

Anlagen **aktuell**

Zinserhöhung in den USA später und moderater erwartet

Quantitative Lockerung wirkt über Währungen

Zahlreiche Staaten scheinen sich mit einer ultra-expansiven Geldpolitik zu überbieten. So hat die von der EZB eingeleitete quantitative Lockerung in Form von umfangreichen Staatsanleihenkäufen zu einer massiven Abwertung des Euro geführt. Als indirekte Folge davon haben die europäischen Aktienmärkte im ersten Quartal ein wahres Kursfeuerwerk hingelegt. Die Aktienrally könnte nun von der sich zuspitzen den Liquiditätsklemme in Griechenland und dem nicht auszuschliessenden „Grexit“ vorübergehend unterbrochen werden.

It's the Currency, Stupid!

Wie in unserem „Anlagen aktuell“ von Anfang 2015 prognostiziert, hat der Beginn des Programmes zum Kauf von europäischen Staatsanleihen (Quantitative Lockerung) den Anstieg der Aktienkurse an den europäischen Börsen befeuert. Dabei lässt vor allem die rasante Abschwächung des Euros gegenüber dem Dollar die Herzen der Anleger höher schlagen, bringt dies doch einen mächtigen zusätzlichen Schub für Europas Exportwirtschaft. Es sind denn auch in erster Linie nicht die tieferen Obligationenrenditen und die positiven Wirkungen auf die Kreditvergabe, welche der Wirtschaft in Europa zusätzliche Impulse verleihen. Rückenwind kommt primär von der Euro-Schwäche, welche die internationale Konkurrenzfähigkeit massiv verbessert.

Leichte Brems Spuren bei US-Firmen

Auch wenn die amerikanische Volkswirtschaft nur beschränkt von Exporten abhängig ist (die Exporte machen knapp 10% des Bruttoinlandproduktes aus), hat die Aufwertung des Dollars erste Brems Spuren bewirkt. Der Einkaufsmanagerindex (Manufacturing) ist deutlich zurückgefallen. Auch sind die durchschnittlich ausgewiesenen Gewinne der börsenkotierten US-Firmen seit langem erstmals wieder leicht rückläufig und es macht ganz den Anschein, dass das enttäuschend schwache Wachstum der US-Wirtschaft im ersten Quartal nicht nur auf das strenge Winterwetter zurückzuführen ist.

Zwar hat EZB-Chef *Draghi* sein Kauf-Programm von Staatsanleihen eben erst begonnen. Die dadurch bewirkte Talfahrt des Euro gegenüber dem Dollar dürfte allerdings nicht im gleichen Tempo wie bisher weitergehen, da sich auch die amerikanische Geldpolitik nicht völlig vom globalen geldpolitischen Umfeld abkoppeln kann. Mit wenigen Ausnahmen (z.B. Russland, Brasilien, Türkei) ist die Geldpolitik überall extrem expansiv ausgelegt. Das amerikanische FED könnte sich deshalb gezwungen

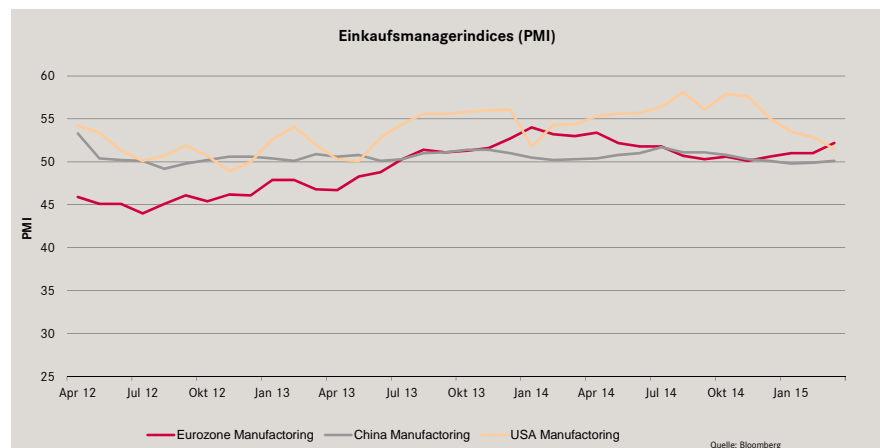
sehen, bei anhaltenden Schwächezeichen der US-Wirtschaft und einem zu starken Dollar lieber etwas später mit Zinserhöhungen zu beginnen. So hat das FED denn auch seine Zinsprognosen für Ende Jahr von 1-1.25% auf 0.5-0.75% zurückgenommen. Die US-Geldpolitiker betonen, dass das geldpolitische Timing vor allem von der weiteren Entwicklung des Arbeitsmarktes und der Lohnentwicklung abhängen wird. In diesem Zusammenhang hat die Prognose von *Stanley Druckenmiller* (ein Weggefährte von *George Soros* und einer der erfolgreichsten Investoren der Neuzeit) aufhorchen lassen, wonach er in diesem Jahr nicht mehr mit ersten Zinsschritten des FED rechnet. Umgekehrt zum verhaltenen Gang der US-Wirtschaft, überraschen die meisten europäischen Länder mit einer spürbaren wirtschaftlichen Erholung. Auch wenn die Obligationenkäufe in Europa quantitativ im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt weniger gewichtig sein werden als in den USA und England, dürfte die europäische Wirtschaft über die nächsten zwei Jahre mächtig Rückenwind haben. Lange Zeit kaum mehr für möglich gehalten, gibt es auch erste Frühlingsboten bei den Arbeitslosenzahlen in der Euro-Zone, die nach 12% im Jahre 2013 auf 11% in diesem Jahr zurückgehen sollten.

Vorübergehende Unsicherheiten könnten von Griechenland ausgehen, dessen Liquiditätslage sich weiter zuspitzt, ohne dass die verantwortlichen Politiker die von der EU geforderte Kompromissbereitschaft bezüglich Reformwillen zeigen. Auch wenn es gewissermassen in letzter Minute zu einem Einlenken kommen könnte, ist die Wahrscheinlichkeit deutlich gestiegen, dass Griechenland die Rückzahlungen der Kredite im Mai nicht mehr stemmen kann und Kapitalverkehrskontrollen einführen muss, um seine Banken vor einem Kollaps zu schützen. Selbst wenn es zum Extremfall eines „Grexit“ kommt, rechnen wir nicht mit einer dauerhaften Ansteckung weiterer südeuropäischer Länder, zumal die EZB über ausreichend Munition verfügt, mittels Käufen die Obligationenrenditen der fraglichen Schuldnerländer tief zu halten.

Billiges Geld als Anlegerdilemma

Blickt man auf die Entwicklung der Börsenkurse, gibt es eine Konstante: Sei es die USA, sei es Japan, Europa oder auch China, eine Politik des billigen Geldes hat meist früher als später zu einem Kursfeuerwerk an den Aktienmärkten geführt. Die Anleger werden von den Notenbanken gewissermassen gezwungen, von risikoarmen Obligationen mit Negativrenditen in riskantere Anlagen wie Aktien oder Immobilien zu investieren. Wir rechnen damit, dass der Wettstreit der Notenbanken um tiefe Zinsen und günstige Währungen angesichts der verhaltenen Wachstumsaussichten noch einige Zeit weitergehen wird. Auch wenn es immer wieder zu Rückschlägen an den Aktienmärkten kommen wird, dürfte sich die Inflationierung der Vermögenswerte noch eine Weile fortsetzen.

Prof. Markus Ruffner



Europa mit Wachstumsschub

Die US-Wirtschaft ist im zurückliegenden Quartal nur mit mageren 0.6% gewachsen und verschiedene Indikatoren deuten darauf hin, dass die US-Wirtschaft etwas an Tempo verloren hat. Im Vergleich zu den Prognosen der meisten Wirtschaftsaguren positiv überrascht hat demgegenüber die Wirtschaft in Europa. Wachstumslokomotive – wie könnte es anders sein – ist einmal mehr Exportweltmeister Deutschland. Aber auch südeuropäischen Ländern, die wie Spanien ihre strukturpolitischen Hausaufgaben angegangen sind, überraschen mit einem Wachstum, das nach Jahren der Stagnation für 2015 und 2016 bei rund 3% liegen könnte. Eine Rückkehr auf den Wachstumspfad dürfte es auch Ländern wie Italien erleichtern, die für ein nachhaltiges Wachstum notwendigen Strukturreformen in Angriff zu nehmen. Positiv stimmt neben günstigen Wechselkursen und Erdölpreis auch die Kreditvergabe der Banken, die nach dem lähmenden Stresstest der EZB wieder an Momentum gewinnt.

Abgesehen von einmaligen Sondereffekten aufgrund der Mehrwertsteuererhöhung scheint die Inflationierung der japanischen Wirtschaft trotz einer ultraexpansiven Geldpolitik nicht so recht zu gelingen. Die japanische Notenbank wird deshalb punkto quantitativer Lockerung noch einmal nachlegen müssen.

Vieldiskutiertes Thema ist unter Investoren das Risiko des Platzens der „Kreditblase“ wie auch einer Wachstumsverlangsamung in China. Dabei scheinen einige westliche Volkswirtschaftler vergessen zu haben, dass China immer noch mit sagenhaften 6% bis 7% wächst. Zum einen bedeutet das, dass China nach dem fulminanten Wachstum der letzten Jahre in absoluten Zahlen weit stärker als in der Vergangenheit

wächst. Zum anderen benötigt der Wandel von einer investitionsgetriebenen Wirtschaft in Richtung einer stärker konsumorientierten Dienstleistungsgesellschaft Zeit. Der chinesischen Wirtschaftspolitik ist es bislang noch immer gelungen, neue Arbeitsplätze in ausreichender Zahl zu schaffen. Auch verfügt die chinesische Notenbank nach zwei Zinssenkungen und einem aktuellen Ausleihsatz von 5.6% immer noch über einen grossen Spielraum, bei einer allfälligen Wachstumsabschwächung Gegensteuer zu geben. Zusätzlich ist es erklärtes Ziel, die Kreditvergabe verstärkt vom Schatzenbankensystem zu den Banken zurück zu verlagern.

Höhenangst bei Aktienanlagen

Nach dem fulminanten Auftakt im ersten Quartal 2015 sind einige Märkte (Deutschland plus 26%, Japan plus 14%, China/Shenzhen plus 50% in Lokalwährung) heissgelaufen und für eine Korrektur anfällig. Anleger werden aber noch über Jahre vor dem Dilemma stehen, dass Obligationen nur noch wenig abwerfen und an Aktienmärkten kein Weg vorbeiführen wird. Angesichts der intakten Gewinndynamik der Unternehmen trauen wir den Aktienmärkten auf mittlere Sicht weiter Potential zu, wobei wir die starke Übergewichtung der europäischen Märkte gegenüber den USA leicht zurückfahren. Da wir nicht von einem raschen Zinsanstieg in den USA ausgehen, bleiben aus unserer Sicht Aktienanlagen in Schwellenländern (insbesondere Asien) attraktiv. Auch wenn ein allfälliger „Grexit“ nochmals zu Turbulenzen an den Devisenmärkten und einer temporären Aufwertung des Schweizerfrankens führen könnte, scheint uns das weitere Aufwertungsrisiko beim Franken auf mittlere Sicht beschränkt.

Prof. Markus Ruffner

Strategie

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

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

Aktien sind fundamental zwar nicht mehr billig und vorübergehende Rückschläge wahrscheinlich. Wir bevorzugen aufgrund von Bewertungsvorteilen weiterhin europäische Titel und Aktien aus boomenden Schwellenländern (Asien). Der japanische Aktienmarkt wird weiterhin von den Impulsen der Abenomics profitieren. Dabei gilt es zu berücksichtigen, dass das Rückschlagspotential in Japan gestiegen ist, nachdem die grosse staatliche Pensionskasse ihre Aktienquote hochgefahren hat.

Immobilien bergen in Ländern wie der Schweiz im Bereich des Gewerbes ein Konsolidierungsrisiko. Im Umfeld rekordtiefer Zinsen besteht in einigen europäischen Ländern aber nach wie vor Potential für höhere Immobilienpreise.

Rohstoffe: Wir rechnen mit einer Stabilisierung des Erdölpreises, nachdem die Fördermengen (Fracking) in den USA deutlich zurück gefahren wurden.

Edelmetalle: Leicht steigende Zinsen und ein leicht steigender Dollar begrenzen das Erholungspotential der Preise von Edelmetallen wie Gold und Silber.

	Reales BIP-Wachstum			Inflation			Output Gap	Defizit	Verschuldung	CDS Spanne	Realizns
	in %			in %			in %	in% BIP	in% BIP	in bp	in %
	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E		2014	2014		
USA	2.8	2.5	3	2.1	1.2	1.2	-4.94	-2.8%	84.5	16.31	0.90
Euro-Zone	-0.6	0.9	1.6	2.5	0.2	0.6	-4.02	-2.9%		n.e.	n.e.
Deutschland	0.9	1.5	1.7	2.1	0.5	0.8	-2.32	0.1%	78.4	17.17	0.00
Frankreich	0	0.4	1.4	2.2	0.3	0.6	-0.40	-4.1%	93.5	46.94	0.48
Italien	-2.5	-0.4	0.8	3.3	0	0.8	-1.31	-2.8%	132.6	125.98	1.76
UK	0.1	2.6	2.8	2.8	0	1.4	-2.81	-5.8%	90.6	19.64	1.72
Schweiz	1	1.6	1.8	-0.7	0	0.1	-3.97	0.6%	22.9	23.35	0.31
Japan	2	0.2	1.4	0	2.8	1.4	-1.03	-6.3%	143.8	67.03	-2.48
China	7.7	7.3	7	2.6	1.5	1.7	n.e.	-1.9%	14.4	88.98	2.12
Indien	5	5.3	6	7.4	5.1	6	n.e.	-5.9%	51.6	165.83	2.76
Russland	3.4	0.5	-3	5.1	9.2	10	n.e.	2.7%	7.9	490.09	4.06
Brasilien	0.9	0.2	0.3	5.4	6.5	6.5	n.e.	-5.8%	31.5	209.36	-2.28

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 2016E	Dividendenrendite 2015E	Index
USA	2.10	7.72	18.55	15.80	2.18	S&P 500
Deutschland	26.17	-0.97	20.60	14.38	2.81	DAX
Frankreich	22.53	n.e.	27.06	14.99	3.26	CAC 40
Italien	26.00	5.14	n.e.	14.63	3.48	FTSE MIB
UK	7.73	10.48	24.28	14.41	4.12	FTSE 100
Schweiz	5.26	6.80	19.46	16.86	3.38	SMI
Japan	14.07	14.78	22.46	17.25	1.62	NIKKEI
China	18.04	1.50	11.73	12.06	3.26	Hang Seng
Indien	6.47	14.82	20.28	13.86	1.71	Nifty
Russland	20.14	2.14	4.25	3.03	n/a	RTS
Brasilien	8.41	16.43	14.90	10.60	4.25	BOVESPA

Quelle: Bloomberg (?? April 2015)

Favoritenwechsel im Q1 2015

Dank stark positiven Kursverlauf sind Aktien an einigen Märkten gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) nochmals deutlich teurer geworden. Dies gilt insbesondere für die europäischen Märkte und Japan, während die US-Aktien in etwa auf dem Stand von Anfang Jahr notieren.

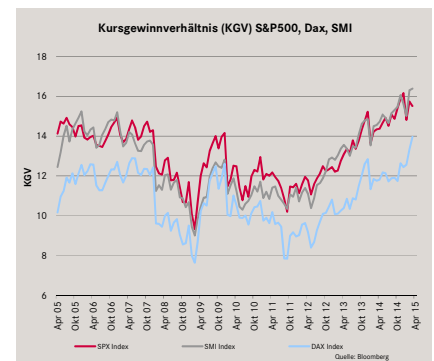
Die an den Inlandbörsen Shanghai und Shenzhen kotierten chinesischen A-Shares setzten ihren im Herbst 2014 begonnenen fulminanten Kursanstieg fort. Sie sind mittlerweile deutlich teurer als die in Hongkong kotierten H-Aktien. Nachdem die chinesische Wertpapieraufsichtsbehörde CSRC am 27. März gewisse Restriktionen für inländische Fonds beim Kauf von H-Aktien

aufgehoben hat, kam es bei den in Hongkong gehandelten Titeln zu einem fulminanten Kursrally. Chinesische H-Aktien bilden immer noch eine Arbitragegelegenheit im Vergleich zu den höher bewerteten A-Shares, zumal die fundamental Bewertung mit einem erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnis von rund 12 für 2016 (siehe obige Tabelle) weiterhin moderat ist.

Unterschiedliche Gewinndynamik

Primär aufgrund der Wechselkursverschiebungen und der markanten Aufwertung des Dollars weisen die europäischen und japanischen Firmen eine höhere Gewinndynamik auf als die US-Unternehmen. Nachdem die US-Geldpolitik die Politik des billigen Geldes um fast drei Jahre früher als die EZB

begonnen hat, ist der US-Konjunktur- und damit auch der Gewinnzyklus der amerikanischen Unternehmen viel weiter fortgeschritten als derjenige zahlreicher europäischer Firmen, die von der schwachen Konjunktur in Europa lange gebremst wurden. Ein Blick auf die erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnisse für 2016 untermauert die unterschiedliche Gewinndynamik, wobei insbesondere europäische Aktien auch nach den stark gestiegenen Kursen nicht übersteuert erscheinen. Diese Sicht wird durch die immer noch ansehnlichen Dividendenrenditen untermauert, die mit den tiefen (Negativ-)Zinsen auf Euro-Obligationen kontrastieren. Eine anhaltend positive Gewinndynamik lässt sich auch für viele Unternehmen in den sog. Emerging Markets (beispielsweise Asien und insbesondere auch Indien) erwarten. Entsprechend halten wir an der Untergewichtung von US-Aktien fest, wobei vorübergehende Gewinnmitnahmen nach den starken Kursanstiegen an allen Märkten nicht schaden dürften.



Quelle: Bloomberg

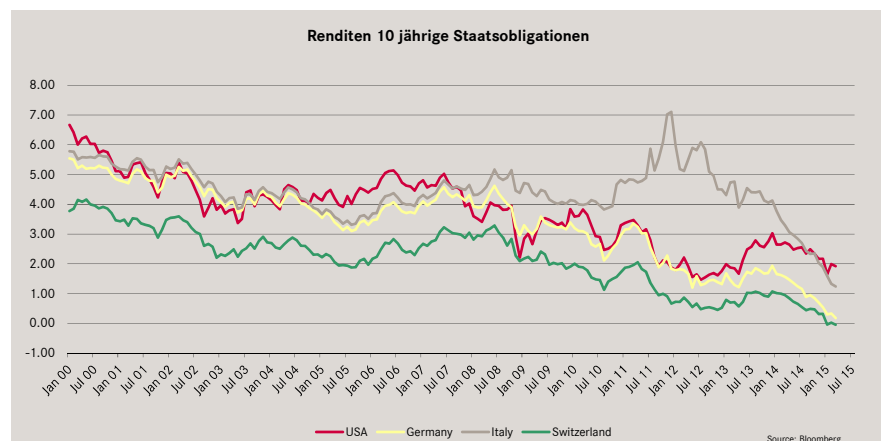
Draghi's Bondkäufe auf Kurs

Die Europäische Zentralbank hat die bis im September dieses Jahres geplanten monatlichen Kaufprogramme für Staatsanleihen bisher plangemäss umgesetzt. Wie die beiliegende Graphik verdeutlicht, hat dies die Renditen der europäischen Staatsanleihen auf neue Rekordwerte gedrückt. So rentieren beispielsweise italienische Staatsanleihen, die sich noch im zweiten Halbjahr 2011 in der „Todeszone“ von über 7% bewegten, mittlerweile fast einen Prozentpunkt unter US-Anleihen mit gleicher Laufzeit. Die deutlich gesunkenen Finanzierungskosten würden es einigen Staaten wie Frankreich und Italien ermöglichen, die vorübergehend negativen Auswirkungen von Strukturmassnahmen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit besser abzufedern. Dabei scheint sich aber insbesondere die französische Politik jeder wirtschaftlichen Logik zu widersetzen, indem sie sich immer mehr in die Belange der grossen Firmen im Lande einmischt.

Die Renditeentwicklung der italienischen Staatsanleihen macht deutlich, wie sehr sich die aktuelle Situation bei einem Straucheln Griechenlands von der im Jahre 2011 unterscheidet. Auch verfügt die EZB heute über ausreichend Munition, um ein Überschwappen eines allfälligen „Grexit“ auf andere europäische Länder abzufedern.

Da mit dem Kauf von Staatsanleihen fast nur noch zu verlieren ist, empfehlen wir weiterhin selektive Anlagen in Unternehmensanleihen – sei dies in Titel mit Investmentrating oder allenfalls in gut diversifizierte Fonds mit hochverzinslichen Bonds.

Prof. Markus Ruffner



Source: Bloomberg

Kurzfristige Zinsen (Geldmarkt Libor 3 Monate)

Das FED wird die Zinsen bis September oder gar November 2015 unverändert tief halten, um die Erholung der US-Wirtschaft nicht vorzeitig abzubrem- sen. Die europäische, schweizerische und die japanische Notenbank werden die Geld- marktsätze noch länger tief halten (müs- sen).

	Ende 2014	aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	-0.0630	-0.8040	1176.19%	0.00
EUR	0.0579	0.0071	-87.66%	0.10
USD	0.2556	0.2770	8.37%	0.75
JPY	0.1121	0.0943	-15.92%	0.10

Langfristige Zinsen (10-jährige Staatsanleihen)

Wir rechnen aufgrund der moderaten Zins- erhöhungen in den USA auf Jahresfrist mit höheren Anleihe renditen (z.B. 2.4% für die USA) und leicht steileren Zinskurven in Deutschland und der Schweiz.

	Ende 2014	aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	0.31	-0.12	-138.10%	0.10
GER	0.50	0.15	-70.02%	0.30
USD	2.11	1.95	-7.64%	2.40
JPY	0.32	0.33	3.75%	0.35

Aktienmärkte

Wir gehen davon aus, dass in den kommen- den 12 Monaten Europa weiterhin eine überdurchschnittliche Kursentwicklung aufweisen wird. Eine von Rückschlägen un- terbrochene Fortsetzung des Kurs-Rallyes sehen wir auch für japanische und chinesi- sche Hongkong-Aktien (H-Shares). Für die USA prognostizieren wir leicht steigende Kurse, wobei wir grosskapitalisierte Tech- nologieaktien (NASDAQ) dem breiten Markt vorziehen.

	Ende 2014	aktuell	YTD %	12 Monate
USA	2'058.90	2'102.06	2.10%	2150
Deutschland	9'805.55	12'372.11	26.17%	12700
Frankreich	4'272.75	5'235.50	22.53%	5400
Italien	19'011.96	23'955.51	26.00%	25000
UK	6'566.09	7'073.94	7.73%	7200
Schweiz	8'983.37	9'455.55	5.26%	10000
Japan	17'450.77	19'905.46	14.07%	21500
China	23'605.04	27'864.52	18.04%	30000
Indien	8'282.70	8'818.85	6.47%	9500
Russland	9'298.92	11'171.45	20.14%	12000
Brasilien	50'007.41	54'214.11	8.41%	56000

Erdöl und Gold

Aufgrund der moderaten Welt-Konjunktur mit einem globalen Wachstum von rund 3.3% gehen wir von einem nur leicht stei- genden Erdölpreis aus. Bezüglich des Gold- preises erwarten wir auf Jahresfrist eine Seitwärts-Bewegung.

	Ende 2014	aktuell	YTD %	12 Monate
Erdöl (WTI)	53.27	52.62	-1.22%	60
Gold	1184.37	1202.07	1.49%	1200

Wechselkurse

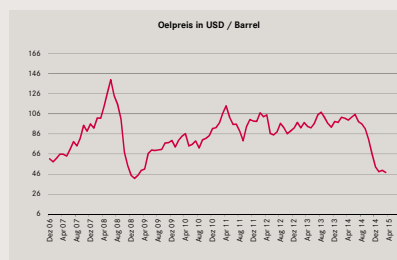
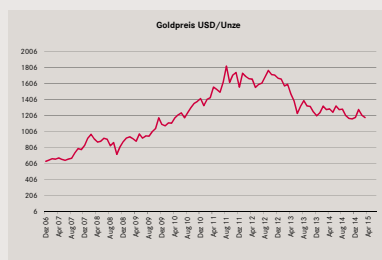
Wir erwarten einen nur noch leicht stärke- ren Dollar zum CHF und EURO. Die Abwer- tung des japanischen Yen dürfte weitge- hend abgeschlossen sein.

	Ende 2014	aktuell	YTD %	12 Monate
EURCHF	1.2030	1.0385	-13.67%	1.05
USDCHF	0.9943	0.9832	-1.12%	1.00
EURUSD	1.2098	1.0563	-12.69%	1.05
EURJPY	144.8500	127.4600	-12.01%	125

Quelle: Bloomberg

Prof. Markus Ruffner

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.