

## Anlagen **aktuell**

### Gewinnsschub dank US-Steuerreform

#### Vom irrationalen zum rationalen Überschwang

**2017 war ein sehr erfolgreiches Aktienjahr. Die US-Aktienmärkte, Technologietitel und grosskapitalisierte Werte von Firmen aus den Schwellenländern zählten zu den Kurs-Spitzenreitern. Dank einem synchronen globalen Wachstum und einer hohen Gewinndynamik der meisten Unternehmen, kann die Party an den Börsen auch 2018 weitergehen. Kehrseite des höheren Bewertungsniveaus ist aber auch das gestiegene Rückschlagspotential bei wirtschaftlichen oder politischen Verwerfungen.**

#### Rationaler Überschwang

Mittlerweile ist es rund 21 Jahre her, seit der damalige Chef der amerikanischen Notenbank, Alan Greenspan, 1996 vom irrationalen Überschwang an den Aktienmärkten warnte. Leider war Mr. Greenspan etwas zu früh; der amerikanische Aktienindex S&P 500 legte nochmals rund 116% zu, bevor die Kursblase der Technologieaktien im März 2000 bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des S&P500-Index von 24 platzte. Zu früh sind möglicherweise aktuell auch die zahlreichen Skeptiker, die schon seit längerem vor grösseren Rückschlägen an den Aktienmärkten warnen. Zwar ist vor allem der amerikanische Aktienmarkt nach fast allen gängigen Kriterien und einem aktuellen KGV von 18 recht hoch bewertet. Dies bedeutet aber keineswegs, dass der 2009 gestartete Bullenmarkt nicht noch einige Jahre weitergehen könnte. Einen Zusatzschub erhält der US-Aktienmarkt durch die von beiden Häusern durchgewinkelte Steuerreform. Bei einer sofortigen Senkung der Unternehmenssteuern von 35% auf 21% für 2018 wird ein zusätzlicher Gewinnsschub von rund 5% ausgelöst und das Gewinnwachstum wird auf rund 14% steigen. Selbst die „teuren“ US-Aktien könnten damit bei unverändertem KGV ein weiteres Jahr zweistellige Kursgewinne erzielen.

#### Europa immer noch mit Nachholbedarf

Während der amerikanische Aktienmarkt (S&P 500) aktuell fast 75% über dem Höchst vor der Finanzmarktkrise notiert, dümpeln die Kurse der europäischen Aktien (EuroStoxx50) immer noch fast 25% unter dem im Jahre 2007 erzielten Höchst. Dieser eklatante langfristige Performance-Unterschied lässt sich zum einen durch die kumulativen Auswirkungen der Finanz- und Euro-Krise vorab in den südeuropäischen Ländern erklären. Zum anderen dürfte aber auch die im Vergleich zum amerikanischen FED verspätete geldpolitische Lockerung durch die Europäische Zentralbank den

Leidensweg der europäischen Wirtschaft verlängert haben. Es hat denn auch ziemlich lange gedauert, bis die mit dem Amtsantritt von Mario Draghi Mitte 2011 eingeleitete ultra-expansive Geldpolitik ihre Wirkung entfalten konnte. Der im Vergleich zu den USA um rund 2 Jahre verschobene Konjunkturzyklus lässt auch im kommenden Jahr für die europäischen Unternehmen ein zweistelliges Gewinnwachstum erwarten, das durch die Erstarkung des Euro nur leicht gebremst wird. Bei einem KGV von rund 14 auf Basis der erwarteten Gewinne für die nächsten 12 Monate besteht durchaus noch Raum für höhere Aktienkurse, wobei wir europäische Aktien attraktiver als US-Titel erachten.

#### Mögliches Störfeuer der Notenbanken

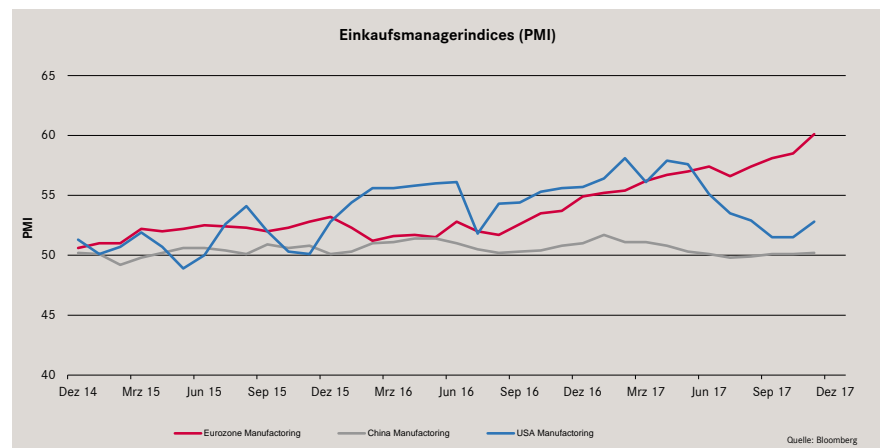
Die US-Steuerreform wird zusätzliche Beschäftigungs- und Investitionsimpulse auslösen. Sie erhöht aber auch den Spielraum des FED für Zinserhöhungen. Während die Märkte aktuell in den USA für 2018 zwei Zinsschritte erwarten, könnte es auch zu drei bis vier Zinserhöhungen kommen. Umgekehrt scheint EZB-Präsident Draghi gewillt, mit einer ersten Anhebung der Zinsen bis im Jahre 2019 zu warten zu wollen. Insbesondere südeuropäische Länder mit

Strukturschwächen und hohen Defiziten wie Italien sollen dadurch noch etwas mehr Zeit erhalten, notwendige Reformen umzusetzen und die tiefen Zinsen bei den Staatsschulden anzubinden.

Selbst wenn die US-Notenbank überraschend stark an der Zinsschraube drehen sollte, erwarten wir angesichts des historisch sehr tiefen Zinsniveaus keinen nachhaltigen Dämpfer für die Aktienmärkte. Bei einem weltwirtschaftlichen Wachstum von rund 4% im Jahre 2018 dürfte das Risiko einer Rezession in den USA als Land mit dem vergleichsweise längsten Konjunkturaufschwung ohnehin als gering eingestuft werden. Auch erwarten wir nicht, dass die langfristigen Zinssätze stark steigen, zumal es bislang kaum Anzeichen gibt, dass die Teuerung die Zielkorridore der Notenbanker gross übersteigen wird. Vielmehr sollte es zu einer Verflachung der Zinskurven kommen, wobei wir für die 10-jährigen US-Staatsanleihen einen moderaten Zinsanstieg auf rund 3% erwarten.

Wie immer können natürlich auch die Geopolitik oder Entwicklungen in einzelnen Ländern für Turbulenzen an den Märkten sorgen. Dabei gilt es zu beachten, dass die Märkte aufgrund der gestiegenen fundamentalen Bewertungen anfälliger für Rückschläge geworden sind und durchaus wieder Perioden mit höheren Marktschwankungen kommen können. Die grösste Gefahr droht aus unserer Sicht den Aktienmärkten und dem begründeten rationalen Überschwang hinsichtlich dem weiteren positiven Kursverlauf durch mögliche militärische Interaktionen in Nordkorea.

**Prof. Markus Ruffner**



## Synchroner globaler Aufschwung

Nachdem sich vor Jahresfrist noch zahlreiche Anlagestrategen mit dem Risiko einer möglichen Rezession in den USA im Jahre 2017 auseinandersetzen, sind die Konjunkturängste angesichts der sich dynamisch entwickelnden Wirtschaften in allen Weltregionen in den Hintergrund getreten. Dank Vollbeschäftigung und steigenden Detailhandelsverkäufen dürfte die US-Wirtschaft im abgelaufenen Jahr um rund 2.5% gewachsen sein und es kann auch für 2018 mit etwa einem gleich hohen Wachstum gerechnet. Die Arbeitslosigkeit wird in den USA im kommenden Jahr auf unter 4% fallen, wobei in einzelnen Sektoren bereits heute ein Fachkräftemangel besteht. Aufgrund des leicht wachsenden Lohndrucks muss deshalb damit gerechnet werden, dass die aktuell bei 1.7% liegende Kerninflation bis im Jahre 2019 über die Zielmarke des FED von 2% steigen wird. Befeuert wird die positive Stimmung insbesondere bei den kleineren inlandorientierten Unternehmen auch durch die US-Steuerreform, welche sowohl bei den Investitionen als auch bei der Schaffung neuer Arbeitsplätze neue Impulse auslösen wird.

Wie vor Jahresfrist erwartet, haben sich die Konjunkturaussichten in **Europa** stark aufgehellt. Alle vorlaufenden Konjunkturindikatoren liegen auf mehrjährigen Rekordständen, wie etwa der Flash-PMI Manufacturing, der sich mit 60.6 Punkten auf dem höchsten Stand seit Einführung im Jahre 1996 bewegt. Das Beschäftigungswachstum weist weiterhin deutlich nach oben und der Rückgang der Arbeitslosigkeit dürfte sich auch 2018 fortsetzen. Mittlerweile ist denn auch die Zahl der Arbeitsplätze um rund 2 Mio. höher als vor der Wirtschaftskrise. In Italien deuten die jüngsten Umfragen zur im Frühjahr 2018

angesetzten Wahl auf eine gewisse Blockade unter den drei grossen Wahlblöcken hin. Dies könnte bedeuten, dass die bisherige Interimsregierung unter dem allseits respektierten Ministerpräsidenten Gentiloni noch länger Bestand haben könnte. Die Gefahr, dass sich eine europafeindliche Politik mit einer neuen Zerreihsprobe für den EURO durchsetzt, erscheint damit gering. Gewissermassen als dritter im Bunde weist auch das Industrieland **Japan** eine erfreuliche konjunkturelle Dynamik auf. Positiv stimmen auch die jüngsten Ergebnisse der Tankan-Umfrage wie auch der Einkaufsmäner-Index des verarbeitenden Gewerbes, der mit 54.2 Punkten auf einem Mehrjahreshöchst liegt.

In den **Schwellenländern**, die einen wachsenden Anteil am globalen Wirtschaftswachstum ausmachen, lassen sich ebenfalls positive Entwicklungen ausmachen. **Indien**, wo Ministerpräsident Modi das Zepher fest in den Händen hält, dürfte auch im neuen Jahr mit 6% bis 7% zu den am schnellsten wachsenden Volkswirtschaften gehören. Eine wirtschaftliche Erholung zeichnet sich auch für **Brasilien** ab, obwohl die Politik hauptsächlich mit der Vergangenheitsbewältigung ihrer Korruptionsfälle beschäftigt ist. **Russlands** Wirtschaft scheint sich an die Sanktionsmassnahmen gewöhnt zu haben und profitiert als Rohstoffland zudem stark von den im Jahresverlauf deutlich gestiegenen Energiepreisen. Einzig Chinas wirtschaftliche Dynamik scheint etwas nachzulassen. Nach der einseitig auf die Steigerung des Bruttoinlandsproduktes ausgerichteten Wirtschaftspolitik legen die Parteistrategen offenbar mehr Gewicht auf qualitative Ziele, wie eine Minderung der prekären Umweltbelastung und redistributive Massnahmen zugunsten der ruralen Bevölkerung. **Prof. Markus Ruffner**

## Strategie

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

**Obligationen** sollten in einem Umfeld anhaltender wirtschaftlicher Dynamik und tiefen Realzinsen deutlich untergewichtet werden. Wenn schon Obligationen, dann sind – bei entsprechender Diversifikation – weiterhin Unternehmensanleihen mit kurzen bis mittleren Laufzeiten und Schwellenländeranleihen zu favorisieren.

**Aktien** sind in den USA im historischen Vergleich zwar eher hoch bewertet, sie dürften jedoch durch die US-Steuerreform dank hohem Gewinnwachstum nochmals Schub erhalten. Attraktiv sind immer noch Aktien japanischer und europäischer Unternehmen wie auch aus Schwellenländern, zumal 2018 unisono mit einem zweistelligen Gewinnwachstum gerechnet werden kann.

**Immobilien** bergen in Ländern wie der Schweiz im Bereich des Gewerbes ein Konsolidierungsrisiko. Im Umfeld rekordtiefer Zinsen besteht in einigen europäischen Ländern (z.B. Deutschland) nach wie vor Potential für höhere Immobilienpreise, vorab im Wohnungsbau.

**Rohstoffe:** Trotz massiver Ausweitung der Förderung (Fracking) in den USA sollte das aktuelle Preisniveau dank Produktionsbeschränkungen der OPEC gehalten werden können.

**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	2.2	2.4	1.3	2.1	2.1	-1.10	-3.4	76.5	29.28	0.31
Euro-Zone	1.5	2.2	2.1	0.2	1.5	1.4	0.01	-1.5	n.e.	n.e.	n.e.
Deutschland	1.7	2.4	2.3	0.3	1.7	1.6	-0.10	0.8	68.4	11.05	-1.39
Frankreich	1.3	1.8	1.9	0.3	1.1	1.3	0.27	-3.4	96.4	17.59	-0.46
Italien	0.8	1.5	1.4	-0.1	1.4	1	-4.13	-2.5	132.5	115.5	0.30
UK	2	1.5	1.3	0.7	2.7	2.6	-3.32	-2.9	89.3	20.15	-1.48
Schweiz	1.4	0.9	1.7	-0.4	0.5	0.7	-2.71	0.44	32.6	17.4	-0.69
Japan	0.6	1.5	1.3	-0.3	0.5	0.9	-1.59	-4.98	222.2	28.16	-0.46
China	6.7	6.8	6.5	2.1	1.6	2.3	n.e.	-3.43	16.1	55.15	2.34
Indien	7.6	6.5	7.4	4.9	3.4	4.5	n.e.	-3.7	50.3	73.6	3.79
Russland	-0.8	1.9	2.1	7.1	3.8	3.7	n.e.	0.80	10.0	129.07	3.72
Brasilien	-3.2	0.7	2.2	8.9	3.4	3.8	n.e.	-9.25	69.9	170.39	1.17

## Aktienmärkte – fundamentale Bewertungen (Performance in Lokalwährungen)

	Performance Aktien (in %) YTD	Preis/Buchwert	KGV aktuell	KGV 2018E	Dividendenrendite 2018E	Index
USA	18.97	3.28	22.44	18.10	2.00	S&P 500
Deutschland	14.54	1.88	19.29	13.48	3.05	DAX
Frankreich	11.34	1.64	18.60	14.85	3.29	CAC 40
Italien	18.20	1.23	38.80	13.44	3.75	FTSE MIB
UK	4.86	1.94	22.28	14.26	4.29	FTSE 100
Schweiz	13.77	2.62	24.63	16.49	3.49	SMI
Japan	19.63	1.91	19.62	17.12	1.84	NIKKEI
China	30.88	1.35	13.40	11.74	3.45	Hang Seng
Indien	25.10	3.03	23.19	16.44	1.65	Nifty
Russland	-4.53	0.70	7.01	6.45	n/a	RTS
Brasilien	20.70	1.69	18.09	12.05	3.41	BOVESPA

Quelle: Bloomberg

### Zyklische Aktien als Favoriten

2017 war ein überaus erfolgreiches Aktienjahr. Unter den etablierten Märkten setzten sich punkto Performance – gerade umgekehrt zur Marktmeinung zu Beginn des Jahres – einmal mehr die US-Titel an die Spitze, gefolgt von Japan und Europa. Noch besser als US-Aktien schnitten die Titel von Unternehmen aus den Emerging Markets ab, die gemessen an den breiten Indizes über 30% zulegten. Als Spitzenreiter entpuppten sich chinesische Aktien, wobei Technologietitel einschliesslich chinesischer Automobilhersteller mit Fokus Elektromobilität die höchsten Kurssteigerungen erzielten. Die weltweit hohe Konjunktdynamik wird auch im 2018 zu einem erfreulichen Gewinnwachstum der Unternehmen beitragen. Dadurch werden auch die fundamentalen hohen Bewertungen etwas relativiert

und Raum für weitere Kursavancen geschaffen. Dabei liegen die Dividendenrenditen immer noch auf einem im Vergleich zu den Obligationenrenditen sehr attraktiven Niveau, selbst wenn man davon ausgeht, dass die Anleihsrenditen (10-jährige Staatsanleihen) moderat steigen werden. Dieses Umfeld begünstigt generell **zyklische Titel**, welche die höchste Gewinndynamik aufweisen.

Dank der US-Steuerreform werden die Unternehmensgewinne **amerikanischer Aktien** 2018 im Durchschnitt deutlich zweistellig wachsen. Profiteure der tieferen Unternehmenssteuersätze sind insbesondere inländorientierte Unternehmen und auch die meisten **Finanzwerte**. Umgekehrt sind es primär die global aufgestellten Technologietitel, welche zu den (marginalen) Verlierern der Steuerreform zählen.

Trotz eines negativen Gewinneffektes als Folge des höheren Euro-Wechselkurses werden die Unternehmensgewinne in **Europa** durchschnittlich um gut 10% steigen. Wegen der Bewertungsunterschiede favorisieren wir europäische Titel gegenüber US-Aktien mit unserem Favoriten Italien. Der **japanische Aktienmarkt** wies im abgelaufenen Jahr im Vergleich zu anderen Industrieländern mit plus 17% die höchste Gewinndynamik auf. Rund 90% der Kursavancen 2017 lassen sich damit durch höhere Gewinne erklären, was umgekehrt bedeutet, dass sich das KGV kaum verändert hat. Auch wenn die Gewinne 2018 nicht im gleichen Tempo weiter steigen können, empfehlen wir eine Übergewichtung des japanischen Aktienmarktes.

Bei den **Emerging Markets** lässt sich für 2017 eine gewisse Zweiteilung des Marktes beobachten. Insbesondere an den asiatischen Märkten konzentrierte sich das Augenmerk auf die grosskapitalisierten Werte, die in den meisten Exchange Trades Fonds enthalten sind. **Aktien von klein- und mittelkapitalisierten Unternehmen** weisen deshalb im Durchschnitt eine deutlich günstigere Bewertung auf und wir erwarten im Jahresablauf eine graduelle Rotation in Richtung dieses bisher vernachlässigten Aktiensegmentes.

### Gestiegenes Rückschlagsrisiko

Aufgrund des gestiegenen Bewertungsniveaus an den meisten Aktienmärkten ist das Risiko von temporären Rückschlägen grösser geworden. Investoren, die sich gegen höhere **Volatilitäten** absichern wollen, stehen in diesem Umfeld günstige Put-Strategien zur Absicherung zur Verfügung.

### Obligationen mit wenig Potential

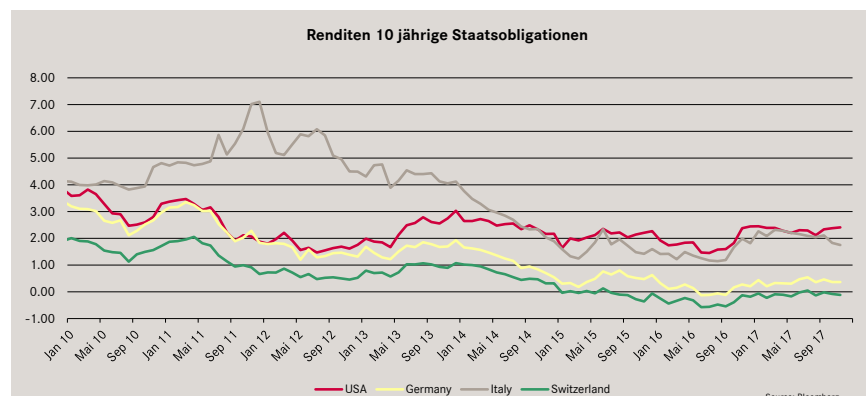
Trotz der neuerdings wieder zunehmend restriktiven Geldpolitik der FED stiegen die Renditen US-amerikanischer Obligationen 2017 kaum. So schlossen 10-jährige US-Staatsanleihen 2016 mit einer Rendite von 2.48% ab und liegen aktuell bei 2.49%. Allerdings dürften aufgrund der sinkenden Arbeitslosigkeit die Löhne und somit auch die Inflation anziehen. Nachdem Trump seine Steuerreform durch den Kongress gepeitscht hat, wird die Staatsschuld und damit auch das Treasury-Finanzierungsvolumen steigen. Diese beiden Faktoren dürften für einen leichten Renditeanstieg von US-Obligationen sorgen – wir prognostizieren 2018 Renditen von 3%.

Im Gegensatz zur FED haben sich sowohl die EZB als auch die SNB in ihren Dezember-Sitzungen für eine weiterhin expansive Geldpolitik ausgesprochen und

ihre tiefen Zinssätze beibehalten, was auch auf tiefbleibende Obligationenrenditen hindeutet. Die Renditen deutscher 10-jähriger Staatsanleihen sind mit 0.464% in den Oktober gestartet und auf aktuell 0.324% gesunken, die Renditen von Schweizer Staatsanleihen von -0.022% auf -1.179%. Stärkere Renditeanstiege dürften hier bis mindestens 2019

ausbleiben, da frühestens dann ein Zinsschritt Draghis erwartet wird. Es besteht sogar die Möglichkeit, dass Draghi in seiner 8-jährigen Amtszeit bis Herbst 2019 gar keine Zinserhöhungen mehr vornimmt – eine Seltenheit bei Zentralbankchefs. Von der SNB wird ein Zinsschritt erst nach einer Zinserhöhung der EZB erwartet.

Hana Dadic



Source: Bloomberg

## Kurzfristige Zinsen (Geldmarkt Libor 3 Monate)

Wir rechnen bis Dezember 2018 mit drei weiteren Zinsschritten der US-Notenbank. Die EZB wird die expansive Geldpolitik behutsam zurückfahren, um die südlichen Länder nicht zusätzlich zu belasten.

	Ende 2016	aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	-0.7292	-0.7568	3.78%	-0.70
EUR	-0.3364	-0.3870	15.03%	-0.30
USD	0.9979	1.5488	55.21%	2.10
JPY	-0.0466	-0.0248	-46.68%	0.20

## Langfristige Zinsen (10-jährige Staatsanleihen)

Die restriktivere Geldpolitik und die Ausweitung der US-Verschuldung als Folge der Steuerreform lassen moderat höhere Anleiherenditen (3.0% für die USA) und leicht steilere Zinskurven in Deutschland und der Schweiz erwarten.

	Ende 2016	aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	-0.22	-0.19	-14.88%	0.20
EUR/GER	0.20	0.31	53.96%	0.60
USD	2.45	2.41	-1.33%	2.90
JPY	0.04	0.04	2.43%	0.30

## 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 erfreulichen Gewinndynamik, der expansiven Geldpolitik und dem schwachen Yen profitieren. In Asien sind klein- und mittelkapitalisierte Unternehmen fundamental immer noch billig. Angesichts der höheren Bewertung von Aktien ist das (temporäre) Rückschlagspotential grösser geworden.

	Ende 2016	aktuell	YTD %	12 Monate
USA	2'238.83	2'663.24	18.96%	2800
Deutschland	11'481.06	13'151.10	14.55%	14000
Frankreich	4'862.31	5'412.87	11.32%	5800
Italien	19'234.58	22'731.17	18.18%	25000
UK	7'142.83	7'489.41	4.85%	7700
Schweiz	8'219.87	9'350.10	13.75%	9700
Japan	19'114.37	22'866.17	19.63%	25000
China	22'000.56	28'793.88	30.88%	32000
Indien	8'185.80	10'240.15	25.10%	11500
Russland	14'736.86	14'021.30	-4.86%	17000
Brasilien	60'227.29	72'704.77	20.72%	80000

## Erdöl und Gold

Aufgrund der stark ausgebauten Erdöl- und Gasproduktion in den USA sehen wir trotz den Produktionskürzungen der OPEC wenig Spielraum für weiter steigende 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)	56.99	57.72	1.28%	68
Gold	1147.50	1237.18	7.82%	1280

## Wechselkurse

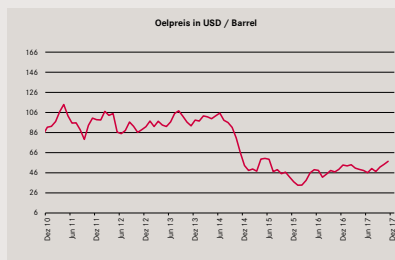
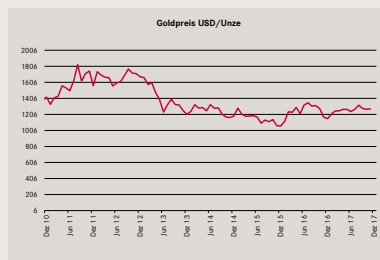
Trotz Ausweitung der Zinsschere zwischen dem USD und dem EURO erwarten wir keine Aufwertung des strukturell schwachen Dollars.

	Ende 2016	aktuell	YTD %	12 Monate
EUR/CHF	1.0721	1.1646	8.63%	1.19
USD/CHF	1.0190	0.9932	-2.53%	0.97
EUR/USD	1.0517	1.1726	11.50%	1.23
EUR/JPY	122.9700	133.3400	8.43%	130

Quelle: Bloomberg 18.12.2017

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 1188  
 Fax +41 44 265 1189  
 info@npb-bank.ch  
 www.npb-bank.ch