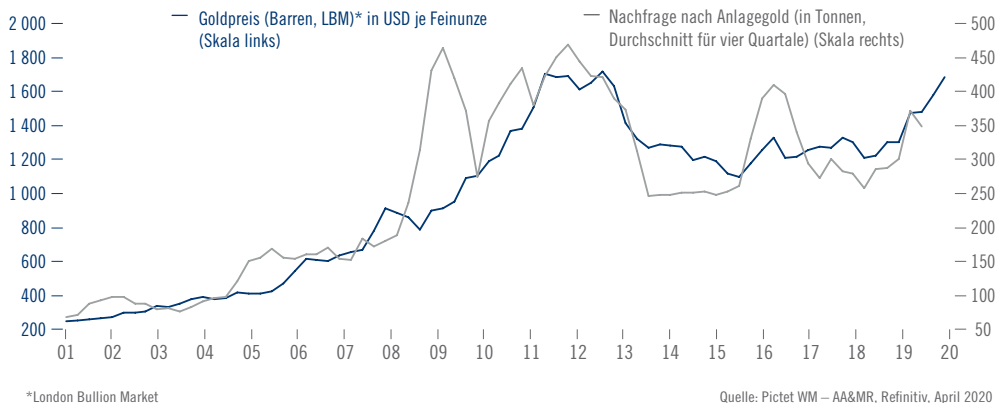
hat mit der weltweiten Zunahme des Populismus (in seinen verschiedenen Ausprägungen) zugenommen.

Goldene Zeiten für Gold in Sicht

Auf der Grundlage unseres Modells sehen wir den Preis für Goldbarren über einen Zeithorizont von zehn Jahren bei rund USD 2470 pro Feinunze (gegenüber rund USD 1520 Ende 2019). Dies entspricht einer Jahresrendite von 4,4% über denselben Zeitraum. Diese Prognose beruht auf unserer Erwartung, dass der Dollar-Index im selben Zeitraum um etwa 14% sinken und die Bilanzsumme der Fed steigen wird (und zwar wesentlich stärker als das nominale US-Wirtschaftswachstum). Leicht geschmälert wird das Plus durch die erwartete Erholung der US-Realzinsen. Dass aus unserer Sicht die Wahrscheinlichkeit einer Abwertung des US-Dollar steigt, die **Leitzinsen längere Zeit an der effektiven Untergrenze verharren und die Staatsverschuldung zunimmt, macht US-Staatsanleihen weniger attraktiv als Gold, das kein Kreditrisiko kennt und sich als Wertspeicher bewährt hat.**

Die Nachfrage nach Anlagegold (siehe Grafik 5) macht zwar nur etwa 30% der gesamten Goldnachfrage aus, steht aber aus verschiedenen Gründen im Fokus unserer Goldpreisprojektionen. Zur Schätzung der Nachfrage nach Anlagegold verwenden wir den US-Dollar, die zehnjährigen US-Realzinsen und die Bilanzsumme der Fed.

GRAFIK 5: GOLDPREIS UND NACHFRAGE NACH ANLAGEGOLD



Bei den Realzinsen sehen wir eine – wenn auch nur noch sehr bescheidene – Erholung und die Bilanz der Fed wird angesichts der Wiederaufnahme eines breit angelegten quantitativen Lockerungsprogramms wohl deutlich schneller wachsen als im vergangenen Jahr. Angesichts der steigenden Verschuldung und der massiven Ausweitung der Fed-Bilanz zur Bekämpfung der Folgen der Covid-19-Krise dürfte eine Rückkehr zu „normaleren“ Bedingungen schwierig werden.

Private Equity: die Turboanlage

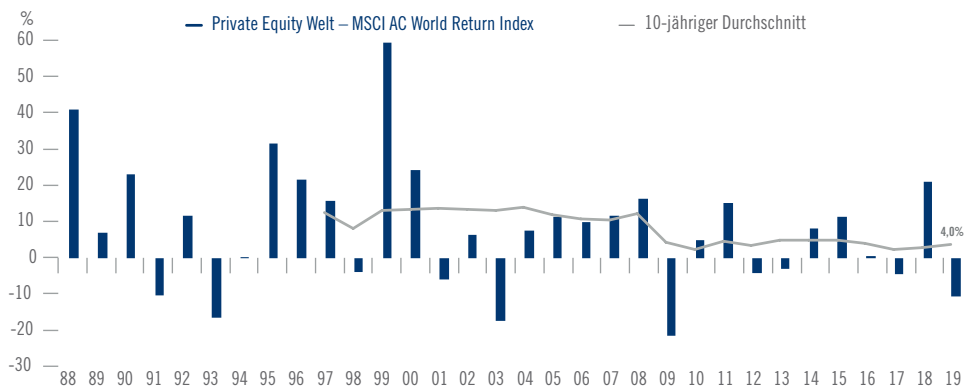
Wir gehen davon aus, dass Private Equity in den nächsten zehn Jahren Jahresrenditen von durchschnittlich rund 10% erzielen wird, deutlich mehr als Aktien Welt.

Der Rückgang der erwarteten Renditen für klassische 60/40-Portfolios hat die Anleger veranlasst, über Alternativen nachzudenken. Dadurch kam es in den letzten zehn Jahren bei Private Equity – und bei Privatmarktanlagen überhaupt – zu einem enormen Wachstum. Da zu erwarten ist, dass die tiefen Zinsen Bestand haben werden, dürfte der Fremdkapitaleinsatz die Private-Equity-Renditen auch künftig unterstützen.

Private Equity bietet Diversifikationsvorteile, stabile Renditen und ein beträchtliches Alpha im Vergleich zu kotierten Aktien (siehe Grafik 6) – ganz entscheidend ist aber die Managerauswahl. Unternehmenskontrolle, geschicktes Timing beim Exit, Sektorallokation und der richtige Einsatz

„Dass die Leitzinsen längere Zeit niedrig bleiben und die Staatsverschuldung zunimmt, macht US-Staatsanleihen weniger attraktiv als Gold.“

GRAFIK 6: PRIVATE EQUITY WELT: DIFFERENZ DER JÄHRLICHEN PERFORMANCE ZUR NOMINALEN GESAMTRENDITE DES MSCI AC WORLD*



* Die Performance in der Vergangenheit und Prognosen sind per se kein verlässlicher Indikator der künftigen Performance. Quelle: Pictet WM – AA&MR, Pitchbook, März 2020

von Fremdkapital sind die massgeblichen Faktoren dafür, dass Private-Equity-Anlagen höhere Renditen bringen.

Bei Risikokapital, das etwa 13% aller Private-Equity-Anlagen ausmacht, ist die Performance mehr oder weniger dieselbe wie bei Private Equity insgesamt.

Infrastruktur, eine wichtige Anlageklasse der kommenden Jahre

Die starke Performance von Private Core Infrastructure in den letzten zehn Jahren (8,5% pro Jahr) wird sich wohl auch im kommenden Jahrzehnt in einem gesunden, wenn auch langsameren Tempo fortsetzen (5,6% pro Jahr, siehe Grafik 7).

Das Attraktive an Infrastruktur ist unter anderem die grosse Transparenz und Berechenbarkeit der Erträge. Nicht kotierte Infrastruktur weist zudem, ähnlich wie viele andere Privatmarktanlagen, nur eine begrenzte Korrelation mit kotierten

Märkten auf und kann das Risiko-Rendite-Profil eines Portfolios verbessern.

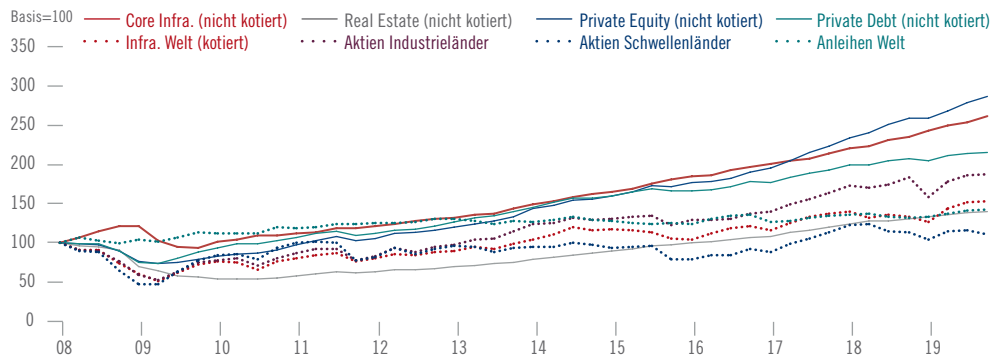
Private Infrastructure – insbesondere Core Infrastructure Equity – ist eine relativ neue Anlageklasse, deren Popularität bei langfristigen Anlegern aber zunimmt, weil sie robuste Renditen und eine Diversifizierung des Portfolios verspricht.

Infrastruktur als Anlagethema wird sich dauerhaft durchsetzen. In den kommenden Jahrzehnten wird weltweit ein massiver Investitionsbedarf bestehen, den die öffentliche Hand nicht vollständig decken kann, sodass private Akteure die Lücke füllen müssen. Für ESG-bewusste Investoren ist Infrastruktur zudem aufgrund ihrer engen Verbindung zu den UN-Zielen für nachhaltige Entwicklung attraktiv.

Die Anlageklasse ist bei Weitem nicht homogen und umfasst ein breites Spektrum an Risikoprofilen, Sektoren und Laufzeiten. Auch die Vielzahl finanzieller Wrapper

„Die starke Performance von Private Core Infrastructure wird sich wohl fortsetzen.“

GRAFIK 7: NICHT KOTIERTE ANLAGEN ENTWICKELN SICH TENDENZIELL BESSER – HISTORISCHE PERFORMANCE AUSGEWÄHLTER ANLAGEKLASSEN



Quelle: Pictet WM – AA&MR, Pictet Alternative Advisors, FactSet, Prequin Ltd., April 2020

trägt zur Komplexität bei. Es ist daher unerlässlich, die Risiken sorgfältig zu analysieren. Darüber hinaus muss Private Infrastructure als Anlageklasse noch genauer unter ungünstigen Marktbedingungen getestet werden, damit sich beurteilen

lässt, welche strukturelle Rolle in der Asset-Allokation langfristiger Anleger angemessen ist.

Gute Gründe für eine Aufnahme von Private Equity Real Estate in eine strategische Asset-Allokation

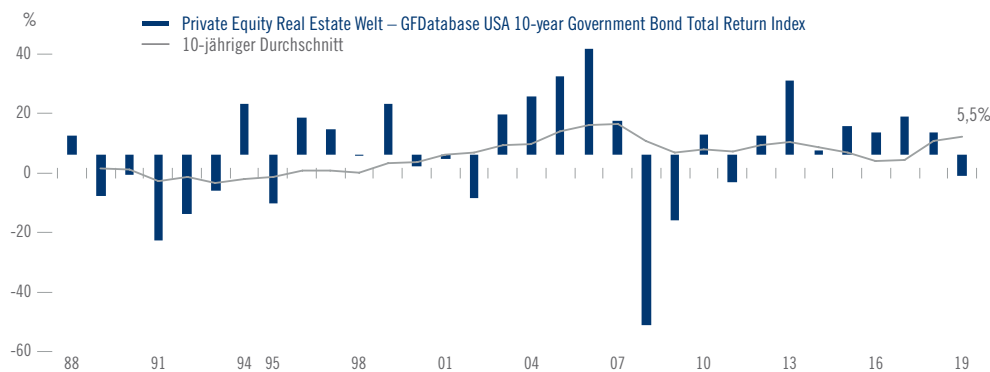
Private Equity Real Estate Welt dürfte in den nächsten zehn Jahren im Jahresdurchschnitt in Dollar mit 6,2% und in Euro mit 5,1% rentieren.

Die Rendite von Private Equity Real Estate ist definiert als der Renditeaufschlag gegenüber zehnjährigen US Treasuries. Dieser Renditeaufschlag liegt langfristig (seit 1988) bei durchschnittlich 0,7%, ist aber in den letzten zehn Jahren auf 5,5% gestiegen. Hier zeigen sich die Auswirkungen der Subprime-Krise und des seither vorherrschenden Tiefzinsumfelds. Überdies hat Covid-19 die Zentralbanken, auch die Fed, zu einer weiteren quantitativen Lockerung veranlasst. Der Renditeaufschlag von Private-Equity-Privatmarktanlagen liegt im zehnjährigen Durchschnitt bei 5,5% (siehe Grafik 8), aber wir gehen davon aus, dass er angesichts des bestehenden Zinsumfelds leicht ansteigen wird. Dass die langfristigen Zinsen wohl noch länger tief bleiben

werden, dürfte für steigendes Interesse an Immobilienanlagen sorgen und die Immobilienbewertungen unterstützen.

Bei den erwarteten Renditen von Immobilien lassen sich vier Hauptkomponenten unterscheiden: die laufenden Erträge, die in den kommenden Jahren voraussichtlich ein Drittel zu den Gesamrenditen beisteuern werden, der Fremdkapitaleinsatz (mindestens 16% der Gesamrenditen) und die Aufwertung (Value-add-Komponente, bis zu 35%), wobei sich der Rest aus klugen Standortentscheidungen ergibt. Mit anderen Worten: Wie bei anderen Private-Equity-Anlagen verfügt ein Value-add-Real-Estate-Manager über zwei grosse Hebel, um die Renditen zu steigern und zusätzliches Alpha zu generieren: den optimalen Einsatz von Fremdkapital und die Aufwertung der Immobilien zur Ertrags- und Wertsteigerung. Dies erklärt, warum wir von europäischen Value-add-Immobilien in den nächsten zehn Jahren eine durchschnittliche Jahresrendite von 6,6% in Euro erwarten, wenn die Manager die Renditen durch

GRAFIK 8: NOMINALER RENDITEAUFSCHLAG VON PRIVATE EQUITY REAL ESTATE WELT IM VERGLEICH ZU 10-JÄHRIGEN US TREASURIES*



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

Quelle: Pictet WM – AA&MR, Burgiss, Global Financial Data, Mai 2020

Fremdkapitaleinsatz und Aufwertung in die Höhe treiben.

Immobilien können ein Portfolio besser vor Inflation schützen als Staatsanleihen. Ein Anstieg der Inflation führt tendenziell zu einem Zinsanstieg, der wiederum

einen Preisrückgang bei bestehenden Anleihen und somit Verluste für Staatsanleihenportfolios bedingt. Bei Immobilien dagegen sind die Mieten im Allgemeinen an den Verbraucherpreisindex gekoppelt.

Hedgefonds: aktienähnliche Anlagen mit tieferem Beta

Hedgefonds-Indizes weisen ein tieferes Beta auf als Aktienfonds Welt, also eine geringere Volatilität, aber auch niedrigere Renditen als Aktien. Dieses Beta lag vor der globalen Finanzkrise von 2007–2008 bei 0,7 und ist seitdem auf 0,5 gesunken. Unsere jährliche Gesamtertragsersparung für Hedgefonds von durchschnittlich 3,5% in den nächsten zehn Jahren geht davon aus, dass das durchschnittliche Beta im Vergleich zu Aktien in diesem Zeitraum unverändert bleibt.

Kurzum: Es gibt nichts umsonst. Ein niedrigeres Beta als bei Aktien bedeutet, dass Hedgefonds eine geringere Volatilität bieten, aber auch geringere Renditen. Hedgefonds sehen daher in schlechten Zeiten attraktiver aus als in guten. **Durch eine geschickte Wahl von Strategie und Manager lassen sich die erwarteten Renditen von Hedgefonds jedoch steigern.**

DIE ATTRAKTIVITÄT DES ENDOWMENT-ANLAGEANSATZES

Angesichts sinkender Renditen beim klassischen 60/40-Portfolio werden Anleger alternative Anlagen in Betracht ziehen müssen. Das führt zu einem gestiegenen Interesse am Anlageansatz von Stiftungsfonds, der bessere Renditen verheisst.

Die 60/40-Portfolios (60% Aktien, 40% Anleihen) haben seit 1900 in allen rollierenden 10-Jahres-Zeiträumen eine durchschnittliche Jahresrendite von 8% geliefert. Ab 1980 lag die annualisierte Durchschnittsrendite über zehn Jahre bei rund 10% und zwischen Ende der 1980er Jahre und Ende der 1990er Jahre sogar darüber. In dieser Zeit verzeichneten Aktien eine gute Performance und Anleihen dank des Rückgangs der langfristigen Zinsen ebenfalls. In den kommenden zehn Jahren dürfte ein normales 60/40-US-Portfolio jedoch durchschnittlich nur noch 4% pro Jahr abwerfen – also die Hälfte der Durchschnittsrendite seit 1980. Grund dafür sind vor allem die rückläufigen Anleiherenditen.

In einem solchen Kontext bietet der Anlageansatz im Stil von Stiftungsfonds (Endowment-Ansatz) eine interessante Alternative bzw. Ergänzung. Endowment-Fonds sind Kapitalpools von gemeinnützigen Organisationen, die durch Schenkungen und Spenden finanziert werden. US-Universitäten verwalten die grössten Endowment-Fonds.

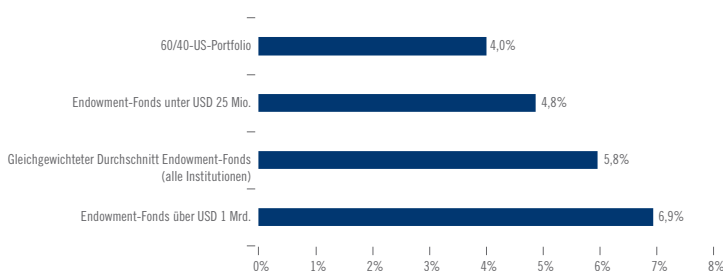
Die langfristig erwarteten Renditen von US-Endowment-Fonds liegen laut NACUBO bei durchschnittlich 7% jährlich (2018: 7,2%). Nach unseren eigenen Schätzungen dürften diese Fonds in den kommenden zehn Jahren eine durchschnittliche Jahresrendite von 5,8% generieren, wobei die grössten unter ihnen 6,9% und die kleinsten 4,8% verzeichnen dürften (siehe Grafik).

Es gibt nicht die eine Endowment-Strategie. Durchschnittlich investieren die Fonds 30%

in alternative Anlagen, doch dieser Anteil kann bei einigen der grössten Fonds (mit verwalteten Vermögen von über USD 1 Mrd.) auf über 60% steigen. Dies ist auch einer der Hauptgründe, warum Letztere besser abschneiden als die kleineren Fonds.

Die langfristigen risikoadjustierten Renditen der grössten Endowments mögen attraktiv wirken, aber nur wenige private Anleger können in alternative Anlagen wie Private Equity, direkte Immobilienanlagen und bestimmte Hedgefonds investieren, die das Herzstück der Endowment-Fonds und damit die Basis der vergleichsweise hohen Renditen bilden. Denn solche Anlagen erfordern spezifische Fachkenntnisse sowie höhere Anfangsinvestitionen und weisen nicht die gleiche Liquidität auf wie börsennotierte Papiere. Da die Renditen der ausgewogenen 60/40-Portfolios jedoch schwach bleiben dürften, scheint eine Asset-Allokation, die sich stärker am Anlagestil der Endowment-Fonds orientiert, dennoch attraktiv.

ERWARTETE NOMINALRENDITEN VON ENDOWMENT-FONDS VS. 60/40-US-PORTFOLIOS FÜR DIE KOMMENDEN 10 JAHRE



Quelle: Pictet WM-AAMR, FactSet, NACUBO, Juni 2020

ZIELBASIERTES INVESTIEREN: DER NEUE ANSATZ FÜR STRATEGISCHE ALLOKATION

Genau wie der Endowment-Ansatz stellt das zielbasierte Investieren einen Bruch mit dem traditionellen Ansatz der Portfolio-Asset-Allokation dar. Bei der Methode stehen die Ziele der Anleger im Mittelpunkt des Anlageprozesses.

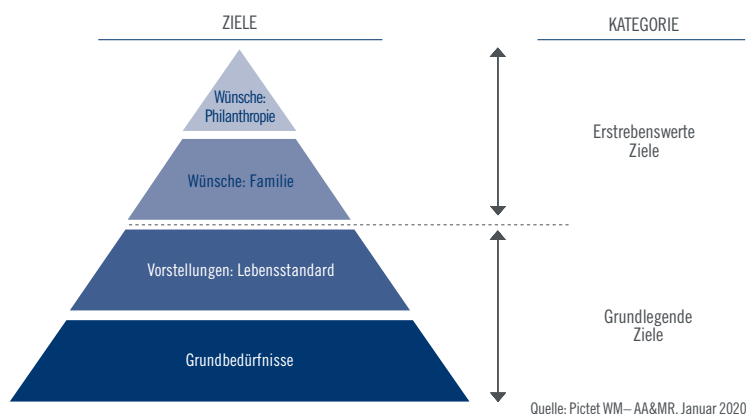
Der Anlageansatz des zielbasierten Investierens (ZBI) strebt die Erhöhung der Wahrscheinlichkeit an, die Anlegerziele zu erreichen, indem diese in den Mittelpunkt des Anlageverfahrens gestellt und die Besonderheiten jedes einzelnen Anlegers berücksichtigt werden. ZBI geht weiter als die traditionellen Vermögensverwaltungsansätze, die auf den Aufbau einer optimalen Asset-Allokation setzen, um den Markt zu schlagen, und sich dabei ausschliesslich am Risikoprofil der Anleger und dem zur Verfügung stehende Vermögen orientieren. Der grösste Vorteil von ZBI gegenüber traditionellen Ansätzen der Asset-Allokation ist, dass die Besonderheiten jedes Anlegers einbezogen werden, wobei die jüngsten Erkenntnisse der verhaltensorientierten

Finanzmarkttheorie (Behavioral Finance) einfließen. Die mit der ZBI-Methode verwalteten Vermögen sind in den letzten Jahren stark gewachsen und belaufen sich inzwischen auf rund USD 2 Billionen.

Der ZBI-Ansatz basiert auf der Annahme, dass die von den Anlegern berücksichtigten Faktoren zu verschieden sein könnten, um in nur zwei Parameter eingeteilt zu werden (das gewünschte Profitabilitätsniveau und das akzeptierte Volatilitätsniveau), wie das traditionell beim Investieren der Fall ist. Insbesondere, weil das Risiko nicht nur in Bezug auf die Kursvolatilität einer Anlageklasse gemessen werden kann.

Die Ziele eines Anlegers und die Art, wie diese Ziele erreicht werden, sind eng miteinander verbunden. Man könnte

DIE ZIELE BEIM ZIELBASIERTEM INVESTIEREN



sogar sagen, dass für einige Anleger die Art, wie die Ziele erreicht werden, genauso wichtig ist wie die Ziele selbst. Bei der ZBI-Methode werden Ziele in grundlegende und erstrebenswerte Ziele eingeteilt. Innerhalb dieser beiden Kategorien gibt es viele verschiedene Arten von Zielen in Bezug auf Grundbedürfnisse (Bedürfnisse), Lebensstandard (Vorstellungen), Philanthropie (Wünsche) und Familie (Wünsche, *siehe Grafik*).

Der ZBI-Ansatz bietet viele klare Vorteile gegenüber der traditionellen Vermögensverwaltung. Er ermöglicht mehr Erkenntnisse über die Gefühlslagen und Verhaltensmuster der Anleger, bestimmt eindeutig das zur Erreichung

der Ziele nötige Kapital und definiert längerfristige Engagements, eignet sich sowohl für massgeschneiderte Asset-Allokation als auch für Standardlösungen, kann die Wahrscheinlichkeit berechnen, mit der die Anlegerziele erreicht werden, unterstützt die Messung, wie viel Wert ein Vermögensverwalter zu den Anlegerzielen beiträgt anstatt eines Vergleichs mit einer Benchmark oder Konkurrenten, trägt zu einer „natürlichen“, kohärenten Integration der Behavioral Finance in den Anlageprozess bei und liefert eine akkuratere und relevantere Risikodefinition.

Verfasser: Pictet Wealth Management, Asset Allocation & Macro Research Team (Christophe Donay, Djâafar Aballeche, Lauréline Chatelain, Dong Chen, Thomas Costerg, Jean-Pierre Durante, Nadia Gharbi, Jacques Henry, Julien Holtz, Luc Luyet, Wilhelm Sissener)
Redaktion: Pictet Wealth Management, Investment Communication Team (Isidore Ryan, Jessica Martin)
Grafikdesign: Pictet-Gruppe, Production Multimedia Team
Übersetzung: Pictet-Gruppe, Language Services Team (Barbara Angerer, Holger Albrecht)
Juli 2020

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 Finanzinforma-

tionen 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 2020.

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.

Nur auf Englisch verfügbar

SIX: "SIX Swiss Exchange AG ("SIX Swiss Exchange") is the source of the relevant SIX indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group and the data comprised therein. SIX Swiss Exchange has not been involved in any way in the creation of any reported information and does not give any warranty and excludes any liability whatsoever (whether in negligence or otherwise) – including without limitation for the accuracy, adequateness, correctness, completeness, timeliness, and fitness for any purpose – with respect to any reported information or in relation to any errors, omissions or interruptions in the relevant index or its data. Any dissemination or further distribution of any such information pertaining to SIX Swiss Exchange is prohibited."

MSCI: The MSCI information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. None of the MSCI information is intended to constitute investment advice or a recommendation to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The MSCI information is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, each of its affiliates and each other person involved in or related to compiling, computing or creating any MSCI information (collectively, the "MSCI Parties") expressly disclaims all warranties (including, without limitation, any warranties of originality, accuracy, completeness, timeliness, non-infringement, merchantability and fitness for a particular purpose) with respect to this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall any MSCI Party have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages. (www.msci.com)

FTSE: " FTSE International Limited ("FTSE") © FTSE 2018. "FTSE®" is a trade mark of the London Stock Exchange Group companies and is used by FTSE International Limited under licence. All rights in the FTSE indices and / or FTSE ratings vest in FTSE and/or its licensors. Neither FTSE nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the FTSE indices and / or FTSE ratings or underlying data and no party may rely on any FTSE indices, ratings and / or data underlying data contained in this communication. No further distribution of FTSE Data is permitted without FTSE's express written consent. FTSE does not promote, sponsor or endorse the content of this communication."

RUSSELL: Frank Russell Company ("Russell") is the source and owner of the trademarks, service marks and copyrights related to the Russell Indexes. Russell® is a trademark of Frank Russell Company. Neither Russell nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the Russell Indexes and / or Russell ratings or underlying data and no party may rely on any Russell Indexes and / or Russell ratings and / or underlying data contained in this communication. No further distribution of Russell Data is permitted without Russell's express written consent. Russell does not promote, sponsor or endorse the content of this communication."

FTSE/CIT: "Source: FTSE Fixed Income LLC ("FTSE FI") © FTSE FI 2018. "FTSE®" is a trade mark of the London Stock Exchange Group companies and is used by FTSE FI under license. All rights in the FTSE FI indices vest in FTSE FI and/or its licensors. Neither FTSE FI nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the FTSE FI indices or underlying data and no party may rely on any FTSE FI indices or underlying data contained in this communication. No further distribution of FTSE FI data is permitted without FTSE FI's express written consent. FTSE FI does not promote, sponsor or endorse the content of this communication."

JPMORGAN: "Information has been obtained from sources believed to be reliable but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be copied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. Copyright 2017, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved."

BLOOMBERG-BARCLAYS: Bloomberg Index Services Limited

STOXX: "STOXX Limited ("STOXX") is the source of The relevant STOXX indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group and the data comprised therein. STOXX has not been involved in any way in the creation of any reported information and does not give any warranty and excludes any liability whatsoever (whether in negligence or otherwise) – including without limitation for the accuracy, adequateness, correctness, completeness, timeliness, and fitness for any purpose – with respect to any reported information or in relation to any errors, omissions or interruptions in the relevant STOXX indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group or its data. Any dissemination or further distribution of any such in-formation pertaining to STOXX is prohibited."

MARKIT: "Copyright 2018, Markit Economics Limited. All rights reserved and all Intellectual property rights retained by Markit Economics Limited."

RICI/RI-C: Beeland: Rogers International Commodity Index®, "Jim Rogers", "James Beeland Rogers, Jr.", and "Rogers" are trademarks and service marks of, and "Rogers International Commodity Index" and "RICI" are registered service marks of, Beeland Interests, Inc., which is owned and controlled by James Beeland Rogers, Jr., and are used subject to license. The personal names and likeness of Jim Rogers/James Beeland Rogers, Jr. are owned and licensed by James Beeland Rogers, Jr. Products based on or linked to the Rogers International Commodity Index® or any sub-index thereof are not sponsored, endorsed, sold or promoted by Beeland Interests, Inc. ("Beeland Interests") or James Beeland Rogers, Jr. Neither Beeland Interests nor James Beeland Rogers, Jr. makes any representation or warranty, express or implied, nor accepts any responsibility, regarding the accuracy or completeness of this website, or the advisability of investing in securities or commodities generally, or in products based on or linked to the Rogers International Commodity Index® or any sub-index thereof or in futures particularly.

TOPIX: The TOPIX Index Value and the TOPIX Marks are subject to the proprietary rights owned by Tokyo Stock Exchange, Inc. and Tokyo Stock Exchange, Inc. owns all rights and know-how relating to the TOPIX such as calculation, publication and use of the TOPIX Index Value and relating to the TOPIX Marks. No Product is in any way sponsored, endorsed or promoted by Tokyo Stock Exchange, Inc.

EMMI-EURIBOR: Euribor®, Eonia® and Europe® are registered trademarks of EMMI a.s.i.b.l. All rights reserved. All use of these names must indicate that the index is a registered trademark.

NOMURA: The intellectual property rights and any other rights, in the Nomura indices belong to Nomura Securities Co., Ltd. ("Nomura"). Nomura does not guarantee accuracy, completeness, reliability, usefulness, marketability, merchantability or fitness of the Index, and does not account for business activities or services that Pictet group undertakes with the use of the Index.

S&P DOW JONES: The "relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group" is a product of S&P Dow Jones Indices LLC, a division of S&P Global, or its affiliates ("SPDJ") and Third Party Licensor, and has been licensed for use by Pictet group. Standard & Poor's® and S&P® are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC, a division of S&P Global ("S&P"); Dow Jones® is a registered trademark of Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones");

Third Party Licensor Trademarks are trademarks of the Third Party Licensor and these trademarks have been licensed for use by SPDJ and sublicensed for certain purposes by Pictet group. It is not possible to invest directly in an index. The relevant product of the Pictet group are not sponsored, endorsed, sold or promoted by SPDJ, Dow Jones, S&P, any of their respective affiliates (collectively, "S&P Dow Jones Indices") or Third Party Licensor. Neither S&P Dow Jones Indices nor Third Party Licensor make any representation or warranty, express or implied, to the owners of the relevant product of the Pictet group or any member of the public regarding the advisability of investing in securities generally or in The relevant product of the Pictet group particularly or the ability of the relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group to track general market performance. Past performance of an index is not an indication or guarantee of future results. S&P Dow Jones Indices and Third Party Licensor only relationship to Pictet Group with respect to the relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group is the licensing of the Index and certain trademarks, service marks and/or trade names of S&P Dow Jones Indices and/or its licensors. The relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group is determined, composed and calculated by S&P Dow Jones Indices or Third Party Licensor without regard to Pictet Group or the relevant product of the Pictet group. S&P Dow Jones Indices and Third Party Licensor have no obligation to take the needs of Pictet Group or the owners of the relevant product of the Pictet group into consideration in determining, composing or calculating the relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group. Neither S&P Dow Jones Indices nor Third Party Licensors are responsible for and have not participated in the determination of the prices, and amount of the relevant product of the Pictet group or the timing of the issuance or sale of The relevant product of the Pictet group in the determination or calculation of the equation by which the relevant product of the Pictet group is to be converted into cash, surrendered or redeemed, as the case may be. S&P Dow Jones Indices and Third Party Licensor have no obligation or liability in connection with the administration, marketing or trading of the relevant product of the Pictet group. There is no assurance that investment products based on the relevant S&P Dow Jones indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group will accurately track index performance or provide positive investment returns. S&P Dow Jones Indices LLC is not an investment or tax advisor. A tax advisor should be consulted to evaluate the impact of any tax-exempt securities on portfolios and the tax consequences of making any particular investment decision. Inclusion of a security within an index is not a recommendation by S&P Dow Jones Indices to buy, sell, or hold such security, nor is it considered to be investment advice.

NEITHER S&P DOW JONES INDICES NOR THIRD PARTY LICENSOR GUARANTEES THE ADEQUACY, ACCURACY, TIMELINESS AND/OR THE COMPLETENESS OF THE INDICES OR ANY DATA RELATED THERETO OR ANY COMMUNICATION, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, ORAL OR WRITTEN COMMUNICATION (INCLUDING ELECTRONIC COMMUNICATIONS) WITH RESPECT THERETO. S&P DOW JONES INDICES AND THIRD PARTY LICENSOR SHALL NOT BE SUBJECT TO ANY DAMAGES OR LIABILITY FOR ANY ERRORS, OMISSIONS, OR DELAYS THEREIN. S&P DOW JONES INDICES AND THIRD PARTY LICENSOR MAKES NO EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, AND EXPRESSLY DISCLAIMS ALL WARRANTIES, OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE OR AS TO RESULTS TO BE OBTAINED BY PICTET GROUP, OWNERS OF THE RELEVANT PRODUCT OF PICTET GROUP, OR ANY OTHER PERSON OR ENTITY FROM THE USE OF THE INDICES OR WITH RESPECT TO ANY DATA RELATED THERETO. WITHOUT LIMITING ANY OF THE FOREGOING, IN NO EVENT WHATSOEVER SHALL S&P DOW JONES INDICES OR THIRD PARTY LICENSOR BE LIABLE FOR ANY INDIRECT, SPECIAL, INCIDENTAL, PUNITIVE, OR CONSEQUENTIAL DAMAGES INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, LOSS OF PROFITS, TRADING LOSSES, LOST TIME OR GOODWILL, EVEN IF THEY HAVE BEEN ADVISED OF THE POSSIBILITY OF SUCH DAMAGES, WHETHER IN CONTRACT, TORT, STRICT LIABILITY, OR OTHERWISE. THERE ARE NO THIRD PARTY BENEFICIARIES OF ANY AGREEMENTS OR ARRANGEMENTS BETWEEN S&P DOW JONES INDICES AND PICTET GROUP, OTHER THAN THE LICENSORS OF S&P DOW JONES INDICES.

NASDAQ: Nasdaq®, The relevant NASDAQ indices as mentioned in the applicable reporting or publications of the Pictet group, are registered trademarks of Nasdaq, Inc. (which with its affiliates is referred to as the "Corporations") and are licensed for use by Pictet Group.

HRF: © 2018 Hedge Fund Research, Inc. - All rights reserved. HFR®, HFRi®, HFRX®, HFRQ®, HFRU®, HFRLL®, HFR PortfolioScope®, WWW.HEDGEFUNDRESEARCH.COM®, HEDGE FUND RESEARCH®, HFR IndexScope™, and HFR Risk Party Indices™ are the trademarks of Hedge Fund Research, Inc. This information is obtained from sources that Hedge Fund Research, Inc. considers to be reliable; however, no representation is made as to, and no responsibility or liability is accepted for, the accuracy or completeness of the information. Information contained herein is subject to change at any time without notice. It is not possible to invest directly in a financial index. Exposure represented by an index is available through instruments based on that index. HFR does not sponsor, endorse, sell, promote or manage any investment products.

EURONEXT: ©2018 Euronext N.V. All Rights Reserved. The information, data, analysis and Information contained herein (i) include the proprietary information of Euronext and its content providers, (ii) may not be copied or further disseminated except as specifically authorized, (iii) do not constitute investment advice, (iv) are provided solely for informational purposes and (v) are not warranted to be complete, accurate or timely."

ICE-BofA MERRILL LYNCH: ICE Data Indices, LLC ("ICE DATA"), is used with permission. ICE DATA, ITS AFFILIATES AND THEIR RESPECTIVE THIRD PARTY SUPPLIERS DISCLAIM ANY AND ALL WARRANTIES AND REPRESENTATIONS, EXPRESS AND/OR IMPLIED, INCLUDING ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, INCLUDING THE INDICES, INDEX DATA AND ANY DATA INCLUDED IN, RELATED TO, OR DERIVED THEREFROM. NEITHER ICE DATA, ITS AFFILIATES OR THEIR RESPECTIVE THIRD PARTY PROVIDERS SHALL NOT BE SUBJECT TO ANY DAMAGES OR LIABILITY WITH RESPECT TO THE ADEQUACY, ACCURACY, TIMELINESS OR COMPLETENESS OF THE INDICES OR THE INDEX DATA OR ANY COMPONENT THEREOF, AND THE INDICES AND INDEX DATA AND ALL COMPONENTS THEREOF ARE PROVIDED ON AN "AS IS" BASIS AND YOUR USE IS AT YOUR OWN RISK. ICE DATA, ITS AFFILIATES AND THEIR RESPECTIVE THIRD PARTY SUPPLIERS DO NOT SPONSOR, ENDORSE, OR RECOMMEND PICTET GROUP, OR ANY OF ITS PRODUCTS OR SERVICES.

ICE-LIBOR: The index data referenced herein is the property of ICE Data Indices, LLC, its affiliates ("ICE Data") and/or its Third Party Suppliers and has been licensed for use by Pictet group. ICE Data and its Third Party Suppliers accept no liability in connection with its use.

CME: 'Used with permission from CME Group Inc. 2018'





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)