

Anlagen **aktuell**

Anhaltendes Tiefzinsumfeld fördert Rotation in riskantere Anlagen

An Aktien führt weiterhin kein Weg vorbei

Nach dem fulminanten Börsenjahr 2013 scheint die Luft für weitere Kursavancen an den Aktienmärkten etwas dünner zu werden. Angesichts mangelnder Anlagealternativen und verhaltener Aussichten für Obligationen, Edelmetalle und Rohstoffe führt kein Weg an Aktien vorbei. Am aussichtsreichsten erscheinen europäische Aktien, die gegenüber den US-Titeln und japanischen Aktien Aufholpotential besitzen.

Auf halbem Weg zur Normalisierung

Manch ein Anleger wird sich nach dem Superjahr 2013 für Aktien fragen, ob es nicht Zeit für Gewinnmitnahmen ist? Immerhin haben sich seit dem Tief im Jahre 2009 die Kurse an den bedeutendsten Börsen mehr als verdoppelt. Auch können die Notenbanken die Geldschleusen nicht ad Infinitum offen halten. Vielmehr wird die US-Zentralbank anfangs Jahr damit beginnen, die Käufe von Staatsanleihen und Hypothekarpapieren im Rahmen des sog. „Tapering“ schrittweise herunterzufahren.

Umgekehrt mehren sich die Anzeichen, dass sich die wichtigsten Volkswirtschaften, allen voran die US-Wirtschaft, von der Finanzkrise erholen und sich auf dem langen Weg zur konjunkturellen Normalisierung befinden. Dies dürfte sich weiterhin positiv auf die Gewinnentwicklung der Unternehmen auswirken. Hinzu kommt, dass die Investoren an den internationalen Aktienmärkten kaum über attraktive Anlagealternativen verfügen. Das fast 30-jährige Rallye an den Obligationenmärkten ist vorbei, der Rohstoffzyklus angesichts des wachsenden Angebots ausgelaufen und die Edelmetallpreise aufgrund der steigenden Zinsen und der abnehmenden „Angstprämie“ unter Druck. Die Frage steht deshalb im Vordergrund, ob bei Aktien noch Raum für steigende Kurse besteht?

Suche nach dem „richtigen“ Bewertungsmodell

Bekanntlich gibt es eine Reihe von Kennzahlen, mit denen gemeinhin „gemessen“ werden kann, ob Aktien im historischen Vergleich teuer oder billig sind:

a) Als einfachster Massstab dient das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), das aktuell für die wichtigsten Aktienindizes in der Nähe der historischen Durchschnittswerte steht (S&P 500: ca. 15; Nikkei: ca. 18; EuroStoxx: ca. 13).

b) Nimmt man als zusätzlichen Massstab das vom diesjährigen Wirtschaftsnobelpreisträger entwickelte Shiller-KGV hinzu, erweisen sich Aktien als nicht mehr billig: Bei dieser Kennzahl wird der Börsenwert

nicht an dem für das nächste Jahr erwarteten Gewinn gemessen, sondern am Durchschnittsgewinn der letzten 10 Jahre. Damit lassen sich einerseits willkürliche buchhalterische Abgrenzungen in einzelnen Perioden wie insbesondere auch zyklische Gewinnschwankungen glätten. Es fragt sich aber, ob dieser Massstab die konjunkturelle Gewinndynamik im aktuellen Zyklus einigermaßen richtig widerspiegelt, da die im Shiller-KGV eingerechneten gedrückten Gewinne während der Finanzkrise die Gewinn-situation der Unternehmen verfälschen bzw. systematisch zu tief ausweisen.

c) Stellt man wie unter a) und b) alleine auf Kurs-Gewinn-Verhältnisse ab, bleibt das **Zinsniveau** völlig ausser Acht. Dabei macht es allerdings durchaus einen Unterschied, ob beispielsweise ein KGV von 15 bei einer Obligationenrendite von 2% oder von 6% erzielt wird. Einfache Bewertungsmodelle wie die **Risikoprämie** berücksichtigen zusätzlich das Zinsniveau: Diese berechnet sich nach der Formel $100/\text{KGV}$ in % - Rendite. Für den Swiss Market Index mit einem KGV von 14.76 und einer Obligationenrendite von 1.3% ergibt sich demnach eine Risikoprämie von 5.47%, ein Wert der im historischen Vergleich (SMI im langjährigen Durchschnitt 3.5%) immer noch sehr hoch ist. Bleiben die Renditen tief, besteht aus Sicht dieses Bewertungsmaßstabes für die Aktienkurse durchaus noch Luft nach oben.

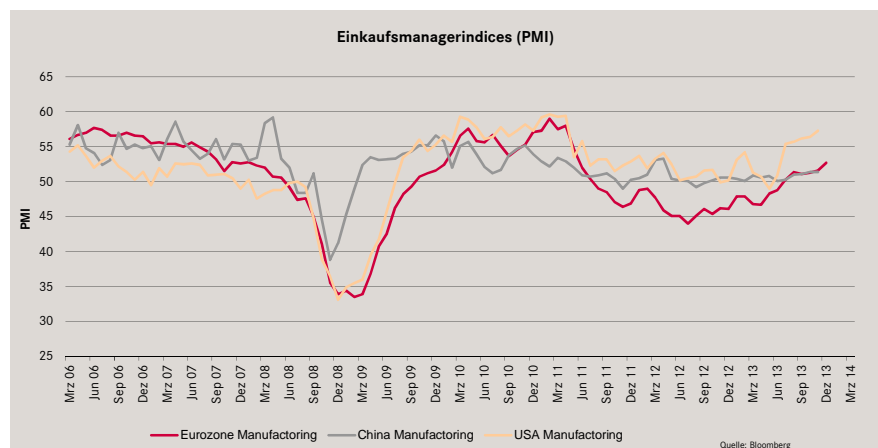
Langdauernde Tiefzinsphase

Der von Obama ursprünglich für die Nachfolge von Notenbankchef Bernanke vorge-sehene Larry Summers hat vor einigen Monaten in einem vieldiskutierten Vortrag darauf hingewiesen, dass die westlichen Volkswirtschaften trotz einer noch nie gesehenen ultraexpansiven Geldpolitik nicht richtig vom Fleck kommen. Er hat daran anknüpfend die Frage gestellt, ob das bisherige konjunkturelle Strohfeuer nicht schnell wieder erlöschen wird, wenn die Notenbanken die Zügel wieder anziehen. Man kann die Kernaussage von Summers auch so interpretieren, dass die Notenbanken die Zinsen noch sehr lange tief halten müssen, um das zarte Konjunkturpflänzchen nicht frühzeitig abzuwürgen. Das für Europa prognostizierte Wachstum von knapp 1% für 2014 und die extrem hohe Arbeitslosigkeit in den südeuropäischen Staaten machen es für die Europäische Zentralbank schlicht unmöglich, das Zinsniveau in den nächsten 2 bis 3 Jahren spürbar anzuheben. Die Risikoprämien werden daher zumindest für europäische Aktien auf absehbare Zeit attraktiv bleiben und Spielraum für weitere Kursavancen belassen.

Alte und neue Favoriten

Wir gehen davon aus, dass auch im kommenden Jahr die Favoriten des alten Jahres (S&P500, Nikkei) weiter gut abschneiden werden. Daneben trauen wir Europa und insbesondere den Peripheriestaaten Spanien, Portugal und Italien eine besonders gute Kursentwicklung zu. Die meisten Schwellenländer kämpfen dagegen nach wie vor mit grossen strukturellen Problemen, sodass in diesem Segment einzig für die vom Aufschwung Japans profitierenden asiatischen Staaten eine gute Performance zu erwarten ist.

Prof. Markus Ruffner



Wirtschaft fasst langsam Tritt

Die Wirtschaft hat insbesondere in den USA wieder Tritt gefasst mit einem erwarteten Wachstum von 2.7% für 2014. Allen Unkenrufen namhafter Ökonomen zum Trotz, die bereits das Ende der Euro-Zone vorausgesagt haben, wendet sich auch in Europa das Blatt wieder zum Besseren. Angeführt von Deutschland kann im kommenden Jahr für die Eurozone ein Wachstum von knapp 1% erwartet werden. Positiv stimmt insbesondere, dass die Lohnstückkosten in den südeuropäischen Ländern relativ zu Deutschland sinken und die Exporte wieder deutlich zunehmen. Leider wird sich die extrem hohe Arbeitslosigkeit in den südeuropäischen Ländern nur langsam zurückbilden. Ein Sorgenkind mit einigem Risikopotential für den ganzen Währungsraum ist Frankreich, dessen Politiker sich standhaft weigern, der wirtschaftlichen Realität ins Auge zu schauen und längst überfällige Massnahmen zur Steigerung der Konkurrenzfähigkeit durchzusetzen.

Auch die radikale Geldpolitik des japanischen Ministerpräsidenten Abe scheint bislang zu wirken. Die Inflationierung der Wirtschaft nach fast 20 Jahren Deflation kommt voran und die geglückte Schwächung des Yen hat der Exportwirtschaft Schwung verliehen, der sich weiter fortpflanzen sollte. Die vielgeschmähte Notenbankpolitik erweist sich in den USA (Quantitative Easing), in Europa (Draghi-Put zur Verhinderung eines Anstiegs der Obligationenrenditen in Südeuropa) und der Abenomics insgesamt als sehr erfolgreich. Die Verantwortlichen der Zentralbanken haben in der Vergangenheit richtig erkannt, dass Deflation und nicht Inflation das Hauptrisiko ist und entsprechend in pragmatischer Art und Weise die Grundlagen für eine Überwindung der

tiefgreifenden Krise geschaffen. Die Herausforderung besteht nun insbesondere darin, den zeitlich richtigen Ausstieg aus der extrem expansiven Geldpolitik zu finden, wie dies die Amerikaner mit dem geplanten Tapering versuchen.

Ungelöste Strukturprobleme in den Schwellenländern

Nach dem fulminanten Wachstum in den BRIC(S)-Staaten seit dem Ende der Asienkrise im Jahre 1998 ist der wirtschaftliche Fortschritt in diesen für die globale Wirtschaft ausgesprochen wichtigen Ländern etwas ins Stocken geraten. Alle diese Wirtschaften kämpfen mit unterschiedlichen Strukturproblemen, die nicht über Nacht gelöst werden können. Während in China die Verschuldung der regionalen Gebietskörperschaften in Verbindung mit einem gefährlich starken Anstieg der Immobilienpreise für rote Köpfe bei den Verantwortlichen sorgen, kommt Indien bei der Infrastruktur nicht vom Fleck und weist nach wie vor eine zweigeteilte Wirtschaft mit einer blühenden High-Tech-Industrie und einer mausarmen Subsistenzwirtschaft in den ländlichen Regionen auf. In Brasilien übt die Politik nach wie vor einen bestimmenden Einfluss auf wichtige Märkte aus, was sich hemmend auf die unternehmerische Innovation auswirkt und insbesondere die in allen BRIC-Staaten gravierende Korruption fördert.

Obwohl das Risiko einer deutlichen Wachstumsabschwächung in China nicht völlig gebannt ist, werden vor allem die asiatischen Länder mit gesunden Staatsfinanzen, relativer Unabhängigkeit von ausländischen Investitionsströmen und hohen Währungsreserven ein weiterhin dynamisches Wachstum aufweisen.

Prof. Markus Ruffner

Strategie

Asset Allocation	Untergewichtet	Neutral	Übergewichtet
Liquidität			
Obligationen			
Aktien			
Immobilien			
Rohstoffe			
Edelmetalle			

Obligationen sollten insgesamt untergewichtet werden, insbesondere Staatsanleihen. Attraktiv sind – bei entsprechender Risikofähigkeit – Anleihen aus den Emerging Markets, (hochverzinsliche) Unternehmensanleihen mit mittleren Laufzeiten (USA, Europa).

Aktien sind nach wie vor attraktiv bewertet, wobei die Volatilität der Märkte im Zuge des Tapering der US-Notenbank zunehmen wird. Wir bevorzugen die Favoriten des Jahres 2013, nämlich die USA und Japan sowie insbesondere auch europäische Titel (neben Deutschland v.a. Spanien, Portugal, Italien).

Immobilien bergen aufgrund steigender Zinsen in einigen Ländern ein Konsolidierungsrisiko. In den USA besteht weiterhin Potential für Kursgewinne. In der Schweiz sind wir bzgl. Immobilienpreisen zurückhaltend.

Rohstoffe: Der Preis für Öl wird als Folge der moderaten Konjunkturbeschleunigung und der massiv steigenden Öl- und Gasgewinnung in den USA tief bleiben. Politische Instabilitäten im Nahen Osten verlieren etwas an Bedeutung.

Edelmetalle: Preise für Gold und Silber sind stark unter Druck geraten. Steigende Zinsen dürften zu einem weiteren Rückgang führen.

	Reales BIP-Wachstum			Inflation			Output Gap	Defizit	Verschuldung	CDS Spanne	Realizns
	in %			in %			in %	in% BIP	in% BIP	in bp	in %
	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E		2012	2012		
USA	2.8	1.7	2.7	2.1	1.5	1.7	-5.17	-4.0%	86.4	28.7	1.52
Euro-Zone	-0.6	-0.4	1	2.5	1.4	1.2	-4.19	-3.7%		n.e.	n.e.
Deutschland	0.9	0.5	1.7	2.1	1.6	1.6	-2.32	0.1%	81.0	25.7	0.34
Frankreich	0	0.2	0.8	2.2	1	1.3	-0.40	-4.8%	90.2	55.06	1.56
Italien	-2.5	-1.8	0.3	3.3	1.3	1.2	-1.81	-3.0%	127.0	173.39	2.91
UK	0.1	1.4	2.6	2.8	2.6	2.5	-3.40	-6.1%	88.7	25.49	0.44
Schweiz	1	1.8	2	-0.7	-0.1	0.6	-3.97	1.3%	52.4	27.19	1.18
Japan	2	1.8	1.5	0	0.3	2.2	-1.03	-6.8%	219.1	42	0.40
China	7.7	7.7	7.2	2.6	2.7	3.5	n.e.	-1.1%	31.7	77.9	1.78
Indien	5	4.6	5.9	7.4	6.4	6.6	n.e.	-5.9%	51.7	n.e.	2.56
Russland	3.4	1.3	1.7	5.1	6.8	5.7	n.e.	3.3%	7.7	163.05	0.99
Brasilien	0.9	2.5	1.8	5.4	6.2	6.2	n.e.	-3.5%	58.8	185.68	-1.49

Quellen: Capital Economics, Roubini Global Economics, UBS, Bloomberg, Goldman Sachs, IMF, Economist, NPB Neue Privat Bank

Aktienmärkte – fundamentale Bewertungen (Performance in Lokalwährungen)

	Performance Aktien (in %) YTD	Gewinnwachstum	KGV aktuell	KGV 2014E	Dividendenrendite 2013E	Index
USA	29.16	9.69	17.38	15.15	2.09	S&P 500
Deutschland	25.72	5.16	16.27	12.90	2.95	DAX
Frankreich	17.15	-235.52	18.29	12.77	3.69	CAC 40
Italien	15.68	6.24	217.28	12.78	3.59	FTSE MIB
UK	14.29	7.12	16.61	12.73	3.89	FTSE 100
Schweiz	20.12	8.63	19.04	14.76	3.41	SMI
Japan	55.64	5.64	23.37	18.26	1.59	NIKKEI
China	2.59	11.73	10.54	10.23	3.78	Hang Seng
Indien	6.92	13.60	16.89	12.69	1.84	Nifty
Russland	0.57	8.97	5.41	5.36	4.44	RTS
Brasilien	-15.82	12.89	77.12	10.40	3.99	BOVESPA

Quelle: Bloomberg, 27.12.2013

Intaktes Umfeld für Aktien

Während es zu Beginn des Jahres noch etwas Mut brauchte, die Aktienquote im Depot zu erhöhen, geraten die nicht wenigen Investoren, die das ausgezeichnete Börsenjahr 2013 verpasst haben, in Zugzwang ihren Aktienanteil zu erhöhen. Wie einleitend ausgeführt, lässt die Bewertung der Aktien unter Einbezug des anhaltend tiefen Zinsniveaus und einer entsprechend komfortablen Risikoprämie von Aktien gegenüber festverzinslichen Papieren Raum für weitere Kursavancen. Diese relative Attraktivität spiegelt sich auch darin, dass die Dividendenrenditen fast durchweg höher liegen als die Renditen der jeweiligen Staatsanleihen. Im Vergleich zu den letzten zwei Jahren scheinen auch die makroökonomischen Risiken kleiner geworden zu sein. Die Rotation von (vermeintlich) sicheren Anlagen in risikoreichere Investitionen (Aktien, hoch-

verzinsliche Obligationen) wird deshalb weitergehen. Nach dem Superjahr 2013 dürften die Kursfortschritte im kommenden Jahr kleiner ausfallen. Auch wenn die Märkte auf die Ankündigung des Beginns des Tapering durch die US-Notenbank an den Märkten im Dezember zu positiven Kursreaktionen geführt hat, könnten weiter steigende Obligationenrenditen in den USA vorübergehend für Verunsicherung an den Märkten führen.

Die Musik spielt auch wieder in Europa

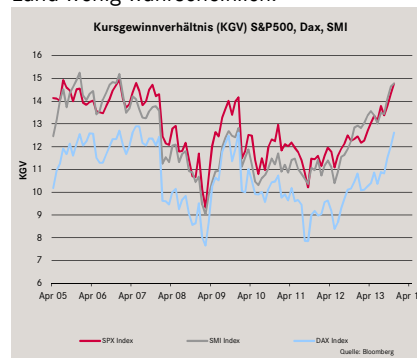
Wie weiter oben ausgeführt gehen wir davon aus, dass die deutliche Outperformance der Aktien von Unternehmen aus den Industriestaaten gegenüber den Aktienmärkten der Schwellenländer noch eine Weile weitergehen wird. Europa wird davon profitieren, dass die fundamentale Bewertung im Vergleich zu den USA noch etwas zurückliegt, obwohl die erwarteten Gewinnsteigerungen 2014 mit deutlich über 10%

über den entsprechenden Werten in den USA und Japan liegen.

Nachdem die Anleger in den vergangenen Jahren defensive Aktien bevorzugt haben, dürfte sich aufgrund des fortgeschrittenen Konjunkturzyklus eine stärkere Gewichtung der zyklischen Titel im kommenden Jahr auszahlen. Klein- und mittelkapitalisierte Werte sind nach wie vor attraktiv. Etwas Vorsicht ist bei Branchen angesagt, die 2013 extrem gut gelaufen sind, wie beispielsweise Biotech und Social Media. Auch wenn wir hier noch nicht von einer Blasenbildung sprechen können, bedarf es hier einer verstärkten Selektion auf Titel mit einer nachhaltigen Gewinnentwicklung.

Potentielle Überraschungskandidaten

Während im zurückliegenden Jahr einige arg gebeutelte Sektoren (Solar- und Windenergie) enorm hohe Kursgewinne verzeichnen konnten, dürfte es 2014 deutlich schwieriger werden, solche Kursraketen zu finden. Unter den Verlierern springen zwar russische Aktien mit extrem tiefen Bewertungen ins Auge (z.B. KGV 3 von Gazprom); ein Comeback ist aber aufgrund der ungelösten strukturellen Probleme in diesem Land wenig wahrscheinlich.



Quelle: Bloomberg, 27.12.2013

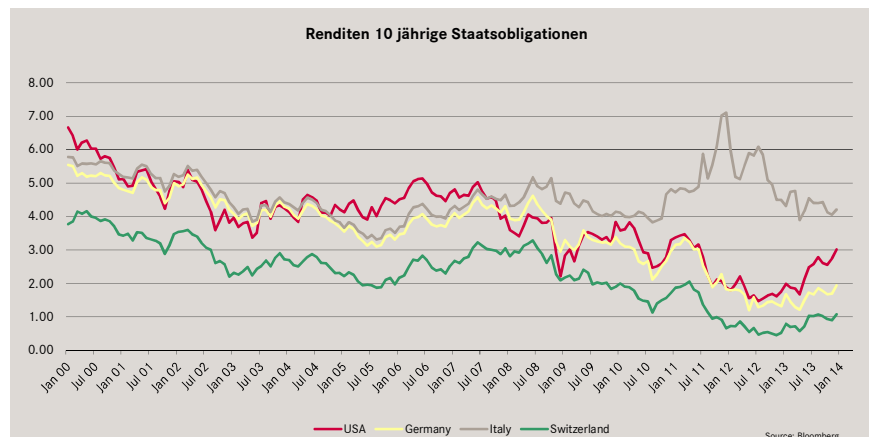
Staatsanleihen weiterhin out

In den letzten Wochen haben die Obligationenrenditen insbesondere in den USA nochmals deutlich angezogen. Sie haben sich mittlerweile mit rund 3% für 10-jährige Staatsanleihen gegenüber dem Jahrestief im ersten Quartal 2013 fast verdoppelt. Auch wenn die Obligationenrenditen schon stark auf das angekündigte Tapering reagiert haben, dürften die Renditen im Jahresverlauf nochmals leicht ansteigen, sodass 2014 nochmals mit negativen Gesamterträgen bei festverzinslichen Staatsanleihen gerechnet werden muss. Auf Jahresbasis leicht positive Gesamterträge dürften sich mit Unternehmensanleihen erzielen lassen, die über ein Investmentgrade-Rating verfügen. Um deutlich höhere Renditen in der Größenordnung von 4% bis 5% zu erreichen, müssen höhere

Risiken in Form von hochverzinslichen Anleihen eingegangen werden. Als Depotbeimischung eignen sich die aufgrund von zusätzlichen Währungsverlusten gebeutelten Anleihen ausgewählter Schwellenländer.

Die beiden letzten Anleihekategorien bedürfen allerdings einer ausreichend hohen Diversifikation, die in der Regel nur über Fondsanlagen erreicht werden kann.

Prof. Markus Ruffner



Source: Bloomberg

Kurzfristige Zinsen (Geldmarkt Libor 3 Monate)

Das FED wird die Zinsen bis Ende 2014 oder mindestens solange tief halten, bis die Arbeitslosigkeit unter 6.0% fällt. Die europäische, schweizerische und die japanische Notenbank werden die Geldmarktsätze noch länger tief halten (müssen).

	Ende 2012	aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	0.0120	0.0210	75.00%	0.10
EUR	0.1286	0.2736	112.78%	0.25
USD	0.3060	0.2466	-19.41%	0.25
JPY	0.1757	0.1479	-15.85%	0.15

Langfristige Zinsen (10-jährige Staatsanleihen)

Wir rechnen aufgrund des schrittweisen Ausstiegs des FED aus dem „Quantitative Easing“ (QE3) auf Jahresfrist mit höheren Anleihe Renditen (z.B. 3.5% für die USA per Ende 2014) und steileren Zinskurven in Deutschland und der Schweiz.

	Ende 2012	aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	0.66	1.23	86.36%	1.50
GER	1.84	1.94	5.60%	2.25
USD	1.88	3.02	60.52%	3.50
JPY	0.99	0.70	-29.29%	0.80

Aktienmärkte

Wir gehen davon aus, dass auch 2014 die Favoriten des alten Jahres (S&P500, Nikkei) gut abschneiden werden. Daneben trauen wir Europa und insbesondere den Peripheriestaaten Spanien, Portugal und Italien eine besonders gute Kursentwicklung zu. Die meisten Schwellenländer kämpfen dagegen nach wie vor mit grossen strukturellen Problemen, sodass in diesem Segment einzig für die vom Aufschwung Japans profitierenden asiatischen Staaten eine gute Performance zu erwarten ist.

	Ende 2012	aktuell	YTD %	12 Monate
USA	1426.19	1842.02	29.16%	2000
Deutschland	7612.39	9570.11	25.72%	10000
Frankreich	3641.07	4265.41	17.15%	4500
Italien	16273.38	18825.81	15.68%	22000
UK	5897.81	6740.56	14.29%	7500
Schweiz	6822.44	8195.16	20.12%	9000
Japan	10395.18	16178.94	55.64%	18000
China	22656.92	23243.24	2.59%	23000
Indien	5905.10	6313.80	6.92%	6400
Russland	10102.06	10159.99	0.57%	10300
Brasilien	60952.08	51312.04	-15.82%	51000

Sonstige

Aufgrund der moderaten Konjunktur und der steigenden Öl-Produktion in den USA gehen wir von einem unveränderten Ölpreis aus. Bezüglich des Goldpreises erwarten wir auf Jahresfrist eine weitere leichte Abwärts-Bewegung.

	Ende 2012	aktuell	YTD %	12 Monate
Erdöl (WTI)	93.02	99.55	7.02%	100
Gold	1675.35	1210.59	-27.74%	1100

Wechselkurse

Wir erwarten einen stärkeren Dollar zum CHF und EURO. Die Abwertung des Yen dürfte sich noch fortsetzen.

	Ende 2012	aktuell	YTD %	12 Monate
EURCHF	1.2077	1.2242	1.36%	1.23
USDCHF	0.9154	0.8864	-3.17%	0.94
EURUSD	1.3193	1.3810	4.68%	1.31
EURJPY	114.4600	144.9900	26.67%	152

Quelle: Bloomberg, 27.12.2013

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