

Anlagen **aktuell**

Risiken eines beschleunigten Kurswechsels der Notenbanken

Europäische Wirtschaft holt auf

Die Zeichen mehren sich, dass die ultra-expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) allen Unkenrufen zum Trotz Wirkung zeigt. Die merkliche Besserung der wirtschaftlichen Aussichten ist erfreulich, hat aber auch die Kehrseite, dass die EZB früher als geplant zu einer Normalisierung der Geldpolitik zurückkehren muss. Vieles spricht dafür, dass der Kurswechsel der EZB behutsam erfolgen wird, sodass die Aktienmärkte durchaus noch etwas Potential haben. Aufgrund der Bewertungsunterschiede favorisieren wir europäische Werte wie auch Dividententitel aus den Emerging Markets gegenüber den hoch bewerteten US-Aktien.

Weltkonjunktur ein Gang höher

Nachdem sich in den letzten Jahren das weltwirtschaftliche Wachstum mit rund 2.5% im historischen Vergleich der letzten Jahrzehnte eher verhalten entwickelte, zeichnet sich eine deutliche Beschleunigung ab. Die vorlaufenden Stimmungsindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes (siehe Chart) weisen in fast allen Ländern nach oben, sodass für 2017 mit einem globalen Wachstum von über 3% gerechnet werden kann. Nachdem unter den entwickelten Volkswirtschaften lange Zeit die USA punkto Dynamik den Takt angaben, zeichnet sich mehr und mehr auch für Europa eine erfreuliche Konjunkturbelebung ab. Allen Unkenrufen zum Trotz scheint die ultra-expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) zu wirken. So würde es nicht überraschen, wenn in diesem und im nächsten Jahr Europa auf 2% Wachstum kommen und im besten Falle die USA gar überflügeln würde.

Von Deflation spricht keiner mehr

Verfliegen scheint auch das Gespenst einer Deflation mit dem die Notenbanker jahrelang die Öffnung der Geldschleusen rechtfertigten. Während in den USA die sog. Headline Inflation (einschliesslich Energie und Nahrungsmittel) auf 2.5% gestiegen ist, nähern sich auch in zahlreichen europäischen Staaten die Inflationsraten der 2%-Grenze. Die Konjunktur- und Inflationsentwicklung könnte EZB-Präsident Draghi schon bald dazu bewegen, einen geldpolitischen Kurswechsel einzuleiten.

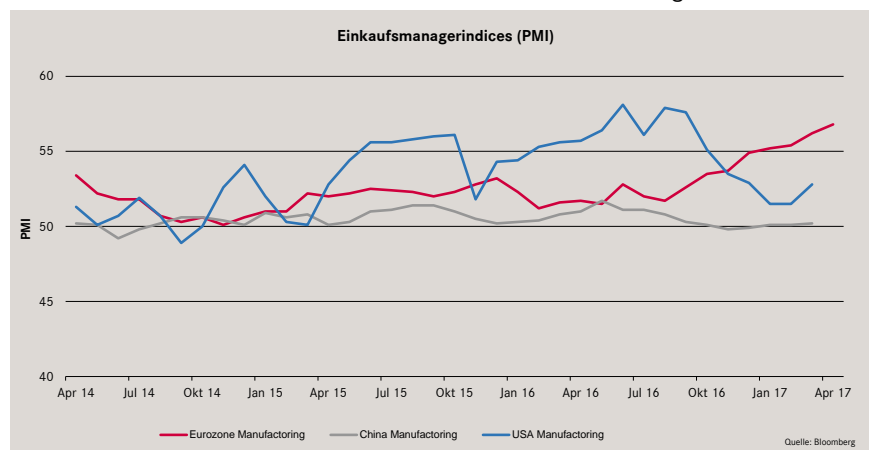
Kluft zwischen Erwartungen und Konsumverhalten

Die vollmundig verkündeten Ziele von US-Präsident Trump ein Wirtschaftswachstum von rund 4% anzustreben, mögen die Erwartungen der Unternehmen wie der Konsu-

menten beflügelt haben, wie dies insbesondere in Stimmungskennzahlen wie dem Konsumentenvertrauen zum Ausdruck kommt. Insbesondere in den USA scheinen die doch moderaten Investitions- und Konsumausgaben bisher allerdings nicht mit dem Erwartungsoptimismus der Wirtschaftssubjekte mithalten zu können.

Konjunkturrisiken der „Trumponomics“

Auch von den bisher von Präsident Trump umgesetzten Wahlkampfzielen scheinen bislang wenig positive realwirtschaftliche Impulse auszugehen. Während von den zusätzlich erwarteten staatlichen Investitionsausgaben vorerst gar nichts zu sehen ist, scheint auch die erwartete Steuerreform zu



harzen. Einige Wirtschaftsauguren weisen deshalb wohl zu Recht darauf hin, dass ohne absehbare Details zur Ausgestaltung der Steuerreform Unternehmen bei Investitionen eher abwarten werden. Bremswirkungen könnten auch von den sich häufig widersprechenden Signalen zur US-Handelspolitik ausgehen. Wenn überhaupt, so dürften die Resultate einer abgespeckten Steuerreform ihre Wirkung erst im kommenden Jahr entfalten.

Aktienrally forever?

Seit dem Wahlsieg von Trump konnten sich Aktionäre fast unisono über hohe Kursgewinne erfreuen. Die mittlerweile nach allen gängigen Kriterien fundamental hohe Bewertung vorab von US-Dividendentiteln macht deutlich, dass es nicht immer im gleichen Tempo nach oben gehen kann. Zum einen gibt es eine Reihe von globalen Politikrisiken, die bei ungünstiger Entwicklung jederzeit zu grösseren Verwerfungen an den Märkten führen können. Zum andern birgt der sich in den USA und jetzt auch in Europa (siehe Seite 3) abzeichnende geordnete Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik für die Aktienmärkte nicht unerhebliche Risiken. Wünschenswert aus Sicht von Aktionären wäre ein Szenario mit einer stabilen Konjunktur, langsam steigenden Zinsen mit moderater Inflation. Auf dem Hintergrund einer solch möglichen Entwicklung kann das Aktienrally durchaus noch weiterlaufen, zumal Anlagealternativen wie Obligationen und Immobilien im Direktvergleich möglicherweise noch höher bewertet sind. Warm anziehen müssten sich Aktionäre allerdings dann, wenn die Normalisierung der Geldpolitik über kurz oder lang zu deutlich höheren Obligationenrenditen füh-

ren würde, zumal die Realrenditen im historischen Vergleich ungewöhnlich tief sind. Ein solches Szenario würde an Wahrscheinlichkeit gewinnen, wenn die Inflation aus dem Ruder läuft, ein Szenario auf das aktuell wenig hinweist. Wer auf weitere Kursgewinne von Aktien setzen möchte scheint auf diesem Hintergrund gut beraten, auf Märkte mit fundamental günstigerer Bewertung zu setzen.

Globale Wachstumsbeschleunigung

Während das **globale Wachstum** im Jahre 2016 mit rund 2.5% enttäuschend ausfiel, dürfte die Weltwirtschaft 2017 mit über 3% wachsen. Diese erfreuliche Entwicklung geht insbesondere auf die höhere wirtschaftliche Dynamik in den entwickelten Staaten (USA, Europa, Japan) zurück.

Nach der Inauguration des neuen amerikanischen Präsidenten wurde für die **USA** vielerorts mit zusätzlichen Wachstumsimpulsen dank Steuersenkungen und zusätzlichen staatlichen Investitionsprogrammen gerechnet. Mittlerweile ist die Euphorie einer realistischeren Einschätzung gewichen: Die Umsetzung der Steuerreform dauert länger und die Infrastrukturinvestitionen wurden auf die lange Bank geschoben. Die vorlaufenden Stimmungsbarometer deuten zwar auf eine starke Wirtschaft hin, die jedoch in den Konsumausgaben und Unternehmensinvestitionen bisher keine Entsprechung findet. Vielmehr deuten beispielsweise leicht rückläufige Zahlen bei den Autoverkäufen auf eine mögliche Abschwächung der Wachstumsdynamik der US-Wirtschaft nach einem langjährigen Aufschwung hin. Einzelne Wirtschaftsprognostiker warnen vor diesem Hintergrund, dass als Folge der Unwägbarkeiten um die Ausgestaltung der Steuerreform und der wirren Aussenhandelspolitik Trump's die Bremswirkungen überwiegen könnten.

In **Europa** weisen die vorlaufenden Indikatoren, wie der Einkaufsmanager-Index (PMI), auf eine deutliche Wachstumsbeschleunigung hin. Auch wenn sich dieser Optimismus ähnlich wie in den USA (noch) nicht vollumfänglich in den Statistiken widerspiegelt, scheint sich in den meisten europäischen Ländern nach einer langen Phase der Stagnation eine deutliche Wachstumsbelebung abzuzeichnen.

Nach wie vor Sorgen bereitet abgesehen vom Dauerpatienten **Griechenland** die sehr verhaltene Entwicklung in **Italien**, dessen Wirtschaft einfach nicht in die Gänge kommt. Während die Exportwirtschaft vom globalen Aufschwung profitiert, dümpelt die Binnenwirtschaft vor sich hin. Die Banken sitzen nach wie vor auf hohen Volumen notleidender Kredite und halten sich bei Kreditvergaben an Klein- und Mittelunternehmen stark zurück. In dieses Bild passt auch die ausgeprägte Schwäche am italienischen Immobilienmarkt mit tiefen Preisen und einer lahmenden Bauwirtschaft. Anders als beispielsweise in Spanien ist es der italienischen Politik nicht gelungen, den Bankensektor ausreichend zu stabilisieren und die Strukturschwächen der Wirtschaft spürbar zu beheben. Italien könnte sich auf diesem Hintergrund als Klumpfuss für die Europäische Notenbank erweisen, wenn sie bald einmal zu einer Normalisierung der Geldpolitik zurückkehren möchte.

Währungsschub für Schwellenländer

Die Wirtschaften der Schwellen- und Entwicklungsländer haben nicht zuletzt dank drastischen Währungsabwertungen mächtig Schub erhalten, auch wenn ein Teil der Devisenverluste in den letzten Monaten wieder korrigiert wurde. Die chinesische Geld- und Fiskalpolitik scheint die Schuldenproblematik im Griff zu haben, ohne durch eine zu restriktive Gangart die Konjunktur abzuwürgen. Wachstumsspitzenreiter in Asien ist Indien, das auch an politischer Stabilität gewonnen hat. Zudem mehren sich die Zeichen, dass die von einer starken Rezession geplagten Länder Brasilien und Russland 2017 wieder leicht wachsen dürften.

Prof. Markus Ruffner

Strategie

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

Obligationen sollten in einem Umfeld mit steigender Inflation und tiefen Realzinsen deutlich untergewichtet werden. Wenn schon Obligationen, dann sind – bei entsprechender Diversifikation – Unternehmensanleihen mit kurzen bis mittleren Laufzeiten und insbesondere auch Bonds von Schwellenländern zu favorisieren.

Aktien erscheinen aufgrund der aktuellen Bewertungen insbesondere in den USA als teuer. Insbesondere europäische Unternehmen und Firmen aus Schwellenländern dürften im Jahre 2017 ein zweistelliges Gewinnwachstum aufweisen. Wir favorisieren deshalb den europäischen Aktienmarkt und erachten auch Titel aus den Emerging Markets als attraktiv, zumal diese Märkte in den letzten 5 Jahren gegenüber US-Aktien weniger gut abgeschnitten haben.

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: Die massive Ausweitung der Förderung in den USA beschränkt das Erholungspotential des Erdölpreises.

Edelmetalle: Wir betrachten Gold und Silber hauptsächlich als Absicherung gegen globale Politikrisiken.

	Reales BIP-Wachstum			Inflation			Output Gap	Defizit	Verschuldung	CDS Spanne	Realzins
	in %			in %			in %	in% BIP	in% BIP	in bp	in %
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E		2016	2016		
USA	1.5	2.1	2.0	1.3	2.4	2.3	-1.29	-3.1	73.8	26	-0.31
Euro-Zone	1.5	1.7	1.9	0.2	1.5	1.7	-0.44	-1.5	n.e.	n.e.	n.e.
Deutschland	1.7	1.7	1.8	0.3	1.8	1.5	-0.43	0.8	69.0	18.56	-1.68
Frankreich	1.3	1.5	1.7	0.3	1.5	1.4	-0.03	-3.4	96.5	35.56	-0.90
Italien	0.8	0.9	0.9	-0.1	1.2	1.5	-4.13	-2.4	132.5	170.77	1.05
UK	2	1.7	1.2	0.7	2.5	2.8	-3.32	-3.0	92.2	28.75	-1.43
Schweiz	1.4	1.4	1.6	-0.4	0.4	0.6	-2.42	0.441	34.1	28.54	-0.55
Japan	0.6	1.2	1	-0.3	0.3	0.8	-1.65	-4.98	234.7	26.64	-0.28
China	6.7	6.5	6.2	2.1	2.6	2.4	n.e.	-3.43	20.1	82.12	0.91
Indien	7.6	7.2	7.5	4.9	5.1	5.2	n.e.	-3.69	52.3	101.48	1.85
Russland	-0.8	1.4	2.0	7.1	4.1	4.1	n.e.	0.80	13.7	155.2	3.48
Brasilien	-3.2	0.6	2.0	8.9	4.3	4.2	n.e.	-9.17	75.4	220.25	0.29

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 2018E	Dividendenrendite 2016E	Index
USA	6.49	3.09	21.37	16.42	2.19	S&P 500
Deutschland	9.12	1.80	19.16	12.94	3.16	DAX
Frankreich	8.93	1.56	19.91	14.10	3.44	CAC 40
Italien	7.83	1.07	n.e.	12.34	4.06	FTSE MIB
UK	1.21	1.82	35.62	13.68	4.49	FTSE 100
Schweiz	8.18	2.61	25.07	16.30	3.61	SMI
Japan	1.73	1.73	21.29	15.52	2.02	NIKKEI
China	12.25	1.28	13.81	11.23	3.59	Hang Seng
Indien	13.76	2.91	22.25	14.79	1.83	Nifty
Russland	-12.03	0.75	7.16	5.54	n/a	RTS
Brasilien	9.66	1.68	20.41	11.16	4.04	BOVESPA

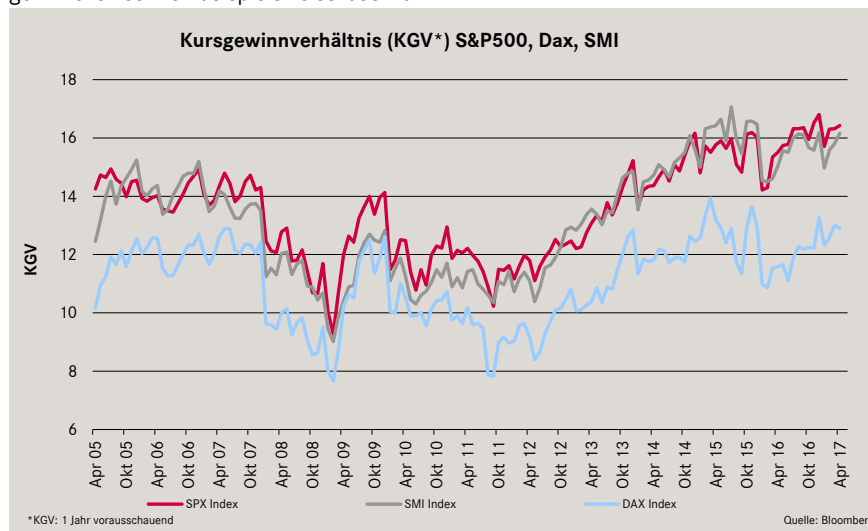
Quelle: Bloomberg

Favoritenwechsel bei Aktien

Nachdem US-Aktien über die letzten 5 Jahre eine deutlich höhere Performance als europäische Titel und insbesondere auch als Aktien der Emerging Markets aufgewiesen haben, hat sich das Bild in diesem Jahr gedreht. Mit Ausnahme Russlands zählen in diesem Jahr die Märkte der Schwellenländer zu den Überfliegern.

Dies ist insofern nicht erstaunlich, als US-Aktien fast durchwegs als fundamental sehr teuer betrachtet werden. Im Gegensatz dazu sind die Bewertungen der europäischen Werte und insbesondere auch der meisten Emerging Markets fundamental günstiger (siehe auch die KGV's in obiger Tabelle). Besonders deutlich wird die hohe Bewertung wenn sog. zyklisch adjustierte Kurs-/Gewinn-Kennzahlen verglichen werden, welche den weit fortgeschrittenen

Konjunkturzyklus in den USA berücksichtigen. So errechnet beispielsweise das von



Normalisierung der Geldpolitik

Man könnte meinen, dass Obligationäre in einer anderen Welt leben, als diejenigen, die in Aktien investieren. Während die Aktienmärkte nicht zuletzt aufgrund der verbesserten Konjunkturaussichten haussieren, tendieren die Obligationenrenditen weitgehend seitwärts oder wie in den USA seit Jahresanfang gar leicht rückläufig (siehe Graphik). Dies obwohl sich abzeichnet, dass die Europäische Notenbank eher früher als später dem US-FED folgen könnte, einen behutsamen Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik zu starten. So wird das FED aufgrund der jüngsten Signale bereits im Juni eine weitere Zinserhöhung vornehmen. Erhärten sich die Anzeichen einer Besserung der Wirtschaftslage in Europa, dürfte die EZB bald einmal signalisieren, dass die Konjunkturrisiken „ausgeglichen“ sind, was nichts anderes heissen würde, dass über kurz oder lang die EZB-

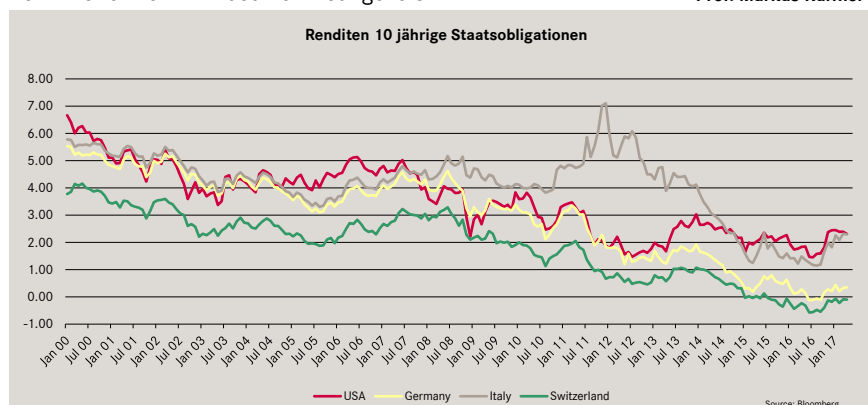
Kaufprogramme für Obligationen zurückgefahren würden und auch über eine Bilanzverkürzung der EZB nachgedacht wird. Grundsätzlich gehen wir davon aus, dass vor allem die EZB bei der Normalisierung der Geldpolitik behutsam vorgehen wird. Zum einen sind die Inflationsraten in Europa mit einer aktuellen Kerninflation von 1.2% deutlich niedriger als

der US Grossbank JP Morgan angewandte zyklische Bewertungsmodell mit einem Rückslagpotential von knapp 20% für die USA, während der „zurückgebliebene“ italienische Aktienmarkt „theoretisch“ das Potential zur Verdoppelung (!) hat.

Die hohe Bewertung wird allerdings selbst für den US-Aktienmarkt relativiert, wenn man die Gewinndynamik der Unternehmen berücksichtigt. Ein Blick auf die aufgrund der aktuellen Kurse für 2018 erwarteten Kurs-Gewinnverhältnisse (siehe Tabelle) lässt den Schluss zu, dass die aktuellen Aktienkurse mittelfristig ohne negative Konjunkturüberraschungen gut abgesichert sind. Viel hängt allerdings auch von der zukünftigen Zinsentwicklung ab: Gefährlich würde es insbesondere dann, wenn der Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik zu rasch steigenden Obligationenrenditen führen und festverzinsliche Anlagen damit wieder zu einer Alternative für Aktien würden.

in den USA. Zum anderen sind der EZB die Hände auch stärker gebunden als dem FED, da insbesondere Italien bei schnell steigenden Zinsen bald einmal ein grösseres Problem hätte, wie sich dies ansatzweise bereits in den deutlich gestiegenen Renditedifferenzen zu Deutschland zeigt (siehe Graphik unten).

Prof. Markus Ruffner



Kurzfristige Zinsen (Geldmarkt Libor 3 Monate)

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

	Ende 2016	aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	-0.7292	-0.7320	0.38%	-0.70
EUR	-0.3364	-0.3621	7.64%	-0.10
USD	0.9979	1.1737	17.62%	1.60
JPY	-0.0466	-0.0004	-99.08%	0.10

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 2016	aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	-0.22	-0.15	-34.77%	0.10
GER	0.20	0.32	58.90%	0.60
USD	2.45	2.29	-6.27%	2.80
JPY	0.04	0.02	-60.98%	0.20

Aktienmärkte

Wir gehen davon aus, dass in den kommenden 12 Monaten das Kurspotential in Europa höher als in den USA ist. Auch japanische Aktien dürften weiter von der expansiven Geldpolitik und dem schwachen Yen profitieren. In Asien sind klein- und mittelkapitalisierte Unternehmen fundamental immer noch billig. Angesichts der deutlich höheren Kurse für Aktien ist das (temporäre) Rückschlagspotential grösser geworden.

	Ende 2016	aktuell	YTD %	12 Monate
USA	2'238.83	2'385.48	6.55%	2500
Deutschland	11'481.06	12'527.84	9.12%	13500
Frankreich	4'862.31	5'301.00	9.02%	5800
Italien	19'234.58	20'759.31	7.93%	22000
UK	7'142.83	7'234.53	1.28%	7300
Schweiz	8'219.87	8'891.89	8.18%	10000
Japan	19'114.37	19'445.70	1.73%	21000
China	22'000.56	24'696.13	12.25%	26000
Indien	8'185.80	9'311.95	13.76%	10500
Russland	14'736.86	12'946.36	-12.15%	15000
Brasilien	60'227.29	66'211.80	9.94%	68000

Erdöl und Gold

Aufgrund der stark ausgebauten Erdöl- und Gasproduktion in den USA sehen wir trotz den Produktionskürzungen der OPEC wenig Spielraum für höhere Erdölpreise. Ein Investment in Gold erachten wir als eine sinnvolle Absicherung gegen unterschiedliche Arten von globalen (Politik-)Risiken.

	Ende 2016	aktuell	YTD %	12 Monate
Erdöl (WTI)	56.49	47.59	-15.76%	50
Gold	1147.50	1248.95	8.84%	1270

Wechselkurse

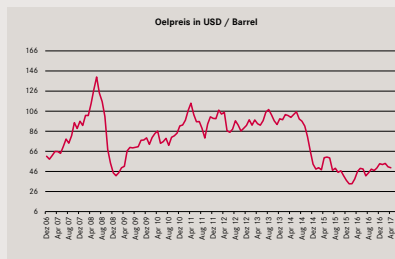
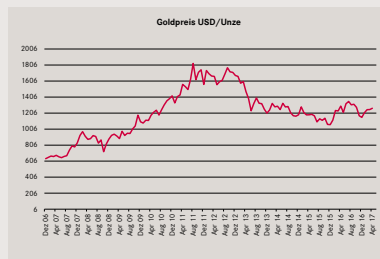
Wir erwarten einen zum Euro leicht schwächeren Dollar EURO. Die Abwertung des japanischen Yen dürfte in die Schlussphase gehen.

	Ende 2016	aktuell	YTD %	12 Monate
EURCHF	1.0721	1.0825	0.97%	1.11
USDCHF	1.0190	0.9915	-2.70%	1.00
EURUSD	1.0517	1.0917	3.80%	1.11
EURJPY	122.9700	122.6400	-0.27%	120

Quelle: Bloomberg 30.4.2017

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.