

Anlagen **aktuell**

US-Kerninflation als möglicher Spielverderber

Notenbanker geben weiterhin den Takt an

2015 geht als Jahr in die Geschichte ein, in dem mit keiner Vermögenskategorie befriedigende Gewinne erzielt werden konnten. Auch 2016 wird der Takt an den Märkten von den Notenbankern angegeben werden. Wir rechnen mit zwei bis drei weiteren kleinen Zinsschritten der US-Notenbank, mit welchen die Aktien- und Anleihensmärkte recht gut leben können. Spielverderber könnte ein unerwartet starker Anstieg der Inflation in den USA sein.

Wirtschaft besser als Börse

Im abgelaufenen Jahr konnten in Schweizerfranken rechnende Investoren nur an wenigen Börsenplätzen Kursgewinne erzielen und auch mit Obligationen war Geldverdienen alles andere als leicht. Das anlageseitig enttäuschende Jahr 2015 kontrastiert in einem gewissen Sinne mit der Entwicklung der Realwirtschaft, die deutlich positiver beurteilt werden kann. Relativ am stärksten entwickelte sich die US-Wirtschaft, wo nach bald sieben Jahren Nullzinspolitik nahezu Vollbeschäftigung erreicht werden konnte. Aber auch die vielgescholtenen EURO-Länder wiesen im abgelaufenen Jahr deutliche Zeichen der wirtschaftlichen Erholung auf, allen voran die spanische Wirtschaft, die nach einer mehrjährigen Durststrecke 2015 mehr als 3% zulegen konnte. Dank einer sehr expansiven Geldpolitik wuchs auch die notorisch von Deflation geplagte japanische Wirtschaft 2015 mit knapp 1%.

Allen Unkenrufen zum Trotz konnte China nach einer langen Phase mit zweistelligen Wachstumsraten im abgelaufenen Jahr um immerhin noch knapp 7% zulegen. Weniger gut lief die Wirtschaft besonders in einigen Schwellenländern, die unter den stark gefallen Rohstoff- und Energiepreisen und Strukturproblemen leiden. Besonders schlecht sieht die wirtschaftliche Situation in Ländern wie Brasilien und Russland aus, die bei negativen Wachstumsraten sehr hohe Inflationsraten aufweisen.

Stark divergierende Geldpolitik

Nachdem die amerikanische Notenbank (FED) sich in ihrer Dezembersitzung zu einer ersten mehr symbolischen Zinserhöhung durchringen konnte, zeichnen sich bei der Geldpolitik grosse Unterschiede ab. Während es in den USA kaum bei diesem einen Zinsschritt bleiben wird und auch für England mit graduellen Zinserhöhungen gerechnet werden muss, werden das übrige Europa und Japan weiterhin an ihrer ultra-expansiven Geldpolitik festhalten. Angesichts der tiefen Inflationszahlen in Europa

und der immer noch deflationären Entwicklung in Japan kann erwartet werden, dass sowohl die europäische als auch die japanische Notenbank ihre Kaufprogramme für Anleihen im laufenden Jahr noch ausdehnen werden. Aber auch andere Länder, allen voran China, werden den noch bestehenden Spielraum nutzen, durch Zinssenkungen einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums entgegenzuwirken.

US-Inflation als Spielverderber?

Dem amerikanischen FED kommt offenbar eine Vorreiterrolle zu, den Weg aus der langjährigen Tiefzinspolitik zu weisen. Dabei interessiert insbesondere die Frage, wie schnell die US-Notenbankpräsidentin Yellen an der Zinsschraube drehen wird, wobei die Erwartungen unterschiedlicher nicht sein können: Während der Markt im kommenden Jahr eine weitere Zinserhöhung von rund einem Prozentpunkt erwartet, weisen Befürworter einer zurückhaltenden Politik des FED auf die moderaten Wachstumsraten in den USA und den rückläufigen Einkaufsmanagerindex PMI (Manufacturing) hin. Wenn die USA die Zinsen zu rasch anheben, müsste dies unweigerlich zu einem weiteren Erstarken des Dollars führen, was wiederum die Konkurrenzfähigkeit der ohnehin schwächelnden Industrieproduktion beeinträchtigen würde. Entsprechend wird der Spielraum des FED für

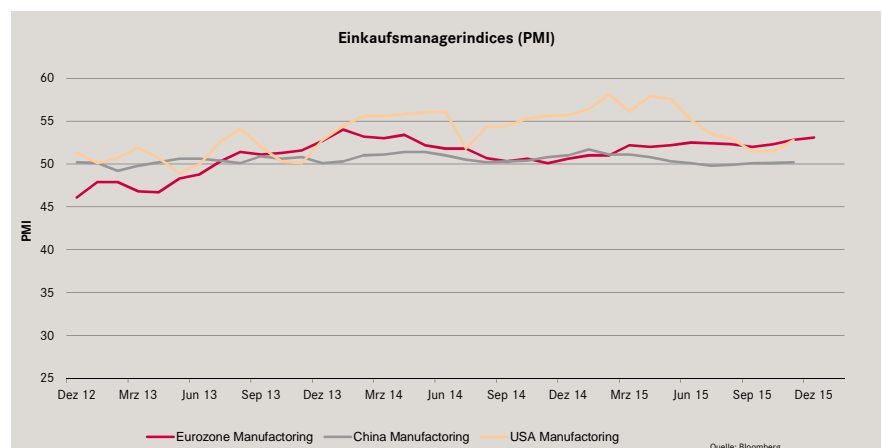
weitere Zinserhöhungen als eng beschränkt eingestuft.

Umgekehrt weisen renommierte Strategieberater, wie die Londoner **Capital Economics**, darauf hin, dass die **Kerninflation** (ohne Nahrungsmittel und Energie) in den USA wegen dem beschleunigten Anstieg der Löhne schon bald auf über 2% steigen werde. Das FED werde sich dadurch genötigt sehen, die Zinsen deutlich schneller und stärker zu erhöhen als der Markt dies erwarte (3% Ende 2017). Auch wenn wir die Wahrscheinlichkeit eines solchen Szenarios auf lediglich 20-30% einschätzen, gilt es die US-Inflationszahlen im Auge zu behalten, da ein rascher Zinsanstieg zu grösseren Verwerfungen an den Aktien- und Anleihensmärkten wie auch bei den Wechselkursen führen könnte.

Moderate Ertragserwartungen

Es scheint, als müssten sich die Anleger auch im laufenden Jahr auf moderate Renditeerwartungen einstellen. Da die meisten Aktienmärkte nicht mehr günstig bewertet sind, liegen bestenfalls einstellige Kursgewinne drin. Da die Renditen für Anleihen mit guter Bonität im CHF und EURO über einen weiten Laufzeitenbereich bereits negativ sind, wird es schwierig mit Bonds überhaupt Geld zu verdienen. Da eine weitere Aufwertung des Dollars mit rascher steigenden Zinsen einhergehen könnte, sind Fremdwährungsanleihen in USD keineswegs risikolos. Empfehlenswert bleiben deshalb weiterhin Anlagen in Aktienmärkte, die im historischen Vergleich nicht überbewertet sind und wo die Gewinnaussichten der Unternehmen weiter nach oben weisen.

Prof. Markus Ruffner



Konsum als Stütze in USA und Europa

Die **US-Wirtschaft** ist im vergangenen Jahr mit erwarteten 2.4% leicht unter den durchschnittlichen Wachstumserwartungen zurückgeblieben. Vor allem beim Konsum hätte man eine höhere Ausgabenfreudigkeit der Amerikaner erwartet, da die verfügbaren Einkommen der Haushalte nach Berechnungen von Ökonomen um rund 4% gewachsen sind und der massive Preisverfall bei Energieträgern eigentlich wie eine negative Steuer wirkt. Die Konsumenten, deren Ausgaben rund 70% des amerikanischen Bruttoinlandproduktes betragen, haben ihre gestiegenen Einkommen aber teilweise für die Reduktion ihrer Schulden verwendet, ist doch die Schuldenquote in Relation zum verfügbaren Einkommen von 140% vor der Finanz- und Wirtschaftskrise auf mittlerweile 108% gesunken. Entsprechend kann vor diesem Hintergrund erwartet werden, dass sich die verbesserte Schulden- und Einkommenssituation im laufenden Jahr positiv auf den Konsum auswirken wird. Auch wenn die Industrieproduktion aufgrund des gestiegenen Dollars schwächelt, rechnen wir für 2016 mit einer etwa gleich hohen Wachstumsrate von 2.5%. Rezessionsängste, wie sie von einzelnen Ökonomen geäußert werden, scheinen uns verfrüht.

In **Europa** beginnt die sehr expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank EZB zu wirken. Schub erhält die Konjunktur zusätzlich durch die billigen Erdölpreise. So lässt sich beispielsweise anhand der europaweit steigenden Absatzzahlen von Automobilen ablesen, dass es den europäischen Konsumenten wieder besser geht. Wir rechnen deshalb in Europa mit einem Konsumwachstum von rund 2% für 2016. Dabei profitieren die Klein- und Mittelunternehmen auch von der erleichterten Kreditvergabe

durch die besser kapitalisierten Banken im Euro-Raum. Leichter Gegenwind ist von Seiten Chinas auszumachen, dessen Importe in den letzten Monaten deutlich rückläufig waren. Das Wachstum des Exportweltmeisters Deutschland wird dadurch leicht gebremst werden. Die Euro-Peripherieländer profitieren dagegen vom Umstand, dass wie von der Politik angestrebt die Lohnstückkosten deutlich langsamer gestiegen sind als in Deutschland. Ihre Konkurrenzfähigkeit innerhalb des Euro-Raumes hat sich daher weiter verbessert.

China sorgt für Unruhe

Für wirtschaftliche Schlagzeilen und Marktunruhen haben im vergangenen Jahr wiederholt die wirtschaftlichen Entwicklungen in **China** gesorgt. Der Umbau Chinas von einer exportorientierten Wirtschaft zu einer mehr von inländischer Nachfrage gestützten Volkswirtschaft scheint mit erheblichen Risiken verbunden. Die überraschende Abwertung der chinesischen Währung war eine sichtbare Folge dieser Entwicklung. Pleiten einzelner hochverschuldeter Gesellschaften und Angst vor einem Platzen der chinesischen Preisblase bei Immobilien haben die Anleger wiederholt aufgeschreckt und für weltweite Marktunruhen gesorgt. Nach dem abenteuerlichen Auf und Ab an den chinesischen Inlandbörsen erstaunt es dennoch, dass beispielsweise die Kurse an der Börse Shanghai immer noch rund 10% über dem Stand vor einem Jahr liegen. Die chinesische Fiskal- und Geldpolitik, wird auch 2016 versuchen, die sich wandelnde Wirtschaft zu stabilisieren und für mehr Ruhe an den Märkten zu sorgen. Da Chinas Wandel eine geringere Nachfrage nach Energie und Rohstoffen bewirkt, rechnen wir nicht mit einer raschen Erholung der Energie- und Rohstoffpreise.

Prof. Markus Ruffner

Strategie

Asset Allocation	Untergewichtet	Neutral	Übergewichtet
Liquidität			
Obligationen			
Aktien			
Immobilien			
Rohstoffe			
Edelmetalle			

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

Aktien sind fundamental zwar nicht mehr billig und vorübergehende Rückschläge immer möglich. Wir bevorzugen aufgrund von Bewertungsvorteilen weiterhin europäische Titel (CH und EURO-Raum) und Aktien aus boomenden Schwellenländern (Asien), die mittlerweile fundamental moderat bewertet sind. Der japanische Aktienmarkt wird weiterhin von den Impulsen der Abenomics profitieren. Der US-Aktienmarkt wird untergewichtet, da der Gewinnzyklus weiter fortgeschritten ist.

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 nicht mit einer raschen Erholung des Erdölpreises, da nach wie vor ein Angebotsüberhang besteht.

Edelmetalle: Eine moderate Erholung der Preise von Gold und Silber ist möglich, zumal die Inflationsrisiken leicht zunehmen.

	Reales BIP-Wachstum			Inflation			Output Gap	Defizit	Verschuldung	CDS Spanne	Realizins
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	in %	in% BIP	in% BIP	in bp	in %
USA	2.4	2.5	2.3	0.4	1.7	1.9	-3.41	-2.4	74.4	19.03	0.99
Euro-Zone	1.5	1.8	2.0	0.5	1.0	1.2	-2.74	-2.6		n.e.	n.e.
Deutschland	1.5	1.8	1.7	0.4	1.3	1.4	-2.32	0.3	74.3	12.5	0.06
Frankreich	1.2	1.6	1.8	0.3	1.2	1.3	-0.40	-3.9	95.5	25.33	0.60
Italien	0.7	1.5	2.2	0.4	1.2	1.3	-0.62	-3.0	132.0	102	1.59
UK	2.4	2.2	1.8	0.2	1.7	1.8	-2.99	-5.7	88.1	19.66	1.82
Schweiz	0.8	1.2	1.3	-0.9	-0.2	0.4	-3.97	0.56	34.7	16.84	-0.15
Japan	0.8	1.2	1.3	0.4	0.8	1.0	-1.03	-4.98	231.9	50	-2.53
China	6.9	6.6	6.4	1.3	2.1	2.2	n.e.	-1.78	51.5	114.25	1.36
Indien	7.4	7.2	7.0	5.3	5.6	5.4	n.e.	-3.88	51.7	150.13	2.68
Russland	-3.7	0.5	2.0	14.4	6.2	5.5	n.e.	2.67	13.4	312.66	0.76
Brasilien	-3.8	-3.5	-1.0	10.4	7.0	6.5	n.e.	-9.32	58.9	522.5	0.80

Aktienmärkte – fundamentale Bewertungen (Performance in Lokalwährungen)

	Performance Aktien (in %) YTD	Gewinnwachstum	KGV aktuell	KGV 2016E	Dividendenrendite 2015E	Index
USA	-0.73	-1.58	18.05	15.81	2.32	S&P 500
Deutschland	10.64	9.01	22.28	12.57	3.20	DAX
Frankreich	8.54	6.23	20.78	13.91	3.78	CAC 40
Italien	12.66	1.92	n.e.	14.28	3.92	FTSE MIB
UK	-4.35	17.07	27.04	14.46	4.45	FTSE 100
Schweiz	-1.18	-7.20	17.69	15.99	3.62	SMI
Japan	9.07	-14.11	19.68	16.59	1.85	NIKKEI
China	-7.16	8.23	9.60	10.51	3.76	Hang Seng
Indien	-4.06	19.68	20.42	14.45	1.82	Nifty
Russland	25.15	20.66	7.62	5.42	n/a	RTS
Brasilien	-13.32	6.33	25.10	10.06	4.96	BOVESPA

Quelle: Bloomberg 30.12 2015)

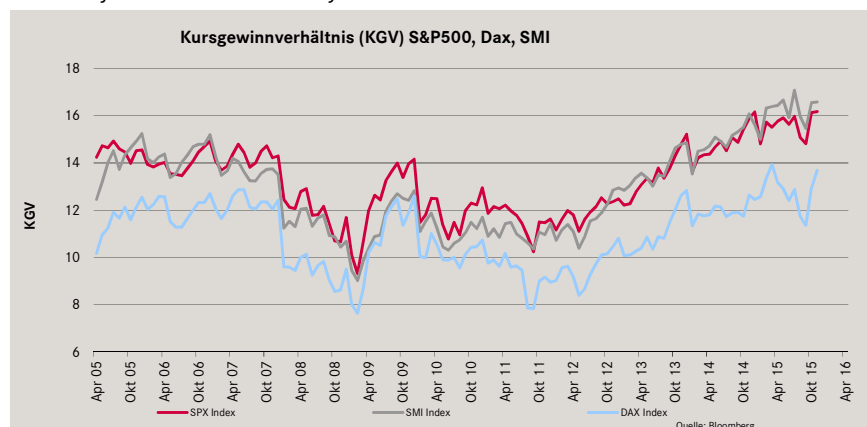
Einstellige Kursgewinne erwartet

Ein Blick auf die erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) für 2016 lässt vermuten, dass Aktien im historischen Vergleich fair bewertet sind. Wir rechnen deshalb auf Jahresfrist an den wichtigsten Aktienmärkten mit Kursgewinnen im einstelligen Bereich. Unterstützung erhalten die Aktienkurse durch die sich aufhellende Gewinnsituation der Unternehmen. So wird 2016 für die SMI-Firmen ein Gewinnanstieg von rund 6%, für diejenigen des S&P500 von etwa 8% und für die Unternehmen im EuroStoxx50 von gut 10% erwartet. Für Aktien spricht auch die Dividendenrendite, die bei schweizerischen und europäischen Unternehmen bei über 3% und damit weit über den mit Negativzinsen behafteten Obligationen liegt.

Wie im letzten Jahr gewichten wir schweizerische und europäische Titel höher als amerikanische Aktien. Aufgrund der verschobenen Konjunktur- und Gewinnzyklen mit

einem zeitlichen Vorlauf der USA gegenüber Europa stufen wir das Gewinnsteigerungspotential europäischer Unternehmen auf die nächsten 2 bis 3 Jahre hinaus als höher ein. Besonders risikofreudige Anleger können auf spanische und polnische Aktienindizes setzen, die aufgrund (vorübergehender?) politischer Risiken arg gebeutelt wurden und ein grösseres Aufholpotential bergen.

Aktien aus den Schwellenländern sind mittlerweile zwar „billig“, im Falle von Brasilien und Russland aber weiterhin sehr risikobehaftet, da diese Länder schwer reparierbare Strukturdefizite aufweisen. Für asiatische Aktien sind wir positiver gestimmt, da sich die Konjunktur in diesen Ländern leicht erholt und die Bewertungen insbesondere im Bereich der kleinen und mittelkapitalisierten Firmen mit KGVs unter 10 fundamental wieder billig sind. Bei den Sektoren setzen wir auf Unternehmen, die im Bereich erneuerbare Energien tätig sind.



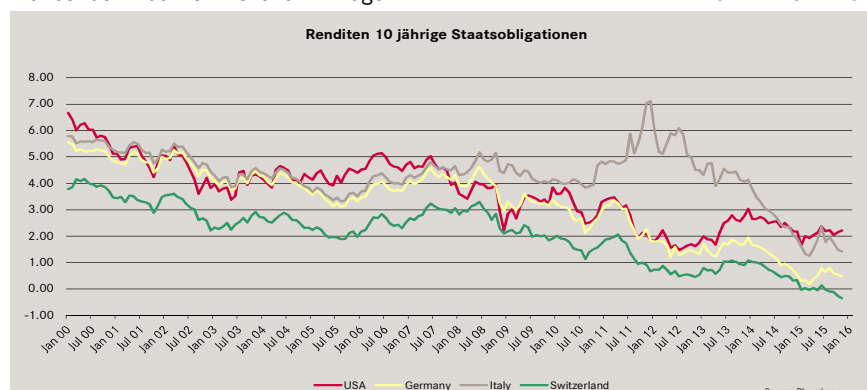
Fast nur noch Negativrenditen

Entgegen unseren Prognosen haben im vergangenen Jahr Staatsanleihen leicht besser abgeschnitten als höher verzinsliche Anleihen. So „rentiert“ mittlerweile eine 10-jährige Anleihe der Eidgenossenschaft mit etwa -0.1% und die kürzeren Laufzeiten sind „dank“ Negativzinsen der Nationalbank mit noch deutlich höheren Negativrenditen belastet. Damit hat sich das Rendite-/Risikoprofil von Staatsanleihen nochmals verschlechtert und wir empfehlen deshalb eine klare Untergewichtung. Ähnliches gilt auch für Anleihen europäischer Schuldner, die im kurzen und mittleren Laufzeitenbereich auch mit Negativrenditen belastet sind. Leicht besser sieht es bei US-Treasuries aus, die im 10-jährigen Laufzeitenbereich nach wilden Ausschlägen im Jahresverlauf mit rund 2.2% in etwa auf dem Niveau von Anfang 2015 rentieren. Deutlich unter die Räder gekommen sind insbesondere hoch-

verzinsliche Anleihen in den USA. Besonders stark abgestraft wurden Bonds von Energie- und Rohstofffirmen, die mit massiv tieferen Erträgen und Refinanzierungsschwierigkeiten kämpfen. So rentieren hochverzinsliche Anleihen im USD mittlerweile über 7% höher als Staatsanleihen mit gleicher Laufzeit. Die schlechte Performance der hochverzinslichen Anlagen in

den USA hat teilweise auch auf europäische Anleihen durchgeschlagen. Da die Ausfallquoten der Schuldner abgesehen von den Problembranchen Energie und Rohstoffe nicht spürbar gestiegen sind, erachten wir eine Beimischung von hochverzinslichen Anleihen auf dem gestiegenen Zinsniveau als empfehlenswert.

Prof. Markus Ruffner



Kurzfristige Zinsen (Geldmarkt Libor 3 Monate)

Das FED wird nach dem ersten Zinsschritt im Dezember sehr vorsichtig mit weiteren Erhöhungen vorgehen, um die Erholung der US-Wirtschaft nicht vorzeitig abzubremsen. Die europäische, schweizerische und die japanische Notenbank werden die Geldmarktsätze noch lange tief halten (müssen).

	Ende 2014	aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	-0.0630	-0.7690	-1120.63%	0.00
EUR	0.0579	-0.1279	-320.98%	0.10
USD	0.2556	0.6127	239.33%	1.25
JPY	0.1121	0.0828	-25.99%	0.10

Langfristige Zinsen (10-jährige Staatsanleihen)

Wir rechnen aufgrund der moderaten Zinserhöhungen in den USA auf Jahresfrist mit leicht höheren Anleiensrenditen (z.B. 2.5% für die USA) und leicht steileren Zinskurven in Deutschland und der Schweiz.

	Ende 2014	aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	0.31	-0.01	-103.22%	0.30
GER	0.50	0.62	12.40%	0.8
USD	2.11	2.26	7.10%	2.60
JPY	0.32	0.26	-18.75%	0.40

Aktienmärkte

Wir gehen davon aus, dass in den kommenden 12 Monaten Europa weiterhin eine überdurchschnittliche Kursentwicklung aufweisen wird. Auch japanische Aktien weisen ein überdurchschnittliches Potential auf. In Asien sind klein- und mittelkapitalisierte Unternehmen fundamental billig. Für die USA prognostizieren wir leicht steigende Kurse, wobei wir grosskapitalisierte Technologieaktien (NASDAQ) dem breiten Markt vorziehen.

	Ende 2014	aktuell	YTD %	12 Monate
USA	2'058.90	2043	-0.73%	2150
Deutschland	9'805.55	10743	10.64%	12000
Frankreich	4'272.75	4637	8.54%	5000
Italien	19'011.96	21418	12.66%	23000
UK	6'566.09	6242	-4.35%	6800
Schweiz	8'983.37	8818	-1.18%	9500
Japan	17'450.77	19033	9.07%	20500
China	23'605.04	21914	-7.16%	24000
Indien	8'282.70	7946	-4.06%	8800
Russland	9'298.92	11637	25.15%	12000
Brasilien	50'007.41	43350	-13.32%	48000

Erdöl und Gold

Aufgrund der moderaten Welt-Konjunktur mit einem globalen Wachstum von weniger als 3% und der chinesischen Wachstumsverlangsamung gehen wir von einem nur leicht steigenden Erdölpreis aus. Bezüglich des Goldpreises erwarten wir auf Jahresfrist eine leichte Erholung.

	Ende 2014	aktuell	YTD %	12 Monate
Erdöl (WTI)	53.27	37.04	-30.47%	40
Gold	1184.37	1061.10	-10.04%	1150

Wechselkurse

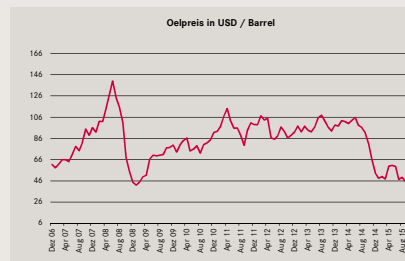
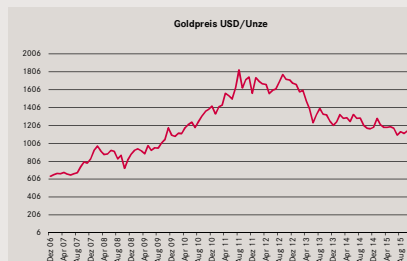
Wir erwarten eine leichte Aufwärtsbewegung des Dollar zum CHF und EURO. Die Abwertung des japanischen Yen dürfte in die Schlussphase gehen.

	Ende 2014	aktuell	YTD %	12 Monate
EURCHF	1.2030	1.0875	-9.60%	1.10
USDCHF	0.9943	1.000	-0.60%	1.04
EURUSD	1.2098	1.0875	-10.11%	1.06
EURJPY	144.8500	130.7500	-9.73%	125

Quelle: Bloomberg (30.12.2015)

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.