

AA

Für Allokation der Aktiven, die sich hin zu einer Allokation nach Strategien und Risikofaktoren entwickelt
Seite 2

49,7

PMI unter der 50-Marke im Februar nährte Zweifel an der Solidität der Erholung in Europa
Seite 4

130 Mrd.

Euro, 2. öffentliches Hilfspaket für Griechenland, das seinen Finanzierungsbedarf bis 2014 theoretisch deckt
Seite 5

+23%

Anstieg des Stoxx 600 seit 23. September (S&P 500: +21%)
Seite 6

+18%

Performance der Schwellenländeraktien in Dollar seit Jahresbeginn
Seite 7

19,3 Mrd.

Dollar, Betrag der im Dezember 2011 neu gewährten Verbraucherkredite in den USA
Seite 8

20%

Schwankungsbreite des EUR/USD-Kurses im Jahre 2011
Seite 13

+4%

Annualisierte Performance eines Devisenportfolios von 10 wichtigen Währungen mit *Carry-Trade-Strategie* seit 1989
Seite 14

Zentralbanken lockern gleichzeitig
März 2012

Perspektiven

Die Anomalie defensiver Aktien



Yves Bonzon
Leiter Bereich Kapitalanlagen

Mit dem Übergang von einer nach Anlagekategorien strukturierten Allokation zu einer Allokation nach Strategien und Risikofaktoren gibt es nunmehr eindeutig drei Arten von Aktienanlagen. Bei der strategischen Allokation unterscheiden wir zwischen defensiven und Wachstumsaktien. Bei taktischen Positionen wird das Engagement des Gesamtportfolios in Aktien anhand von passiven, d.h. indexierten Instrumenten variiert.

Die Unterscheidung zwischen defensiven und Wachstumsaktien zielt auf eine Portfoliodiversifizierung durch die Ausnutzung einer Marktanomalie ab, die meist als Anomalie der Titel mit niedrigem Beta bezeichnet wird. Gemäss Portfoliotheorie sollten die riskantesten Titel, also die mit der höchsten Sensitivität für Marktbewegungen (Beta), auf längere Sicht eine bessere Performance erzielen, was a priori logisch scheint. Die Analyse der historischen Erträge ergibt jedoch faktisch das Gegenteil. Defensive Titel konnten nämlich eine gleichwertige, wenn nicht bessere Performance erreichen als Titel mit hohem Beta. Selbstverständlich ist diese Outperformance nicht für alle kurz- und mittelfristigen Zeiträume gegeben, sie hängt vielmehr auch vom relativen Bewertungsniveau der defensiven Titel gegenüber dem restlichen Markt zu Anfang des jeweiligen Beobachtungszeitraums ab.

Mehr Performance bei weniger Volatilität – wie lässt sich das erklären? Die dargebotenen Erklärungen sind vielfältig und reichen von verhaltensorientierter Finanzierungslehre bis hin zur Optionalität der *Payoff*-Schemen defensiver Titel im Vergleich zu zyklischen. Für unsere Freunde der Mathematik bedeutet das, dass das Risiko-Ertragsprofil defensiver Titel konkav, das zyklischer dagegen konvex ist. Wir wollen die oben gestellte Frage offenlassen, sind aber entschieden für ein klares Exposure bei defensiven Werten. Wie lässt sich also eine solche Strategie in einem Portfolio strukturieren? Zuallererst müssen die Vorteile einer Allokation in diesem Sinne betont werden. Ein Portfolio defensiver Aktien wird nämlich markante Zeiten der Unterperformance erfahren, insbesondere wenn die Begeisterung mit den Anlegern durchgeht, wie es bei der Technologieblase Ende der 1990er Jahre oder jüngst beim Boom von Rohstoffen und Schwellenländern der Fall war. In solchen Momenten ist die Versuchung gross, die zugrundeliegende These einer Strategie über Bord zu werfen, was zu Portfolioentwicklungen führt, die für die Performance auf lange Sicht schädlich sind. Andererseits muss man auch die dieses defensive Portfolio ausmachenden Titel nach überaus klaren Kriterien

der Wertschöpfung für den Aktionär auswählen. Eine solche Analyse vermeidet optimistische Erwartungen oder Einflüsse von Modeentwicklungen am Markt und konzentriert sich vielmehr auf historische Quellen für Wertschöpfung, darauf, mit welcher Wahrscheinlichkeit diese Quellen auch in Zukunft weiter Wert schöpfen werden, und auf den absoluten Wert, den man dafür bezahlt, dass man daran teilnehmen kann. Die ganze dem Prozess der Auswahl und später der Verwaltung eines Portfolios mit defensiven Aktien zugrundeliegende Fundamentalanalyse muss daher eindeutig den kurzfristigen Druck überwinden und Überlegungen zu nachhaltigen Quellen für die Schaffung von Wohlstand am Markt einbeziehen.

Perspektiven finden Sie auch online.
Informieren Sie sich täglich! Abonnieren und empfangen Sie regelmässig unsere aktuellen Beurteilungen von Wirtschaft, Märkten und langfristigen Trends unter
<http://perspectives.pictet.com>

Die ungeordnete Insolvenz Griechenlands ist abgewendet

Die Entwicklung der Schuldenkrise der Euro-Zone nahm am 21. Februar eine neue Wende. Die Finanzminister der Euro-Zone und der internationale Währungsfonds einigten sich auf ein zweites Rettungspaket für Griechenland in Höhe von 130 Mrd. Euro bis Ende 2014.

Christophe Donay, Bernard Lambert, Jean-Pierre Durante und Reda Idrissi Kaitouni*

** in Zusammenarbeit mit Wilhelm Sissener*

☛ *Das zweite Hilfspaket für Griechenland ist Teil eines grösseren Programms von insgesamt 237 Mrd. Euro. Dieses beinhaltet einen Schuldenschnitt von 107 Mrd. Euro durch die Privatgläubiger (vor allem Banken und Anlagefonds). Dazu kommen 35 Mrd. Euro, die noch vom ersten, im Mai 2010 beschlossenen Rettungspaket übrig sind.*

Insolvenz von Griechenland abgewendet

Wenn die griechische Regierung die noch ausstehenden Formalitäten für die Umsetzung des zweiten Rettungspakets über insgesamt 237 Mrd. Euro erfüllt, dann dürfte der von den Finanzmärkten so gefürchtete Zahlungsausfall abgewendet sein. Denn ohne dieses neue Hilfspaket hätte man in Athen die am 20. März fällig werdenden Anleihen über 14,5 Mrd. nicht mehr zurückzahlen können. Langfristig bleiben aber noch viele Fragen offen. Insbesondere, ob unter der Belastung des Wachstums durch die Sparpläne die Nachhaltigkeit der griechischen Staatsschulden über 2014 hinaus gesichert werden kann. Eine Antwort fällt schwer. Das Risiko einer Systemkrise der Banken und die Gefahr einer Ausweitung auf andere Länder scheinen jedoch nun sicher eingedämmt zu sein.

Die proaktive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) seit Dezember 2011 erhöht die Glaubwürdigkeit und die Wahrscheinlichkeit einer Lösung der Krise zusätzlich. Bei Niederschrift dieser Zeilen bereitete sich die EZB gerade auf die zweite Runde ihres LRG (langfristigen Refinanzierungsgeschäfts) am 28. und 29. Februar vor. Diese Operation wird es den europäischen Banken erneut ermöglichen, sich zu sehr niedrigen Zinsen von 1% für drei Jahre zu finanzieren. Wie in der letzten Ausgabe von Perspektiven erwähnt, hat die EZB damit endlich den unerlässlichen Schritt hin zur quantitativen Lockerung (*Quantitative Easing*) getan, die von anderen Zentralbanken wie der Fed bereits praktiziert wird. Das war deshalb unerlässlich, weil es unseres Erachtens der einzige Weg zur Lösung der wirtschaftlichen und finanziellen Spannungen ist.

Diese Entspannung der europäischen Krise wird von der Veröffentlichung von weniger schlechten Wirtschaftsdaten begleitet. Die Konjunkturindikatoren bestätigen Deutschland in seiner Rolle als „Lokomotive Europas“.

USA: selbsttragendes Wachstum in Sicht?

Die amerikanischen Wirtschaftsstatistiken entwickelten sich in den vergangenen Wochen weiter günstig, vor allem jene für den Arbeitsmarkt und den Industriezyklus. Die Konsumdaten fielen jedoch deutlich gedämpfter aus. Gleichzeitig stimmte der US-Kongress für die Verlängerung der finanziellen Erleichterungen bei den Sozialabgaben (und anderer Haus-

haltsmassnahmen), und die Fed nahm eine moderate zusätzliche geldpolitische Lockerung (Swaps, Verlängerung der Nullzinspolitik) vor, wodurch die negativen Faktoren, aufgrund derer wir eine erneute vorübergehende Abkühlung des US-Wirtschaftswachstums im 1. Halbjahr 2012 befürchteten, nicht mehr ganz so schwer wiegen.

Seit zwei Monaten sehen wir bei der amerikanischen Wirtschaft Anzeichen dafür, dass das Wachstum stärker selbsttragend wird. Die globale Erholung des Kredits hält an, die Lage am Arbeitsmarkt ist stabiler, die Aktivität im KMU-Sektor verbessert sich endlich und die Verbesserung im Wohnimmobiliensektor bestätigt sich, auch wenn man noch lange nicht von einer echten Erholung sprechen kann. Insgesamt bekommt man also den Eindruck, dass die der US-Wirtschaft zugrundeliegenden Kräfte langsam die Oberhand gewinnen. Dies ist ermutigend für die Nachhaltigkeit des Wachstums und überraschend, wenn man berücksichtigt, dass der Entschuldungsprozess der Privathaushalte noch nicht abgeschlossen ist und der Aufschwung im Immobilienzyklus nicht vor 2013 stattfinden dürfte.

„Kann die Nachhaltigkeit der griechischen Staatsschulden unter Berücksichtigung der Belastung des Wachstums durch die Sparpläne über 2014 hinaus gesichert werden?“

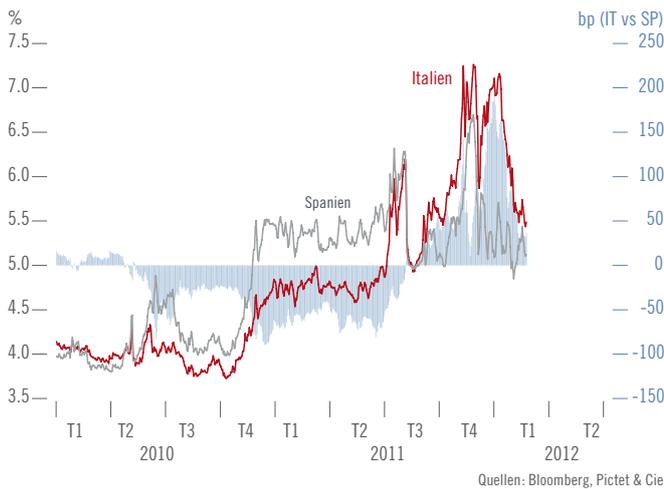
Leider führt der jüngste Ölpreisschub zu zusätzlicher Unsicherheit. Der Anstieg des Rohölpreises könnte den amerikanischen Konsum belasten, insbesondere, wenn er sich fortsetzt. Wir bleiben daher kurzfristig vorsichtig und sind weiterhin der Meinung, dass das BIP-Wachstum in den USA im ersten Halbjahr 2012 schwächer sein wird als im vierten Quartal 2011. Nichtsdestoweniger gehen wir von einem deutlich geringeren Rückgang aus als noch vor wenigen Monaten.

Erholung der deutschen Wirtschaft bestätigt

Die jüngsten Konjunkturnachrichten bestätigten allgemein das Szenario einer moderaten Rezession in der gesamten Euro-Zone. Das Abrutschen des Einkaufsmanagerindex (PMI) unter die 50-Marke im Februar liess zwar einige Zweifel in Bezug auf die Solidität der Besserungsanzeichen aufkommen, doch die genauere Prüfung der Daten ist beruhigend. Denn der Rückgang ist vor allem auf Komponenten zurückzuführen, die dem Konjunkturzyklus allgemein hinterherhinken, so wie die Beschäftigung, während Schlüsselkomponenten wie Auftragseingänge und künftige Aktivität sehr freundlich

SPANIEN UND ITALIEN: RENDITEN UND SPREADS DER 10-JÄHRIGEN STAATSANLEIHEN

Die italienischen und spanischen Renditen sanken im Januar und Februar deutlich, was von einer Beruhigung der Ängste vor einer Ausweitung der europäischen Schuldenkrise zeugt. Der Renditeaufschlag (*Spread*) von italienischen Staatsanleihen sank sogar wieder auf ein Niveau in der Nähe des spanischen *Spreads*.



tendieren. Indikatoren wie der Ifo-Index oder die Konjunkturerhebungen der belgischen Nationalbank bestätigten die vorsichtig optimistische Einschätzung. Die Ifo-Daten von Februar vermittelten ein beruhigendes Bild des deutschen Konjunkturzyklus. Nicht nur die Geschäftserwartungen fielen das vierte Mal in Folge zuversichtlicher aus, auch die aktuelle Lage wurde zum ersten Mal seit Juni 2011 positiver eingeschätzt. Die deutsche Wirtschaft dürfte damit nur in einem einzigen Quartal (4. Quartal 2011) geschrumpft sein.

Immer wieder Griechenland

Trotz der Einigung über das zweite Hilfspaket für Griechenland dürfte das Land weiter im Rampenlicht stehen. Die Anleger werden sich vor allem für die Beteiligungsquote der Privatgläubiger an der Umschuldung interessieren. Bei unzureichender Beteiligung werden Kollektivklauseln ausgelöst, die dazu führen, dass die Abkommensbedingungen auf sämtliche Privatgläubiger angewendet werden; diese Klauseln wurden gerade rückwirkend vom griechischen Parlament angenommen. Auch die Tätigkeit des Parlaments wird geprüft, um festzustellen, ob die Reformen in dem Rhythmus durchgeführt werden, wie in dem von den wichtigsten griechischen Parteien unterzeichneten Memorandum festgelegt.

Dank des zweiten Hilfspakets über 130 Mrd. Euro ist der Finanzierungsbedarf des griechischen Staats theoretisch bis 2014 abgedeckt. Theoretisch, weil die zugrundeliegenden Hypothesen ziemlich optimistisch sind. Griechenland könnte nämlich bei einem Ausbleiben der Konjunkturerholung schnell mit neuen Schwierigkeiten konfrontiert werden.

Falls in der Zwischenzeit jedoch eine Vereinbarung über die Erhöhung der verfügbaren Mittel des IWF und des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) zustande kommt, könnten die Märkte sich beruhigen, was die Überlebensfähigkeit der Einheitswährung angeht, unabhängig von Griechenland. Dieses optimistische Szenario ist nicht unwahrscheinlich, aber es müssen noch einige Hürden genommen werden, bevor es sich bewahrheiten kann.

China: schrittweise und selektive Lockerung

Trotz des vorübergehenden Anstiegs der Inflation im Januar entschied sich die chinesische Zentralbank, den Mindestreservesatz für Banken um 50 Basispunkte zu senken. Das Ziel dieser quantitativen Lockerung ist es, die Austrocknung des Interbankenmarktes auszugleichen und die Nachfrage nach Krediten zu stimulieren. Dies belegt die Entschlossenheit der chinesischen Behörden, die geldpolitischen Schrauben zu lockern, um die Wirtschaft vor einer weiteren Verlangsamung zu schützen.

Allerdings gehen die Behörden bei dieser Lockerung selektiv vor. So werden die geldpolitischen Straffungsmassnahmen im Immobiliensektor trotz des Preisrückgangs bei neuen Häusern in allen Städten in China beibehalten. Somit geht das grösste Risiko für das chinesische Wachstum 2012 definitiv von diesem Sektor aus, insbesondere, wenn der Rückgang der Verkäufe zu einer nachhaltigen Kontraktion im Bausektor führt. Die chinesischen Behörden haben die Situation jedoch unter Kontrolle und können die Geldzügel wenn nötig jederzeit lockern.

Reflationshoffnungen unterstützen die Märkte

Im zweiten Halbjahr 2011 bewirkte das grosse Systemrisiko eine hohe Volatilität an den Aktienmärkten. Inzwischen ist sie wieder in den mittleren Bereich gesunken.

Christophe Donay*, Jacques Henry, Yves Longchamp

*in Zusammenarbeit mit Wilhelm Sissener

FINANZMÄRKTE

Performance in % der Finanzindizes in Lokalwährung. Daten bis zum 29.2.2012

	Indice	Seit 30.12.2011	Vormonat
Aktien USA*	USD S&P 500	9.0%	4.3%
Aktien Europa	EUR Stoxx600	8.1%	3.9%
Aktien Schwellenländer*	USD MSCI Emerging Markets	18.1%	6.0%
US-Staatsanleihen*	USD ML Treasury Master	-0.3%	-0.7%
US-Investment-Grade-Anleihen*	USD ML Corp Master	3.1%	0.8%
US-Hochzinsanleihen*	USD ML US High Yield Master II	5.2%	2.3%
Hedgefonds	USD Credit Suisse Tremont Index global**	2.3%	2.3%
Rohstoffe	USD Reuters Commodities Index	5.6%	3.2%
Gold	USD Gold Troy Ounce	10.2%	0.2%

* Dividenden reinvestiert ** Ende Januar

 Die Konjunkturdaten bessern sich weiter beiderseits des Atlantiks und lassen die Möglichkeit einer nachhaltigeren Erholung, als allgemein erwartet wurde, erkennen. Zusammen mit wichtigen Massnahmen zur Lösung der europäischen Schuldenkrise begünstigte dieser Faktor konjunktursensitive Anlagekategorien. Zum Beispiel Aktienmärkte, Carry-Trade-Strategien und Hochzinsanleihen erzielten gute Performance-Werte. In den letzten Wochen stabilisierte sich die an den Finanzmärkten herrschende Volatilität: Deren viel beachteter Index VIX, der die implizite Volatilität von Optionen auf den Index S&P 500 misst, bewegt sich gemäss unserer Definition im mittleren Bereich von 15%-25%. Zu vergleichen wäre dies mit dem Spitzenwert der letzten zwölf Monate von 48% und mit den knapp 80% vom September 2008 beim Konkurs von Lehman Brothers. Dieses Phänomen spiegelt vor allem den Rückgang des Risikos in Verbindung mit der Schuldenkrise der Euro-Zone wider.

Liquiditätsspritzen der EZB unterstützen die Märkte

Die Überschuldungskrisen in den USA und in Europa einerseits und die mit einer Schuldenausweitung

verbundenen Massnahmen von Regierungen und Zentralbanken zur Vermeidung eines Abgleitens der Wirtschaft in die Deflation andererseits bereiteten den Finanzmärkten seit 2008 ein Wechselbad aus Reflationshoffnungen und Deflationsängsten. Aber seit September 2011 dominieren die Reflationshoffnungen. Daher verzeichnen die riskanten Anlagen bessere Performance-Werte. So legten STOXX und S&P500 seit dem 23. September 2011 in Lokalwährungen um 23% bzw. 21% zu.

Die Liquiditätsspritzen der europäischen Regierungen über die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität und den Europäischen Stabilitätsmechanismus sorgten für einen ersten Schub am Markt. Von Ende September bis Mitte Januar verzeichneten die oben genannten Indizes ein Plus von 17% bzw. 15%. Ab Mitte Januar dann wurden zwei LRG (Refinanzierungsgeschäfte der EZB über 3 Jahre für Investment- und Geschäftsbanken) im Wert von 1,1 Billionen Euro und die Hoffnungen auf eine dritte Quantitative Lockerung der Fed zur Triebfeder. Die Aktienindizes setzten

ihren Hausse-Trend fort. So kletterte der STOXX 600 seit Mitte Januar um 6% und der S&P500 um 5%.

Auf lange Sicht ist der deflationäre Entschuldungsprozess der US-Privathaushalte und der Industrienationen noch nicht abgeschlossen. Wir behalten daher eine strategische Allokation bei, die die Portfolios bei Deflationschocks schützen soll. Auf kürzere Sicht wird die US-Konjunktur neben den Reflationsversuchen zu einem der dominierenden Faktoren für die Fortsetzung der Markterholung. Die Aktien der Schwellenländer profitierten eindeutig von dieser Aufhellung und erreichten mit 18% in US-Dollar die beste Performance seit Jahresbeginn.

Ein Szenario mit einem Aktienmarkteinbruch von 10% oder mehr ist kurzfristig nur bei einem externen Schock vorstellbar. Wir haben drei mögliche Schocks identifiziert: eine plötzliche Korrektur an Chinas Immobilienmarkt, einen kräftigen Rohölpreisanstieg infolge geopolitischer Spannungen zwischen dem Iran und den USA und ein Wiederaufflammen der europäischen Systemkrise. Wenn kein Schock eintritt, scheint an den Märkten eine Stabilisierung, wenn nicht gar eine Fortsetzung der Erholung am wahrscheinlichsten.

Veröffentlichung uneinheitlicher Ergebnisse in USA und Europa

Obwohl die Risikofaktoren weiterbestehen, setzten die Aktienmärkte ihren Anstieg im Februar fort, da die Anleger die guten Nachrichten stärker beachten als die schlechten. Die Resultate des 4. Quartals 2011 waren übrigens weniger gut als jene des 3. Quartals 2011. Was das Nettoergebnis anbelangt, so übertrafen die von den

US-Unternehmen veröffentlichten Daten die Erwartungen um durchschnittlich 2,9%, während es im Vorquartal 4% waren. Die Umsatzzunahme war etwas höher als 1,2%. In Europa haben etwa 40% der Unternehmen ihre Nettoergebnisse veröffentlicht, die 8% hinter den Erwartungen zurückblieben. Die unangenehmsten Überraschungen kamen aus den Sektoren Banken und Versicherungen, aber auch innerhalb der Sektoren bestehen grosse Unterschiede. Die Enttäuschungen bei den Umsatzdaten sind in etwa vergleichbar. Interessanterweise waren die Analysten etwas zu konservativ, was die meisten zyklischen Sektoren betrifft (Bau, Chemie, Automobile), denn sie verzeichneten einen leicht höheren Umsatz als erwartet. In diesem Umfeld ergaben die Revisionen der Gewinnerwartungen für die Geschäftsjahre 2012 und 2013 ganz unterschiedliche Profile für die USA und Europa. In den Vereinigten Staaten änderten sich die Profile für 2012 in den letzten zwei Wochen praktisch nicht. In Europa dagegen bleiben die Revisionen volatil, ohne dass sich ein echter Trend abzeichnet. Die Gewinnwachstumsaussichten

2012 stabilisierten sich im Februar bei 8,5% in den USA und bei 7% in Europa.

Devisen: Rückkehr des Carry Trade bestätigt

Der geldpolitische Lockerungszyklus der grossen Zentralbanken, der anhaltende Rückgang des Systemrisikos in Europa und gute amerikanische Konjunkturnachrichten begünstigen alle drei die Carry-Trade-Strategie, bei der Gelder in einer Niedrigzinswährung aufgenommen und dann in der Hochzinswährung angelegt werden. Der VIX-Index für implizite Volatilität war im Februar weiterhin rückläufig und sank in den mittleren Volatilitätsbereich, der meist günstig für diese Art Strategien ist. So verzeichnete unser Musterportfolio, das eine Carry-Trade-Strategie mit G10-Währungen repliziert, im Februar eine Performance von 1,8%.

Wie eine eingehendere Analyse der zehn wichtigen Währungen zeigt, ist die Carry-Trade-Strategie aus fundamentaler Sicht gerechtfertigt. Zu den Niedrigzinswährungen für Darlehen zählen US-Dollar, Euro, Pfund Sterling, japanischer Yen und

Schweizer Franken. Hinter jeder dieser Währungen steht eine Zentralbank, die eine Politik der quantitativen Lockerung und Zinsen unweit null praktiziert. Die Ausweitung der Liquidität führt zu einer Verwässerung des Werts der Währung.

Unter den Anlagewährungen finden wir vor allem solche, die an Rohstoffe gebunden sind und denen eine Aufhellung des Konjunkturzyklus zugutekommt. Der australische, der kanadische und der neuseeländische Dollar und die norwegische Krone gehören dazu. Schweden exportiert keine Rohstoffe, aber sein Währungsinstitut, die Riksbank, verfolgt eine orthodoxe Geldpolitik. Diese Währungen bieten somit interessantere Erträge.

Da die europäische Krise etwas nachliess, festigte sich der Euro im Februar gegenüber dem US-Dollar. Allerdings beurteilen wir den derzeitigen Eurowert mit Skepsis. Wir rechnen mit einem langsamen Nachgeben des EUR/USD-Kurses in Richtung 1,25 in den kommenden drei bis sechs Monaten, wegen der quantitativen Lockerung durch die EZB.



Erholung in Deutschland bestätigt

Konjunkturindikatoren sind manchmal widersprüchlich. Daher ist es für den Anleger wichtig, sich nicht nur auf ihren Trend zu konzentrieren, sondern auch auf weitere Daten, um sich ein zutreffendes Urteil zu bilden.

19,3 Mrd. Dollar

Diese Summe der in den USA im Dezember 2011 netto neu gewährten Verbraucherkredite (abzüglich der Rückzahlungen) übertraf die Erwartungen deutlich. Im vierten Quartal 2011 wurden fünf Mal so viele Konsumkredite gewährt wie im Vorquartal, eine sehr erfreuliche Entwicklung.

+16%

Unter den grossen aufstrebenden Volkswirtschaften des heterogenen BRIC-Blocks (Brasilien, Russland, Indien und China) verzeichnen die brasilianische und die indische Börse mit jeweils 16% die beste Performance seit Jahresbeginn.

USD 123,62 pro Barrel

Mit diesem Preis für Brent wurde am 23. Februar ein 8-Monatshoch erreicht. Verantwortlich war der Iran, der als zweitgrösstes OPEC-Land seine Öllieferungen an französische und britische Ölgesellschaften stoppte. Bisher wurden in dem Land 3,5 Millionen Barrel pro Tag gefördert und 2,5 Millionen exportiert.

109,6

Der Rückgang des Gesamt-Einkaufsmanagerindizes (PMI) für die Euro-Zone auf 49,7 Zähler liess Zweifel an der Solidität der Erholung in Europa aufkommen, aber der **deutsche ifo-Geschäftsklimaindex** verbesserte sich im Februar im vierten Monat in Folge auf nunmehr 109,6 Zähler, was **neue Zuversicht brachte**.

RRR

China wird die gesetzliche **Mindestreserve (RRR) der Banken um 50 Basispunkte senken**, d.h. auf 20,5% für die grossen und auf 18,5% für die kleinen Institute.

1%

Die japanische Notenbank **weitete ihr Arsenal zur geldpolitischen Lockerung aus**, um die heimische Wirtschaft zu unterstützen, und legte ein **Teuerungsziel von 1% fest**. Ausserdem kündigte sie auch den **Kauf zusätzlicher Staatsanleihen im Wert von 10 Billionen Yen (100 Milliarden Euro) bis Ende 2012 an**.

4,25%

Die australische Zentralbank **beliess zur allgemeinen Überraschung ihren Leitzins unverändert bei 4,25%**, während der Markt eine **Senkung auf 4% erwartete**.

6,5%

In Indonesien wuchs die Wirtschaft **2011 um 6,5% und bestätigte die gute Verfassung der südostasiatischen Volkswirtschaft**. 60% des indonesischen BIP entfallen auf den **Inlandskonsum**.

Ein günstiger Volatilitätsbereich

Aktien, *High-Yield*-Unternehmensanleihen und, in geringerem Masse, *Investment-Grade*-Unternehmensanleihen profitieren am meisten von einer nach unserer Definition weiter im mittleren Bereich liegenden Volatilität.

Aktien

Die Euphorie geht weiter

Die Ende November begonnene Aktienmarkterholung wurde im Dezember durch die geldpolitische Lockerung der EZB verstärkt und geht unvermindert weiter.

Die Volatilität hat sich in den letzten Wochen laut VIX auf Niveaus zwischen 17% und 18% stabilisiert, ohne jedoch in den niedrigen Bereich zu sinken. Der Aktienmarkt legte weiter zu. So erreicht der Anstieg seit 24. November 2011 gemäss S&P 500 17,6% und 20,4% gemessen am DJ Stoxx 600.

Verschiedene Elemente weisen tendenziell darauf hin, dass dieser Anstieg sowohl in Bezug auf sein Ausmass als auch auf seine Dauer über eine einfache Baisse-Markt-Rally hinausgeht. Diese Rally wird übrigens nicht mehr einfach nur von Sektoren mit geringer Qualität getragen, und die Performance verteilt sich seit Ende Januar auf immer mehr Sektoren, vor allem in den USA. Die Hausse-Konfiguration gleicht stärker jener der Erholungen vom März 2003 und März 2009, die jeweils Ausgangspunkt einer bedeutenderen Hausse-Phase waren. Sollte sich diese Analogie bestätigen, so liesse sich eine Korrekturphase von 5% bis 8% nicht ausschliessen.

Im S&P 500 erreichen die Gewinnerwartungen 12,7x für 2012, während es beim DJ Stoxx 600 10,8x sind. So korrigierten die Bewertungsniveaus voll und ganz den aus der Euro-Krise im Sommer 2011 entstandenen Pessimismus.

Die Fortsetzung des Hausse-Trends bei Aktien setzt nun voraus, dass das Wirtschaftsumfeld sich weiter verbessert, was sich dann in den Gewinnaussichten der Unternehmen niederschlagen kann.

Staatsanleihen

Staatsanleihen widerstehen neuer Zuversicht

Während sich alle übrigen Anlagekategorien auf den neuen EZB-Kurs mit unbegrenzten Darlehen über 3 Jahre einstellten, wurden die Staatsanleihen mit Fluchtwertstatus zum Jahresbeginn davon nicht berührt.

Die Renditen der 10-jährigen US-Treasuries bewegten sich weiterhin in der seit Mitte Dezember 2011 beobachteten Bandbreite von 1,8%-2,05%.

Die Verluste seit Jahresbeginn begrenzten sich bei *US-Treasury Bonds* aller Laufzeiten auf insgesamt 0,3%, wobei lange Laufzeiten stärker litten (-2,2% bei 10 Jahren).

In Europa zeichneten die deutschen Bundesanleihen mit ihren Schwankungen (1,75%-2,05%) die Entwicklung der *US Treasury Bonds* nach.

In dem Zeitraum verringerten sich die Renditeaufschläge von Staatsanleihen zu Bunds insgesamt weiter. Nur bei den schwierigsten Fällen – Griechenland und Portugal – ging die Entwicklung in die Gegenrichtung. Die 10-Jahres-Renditen Italiens verzeichneten die spektakulärste Entwicklung mit einem Rückgang von fast 200 Basispunkten seit Jahresbeginn (von 7,2% auf weniger als 5,5%).

Der Nachrichtenstrom aus Griechenland bleibt gewaltig und sein Schadenpotenzial enorm. Wenn sich jedoch die erfreulichen Signale von Konjunktur und Krisenbewältigung vom Jahresanfang bestätigen, dann könnte es bei Staatsanleihen mit Fluchtwertstatus zu erheblichen Korrekturen kommen.

Unternehmensanleihen

Risikobereitschaft diktiert Rangordnung

Zum Jahresbeginn diktiert die Risikobereitschaft weiterhin die Rangordnung unter den verschiedenen Anlagekategorien.

Unternehmensanleihen bieten nach wie vor interessante Eigenschaften, um die Endphase der Krise zu bewältigen.

Im Februar verzeichnete *High Yield* (HY) die beste Performance (2,3%), gefolgt von *Investment Grade* (IG, 0,8%), während US Treasuries in den roten Bereich gerieten (-0,7%). Zum Vergleich legte der S&P500 um 4,3% zu.

Die gleiche Rangfolge ergibt sich auch bei Messung der Performance seit Jahresbeginn: S&P (9,0%), HY (5,2%), IG (3,1%) und Staatsanleihen (-0,3%).

Firmenanleihen profitierten weitgehend von einer über Erwartungen guten Konjunkturentwicklung und von der Beseitigung des Systemrisikos in Europa: Die Spreads verengten sich daher deutlich.

Der neue geldpolitische Kurs der EZB, die Entwicklungen in Verbindung mit der europäischen Krise und positive Konjunkturüberraschungen sorgten für neue Zuversicht.

Dieses günstige Klima könnte im Jahresverlauf anhalten, und die bisherige Rangfolge könnte daher durchaus weiter gelten. Da Unternehmensanleihen mehr Schutz bieten als Aktien, bleiben sie in dieser schwierigen Phase, in der die Finanzmärkte nach wie vor für mögliche externe Schocks anfällig sind, eine vortreffliche Anlage.

Hedgefonds

Ausnutzung des kurzfristigen Optimismus

Obwohl sie von einer zyklischen Erholung aller Volkswirtschaften weltweit profitieren, bleiben Hedgefonds mittelfristig Baisse-orientiert.

Im Januar erzielten Hedgefonds eine positive Performance und alle wichtigen Strategien verzeichneten Monatsgewinne. Der HFRI Fund Weighted Composite Index machte einen Satz von 2,6% nach oben, seine zweitstärkste Monatsperformance seit Dezember 2010. Da die Wirtschaft strukturbedingt schwach bleibt, ist der mittelfristige Ausblick der Manager weiterhin Baisse-orientiert. Allerdings belohnte die zyklische Verbesserung seit Jahresbeginn Manager, die aus taktischen Gründen bei riskanten Anlagen lang positioniert waren.

Nach den Erträgen von Januar ergeben Schätzungen für Februar weitere Gewinne für Hedgefonds. *Event-driven*-Strategien profitierten von engeren *Deal Spreads* und einer Verbesserung bei Kreditbedingungen und Marktstimmung. *Long/Short*-Aktienmanager nutzten die Aktienrally, v.a. im Technologie- und im Energiesektor. Aus dem gleichen Grund trugen *Long*-Kontrakte auf WTI und Brent zu den Gewinnen von *Global Macro* Managern bei, während die Ölmärkte auf geopolitische Risiken, insbesondere im Iran, reagierten. Kurven-Trades wie US-Versteilungspositionen waren im Februar erneut eine wichtige Ertragsquelle für diese Manager, da die zweijährigen *US-Treasury*-Renditen weiterhin sanken.

Edelmetalle

Die Kurse legen weiter zu

Die Aufhellung der Konjunkturdaten in den USA und Europa, der im Februar steigende Erdölpreis und die Zentralbankprogramme für quantitative Lockerung sorgten für steigende Inflationserwartungen, was die Edelmetalle beflügelte.

Die Vorwegnahmen von Inflation werden indirekt an den Anleihemärkten deutlich. Nach dem Renditeunterschied zwischen inflationsindexierten und festverzinslichen US-Treasuries zu urteilen, rechnet der Markt mit einer Jahreststeuerung von 2,2% in den kommenden 10 Jahren, während es im vergangenen September noch 1,7% waren. Da die Gold- und anderen Edelmetallkurse bei steigenden Inflationserwartungen anziehen, verzeichneten sie auch in den vergangenen Wochen einen kräftigen Anstieg. Ausserdem beflügelte noch der zum Euro rückläufige US-Dollar ganz mechanisch die Edelmetallpreise. Wir bleiben bei unserem Ziel von 3000 Dollar pro Feinunze bis 2015, was vor allem auf den Überfluss an liquiden Mitteln zurückgeht, den die Zentralbanken in den kommenden Monaten erzeugen dürften.

Devisen

Fortsetzung des Carry Trade

Eine mittlere Volatilität unterstützte im Februar weiterhin die Carry-Trade-Strategie. Wenn sich die Konjunktur nicht verschlechtert, dürften wir in einem weiterhin günstigen Umfeld für diese Strategie bleiben.

Die grossen Trends, die sich im Januar abzeichneten, hielten im Februar an. Die *Carry-Trade*-Strategie, die Hochzinswährungen begünstigt, verzeichnete erneut eine gute Performance. US-Dollar, japanischer Yen und Pfund Sterling gaben mit ihren insgesamt niedrigen Zinsen gegenüber dem australischen und neuseeländischen Dollar und der norwegischen und schwedischen Krone nach. So legte die norwegische Krone im Februar gegenüber dem Dollar 5,1% zu und die schwedische Krone 2,7%, nur der japanische Yen verlor gegenüber dem Greenback 6%.

Die Verringerung des Systemrisikos in Europa, die besseren Wirtschaftsaussichten in den USA und das geringere Risiko einer raschen Verlangsamung der chinesischen Wirtschaft nährten den Optimismus an den Finanzmärkten, was ein günstiges Umfeld für *Carry Trades* schuf.

Die Festigung der Einheitswährung gegenüber dem Dollar hat nicht wenige Anleger überrascht. Unseres Erachtens ist der Euro gemessen an seinen Fundamentaldaten zu teuer, so dass der EUR/USD-Kurs in den kommenden Monaten auf ein Niveau zwischen 1,25 und 1,30 sinken dürfte.

Volatilität: Instrument der Währungsallokation

Die taktische Währungsallokation spielt bei der Portfolioverwaltung eine wichtige Rolle, sowohl in Bezug auf das Risiko als auch auf den Ertrag. Wechselkursschwankungen können sich nämlich spürbar auf die Performance einer Anlage auswirken. Die Volatilität der Anlagekurse stellt in diesem Rahmen ein sehr nützliches Instrument dar, um die taktische Währungsallokation im Portfolio festzulegen.

Die moderne Portfoliotheorie unterstreicht die Bedeutung der Diversifizierung, die über die Auswahl verschiedener Anlagekategorien und unterschiedlicher Regionen realisiert wird. Somit ist ein effizientes Portfolio unvermeidbar den Schwankungen der ausländischen Währungen ausgesetzt. Diese können heftig ausfallen und theoretisch die gesamte Performance eines Portfolios zunichte machen oder im Gegenteil steigern. 2011 schwankte der EUR/USD-Kurs um bis zu 20%! Das Währungsexposure ist also ein Risikofaktor, der spezifisch berücksichtigt werden sollte.

Ein hoher Anteil der Anlagen in unseren Portfolios wird in Lokalwährungen gehalten. So setzt sich das Euro-Portfolio beispielsweise hauptsächlich aus Papieren in Euro zusammen. Das Gleiche gilt für die Portfolios in US-Dollar, in Pfund Sterling und - da das Anlageuniversum kleiner ist - in geringerem Masse auch für jene in Schweizer Franken.

Wechselkurse - von der Theorie zur Praxis

Die Wirtschaftstheorie hilft beim Vorhersagen der Trends leider nur begrenzt weiter. Denn die meisten Modelle beruhen auf der Schätzung



Yves Longchamp
Ökonom

eines Gleichgewichtsniveaus der Währungen, das sich langfristig einstellen soll. Diese Modelle können daher in der täglichen Verwaltung des Währungsrisikos nicht direkt verwendet werden. Zudem befindet sich der Devisenmarkt fast nie im Gleichgewicht, da es aufgrund der Heterogenität der Akteure an diesem Markt (Finanzinstitute, multinationale Gesellschaften, Touristen, Zentralbanken etc.) zu Ineffizienzen kommt, die meist länger bestehen bleiben. Ausserdem gibt es zahlreiche Gründe, Währungen zu kaufen und zu verkaufen, und nicht immer ist das Ziel, Gewinn zu machen. Theorie und Praxis unterscheiden sich somit im Bereich Währungen deutlich.

Erfolgreiche Strategien

Es gibt drei grundlegende, am Devisenmarkt geläufige Strategien für Trendpositionen: die Carry-Trade-, die Value- und die Momentum-Strategie. Alle diese Strategien haben sich langfristig bewährt und ihre Rentabilität wurde in zahlreichen Studien belegt. Wir werden uns hier auf die ersten beiden konzentrieren.

Bei der Carry-Trade-Strategie wird von den Zinsunterschieden der Währungen profitiert, indem man sich in der Währung mit den niedrigeren Zinsen Geld leiht und das Kapital dann in der Währung mit dem höheren Zins anlegt. Im Rahmen der Value-Strategie werden die Währungen gekauft, von denen man glaubt, dass sie unterbewertet sind, während jene, die überbewertet zu sein scheinen, verkauft werden. Generell spielt ein Modell basierend auf der Kaufkraftparität (KKP) eine zentrale Rolle bei der Schätzung des Gleichgewichtswerts der Währung. Die KKP ist der Wechselkurs, zu dem die Preise von Waren und

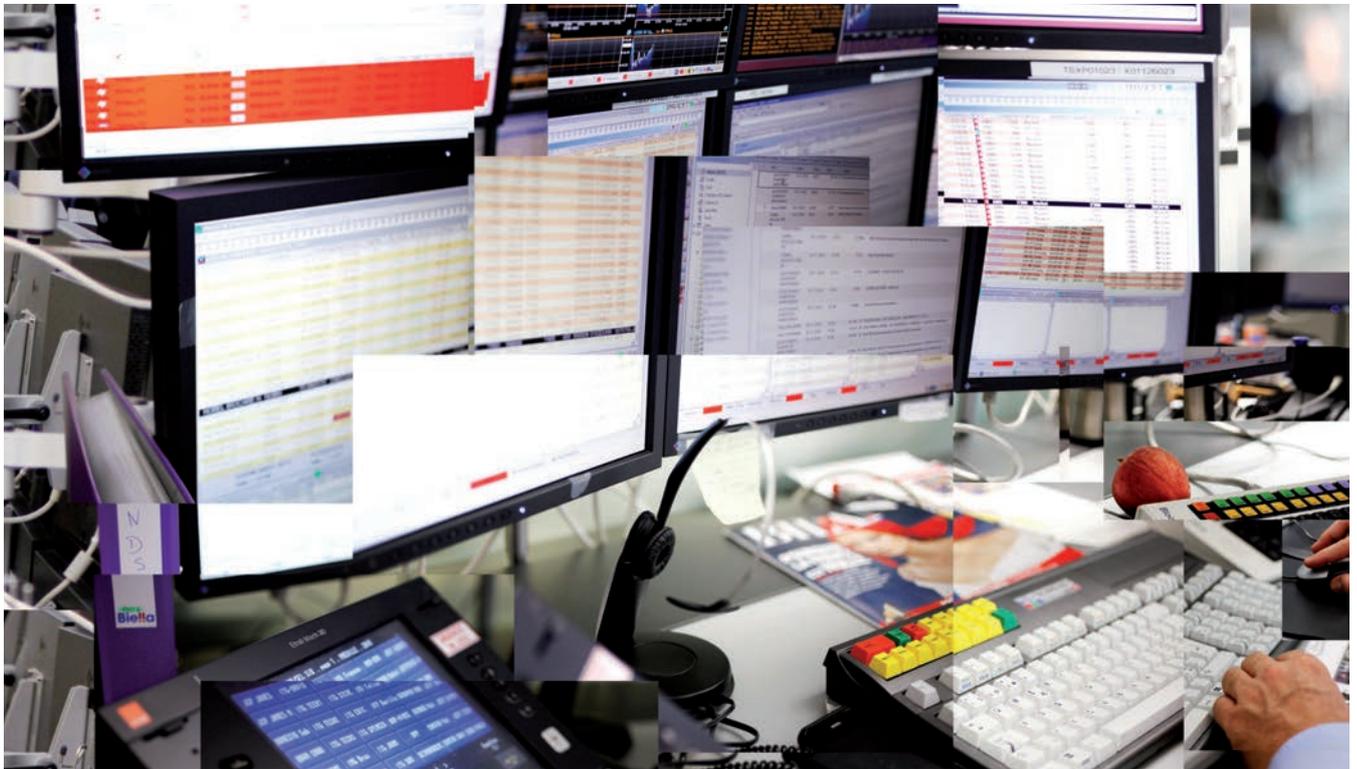
Dienstleistungen in verschiedenen Ländern gleich sind. Die Momentum-Strategie basiert auf der statistischen Analyse der Wechselkurse und zeigt ihre Zyklen auf. Eine Währung, die vor kurzem gestiegen ist, weist eine höhere Wahrscheinlichkeit auf, sich weiter zu festigen als zu sinken und umgekehrt.

Obwohl jede dieser Strategien bei einem Zeithorizont von einigen Jahren positive Erträge erzielt, verzeichnen sie alle längere oder kürzere Phasen mit negativen Performance-Werten. Die Performance-Korrelation zwischen diesen Strategien ist glücklicherweise gering, was darauf hindeutet, dass sie alle verschiedene Marktineffizienzen nutzen. Diese Beobachtungen führen zu zwei Schlussfolgerungen. Erstens gibt es ein hohes Diversifizierungspotenzial zwischen diesen Strategien, d.h. ihre Kombination verbessert das Risiko/Ertragsverhältnis. Zweitens scheinen die Arbitrage-Gelegenheiten nicht alle gleichzeitig profitabel zu sein, was bedeutet, dass es je nach ausgewähltem Zeitraum verschiedene Anlagestrategien gibt.

Volatilitätsbereiche und Devisenstrategien

In der Perspektiven-Ausgabe vom Dezember 2011 präsentierten wir im Thema des Monats (Nutzung von Volatilitätsbereichen in der taktischen Allokation) die Volatilitätsbereiche als Entscheidungshilfe bei der taktischen Allokation in den Portfolios. Sie können jedoch auch bei der Verwaltung des Währungsrisikos verwendet werden.

In dem erwähnten Artikel teilt Christophe Donay die implizite Volatilität abhängig von den Niveaus des VIX-Index für die implizite Volatilität von Aktien in 3



Collage: Mischa Haller für Pictet & Cie

Volatilitätsbereiche ein: niedrig, mittel und hoch:

- Wenn das Niveau unter 15% liegt, entwickeln sich die Märkte in einem Wirtschaftsumfeld mit niedrigen Risiken, das Wirtschaftswachstum ist stabil und die Inflation unter Kontrolle.
- Zwischen 15% und 25%, also im mittleren Volatilitätsbereich, ist ein schlechtes Wirtschaftsumfeld zu beobachten, entweder aufgrund von zu starkem Wachstum oder zu hoher Inflation oder wegen sich häufender Systemrisiken.
- Über 25% wird von einem hohen Volatilitätsbereich gesprochen. Dieser Bereich wird normalerweise erreicht, wenn sich die Systemrisiken oder die Rezession bestätigen.

Die Analyse der Devisenstrategien anhand der Volatilitätsbereiche lässt Muster erkennen, die bei der taktischen

Währungsallokation genutzt werden können. Im niedrigen Volatilitätsbereich erzielt die *Carry-Trade*-Strategie den besten Gesamtertrag (Wechselkursschwankungen und Zinsunterschied). Ein Portfolio, das nur aus den wichtigsten zehn Währungen besteht, hätte in diesem Bereich seit 1989 einen annualisierten Gesamtertrag von 4% generiert.

In einem hohen Volatilitätsbereich schneidet dagegen die *Value*-Strategie besser ab. Die makroökonomischen Ungleichgewichte werden teilweise durch die Anpassungen (*rebalancing*) der Währungen hin zum Gleichgewichtsniveau ausgeglichen. In Phasen hoher Volatilität verzeichnet das Währungsportfolio eine annualisierte Gesamtperformance von über 10%. Während der *Subprime*-Krise, bei der der VIX-Index sehr hohe Niveaus erreichte, funktionierte diese

Strategie besonders gut, was die ausgezeichnete Performance unseres Musterportfolios erklärt.

Im Bereich der mittleren Volatilität ist der Performance-Unterschied zwischen den beiden Strategien weniger offensichtlich. Der Vergleich ergibt relativ ähnliche Gesamt-Performance-Werte von rund 5% bis zum Jahresbeginn 2000. Danach entwickelten sie sich dann auseinander. Zwischen der Jahrtausendwende und dem Ausbruch der *Subprime*-Krise erzielte die *Carry-Trade*-Strategie in einem mittleren Volatilitätsbereich mit annualisierten Performance-Werten von insgesamt 3,2% (gegenüber 0,4% für die *Value*-Strategie) eindeutig das bessere Ergebnis. Der Ertragsunterschied fällt noch günstiger für die *Carry-Trade*-Geschäfte aus, wenn man die schwachen und mittleren Volatilitätsbereiche kombiniert.

Während dieser goldenen Jahre der *Carry-Trades* erreichte die durchschnittliche annualisierte Gesamtpformance 5,4% gegenüber 0,9% für die *Value-Strategie*.

Vorteil für Carry-Trade-Strategie

Die *Subprime-Krise*, die schwere Rezession und schliesslich die Krise der Euro-Zone brachten die Zentralbanken der Industrieländer dazu, ihre Zinsen auf historisch niedrige Niveaus zu senken. Folglich sind die Zinsunterschiede kaum interessant, was sicher zur geringeren Attraktivität der *Carry-Trade-Strategie* beigetragen hat. Es wäre jedoch falsch, zu glauben, dass es sie nicht mehr gibt – sie hat sich auf die Schwellenländer verlagert, wo die Zinsen höher sind, wie z.B.

Brasilien.

Zu Beginn dieses Jahres befinden wir uns gemäss VIX-Index in einem mittleren Volatilitätsbereich. Für das Universum der zehn wichtigsten Währungen, die wir in diesem Artikel berücksichtigen, scheint demnach die *Carry-Trade-Strategie* am angemessensten zu sein. In der Tat sind die Finanzierungswährungen mit niedrigen Zinsen entweder teuer aus Bewertungssicht oder unter Druck wegen ihrer Zentralbanken, die Strategien der quantitativen Lockerung verfolgen. Die Währungen mit hohen Zinsen sind aufgrund der engen Verbindung der meisten dieser Währungen zu Rohstoffen zwar

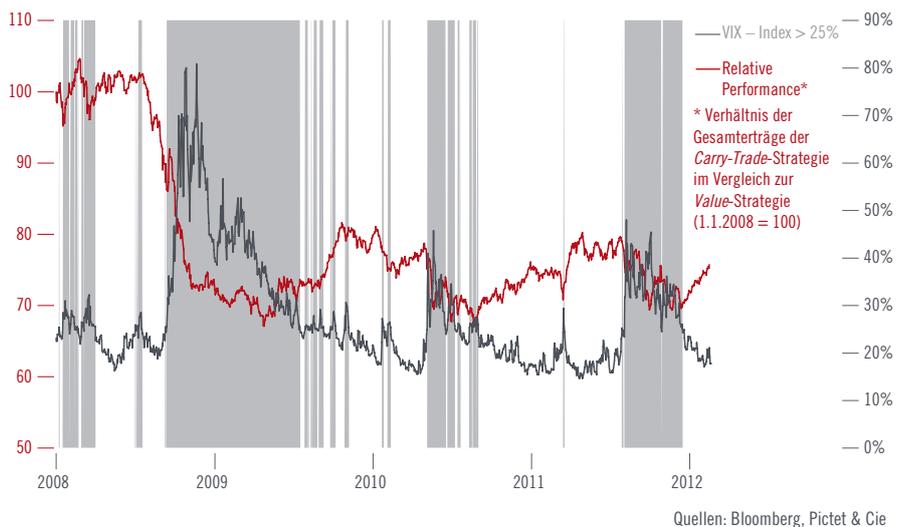
zyklischer, aber ihre Volkswirtschaften sind allgemein in besserer Verfassung.

Die Finanzierungswährungen, die unseres Erachtens eingesetzt werden sollten, sind der amerikanische Dollar, der Euro, der Schweizer Franken und in geringerem Masse das britische Pfund und der japanische Yen. Die Währungen mit hohem Ertrag, die im Rahmen eines Gesamtertragsansatzes Potenzial haben, sind der australische und der kanadische Dollar, die norwegische Krone und, in geringerem Masse, der neuseeländische Dollar sowie die schwedische Krone.

Seit Mitte Dezember 2011, als der VIX-Index unter die 25%-Marke sank und somit in den mittleren Volatilitätsbereich wechselte, schnitt die

Carry-Trade-Strategie besser ab als die *Value-Strategie*, wie die nachstehende Illustration mit der relativen Performance der beiden Strategien und des VIX-Index zeigt. Dennoch bleiben wir sehr vorsichtig, da die Märkte sich nach unserem Wirtschaftsszenario für das laufende Jahr zwischen mittlerem und hohem Volatilitätsbereich entwickeln dürften, zum Teil aufgrund der Risiken im Zusammenhang mit der Krise der Euro-Zone. Somit könnte es je nach Änderungen der Volatilitätsbereiche zu taktischen Anpassungen bei der Währungsallokation kommen, die dann zwischen *Carry-Trade-Geschäften* und *Value-Geschäften* wechseln würde.

DEISENSTRATEGIEN UND VOLATILITÄTSBEREICHE



Verfasser | Yves Bonzon, Christophe Donay, Jean-Pierre Durante, Chloé Koos Dunand, Reda Idrissi Kaitouni, Bernard Lambert, Jacques Henry, Yves Longchamp, Kalina Moore, Wilhelm Sissener, David Baglione | **Redaktionsschluss:** 29. Februar 2012
Übersetzung | Holger Albrecht, Juliette Blume, Anita Waser **Druck** | Team Production Multimedia Pictet Genf **Papier** | Gedruckt auf FSC-zertifiziertem Papier

Haftungsausschluss | Dieses Dokument wurde von Pictet & Cie, einer Bank mit Sitz in Genf, Schweiz, erstellt. Es ist nicht für Personen bestimmt, die Bürger oder Einwohner eines Ortes, Staates, Landes oder Gerichtskreises sind, in welchen die Veröffentlichung, der Vertrieb, die Bereitstellung oder die Verwendung dieses Dokuments gegen das geltende Gesetz oder die geltenden Bestimmungen verstossen. Die in diesem Dokument enthaltenen Daten und Angaben dienen lediglich der Information und 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 und Schätzungen gelten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als zuverlässig, können aber jederzeit ohne vorherige Mitteilung geändert werden. Der Wert und die Rendite der in diesem Dokument erwähnten Titel oder Finanzinstrumente können schwanken. Der Börsenkurs kann sich je nach Wirtschafts-, Finanz- oder politischer Lage, Restlaufzeit,

Marktbedingungen, Volatilität und Bonität des Emittenten oder des Referenzemittenten ändern. Zudem können die Wechselkurse einen positiven oder einen negativen Einfluss auf den Wert, den Preis oder die Rendite eines in diesem Bericht erwähnten Titels oder Anlagevehikels haben.

Die in der Vergangenheit erzielte Performance gibt keine Gewähr für deren zukünftige Entwicklung. Pictet übernimmt keine Verantwortung, weder implizit noch explizit, und gibt auch keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Instruktionen bezüglich der Transaktionsabwicklung und die vom Kunden festgelegten Anlagerestriktionen haben Vorrang und können von der allgemeinen Anlagepolitik und den Empfehlungen der Bank abweichen. Die Vermögensverwalter verfügen über einen gewissen Spielraum, um den Wünschen der Kunden nachzukommen und ihrer Situation Rechnung zu tragen. So kann es vorkommen, dass die in diesem Dokument erwähnten Vermögensallokationen nicht zwingend eingehalten werden. Allokationen bei alternativen nichttraditionellen Anlagen (Hedgefonds etc.) können die vorerwähnten Grenzwerte überschreiten, sofern die traditionellen Aktienanlagen entsprechend angepasst werden. Diese Publikation und deren Inhalt können mit Quellenangabe zitiert werden. Alle Rechte bleiben vorbehalten. © Copyright 2012 Pictet & Cie.

Konjunkturindikatoren im grünen Bereich

Die Konjunkturindikatoren in Europa und den Vereinigten Staaten überraschen weiter positiv. Das Wachstum könnte sich in den nächsten Monaten auf beiden Seiten des Atlantiks beschleunigen.

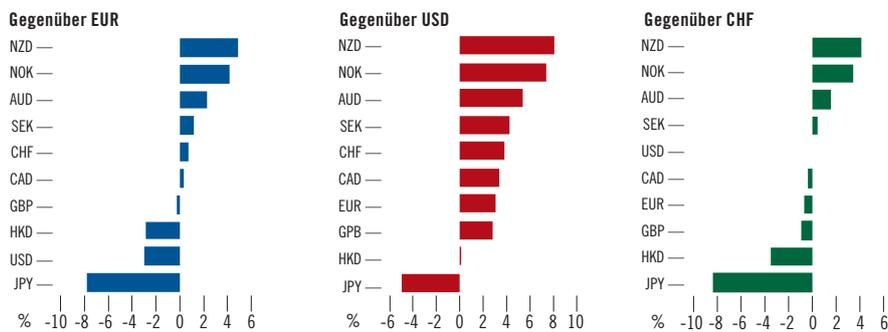
Daten bis zum 29. Februar 2012

WICHTIGSTE WIRTSCHAFTSINDIKATOREN

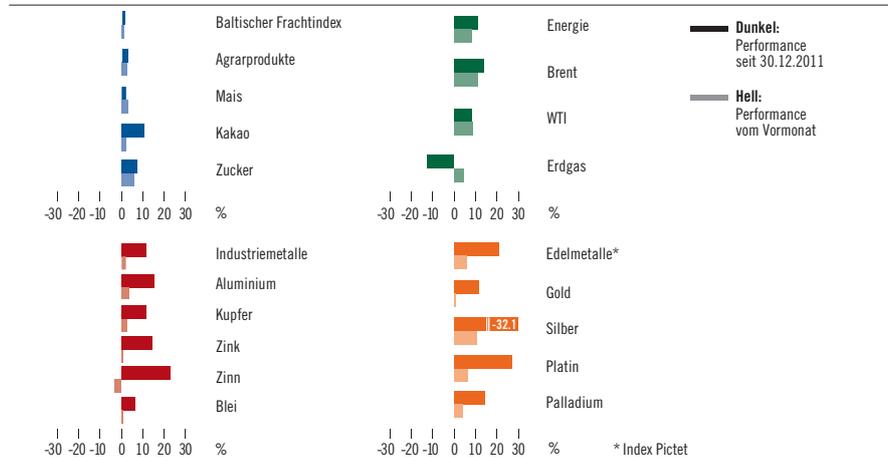
BIP-Wachstum	Schätzungen Pictet – (Konsens)			
	2010	2011	2012G	2013G
USA	3.0%	1.7%	2.4% (2.2%)	2.7% (2.5%)
Euro-Zone	1.8%	1.5%	-0.1% (-0.3%)	1.0% (0.9%)
Schweiz	2.7%	1.9%	0.7% (0.2%)	1.5% (1.4%)
Grossbritannien	2.1%	0.8%	0.4% (0.5%)	2.0% (1.8%)
Japan	4.5%	-0.9%	1.5% (1.8%)	1.7% (1.4%)
China	10.3%	9.2%	8.8% (8.4%)	9.0% (8.6%)
Brasilien	7.5%	2.8%	2.8% (3.2%)	5.4% (4.3%)
Russland	4.0%	4.3%	3.5% (3.5%)	3.8% (3.8%)

Inflation (CPI) Jahresdurchschnitt (ausser für Brasilien: Jahresende)	2010	2011	2012G	2013G
USA	1.6%	3.2%	2.5% (2.0%)	2.3% (2.0%)
Euro-Zone	1.6%	2.7%	2.5% (2.0%)	1.5% (1.7%)
Schweiz	0.7%	0.2%	-0.6% (-0.3%)	0.4% (0.7%)
Grossbritannien	3.3%	4.5%	2.9% (2.6%)	2.4% (2.0%)
Japan	-0.7%	-0.3%	-0.2% (-0.3%)	-0.1% (0.0%)
China	3.3%	5.5%	4.3% (3.3%)	4.0% (3.7%)
Brasilien	5.9%	6.5%	6.0% (5.3%)	5.1% (5.2%)
Russland	8.8%	6.1%	6.6% (6.6%)	6.1% (6.1%)

WECHSELKURSSCHWANKUNGEN (SEIT 30.12.2011)



ROHSTOFFE



ZINSEN

	3 Monate	10 Jahre
USA	0.1%	1.9%
Euro-Zone	1.0%	3.3%
Schweiz	0.0%	0.6%
Grossbritannien	0.5%	2.1%
Japan	0.1%	1.0%
China	6.6% (1 Jahr)	3.5%
Brasilien	10.5%	11.4% (9 Jahre)

ANLEIHENMÄRKTE

Performance seit 30.12.2011



AKTIENMÄRKTE

Performance seit 30.12.2011

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	10.2%	7.0%	7.2%	6.2%
S&P 500*	9.0%	5.8%	6.0%	5.0%
MSCI Europe*	11.4%	8.1%	8.4%	7.3%
Tokyo SE (Topix)*	9.1%	5.9%	6.2%	5.1%
MSCI Pacific ex. Japan*	17.4%	14.0%	14.3%	13.1%
SPI*	8.5%	5.3%	5.5%	4.5%
Nasdaq	13.9%	10.5%	10.8%	9.7%
MSCI Em. Markets*	18.1%	14.6%	14.8%	13.7%
Russell 2000	9.5%	6.2%	6.5%	5.4%

* Dividenden reinvestiert

SEKTOREN

Performance seit 30.12.2011	USA	Europa	Welt
Industriewerte	9.6%	11.6%	11.3%
IT	15.3%	12.3%	14.5%
Grundstoffe	11.1%	13.9%	13.7%
Telekom	0.5%	-2.4%	0.3%
Gesundheit	4.5%	-0.6%	3.8%
Energie	7.3%	4.2%	7.9%
Versorger	-3.5%	1.8%	0.5%
Finanzwerte	13.1%	15.5%	15.1%
Basiskonsumgüter	2.2%	2.0%	3.3%
Zykl. Konsumgüter	11.6%	16.0%	13.9%

