

Anlagen **aktuell**

Anziehende Teuerung in den USA

Trump als „Game Changer“?

Entgegen den meisten Prognosen hat der unerwartete Wahlsieg Donald Trumps zu neuen Allzeithöchsten an den US-Aktienbörsen geführt. Der neu erwachte Optimismus gründet primär auf erwarteten Steuersenkungen, welche den US-Unternehmen Ertragssteigerungen von 6 bis 10% bringen sollen. Umgekehrt stellt sich die Frage, ob die Erwartungen der Marktteilnehmer nicht doch etwas hochgegriffen sind, da die realisierbaren Massnahmen Trumps noch nicht absehbar sind.

Stimmung in den USA dreht

Nachdem die meisten Bankauguren vor den US-Wahlen im Falle eines Sieges von Trump mit deutlichen Einbussen an den Börsen gerechnet hatten, kam es nach dem überraschenden Wahlausgang zu einer deutlichen Erholung an den Aktienmärkten. Zahlreiche Anlagestrategen, die vor den Wahlen noch negativ gestimmt waren, wechselten mit den steigenden Aktienkursen flugs ins Lager der Optimisten und prognostizieren nunmehr auch für 2017 ansehnliche Kursgewinne. Der Stimmungswechsel gründet primär auf dem Wahlversprechen Trumps, die Steuern für Unternehmer und Private zu senken. Eine solche Massnahme würde den Unternehmen Gewinnsteigerungen von durchschnittlich rund 6% bis 10% bringen und auch den Konsum in den USA weiter ankurbeln. Da die amerikanische Wirtschaft sich nach Jahren einer extrem expansiven Geldpolitik bereits nahe der Vollbeschäftigung bewegt, muss als Folge der stimulierenden Massnahmen auch mit einem Anziehen der US-Teuerung gerechnet werden. Entsprechend haben auch die US-Obligationenmärkte innert wenigen Wochen mit einem starken Renditeanstieg von rund 55 Basispunkten reagiert.

Industriepolitik mit Symbolcharakter

Deutlich geringer als bei der Fiskalpolitik dürfte der Spielraum des frisch gekürten US-Präsidenten bei der Industrie- und Handelspolitik sein. Zwar wird sich das eine oder andere grosse US-Unternehmen eine grössere Produktionsverlagerung ins Ausland angesichts möglicher Telefonanrufe von Mr. Trump „himself“ etwas genauer überlegen. Betrachtet man jedoch die Details der von Trump öffentlich zelebrierten Rettung der Arbeitsplätze bei Carriers, einem US-Hersteller von Klimaanlageanlagen, sind solche Aktionen primär ein teuer erkaufter Medienevent, aber kein Rezept, um Industrierbeitsplätze in den USA zu halten. Einer

Abschottung des US-Marktes und einer aktiven Erhaltung von Industriearbeitsplätzen sind ohnehin enge Grenzen gesteckt. Eine Analyse der amerikanischen Beschäftigungszahlen belegt, dass die in den letzten 15 Jahren in der Industrie verlorenen Arbeitsplätze im Umfang von rund 5 Millionen primär den Effizienzsteigerungen der US-Industrie und nicht einer Verlagerung ins Ausland geschuldet sind. Eine allzu harte Gangart bei der Abschottung der amerikanischen Landwirtschaft könnte sich gar ins Gegenteil verkehren. China ist Hauptabnehmer von US-Agrarprodukten wie Soja, die es auch aus Brasilien beziehen kann. Geringere unmittelbare Wirkungen sind auch von der angekündigten Ausweitung von Infrastrukturinvestitionen zu erwarten. Zum einen fallen Infrastrukturinvestitionen primär in den Bereich der Gliedstaaten und zum anderen ist hier wegen langer Planungsphasen mit einer deutlichen Zeitverzögerung zu rechnen.

Dollar als automatische Bremse

Auch wenn in den meisten europäischen Ländern eine leichte Belebung der Konjunktur auszumachen ist, dürfte die Europäische Zentralbank angesichts der anhaltenden Probleme einiger südeuropäischer Länder weiter auf Expansion getrimmt sein. In diese Richtung zeigt auch das zeitlich

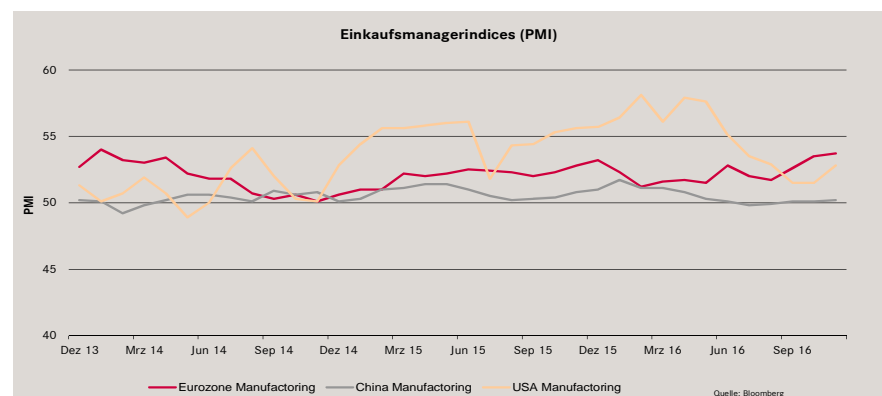
verlängerte Kaufprogramm der EZB für Euro-Anleihen. Umgekehrt scheint die amerikanische Wirtschaft ausreichend Schwung zu haben, um im Jahre 2017 zwei bis drei Zinsschritte zu verkraften. Eine Ausweitung der Zinsdifferenz zu Europa und auch Japan dürfte zu einem anhaltenden Aufwärtsdruck auf den Dollar führen. Ein Erstarren des Dollars wird allerdings – wie das vergleichsweise schwache Industriewachstum belegt – nicht ohne Auswirkungen auf den Wirtschaftsgang in den USA bleiben. Um die heimische Industrie nicht weiter zu schwächen, wird die US-Notenbank deshalb davon Abstand nehmen, die Geldmarktsätze beliebig anzuheben.

Grenzen der „Trumponomics“

Verschiedene bekannte Marktstrategen, wie etwa der „King of Bonds“ Bill Gross, warnen davor, dass das von Trump entfachte Kursrallye auf tönernen Füssen steht. Die Wirkung der ohnehin noch kaum absehbaren wirtschaftlichen Massnahmen werde in einem Umfeld nahe Vollbeschäftigung überschätzt. Damit – so Bill Gross – würden die Inflationsrisiken steigen und die Aktienmärkte wie auch der Dollar bald wieder nach unten korrigieren.

Diesen Argumenten ist entgegenzuhalten, dass Trump von einer wachsenden Zahl von Amerikanern als wirtschaftlicher „Game Changer“ wahrgenommen wird. Das von ihm entfachte Momentum dürfte deshalb durchaus noch eine Weile anhalten. Viel wird auch davon abhängen, ob den bisher vage angekündigten Stimulierungsmassnahmen konkrete Schritte folgen werden und Steuersenkungen nicht einfach als einseitige Umverteilungen zugunsten der obersten Vermögensschicht erscheinen.

Prof. Markus Ruffner



Verlangsamtes globales Wachstum

Das **globale Wachstum** fiel im Jahre 2016 mit rund 2.5% recht enttäuschend aus. Schuld daran waren die USA und Europa, deren Wachstum nur rund 1.5% betrug. Besonders schwer taten sich einige Schwellenländer wie Brasilien und Russland, die korruptions- und sanktionsbedingt negative Wachstumsraten verkräften mussten.

Während der Konsum in den **USA** mit rund 2.6% noch passabel ausfiel, ist bei den Investitionen (ohne Hausbau) eine anhaltende Wachstumsschwäche auszumachen. Nachdem als Reaktion darauf schon erste Rezessionsängste auszumachen waren, deuten die Daten im zweiten Halbjahr auf eine gestiegene Dynamik vorab bei den Investitionen hin. Die Arbeitslosenrate bewegt sich mit 4.5% mittlerweile auf einem Niveau, das Vollbeschäftigung signalisiert, wobei die geringe Partizipationsrate darauf hinweist, dass einige wenig qualifizierte Arbeitnehmer sich gar nicht mehr um einen Job bewerben. Auf diesem Hintergrund kann für die USA für 2017 mit einer Wachstumsbeschleunigung gerechnet werden, die von möglichen Steuersenkungen noch befeuert würde.

Europa konnte im ablaufenden Jahr mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von rund 1.5% in etwa mit den USA mithalten. Erstmals sank auch die Arbeitslosenrate unter die ominöse Marke von 10%. Für das kommende Jahr wird dennoch nicht mit einer Wachstumsbeschleunigung gerechnet. Zum einen kommen Länder wie Italien mit und ohne Regierung nicht in die Gänge und die extrem expansive Geldpolitik der EZB scheint deutlich an Wirkung zu verlieren. Die Massnahmen zur Stärkung des europäischen Bankensystems erweisen sich als konzeptionell verfehlt und prozyklisch und

weit weniger erfolgreich als in den USA. Besonders für Klein- und Mittelunternehmen ist der Zugang zu Bankkrediten weiterhin erschwert, auch wenn mittlerweile ein wachsender Anteil von Kreditvergaben unter Umgehung der Banken direkt von privaten und institutionellen Kreditoren zu Schuldern erfolgt.

Erfolgreiche Stabilisierung Chinas

Einmal mehr sorgte die wirtschaftliche Entwicklung in **China** für Schlagzeilen und Marktturbulenzen. Auch wenn sich die von einzelnen Hedge Fonds Managern (einschliesslich George Soros) geschürten Ängste um Kreditprobleme und ein Platzen der Immobilienblase nicht bewahrheiteten, sah sich die (Geld-)Politik nach dem Aktienmarkt-Crash im ersten Quartal 2016 genötigt, stabilisierend einzugreifen. Geldpolitische Lockerungen und umfangreiche Infrastruktur-Investitionen sorgten für eine Beruhigung an den Märkten. Mittlerweile deuten die statistischen Zahlen darauf hin, dass die strukturelle Verschiebung von einem exportgetriebenen zu einem konsumgetriebenen Wachstum aller Unkenrufe zum Trotz erfolgreich vorangetrieben werden kann. Geholfen hat der chinesischen Exportwirtschaft sicherlich auch die kontinuierliche Abwertung des Yuan. Auch wenn China's Wachstumsrate 2017 unter 7% fallen dürfte und der Spielraum für Stimulierungsmassnahmen kleiner geworden ist, dürfte die chinesische Wirtschaft ob ihrer schieren Grösse auch im kommenden Jahr einen wichtigen Beitrag zum globalen Wachstum beisteuern.

Auch mehren sich die Zeichen, dass die beiden BRICS-Staaten **Russland** und **Brasilien** nach einer tiefen Rezession wieder auf einen moderaten Wachstumspfad zurückkehren.

Prof. Markus Ruffner

Strategie

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

Obligationen sollten in einem Umfeld mit Negativzinsen und einer Reflationierung deutlich untergewichtet werden. Wenn schon Obligationen, dann sind – bei entsprechender Diversifikation – Unternehmensanleihen mit kurzen bis mittleren Laufzeiten (USA, Europa) zu bevorzugen. Inflationsgebundene Anleihen eignen sich als Beimischung.

Aktien sind fundamental vor allem in den USA nicht mehr billig. Der US-Aktienmarkt wird dennoch zumindest in der ersten Jahreshälfte von einem Trump-Momentum profitieren. Europäische Titel und Aktien aus boomenden Schwellenländern (Asien) haben aufgrund der moderaten Bewertung einen gewissen Nachholbedarf. Die japanische Börse wird weiterhin von den Impulsen der Abenomics profitieren.

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 vorab im Wohnungsbau.

Rohstoffe: Der Anstieg des Erdölpreises ist durch einen Angebotsüberhang bei Preisen über \$ 60 beschränkt.

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

	Reales BIP-Wachstum			Inflation			Output Gap	Defizit	Verschuldung	CDS Spanne	Realizins
	in %			in %			in %	in% BIP	in% BIP	in bp	in %
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E		2016	2016		
USA	1.5	2.1	1.7	1.3	2.2	2	-1.29	-3.1	73.6	34.99	0.26
Euro-Zone	1.5	1.3	1.5	0.2	1.4	1.7	-0.44	-2.1		n.e.	n.e.
Deutschland	1.7	1.3	1.6	0.3	1.4	1.6	-0.46	0.7	71.2	24.75	-1.04
Frankreich	1.3	1.2	1.3	0.3	1.2	1.4	0.02	-3.5	96.2	41.25	-0.40
Italien	0.8	0.8	1	-0.1	0.8	1.4	-4.13	-2.6	132.8	170.25	1.09
UK	2	0.9	1.8	0.7	2.6	3	-3.32	-4.3	89.0	40	-1.17
Schweiz	1.4	1.5	1.9	-0.4	0.2	0.7	-2.55	0.441	34.4	29.11	-0.28
Japan	0.6	0.9	1.6	-0.3	0.3	0.9	-1.73	-4.98	230.0	34.18	-0.22
China	6.7	6.4	5.8	2.1	2.4	2.2	n.e.	-3.44	15.3	118.67	0.75
Indien	7.6	7.5	7.7	4.9	5	5.2	n.e.	-4.32	52.4	134.53	1.42
Russland	-0.8	1.3	1.2	7.1	5.4	4.4	n.e.	0.80	9.4	224.31	3.09
Brasilien	-3.2	1.1	2.2	8.9	5.4	4.8	n.e.	-8.83	66.5	314.83	0.02

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	Preis/Buchwert	KGV aktuell	KGV 2017E	Dividendenrendite 2016E	Index
USA	10.42	2.92	21.12	16.94	2.18	S&P 500
Deutschland	4.91	1.78	17.63	13.03	3.13	DAX
Frankreich	3.21	1.47	23.64	14.23	3.63	CAC 40
Italien	-12.82	0.98	50.57	12.87	4.38	FTSE MIB
UK	10.59	1.81	59.04	14.24	4.36	FTSE 100
Schweiz	-8.03	2.42	29.77	16.04	3.83	SMI
Japan	1.14	1.85	25.00	17.72	1.85	NIKKEI
China	2.43	1.16	12.51	11.26	3.66	Hang Seng
Indien	3.53	2.64	20.80	14.82	1.74	Nifty
Russland	25.79	0.87	9.87	6.66	n/a	RTS
Brasilien	36.51	1.52	211.97	12.17	3.55	BOVESPA

Quelle: Bloomberg 13.12.2015

USA – einmal mehr vor Europa?

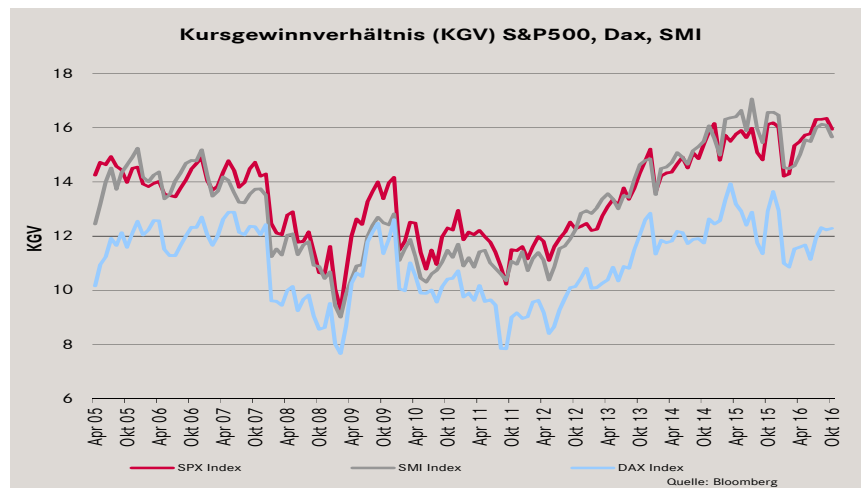
Für alle, welche die fundamental günstigeren Aktienmärkte in der Schweiz und Europa gegenüber US-Titeln vorgezogen haben, erwies sich das Börsenjahr 2016 als Enttäuschung. Dies gilt insbesondere auch für die grosskapitalisierten Werte im Swiss Market Index, der insgesamt um rund 8% an Wert verlor (Stand 12.12.16). Die anhaltende Outperformance des amerikanischen Marktes findet eine fundamentale Erklärung in der deutlich höheren Gewinnentwicklung des S&P500 Index gegenüber den Unternehmen im EuroStoxx600 über die letzten 5 Jahre.

Offenbar brauchen Europas Unternehmen etwas länger als die US-Firmen, um nach der Finanz- und Eurokrise wieder in die Gänge zu kommen. Auch wenn im ersten Halbjahr in erster Linie die US-Aktienmärkte von der Trump-Euphorie profitieren

werden, erscheint das Erholungspotential an der schweizerischen wie auch an anderen europäischen Börsen intakt. Zu berücksichtigen

gilt es auch, dass die Gewinndynamik der US-Unternehmen der letzten Jahre zu einem guten Teil auch „technisch“ bedingt war, da die massiven Aktienrückkäufe zu einer Gewinnverdichtung beigetragen haben – ein Trend der deutlich am Abflachen ist.

Nicht leicht war es 2016 auch bei den Emerging Markets auf die richtigen Pferde zu setzen. Absolute Spitzenreiter waren die krisengeplagten Aktienmärkte Brasilien und Russland, die nicht nur von höheren Kursen, sondern auch von Währungsgewinnen profitierten. Während russische Aktien aufgrund der sehr tiefen Bewertung von uns weiterhin als aussichtsreich betrachtet werden, sehen wir zusätzlich ein gewisses Nachholpotential bei asiatischen Aktien. Die möglichen negativen Auswirkungen einer protektionistischen Trump'schen Handelspolitik auf die Region dürfen nicht überschätzt werden. Ausserdem sollte sich die Abwertung der meisten asiatischen Währungen verlangsamen.



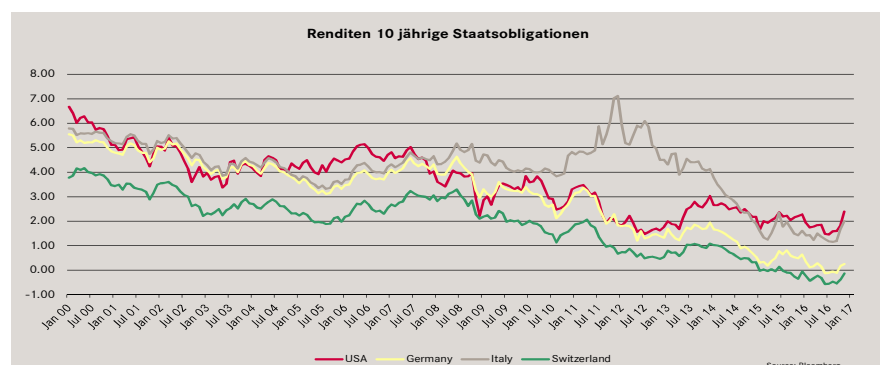
Beginn der grossen Zinswende?

Die Wahl von Donald Trump zum neuen US-Präsidenten hat innert wenigen Wochen zu einem markanten Anstieg der US-Renditen geführt. So stiegen die Sätze von 10-jährigen US-Staatsanleihen innert drei Wochen um rund 55 Basispunkte. Im Schlepptau dieses rasanten Renditeanstiegs mussten Obligationen weltweit mehrheitlich deutliche Kursverluste hinnehmen. Höhere Defizite als Folge von erwarteten Steuersenkungen und wachsenden Infrastrukturinvestitionen gepaart mit einem tw. angespannten Arbeitsmarkt und steigender Inflation sind denn auch der Nährboden, auf dem sich der markante Renditeanstieg gut erklären lässt. Ist damit nach dem langjährigen Fall der Obligationenrenditen (siehe Graphik) die „grosse“ Zinswende eingeleitet? In den USA ist das Risiko weiter steigender Renditen grösser geworden. Die Notenbank wird

nach der fast sicheren Zinserhöhung am 14. Dezember 2016 auch im nächsten Jahr den Leitzins behutsam erhöhen. Auch dürfte der von der US-Notenbank als Inflationsindex stark beachtete PCE-Index, welcher die „personal consumption expenditures“ abbildet, im Jahre 2017 die Marke von 2% touchieren und damit verstärkt auf den Radar des FED gelangen.

Da wir dennoch nicht von einer aus dem Ruder laufenden Teuerung ausgehen, rechnen wir für das kommende Jahr mit weiter moderat steigenden US-Renditen. Europäische Anleihen werden sich trotz einer deutlich expansiveren Geldpolitik der EZB diesem Renditeanstieg nicht vollständig entziehen können.

Prof. Markus Ruffner



Kurzfristige Zinsen (Geldmarkt Libor 3 Monate)

Wir rechnen für 2017 mit zwei weiteren Zinsschritten der US-Notenbank. Die EZB wird die deutlich expansivere Geldpolitik angesichts der Problemländer wie Italien und Portugal beibehalten. Wir rechnen nicht mit einer weiteren Senkung der Negativzinsen in der Schweiz.

	Ende 2015	aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	-0.7560	-0.7372	-2.49%	-0.70
EUR	-0.1279	-0.3336	160.89%	-0.10
USD	0.6127	0.9565	56.11%	1.40
JPY	0.0829	-0.0513	-161.90%	0.20

Langfristige Zinsen (10-jährige Staatsanleihen)

Wir rechnen aufgrund der moderaten Zinserhöhungen in den USA auf Jahresfrist mit leicht höheren Anleihsrenditen (2.8% für die USA) und leicht steileren Zinskurven in Deutschland und der Schweiz.

	Ende 2015	aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	-0.09	-0.09	-5.08%	0.20
GER	0.63	0.36	-42.07%	0.60
USD	2.27	2.46	8.25%	2.80
JPY	0.26	0.08	-70.00%	0.20

Aktienmärkte

Wir gehen davon aus, dass in den kommenden 12 Monaten sowohl die USA wie auch Europa über ein Kurspotential von 5% bis 10% verfügen. Auch japanische Aktien dürften weiter von der expansiven Geldpolitik und dem schwachen Yen profitieren. In Asien sind klein- und mittelkapitalisierte Unternehmen fundamental billig. In der Schweiz könnte ein Favoritenwechsel von den klein- und mittelkapitalisierten Werten zu attraktiv bewerteten Blue-Chips erfolgen.

	Ende 2015	aktuell	YTD %	12 Monate
USA	2'043.94	2'256.96	10.42%	2450
Deutschland	10'743.01	11'279.43	4.99%	12000
Frankreich	4'637.06	4'793.67	3.38%	5000
Italien	21'418.37	18'650.84	-12.92%	18500
UK	6'242.32	6'906.78	10.64%	7300
Schweiz	8'818.09	8'102.79	-8.11%	8500
Japan	19'033.71	19'250.52	1.14%	20000
China	21'914.40	22'446.70	2.43%	24000
Indien	7'946.35	8'221.80	3.47%	9000
Russland	11'637.91	14'640.72	25.80%	16000
Brasilien	43'349.96	59'178.62	36.51%	63000

Erdöl und Gold

Aufgrund der moderaten Welt-Konjunktur und wachsenden Anstrengungen zur Steigerung der Energieeffizienz gehen wir von einem nur leicht steigenden Erdölpreis aus. Ein Investment in Gold erachten wir als eine sinnvolle Absicherung gegen unterschiedliche Arten von globalen (Politik-)Risiken.

	Ende 2015	aktuell	YTD %	12 Monate
Erdöl (WTI)	44.21	53.01	19.90%	58
Gold	1061.10	1158.35	9.17%	1270

Wechselkurse

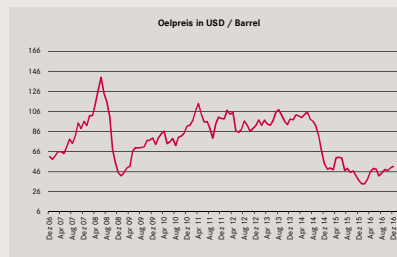
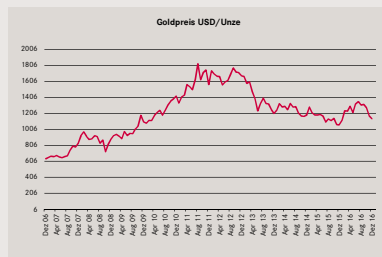
Wir erwarten eine leichte Aufwärtsbewegung des Dollar zum CHF und EURO. Die Abwertung des japanischen Yen dürfte in die Schlussphase gehen.

	Ende 2015	aktuell	YTD %	12 Monate
EURCHF	1.0882	1.0760	-1.12%	1.07
USDCHF	1.0021	1.0137	1.16%	1.04
EURUSD	1.0862	1.0615	-2.27%	1.03
EURJPY	130.6400	122.4100	-6.30%	118

Quelle: Bloomberg (13.12.2016)

Prof. Markus Ruffner

Interessante Charts



Quelle Bloomberg

Impressum

NPB Neue Privat Bank AG
 Limmatquai 1 | am Bellevue
 Postfach
 CH-8024 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.