

Anlagen **aktuell**

Aktien aus Schwellenländern machen wieder Boden gut

Verhaltenes Wachstum und tiefe Zinsen als idealer Nährboden für Aktien

Es bestehen gute Chancen, dass sich die Aktienmarkt-Rallye in gemächlicherem Tempo fortsetzt, da Dividentitel in einem Szenario mit moderatem Wachstum und anhaltend tiefen Zinsen weiteres Kurspotential bieten.

Moderates Wachstum gut für Aktien

Gemeinhin müsste man annehmen, dass schnelleres Wirtschaftswachstum die Gewinne sprudeln lässt und damit zu höheren Aktienkursen führt. Dass dem nicht notwendig so ist, zeigt die Kursentwicklung seit Anfang Jahr. Obwohl die (Konsens-) Erwartungen für das globale Wachstum im laufenden Jahr von 3.2% zu Beginn von 2014 auf aktuell etwa 2.8% zurück genommen wurden, weisen die meisten Aktienmärkte per Mitte Jahr ansehnliche Kursavancen auf. Dies hängt damit zusammen, dass die Bewertung von Aktien neben dem Gewinnwachstum von weiteren Faktoren abhängig ist, wie insbesondere dem Zinsniveau, den von den Marktteilnehmern wahrgenommenen Risiken (Risikoprämie) und der Phase im Gewinnzyklus.

Moderates Wachstum scheint damit der ideale Nährboden für weitere Kursavancen an den Aktienmärkten zu sein. Nachdem die Notenbanken im Nachgang zur Finanzmarktkrise seit bald 6 Jahren die Zinse nahe Null gehalten haben, würde eine zu starke Wachstumsbeschleunigung höhere Inflationserwartungen und einen raschen Zinsanstieg auslösen. Umgekehrt wäre ein Verharren in der Rezession mit möglicherweise sinkenden Unternehmensgewinnen und wachsender Unsicherheit bzw. höheren Risikoprämien verbunden. Moderates Wachstum mit anhaltend tiefen Zinsen dürfte deshalb für Aktien im aktuellen Umfeld den idealen Mix darstellen.

US-Inflation als Spielverderber?

Auf der einen Seite haben Japan und Europa Mühe, den deflationären Kräften durch eine ultraexpansive Geldpolitik entgegenzuwirken. Auf der anderen Seite zeichnet sich vor allem in den USA für das kommende Jahr eine Wachstumsbeschleunigung ab, die gemäss Marktkonsens von einem Anstieg der Inflation auf rund 2% begleitet sein wird. Es wird in diesem Zusammenhang denn auch befürchtet, dass die amerikanische Notenbank nicht erst Mitte 2015, sondern bereits früher mit ersten Zinserhöhungen beginnen muss. Treiber einer höheren Teuerung

könnten steigende Lohnstückkosten als Folge sinkender Arbeitslosenraten sein. Auch wenn es gilt, die Inflationsentwicklung als möglichen Spielverderber für eine Fortsetzung der Aktienhaussie in den USA genau zu beobachten, gibt es gute Gründe, die gegen ein Ausbrechen der Teuerung nach oben sprechen. Produktivitätsfortschritte und globaler Wettbewerb verhindern, dass steigende Lohnkosten direkt in den Preisen ihren Niederschlag finden.

Ein Kränzchen den EU-Risikomanagern

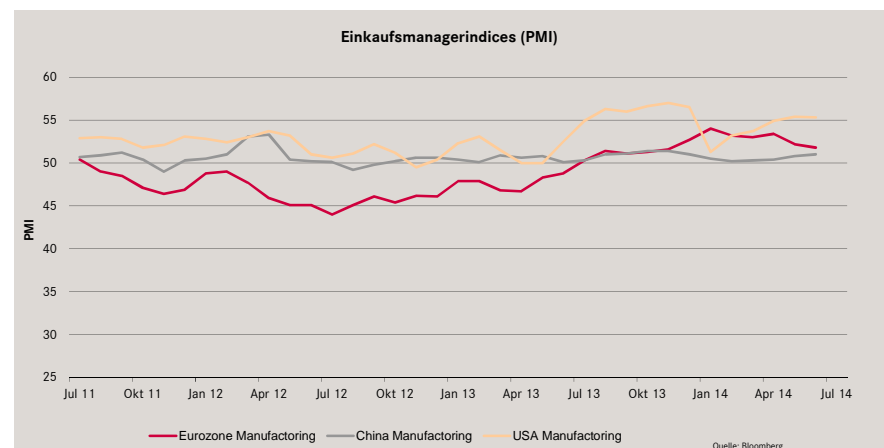
Ganz anders als in den USA präsentiert sich die Situation in Europa und Japan. Während das von den Amerikanern kopierte „quantitative easing“ in Japan erste Erfolge bei der Eindämmung der langjährigen Deflation zeitigt, will EZB-Notenbankchef Draghi einen langjährigen Kriechgang mit einer Tiefzinspolitik und einer auf die Förderung der Kreditvergabe ausgerichteten Banken-Refinanzierungspolitik im Keime ersticken. Positiv ist, wie schnell es einzelnen Peripherieländern (Spanien, Irland und Portugal) gelungen ist, die Lohnstückkosten als wichtigen Wettbewerbsfaktor nach unten zu drücken. Auch wenn Italien und insbesondere Frankreich bislang bei den notwendigen Struktur reformen kaum Fortschritte erzielt haben, war das Krisenmanagement der Euro-Staaten weit erfolgreicher als dies manch nimmermüder Kritiker unter den amerikanischen Starökonomien wahrhaben möchte.

Auch wenn die Konjunkturerholung in Europa nur schleppend vor sich geht, dürften anhaltend tiefe Zinsen in Europa für eine weitere Stabilisierung sorgen, zumal EZB-Chef Draghi im Gegensatz zu seinen amerikanischen und japanischen Kollegen noch über ungenutzte geldpolitische Pfeile im Köcher verfügt.

Bäume wachsen nicht in den Himmel

Selbst wenn die mittelfristigen Chancen für Aktien mangels Anlagealternativen gut stehen, muss nach den beachtlichen Kursavancen der letzten beiden Jahre mit vorübergehenden Rückschlägen gerechnet werden. Als Spielverderber könnten eine Wachstumsbeschleunigung und steigende Inflationserwartungen in den USA wirken. Auf der politischen Ebene bergen insbesondere Spannungen und Interessenkonflikte im südpazifischen Meer zwischen den asiatischen Grossmächten und der Flächenbrand im Nahen Osten Sprengkraft, welche zu einer gesteigerten Risikowahrnehmung und entsprechend tieferen Aktienkursen führen könnten. Betrachtet man die fundamentalen Bewertungen an den internationalen Aktienmärkten, verfügt bei den entwickelten Staaten insbesondere Europa noch über Aufholpotential, zumal der Gewinnzyklus noch nicht so weit fortgeschritten ist wie in den USA. Nach einer rund zweijährigen Durststrecke bei den Aktien von Firmen aus Schwellenländern weisen diese im laufenden Jahr im Durchschnitt erstmals wieder eine bessere Performance als Aktien aus den Industrieländern aus. Angesichts der deutlich tieferen Bewertung dürfte sich eine vergleichsweise höhere Gewichtung der Aktien aus aufstrebenden Ländern wieder auszahlen.

Prof. Markus Ruffner



Konjunkturelle Aufhellung nach überraschend schwachem erstem Quartal

Wenn Anfang Jahr vorausgesagt worden wäre, dass die US-Wirtschaft im 1. Quartal um 2.9% schrumpft, hätten die Aktienmärkte wohl mit einem ziemlich starken Dämpfer reagiert. Dass die Märkte diesen Rückschlag so leicht weggesteckt haben, hängt zum einen wohl damit zusammen, dass dieser als einmalig auf Sonderfaktoren (wie z.B. das kalte Wetter) zurückgeführt wird. Geholfen hat zum anderen sicher auch, dass die Obligationenrenditen zur Überraschung fast aller Auguren markant gesunken sind und die Renditen insbesondere in Europa neue Rekorde erreicht haben. Beruhigend wirkt, dass die meisten vorlaufenden Indikatoren wie die Einkaufsmanager-Indizes auf eine deutliche Wachstumsbeschleunigung im 2. Quartal hinweisen. Entsprechend ergibt sich das Bild, dass die erwarteten Wachstumszahlen der Weltwirtschaft für das laufende Jahr nach unten auf weniger als 3% korrigiert wurden, während für das kommende Jahr von einer globalen Wachstumsbeschleunigung auf deutlich über 3% ausgegangen wird.

Besonders optimistisch punkto Wachstum ist man aufgrund der extrem expansiven Geldpolitik für die USA, Japan und auch England. Verhaltener ist der Ausblick für Europa. Nach mehreren Jahren mit negativem Wachstum lässt sich auch dank der Konjunkturlokomotive Deutschland im 2015 immerhin ein moderates Wachstum von knapp 1% erwarten. Während Irland, Portugal und Spanien langsam das Ende der Rezession sehen, bleiben Italien und Frankreich die konjunkturellen Sorgenkinder in Europa. Die Gefahr, dass Europa in eine Deflation abgleitet scheint gebannt, zumal Notenbank-Chef Draghi signalisiert hat, mit einer „kreativen“ Notenbankpolitik

und allenfalls einem „quantitative easing“ nach Vorbild der USA und Japan alles zu unternehmen, um eine solche Entwicklung zu verhindern. Dabei steht der EZB-Notenbankchef vor der Herausforderung, einerseits die Eigenkapitalquoten der grossen Banken zu stärken und andererseits deren Kreditvergabe an die klein- und mittelgrossen Firmen nicht abzuwürgen.

Gebannt scheint auch die Gefahr einer starken Abkühlung des Wachstums in China. Bislang haben es die Lenker der chinesischen Wirtschaft nämlich verstanden, die notwendige Abkühlung des Liegenschaftensmarktes durch ausgeweitete Infrastrukturinvestitionen und Nachfrageimpulse beim Konsum zu kompensieren. Entsprechend können in China für 2014 und 2015 immer noch Wachstumsraten um 7% erwartet werden, ein Niveau mit dem die umliegenden asiatischen Länder wie auch die Exportnationen gut leben können

Blasenbildung bei Obligationen?

Obligationen bereiten in der ersten Hälfte 2014 zwar Freude mit starken Kursgewinnen. Das vor allem in der Schweiz und Europa rekordtiefe Niveau ist andererseits aber mit dem Risiko verbunden, dass es bei den Renditen nur noch nach oben gehen kann. Bei Wiederanlagen am Anleihenmarkt ist deshalb grosse Vorsicht und Selektivität angesagt. Entsprechend kann auch damit gerechnet werden, dass Anleger weiterhin gezwungen werden, von Obligationen in Aktien umzuschichten, um überhaupt noch eine Rendite zu erzielen. Bewahrheitet sich das auf Seite 1 beschriebene Szenario, ist den Aktienmärkten durchaus noch Potential nach oben zuzutrauen.

Prof. Markus Ruffner

Strategie

Asset Allocation	Asset Allocation		
	Untergewichtet	Neutral	Übergewichtet
Liquidität			
Obligationen			
Aktien			
Immobilien			
Rohstoffe			
Edelmetalle			

Obligationen sollten insgesamt untergewichtet werden, insbesondere Staatsanleihen. Wenn schon Obligationen, dann sollten – bei entsprechender Risikofähigkeit und Diversifikation – Anleihen aus den Emerging Markets und Unternehmensanleihen mit mittleren Laufzeiten (USA, Europa) gewählt werden.

Aktien sind fundamental zwar nicht mehr billig und vorübergehende Rückschläge nach dem bisher positiven Jahresverlauf nicht auszuschliessen. Wir bevorzugen aufgrund von Bewertungsvorteilen europäische Titel und vermehrt wieder Aktien aus Schwellenländern (Asien).

Immobilien bergen aufgrund steigender Zinsen in einigen Ländern ein Konsolidierungsrisiko. Dies gilt insbesondere auch für die Schweiz, wo insbesondere bei Gewerbeimmobilien ein erhöhtes Rückschlagspotential besteht.

Rohstoffe: Der Ölpreis hat aufgrund der kriegerischen Ereignisse im Nahen Osten deutlich zugelegt; eine Entspannung ist nicht in Sicht.

Edelmetalle: Preise für Gold und Silber haben im Umfeld tiefer Zinsen und gestiegener politischer Risiken zugelegt. Aufgrund sinkender physischer Nachfrage in Ländern wie Indien, scheint das Haussepotential beschränkt.

	Reales BIP-Wachstum			Inflation			Output Gap	Defizit	Verschuldung	CDS Spanne	Realzins
	in %			in %			in %	in% BIP	in% BIP	in bp	in %
	2012	2013E	2014E	2013	2014E	2015E		2014	2014		
USA	2.8	2	3	2.1	1.8	1.8	-5.17	-2.9%	84.5	16.69	0.75
Euro-Zone	-0.6	1.2	1.8	2.5	0.8	1.2	-4.34	-3.0%		n.e.	n.e.
Deutschland	0.9	2.2	2.1	2.1	1.2	1.7	-2.32	0.0%	78.4	20.09	0.04
Frankreich	0	0.8	1.3	2.2	0.9	1.2	-0.40	-4.3%	93.5	39.95	0.81
Italien	-2.5	0.3	1.2	3.3	0.6	1	-1.31	-3.0%	132.6	93.28	2.24
UK	0.1	3	3	2.8	1.6	2	-2.81	-5.8%	90.6	19.34	1.10
Schweiz	1	1.8	2	-0.7	0.2	0.8	-3.97	0.6%	22.9	30.01	0.43
Japan	2	1.4	1.8	0	2.6	1.7	-1.03	-6.7%	143.8	36.25	-2.05
China	7.7	7.2	7	2.6	2	3.1	n.e.	-1.9%	14.4	72.5	2.09
Indien	5	5.5	6	7.4	8.6	7	n.e.	-5.9%	51.6	170	0.07
Russland	3.4	0.8	1.5	5.1	6.1	4.4	n.e.	2.7%	7.9	179.65	2.25
Brasilien	0.9	1.2	1.8	5.4	6.3	6.2	n.e.	-3.5%	31.5	142.3	-2.18

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	Gewinn- wachstum	KGV aktuell	KGV 2014E	Dividenden rendite 2015E	Index
USA	6.76	8.49	18.08	14.95	2.13	S&P 500
Deutschland	3.87	-17.62	18.40	12.25	3.17	DAX
Frankreich	3.79	3.54	26.11	13.30	3.49	CAC 40
Italien	14.23	48.81	325.06	12.87	3.71	FTSE MIB
UK	0.78	9.52	19.59	13.09	3.98	FTSE 100
Schweiz	5.08	6.50	19.26	15.02	3.62	SMI
Japan	-5.66	7.38	20.20	15.55	1.83	NIKKEI
China	1.04	8.27	11.00	10.07	3.88	Hang Seng
Indien	22.41	14.72	17.69	13.70	1.75	Nifty
Russland	-1.32	0.10	5.60	5.02	5.29	RTS
Brasilien	3.23	18.92	16.50	9.76	4.24	BOVESPA

Quelle: Bloomberg, 02.07.2014

Gewinnzyklus im Fokus

Nach einem sehr volatilen Start im 2014 haben sich die Aktienmärkte insbesondere im Mai ausgesprochen positiv entwickelt (siehe Spalte Performance in obiger Tabelle). Eine der wenigen negativen Ausnahmen sind Japan, China und Russland. Mit dem Anstieg der Aktienmärkte rückt die Frage der Bewertung immer mehr in den Vordergrund. In der Grafik „Kursgewinnverhältnis“ (KGV) wird deutlich, dass S&P500, Dax und SMI seit März 2009 einen deutlichen Anstieg der Bewertung erfahren haben. Die KGV's liegen jetzt wieder auf den Vorkrisenniveaus der Jahre 2005 bis 2007. In Folge der gestiegen Aktienkurse sind auch die Dividendenrendite gesunken; im

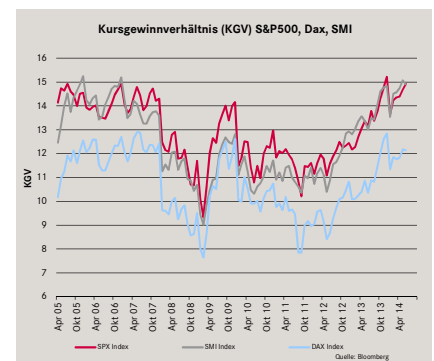
Vergleich zum Zinsniveau liegen sie allerdings immer noch vergleichsweise hoch. Angesichts des tiefen Zinsniveaus nicht ganz überraschend ist die Risikoprämie – berechnet als erwartete Aktienrendite minus Zinssatz – im historischen Vergleich immer noch sehr hoch, was günstige Aktienmärkte indiziert.

Es zeigt sich, dass die gängigen Bewertungsmodelle kein eindeutiges Urteil zulassen, ausser der Feststellung, dass Aktien nicht mehr billig sind. Wir gehen nicht von einem weiteren Anstieg der KGV's aus, d.h. die sogenannte „PE-Expansion“ dürfte vorläufig limitiert sein (siehe Graphik). Entscheidend für die weitere Kursentwicklung werden deshalb die Gewinne der Unternehmen sein. Dabei scheint der Gewinnzyklus

in den USA weiter fortgeschritten zu sein als in Europa, wo bis ins Jahr 2016 mit deutlich steigenden Gewinnen gerechnet werden kann. Zum einen bevorzugen wir deshalb generell europäische Aktien und zum andern wird die Auswahl der Unternehmen aufgrund ihres (branchen-)spezifischen Gewinnzyklus immer wichtiger.

Comeback der Schwellenländer

Aktien von Unternehmen in den Schwellenländern haben in den letzten zwei Jahren deutlich schlechter abgeschnitten als solche aus den entwickelten Ländern. Wie die nebenstehende Tabelle zeigt, sind sie zwischenzeitlich fundamental deutlich tiefer bewertet und wir sehen deshalb ein deutliches Aufholpotential. Schwierig einzuschätzen ist insbesondere der Indische Markt, der im ersten Halbjahr mit einer Performance von gut 21% heraussticht. Bewahrt sich die Hoffnung, dass mit der neuen Regierung lang fällige Reformen und Strukturprobleme angegangen werden, steht dieser Markt vor einer Neubewertung.



Quelle: Bloomberg, 02.07.2014

Wann steigen die Zinsen?

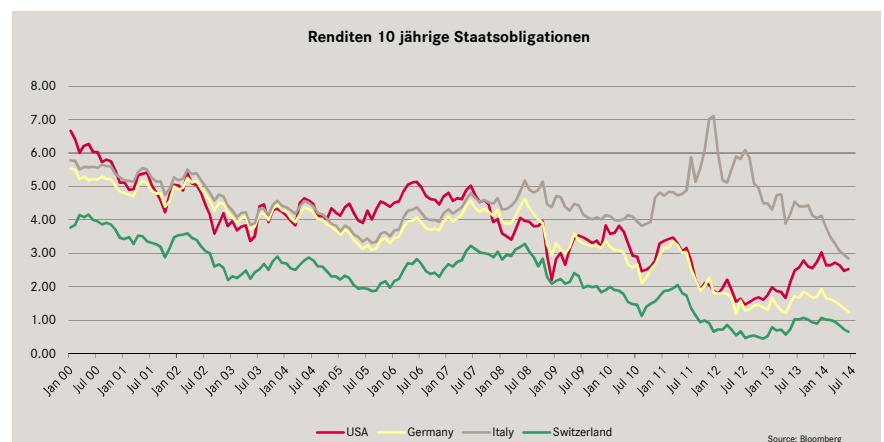
Im Zuge der Folgewirkungen der Finanzmarktkrise sahen sich die Notenbanken gezwungen, die Zinsen seit nunmehr bald 6 Jahren tief zu halten und die Wirtschaften mit einer Liquiditätsschwemme zu stützen. Aufgrund der konjunkturellen Entwicklung erwarten wir im laufenden Zinszyklus, dass die Notenbanken in folgender Reihenfolge die Zinsen am kurzen Ende der Zinskurve langsam anheben werden: England, USA und mit einiger Verzögerung Europa. Es gilt allerdings festzuhalten, dass der Anstieg der Zinsen langsamer als in früheren Zinszyklen verlaufen und weniger stark ausfallen wird.

Die Anleihsrenditen sind 2014 entgegen den Erwartungen, vor allem auch wegen dem schwachen Wirtschaftswachstum in den USA und trotz rückläufiger Anleihskäufe durch das FED („tapering“) nochmals deutlich gesunken (siehe Grafik rechts). Insbesondere in den Europäischen Peripherieländern Irland, Spanien, Italien, Griechenland und Portugal ist der Rückgang der

Zinsen seit 2012 auch dank der Notenbankpolitik der EZB ausgeprägt. Die Folge der tiefen Renditen ist ein eigentlicher Anlage-notstand oder ein Zwang zu immer höheren Risiken durch Investitionen in Obligationen mit schlechteren Ratings. Aufgrund der wenig attraktiven Renditen und dem gestiegenen Rückschlagpotential bei Anleihen empfehlen wir neu die Beimischung einzelner

Total- oder Absolute Return-Funds, die aufgrund ihrer Anlagefreiheiten auch bei steigenden Zinsen positive Renditen erwirtschaften können. Zu vermeiden sind im aktuellen Umfeld bei Wiederanlagen insbesondere langlaufende Obligationen, auch wenn mit Kurzläufern nur noch wenig verdient werden kann.

Dr. Markus Hofmann



Source: Bloomberg

Kurzfristige Zinsen (Geldmarkt Libor 3 Monate)

Das FED wird die Zinsen bis Mitte 2015 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 2013	aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	0.0230	0.0100	-56.52%	0.10
EUR	0.2657	0.1757	-33.87%	0.10
USD	0.2461	0.2318	-5.81%	0.50
JPY	0.1479	0.1329	-10.14%	0.10

Langfristige Zinsen (10-jährige Staatsanleihen)

Wir rechnen aufgrund des schrittweisen Ausstiegs des FED aus dem „Quantitative Easing“ (QE3) auf Jahresfrist mit höheren Anleihsrenditen (z.B. 3.0% für die USA per Mitte 2015) und leicht steileren Zinskurven in Deutschland und der Schweiz.

	Ende 2013	aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	0.66	0.63	-4.07%	0.90
GER	1.84	1.24	-32.48%	1.50
USD	1.88	2.55	35.60%	3.00
JPY	0.99	0.56	-43.84%	0.90

Aktienmärkte

Wir gehen davon aus, dass in den kommenden 12 Monaten Europa und insbesondere den Peripheriestaaten Spanien, Portugal und Italien eine besonders gute Kursentwicklung aufweisen werden. Aufholpotential sehen wir auch bei den meisten Schwellenländern, deren fundamentale Bewertung vergleichsweise attraktiv erscheint.

	Ende 2013	aktuell	YTD %	12 Monate
USA	1848.36	1973.32	6.76%	2000
Deutschland	9552.16	9921.83	3.87%	10800
Frankreich	4295.95	4458.74	3.79%	4800
Italien	18967.71	21667.04	14.23%	24000
UK	6749.09	6801.46	0.78%	7200
Schweiz	8202.98	8619.54	5.08%	9000
Japan	16291.31	15369.97	-5.66%	16500
China	23306.39	23549.62	1.04%	24000
Indien	6304.00	7716.60	22.41%	7900
Russland	10176.90	10042.94	-1.32%	11000
Brasilien	51507.16	53171.49	3.23%	60000

Sonstige

Aufgrund der moderaten Konjunktur und der steigenden Öl-Produktion in den USA gehen wir trotz den kriegerischen Ereignissen im Nahen Osten von einem wenig veränderten Ölpreis aus. Bezüglich des Goldpreises erwarten wir auf Jahresfrist eine Seitwärts-Bewegung.

	Ende 2013	aktuell	YTD %	12 Monate
Erdöl (WTI)	95.60	105.34	10.19%	100
Gold	1201.64	1325.71	10.33%	1350

Wechselkurse

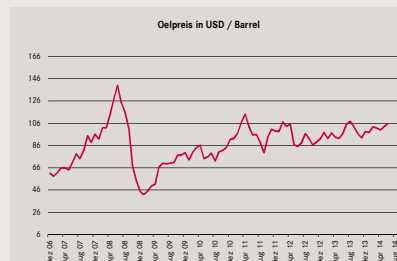
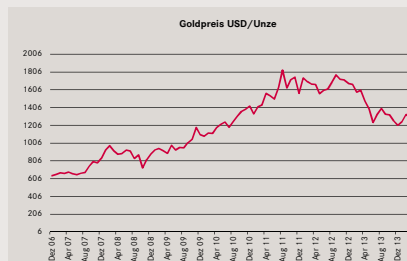
Wir erwarten einen leicht stärkeren Dollar zum CHF und EURO. Die Abwertung des Yen dürfte weitgehend abgeschlossen sein.

	Ende 2013	aktuell	YTD %	12 Monate
EURCHF	1.2274	1.2140	-1.09%	1.23
USDCHF	0.8929	0.8876	-0.59%	0.94
EURUSD	1.3743	1.3657	-0.63%	1.31
EURJPY	144.7300	138.5800	-4.25%	145

Quelle: Bloomberg, 02.07.2014

Dr. Markus Hofmann

Interessante Charts



Quelle Bloomberg

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.