

## Anlagen **aktuell**

### Wachstumsmärkte und globale Unternehmen im Vorteil

#### Die Mär von der globalen Wachstumsschwäche

**Es gibt gute Gründe, davon auszugehen, dass die globale Wirtschaft bis 2020 ein vielversprechendes Wachstumstempo zwischen rund 3% und 4% vorlegen kann. Getragen wird die Weltwirtschaft von den Wachstumsmärkten, welche ihren Anteil von gut 30% im Jahre 1980 auf rund 50% im Jahre 2012 steigern konnten. Profiteure der vielversprechenden globalen Wachstumsperspektiven sind Firmen in den Entwicklungs- und Schwellenländer sowie global tätige Unternehmen mit einem hohen Anteil ihrer Umsätze in diesen Wachstumsmärkten.**

#### Wichtiger Entscheid für die zukünftige Performance Ihres Portfolios

Anleger, die sich seit dem Jahre 2000 für eine starke Übergewichtung der Aktienanlagen in Entwicklungs- und Schwellenländern entschieden haben, können sich über eine hohe (Über-)Performance ihres Depots freuen (siehe Graphik Seite 4 unten). Die erfreuliche Kursentwicklung spiegelt sich beispielsweise auch im NPB Asienfonds wider, der seit der Auflegung im Jahre 2003 rund 200% zugelegt hat. Ein wichtiger Grund für die hohen Kursgewinne der Firmen in diesen Wachstumsmärkten ist das rasante Wirtschaftswachstum, das wiederum die Unternehmensprofite hat spriessen lassen. Seit rund zwei Jahren sind nun aber die Aktienmärkte der entwickelten Länder performancemässig wieder im Vorteil. So hat beispielsweise der US-Aktienmarkt seit anfangs 2010 rund 27% zugelegt, während der Index für Schwellenländer nur 6% gestiegen ist.

Ist die Kursbonanza an den Wachstumsmärkten vorbei, da sich in China, Brasilien und Russland eine deutliche Wachstumsverlangsamung abzeichnet? Sind Aktien in den kommenden Jahren generell wenig attraktiv, zumal immer wieder zu hören ist, dass für die nächsten Jahre mit einem verhaltenen weltwirtschaftlichen Wachstum gerechnet werden muss?

#### Gute Gründe für eine globale Wachstumsbeschleunigung

Die aktuellen Schlagzeilen zur Konjunkturentwicklung lassen auf den ersten Blick wenig Positives erwarten: Die südeuropäischen Staaten leiden unter einer ausgesprochenen Konjunkturschwäche mit steigender Arbeitslosigkeit. Die US-Konjunktur droht aufgrund politischer Blockaden über die fiskalische Klippe zu stürzen und auch der bisherige weltwirtschaftliche Motor China dreht deutlich langsamer als in den vergangenen 10 Jahren. Ob all der ungelösten wirtschaftlichen Probleme und Risiken würde es eigentlich naheliegen, für die kommenden

Jahre von einem rückläufigen globalen Wachstum auszugehen.

Ein Blick in die Vergangenheit macht deutlich, dass die Weltwirtschaft von 1981 bis 2010 mit etwa durchschnittlich 3% gewachsen ist. Von 2000 bis zum Beginn der Finanzkrise im Jahre 2007 hat sich das Wachstum aufgrund einer nicht nachhaltigen Ausweitung des Kreditvolumens vorab in den USA und einigen europäischen Ländern auf rund 4.2% beschleunigt. Trotz Nullwachstum in den USA, Europa und Japan ist die Weltwirtschaft von 2008 bis 2011 dank der wirtschaftlichen Dynamik in den Wachstumsmärkten immerhin noch um durchschnittlich 2.8% gewachsen. Für die kommenden Jahre bis 2020 erwartet beispielsweise die eher vorsichtige Prognosefirma „*Capital Economics*“ ein jährliches Wachstum von 3.3%, während *Goldman Sachs* gar von durchschnittlich 4.1% ausgeht (siehe Tabelle). Dieser Wachstumsoptimismus hat einen simplen Grund: Der Anteil der schnell wachsenden Entwicklungs- und Schwellenländer am Weltbruttosozialprodukt ist von gut 30% im Jahre 1980 auf rund 50% im Jahre 2012 gestiegen. Rein rechnerisch ergibt sich damit ein höheres weltwirtschaftliches Wachstum, selbst wenn einzelne gewichtige Länder wie China weniger stark wachsen als in der Vergangenheit.

#### Wachstumslokomotiven u. Nachzügler

Reales wirtschaftliches Wachstum basiert primär auf zwei Pfeilern, dem Wachstum der arbeitenden Bevölkerung und dem Produktivitätswachstum. In den meisten entwickelten Staaten nimmt das Wach-

stum der arbeitsfähigen Bevölkerung ab oder ist gar negativ wie insbesondere in Japan. Unterstellt man, wie in der Vergangenheit beobachtet, ein jährliches Produktivitätswachstum von 1% bis 1.5%, muss man etwa für Japan von einem anhaltend tiefen Wachstumspotential von 0.5% bis 1% ausgehen. Auch in den USA schwächt sich das Potentialwachstum aufgrund demographischer Faktoren bis 2020 von historisch rund 3% auf 2% - 2.5% jährlich ab. Würde sich umgekehrt – bei erfolgreichen Strukturreformen im Stil von Italiens Monti in Südeuropa die Beschäftigungssituation wieder deutlich verbessern, könnte vorübergehend mit einer Wachstumsbeschleunigung über dem Potentialwachstum gerechnet werden.

Grundsätzlich kann davon ausgegangen werden, dass die weniger entwickelten Länder dank der Adaption moderner Technologien und besserer wirtschaftlicher Organisation ein höheres Produktivitätswachstum als die entwickelten Staaten aufweisen. Rückenwind erhalten die meisten Wachstumsmärkte zudem durch die anhaltend hohe Zunahme der arbeitsfähigen Bevölkerung. Ausnahmen sind hier aufgrund der Einkind-Politik China und aufgrund der Alterstruktur auch Russland.

#### Folgerungen für die Anlagestrategie

Da Wirtschaftswachstum steigende Unternehmensgewinne begünstigt, scheint das Umfeld für Aktien für die kommenden Jahre grundsätzlich attraktiv, zumal viele Märkte fundamental immer noch günstig bewertet sind. Wachstumsmärkte dürften aufgrund des weit höheren Wachstums langfristig eine höhere Aktienmarkt-Performance erzielen als die entwickelten Länder. Vor allem für global tätige Unternehmen mit hoher Präsenz in den Wachstumsregionen ist das weltwirtschaftliche Umfeld nach wie vor günstig. Stabilisiert sich die Situation in den südeuropäischen Ländern (insbesondere Italien), kann aufgrund der sehr tiefen fundamentalen Bewertung dieser Märkte mit einem hohen Erholungspotential gerechnet werden.

Prof. Markus Ruffner

	BIP-Wachstum in % (Durchschnitt)				
	1981-1990	1991-2000	2001-2010	2011-2020*	2015-2020**
Welt	3.3	3.3	3.5	4.1	3.3
USA	3.3	3.4	1.6	2.5	2.2
Euro-Zone	2.4	2.3	1.2	1.5	1.0
Japan	4.6	1.2	0.7	1.0	0.5
BRIC	5.3	5.5	8.1	6.6	n/a
China	9.3	10.5	10.5	7.5	6.5
Indien	5.6	5.6	7.5	7.5	6.0

Quellen: IMF, \*Goldman Sachs ECS Research, \*\*Capital Economics

## Konjunkturaussichten zwar besser, jedoch nicht gut.

Entgegen der öffentlichen Wahrnehmung ist China für die Weltwirtschaft relevant und nicht Griechenland. Jim O'Neil, Goldman Sachs bringt es auf den Punkt: "China creates another Greece every 12 weeks." Wir teilen die Ansicht, dass die Bedeutung Griechenlands teilweise völlig übertrieben wird. Umgekehrt bestätigt sich, dass China ein Soft Landing mit einem Wachstum von 8% für 2013 (siehe Tabelle unten) gelingt. Sollte der chinesische Konsum stärker wachsen als gemeinhin angenommen, ergibt sich zusätzliches Wachstumspotential. In den USA besteht ein positives Überraschungspotential, sollten sich die Parteien auf einen vernünftigen Budgetkompromiss einigen und die Wirtschaft in der Folge wieder vermehrt Investitionen tätigen. In diesem Falle dürfte auch mit einer Belebung des Arbeitsmarktes gerechnet werden und das Wachstum würde höher ausfallen, als die von uns erwarteten 2.1% für 2013.

### Europa wie weiter?

Die Risiken eines Zusammenbruches der EU sind kleiner geworden, insbesondere dank den Massnahmen der EZB. Die Konjunkturaussichten sind dennoch mässig: Null-Wachstum als Basisannahme für die ganze EU-Zone (siehe Tabelle). Zu wenig diskutiert werden aus unserer Sicht die Risiken bezüglich Frankreich: mangelnde Wettbewerbsfähigkeit, schwaches Wachstum, hohe Verschuldung und eine wachstumsfeindliche Politik. Italien war/ist auf dem richtigen Weg, zumindest bis zu den anstehenden Neuwahlen. D.h. Investitionen in Italien sind bis auf weiteres gewissermassen politische Investitionen mit entsprechenden Risiken. Trotz dieser Risiken halten wir Italien aus Investoren-

sicht insbesondere bezüglich Aktien als attraktiv.

### Ist Europa für eine positive Überraschung gut?

Wie würde eine positive Überraschung in Europa aussehen:

- Deutliche Arbeitsmarktreformen in den Peripherieländern führen zu einer Zunahme der Wettbewerbsfähigkeit;
- Wachstum und damit Steuereinnahmen entwickeln sich besser als erwartet;
- der Markt honoriert die Sparmassnahmen und die Zinsen sinken vor allem in Italien, Spanien und Portugal.

Ob im weiteren die geplanten strukturellen Änderungen in der EU mit einer zunehmenden Integration die Märkte positiv überraschen können, bleibt abzuwarten.

### „Fiskalische Klippe“ in den USA

Tatsache ist, dass die Verschuldung in den USA massiv gestiegen und zu hoch ist. Die Diskussion um die Erhöhung der Steuern lenkt davon ab, dass auch die Ausgaben u.a. im Sozialbereich zu hoch und nicht nachhaltig sind. Aus konjunktureller Sicht stellt sich ein ähnliches Problem wie in Europa: eigentlich sollte man später sparen („back loaded austerity“) und jetzt die Konjunktur unterstützen. Allein die Märkte glauben der Politik nicht. Für die USA ist folglich eine Mischung aus Steuererhöhungen und nachhaltigen Ausgabenkürzungen die einzige pragmatische Lösung.

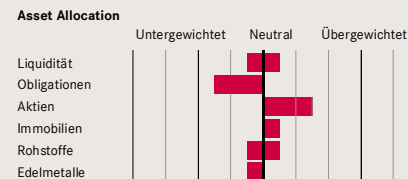
### Abwertungswettbewerb

Viele Länder würden eine Abwertung zwecks Exportförderung bevorzugen. Vor diesem Hintergrund eines potentiellen Abwertungswettbewerbs sind Währungen schwierig zu prognostizieren. Dennoch glauben wir an eine Abwertung des Yen sowie an eine Aufwertung des Pfundes gegenüber den meisten Währungen.

Dr. Markus Hofmann

	Reales BIP-Wachstum			Inflation			Output Gap	Defizit	Verschuldung	CDS Spanne	Realizns
	in %			in %			in %	in% BIP	in% BIP	in bp	in %
	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E		2012	2012		
USA	3	2.2	2.1	1.6	2.1	1.6	-4.38	-6.9%	88.4	33.5	-0.28
Euro-Zone	1.7	-0.4	0	1.6	2.5	1.9	-4.06	-4.1%		n.e.	n.e.
Deutschland	3.5	0.8	0.7	1.1	2.1	1.9	-2.32	-0.8%	81.2	38.5	-0.65
Frankreich	1.4	0.1	0	1.5	2.2	1.6	-0.40	-5.2%	85.8	87.5	-0.16
Italien	1.2	-2.2	-0.6	1.6	3.2	2	-2.30	-3.9%	120.1	263	1.17
UK	1.4	-0.1	1	3.3	2.8	2.4	-4.23	-7.8%	85.7	37.57	-0.82
Schweiz	2.6	1	1.2	0.7	-0.6	0.4	-3.97	1.3%	52.4	40.19	1.14
Japan	4	1.7	0.8	-0.6	-0.1	-0.1	-1.03	-10.1%	208.2	75	0.87
China	10.3	7.7	8	3.3	2.9	3.5	n.e.	-2.0%	26.2	58	0.69
Indien	8.5	5.9	7	12.1	9.3	7.5	n.e.	-7.2%	52.4	n.e.	-1.15
Russland	4	4	3.6	5.9	6.5	6	n.e.	-1.9%	10.2	127.79	0.33
Brasilien	7.5	1.8	4	5.9	5.4	5.3	n.e.	-2.7%	50.4	101	-2.89

## Strategie



**Obligations** rentieren ausgesprochen wenig. Mode sind Anleihen aus Emerging Markets in lokaler Währung. Diese bedingen aber eine gewisse Risikofähigkeit. Kurze Eidgenossen und Bundesanleihen dienen weiterhin als Versicherung mit negativen Renditen.

**Aktien** als Realwerte halten wir trotz dem starken Anstieg noch für attraktiv. Wir bevorzugen den asiatischen Raum, insbesondere China, die USA und innerhalb Europas Italien.

**Immobilien** sind angesichts der tiefen Zinsen, mangelnder Anlagealternativen und als Inflationsschutz überlegenswert (USA, Deutschland). Vorsicht ist angesichts sich häufender Übertreibungen geboten (z.B. Schweiz)

**Rohstoffe:** Der Preis für Öl dürfte in Folge der schwachen Konjunktur sowie aufgrund der massiv steigenden Öl- und Gasgewinnung in den USA tief bleiben. Eine Eskalation im Nahen Osten würde den Ölpreis vorübergehend stark ansteigen lassen.

**Edelmetalle:** Die anhaltend tiefen Zinsen bedeuten tiefe Opportunitätskosten für Gold und Silber – dies wirkt stützend für den Kurs. Wir halten das Kurspotential für Gold allerdings für weitgehend ausgereizt.

## Aktienmärkte – fundamentale Bewertungen (Performance in Lokalwährungen)

	Performance Aktien (in %) YTD	Gewinnwachstum	KGV aktuell	KGV 2013E	Dividendenrendite 2013E	Index
USA	12.76	10.43	14.42	12.41	2.42	S&P 500
Deutschland	29.80	11.81	14.81	10.89	3.53	DAX
Frankreich	16.28	7.01	12.58	10.76	4.18	CAC 40
Italien	8.74	13.03	N/A	10.33	4.10	FTSE MIB
UK	6.86	7.07	15.32	10.77	4.15	FTSE 100
Schweiz	15.60	8.17	20.41	12.98	3.68	SMI
Japan	22.94	22.61	27.00	16.06	1.98	NIKKEI
China	22.86	11.09	11.64	10.93	3.49	Hang Seng
Indien	27.66	14.58	16.24	13.45	1.74	Nifty
Russland	5.19	0.96	5.37	5.53	3.73	RTS
Brasilien	6.45	13.69	20.82	11.26	3.29	BOVESPA

Quelle: Bloomberg, 27.12.2012

### Gutes Aktienjahr 2012 und 2013?

Die Aktienmärkte haben sich 2012 fast unbemerkt hervorragend entwickelt und stehen etwas im Widerspruch zu der bisweilen vorherrschenden Weltuntergangsstimmung. Das Anlegen seit der Finanz- und Staatsschuldenkrise gestaltet sich dennoch als schwierig, weil zum einen die Szenarien „schlecht“, „mittel“ und „gut“ sehr weit auseinander liegen - zwischen „gut“ und „schlecht“ liegt praktisch der

wirtschaftliche Weltuntergang. Zum anderen musste die Eintretenswahrscheinlichkeiten des „schlechten“ Szenarios lange als sehr hoch taxiert werden. Wir gehen davon aus, dass sich die Eintretenswahrscheinlichkeiten insbesondere dank der neuen Politik der EZB zu Gunsten der positiven Szenarien verschoben haben und halten deswegen Aktien weiterhin für attraktiv.

### Wie lange bleiben die Zinsen tief?

Die Grafik der Renditen 10-jähriger Staatsanleihen weiter unten zeigt eindrücklich den Zinsrückgang über die letzten 12 Jahre sowie das einmalig tiefe Zinsniveau. D.h. die Obligationenmärkte verzeichneten im Durchschnitt hervorragende Jahre. Selbst Italien nähert sich wieder dem „normalen“ italienischen Zinsniveau. Angesichts aktuell tiefer Inflation und schwacher Konjunktur ist der Raum für einen deutlichen Zinsanstieg weiterhin beschränkt. Die amerikanische Notenbank (FED) hat zum einen mitgeteilt, die Zinsen bis 2015 tief zu halten. Zum anderen hat sie kommuniziert, dass nicht mit einem Zinsanstieg gerechnet werden müsse, solange die Arbeitslosigkeit über 6.5% verharre. Es sei vermerkt, dass sich die lasche Geldpolitik primär auf die kurzfristigen Zinsen bezieht und folglich die längeren Zinsen dennoch steigen können. Fazit: Das Risiko-Renditeprofil für Staatsanleihen ist „miserabel“, weil die magere Rendite nicht für das Zinsrisiko und/oder das Kreditrisiko entschädigt.

### Inflationsrisiken

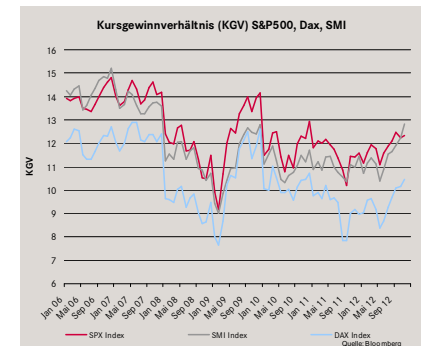
Die weltweit extrem expansive Geldpolitik ist in dieser Form einmalig. Kritiker befürchten und warnen vor den Inflationsrisiken, während die Notenbanken davon ausgehen, die überschüssige Geldmenge

## Kursgewinnverhältnis / Risikoprämie

Die unten aufgeführte Grafik zeigt, dass die Kursgewinnverhältnisse für den S&P500, den DAX und den SMI in letzter Zeit deutlich angestiegen sind. D.h. diese Märkte sind gemessen am KGV teurer geworden. Betrachtet man hingegen die Risikoprämie für Aktien gemessen als Differenz zwischen der Rendite von Aktien und der Rendite von Staatsanleihen sind Aktien nach wie vor günstig.

### Dividendenrendite

Dividententitel waren in jüngster Zeit eine der beliebtesten Anlageempfehlungen. Die Dividendenrenditen haben sich zurückgebildet. Es sei auch daran erinnert, dass es bisweilen Dividendenkürzungen gibt wie z.B. kürzlich bei der Deutschen Telekom.



Quelle: Bloomberg

rechtzeitig abschöpfen zu können. Wir halten die Inflationserwartungen für die kritische Größe. Sollten diese schnell ansteigen, müssen die Notenbanken deutlich reagieren. Erst dann wird sich weisen, ob die Notenbanken die Inflationserwartungen kontrollieren können. D.h. die Inflationserwartungen könnten ein Auslöser für einen Zinsanstieg mindestens am langen Ende sein. Dabei hat die Politik ein Interesse an einer höheren Inflation, um Schulden und Wettbewerbsungleichgewichte abzubauen.

### Spread Frankreich versus Deutschland

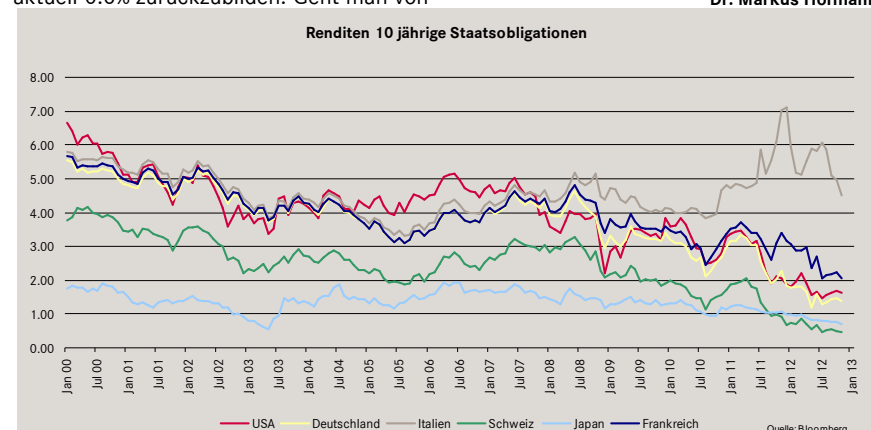
Die Renditedifferenz zwischen Frankreich und Deutschland war bis Ende 2008 praktisch Null und hat sich in der Finanzkrise bis ca. 1.8% ausgeweitet, um sich auf aktuell 0.6% zurückzubilden. Geht man von

einer Verschlechterung der französischen Verschuldungs- und Wachstumssituation aus, dürfte sich dieser Spread wieder ausweiten. Dies spricht für „short“ Frankreich versus „long“ Deutschland.

### Anleihen aus Schwellenländern

Ver mehrt zeichnen sich Schwellenländer durch solide Staatsfinanzen, gute Wachstumsraten, höhere Währungsreserven und entsprechend bessere Ratings aus. Wir gehen davon aus, dass sich die Verbesserung der Ratings fortsetzt und sich die Renditedifferenz gegenüber den entwickelten Ländern weiter reduziert. Die oben genannten Vorteile gelten auch für die jeweiligen Währungen, weshalb wir insbesondere Schwellenländeranleihen in lokaler Währung als attraktiv einschätzen.

Dr. Markus Hofmann



Quelle: Bloomberg

## Kurzfristige Zinsen (Geldmarkt Libor 3 Monate)

Das FED wird die Zinsen bis 2015 oder mindestens solange tief halten, bis die Arbeitslosigkeit unter 6.5% fällt. Dies zwingt auch andere Notenbanken zu tiefen Zinsen, um eine Aufwertung zu vermeiden.

	Ende 2011	aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	0.0517	0.0120	-76.78%	0.10
EUR	1.2921	0.1264	-90.22%	0.50
USD	0.5810	0.3110	-46.47%	0.50
JPY	0.1957	0.1771	-9.49%	0.20

## Langfristige Zinsen (10-jährige Staatsanleihen)

Angesichts tiefer Inflation und schwacher Konjunktur ist der Raum für einen Zinsanstieg beschränkt. Sollten die Inflationserwartungen ansteigen, ist aber mit einem deutlichen Anstieg zu rechnen.

	Ende 2011	aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	0.66	0.50	-24.10%	0.75
GER	1.84	1.31	-28.58%	1.70
USD	1.88	1.73	-8.10%	2.00
JPY	0.99	0.79	-20.71%	0.75

## Aktienmärkte

Wir bevorzugen für 2013 die Aktienmärkte in den USA, Italien, UK und China.

Vorsichtig sind wir insbesondere bezüglich Frankreich und Japan (auch wegen dem immer noch starken Yen).

Deutschland halten wir angesichts des starken Anstiegs im laufenden Jahr für nicht mehr billig.

	Ende 2011	aktuell	YTD %	12 Monate
USA	1257.61	1418.10	12.76%	1573
Deutschland	5898.35	7655.88	29.80%	8021
Frankreich	3159.81	3674.26	16.28%	3646
Italien	15089.74	16408.28	8.74%	17722
UK	5572.28	5954.30	6.86%	6520
Schweiz	5936.23	6862.55	15.60%	7261
Japan	8455.35	10395.18	22.94%	10419
China	18434.39	22648.81	22.86%	24744
Indien	4624.30	5903.60	27.66%	6198
Russland	9592.15	10090.42	5.19%	10360
Brasilien	56754.08	60415.95	6.45%	62545

## Sonstige

Aufgrund der schwachen Konjunktur und der zusätzlichen Öl-Produktion in den USA gehen wir von einem leicht tieferen Ölpreis aus. Bezüglich dem Goldpreis erwarten wir im besten Fall eine Seitwärts-Bewegung.

	Ende 2011	aktuell	YTD %	12 Monate
Erdöl (WTI)	97.79	90.87	-6.78%	85
Gold	1564.91	1662.06	6.21%	1700

## Wechselkurse

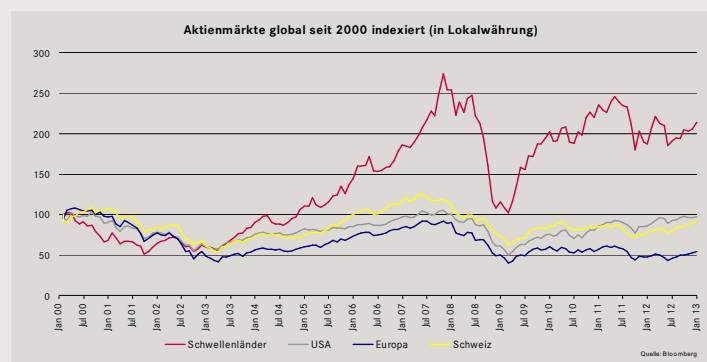
Die SNB wird die Untergrenze zum Euro weiterhin bei CHF 1.20 halten können.

	Ende 2011	aktuell	YTD %	12 Monate
EURCHF	1.2168	1.2086	-0.67%	1.2
USDCHF	0.9381	0.9125	-2.73%	0.92
EURUSD	1.2961	1.3245	2.19%	1.30
EURJPY	99.6600	114.5100	14.90%	115

Quelle: Bloomberg, 27.12.2012

Dr. Markus Hofmann

## Interessante Charts



## Impressum

Neue Privat Bank AG  
 Limmatquai 1 | am Bellevue  
 Postfach  
 CH-8022 Zürich  
 Telefon +41 44 265 11 88  
 Fax +41 44 265 11 89  
 info@npb-bank.ch  
 www.npb-bank.ch

### Rechtliche Hinweise

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus zuverlässigen Quellen und wurden sorgfältig zusammengestellt. Dennoch besteht kein Anspruch oder eine Garantie bezüglich deren Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit.