



## Japan allein kann den weltweiten Ausblick nicht aufhellen

Von Mikio Kumada

**Mit der Entscheidung, Negativzinsen einzuführen, hat die Bank of Japan gezeigt, dass Notenbanken jederzeit mit Präventivmassnahmen überraschen können. Generell dürfte der Schritt Aktien und höherverzinsliche Anlagen begünstigen, ohne den Yen zu schwächen. Sollten die anderen grossen Notenbanken mit ähnlichen Aktionen folgen, könnten es sogar weltweit zu einer Wiederbelebung der alten Hausse kommen. Insgesamt bleibt aber weiter Vorsicht angebracht.**

«Wenn sich die Fakten ändern, ändere ich meine Meinung. Was tun Sie, Sir?» soll John Maynard Keynes einmal rhetorisch gefragt haben. Für Investoren bleibt dieser Grundsatz universell gültig und wichtig. Mit der Entscheidung, nun doch Negativzinsen einzuführen, hat Bank of Japan-Gouverneur Haruhiko Kuroda Pragmatismus demonstriert. Genau deswegen haben Aktien- und Anleihenmärkte rund um den Globus zunächst auch so eindeutig positiv reagiert. Gleichzeitig überzeugt die Behauptung, dass Japan einen «Währungskrieg» verfolge, nicht: Der Yen hat schliesslich nur einen Teil seiner zuletzt ungewöhnlich hohen Kursgewinne zurückgeben und neigt im mittelfristigen Trend weiterhin zur Stärke (vgl. Yen-Grafik auf Seite 2).

### Qualitative und quantitative Lockerung mit negativem Zins

Was ist konkret geschehen? Am 26. Januar hat Japans Notenbank in einer knappen Abstimmung (fünf zu vier) zum ersten Mal einen Negativzinssatz eingeführt. Ab dem 16. Februar wird die BOJ auf den neu angesammelten Überschussreserven der japanischen Geschäftsbanken -0.1% berechnen. Existierende Überschussreserven, welche aus dem bisherigen Einnahmen aus dem laufenden quantitativen Lockerungsprogramm (QE) der BOJ stammen, zahlen jedoch weiter 0.1%. Die erforderlichen Mindestreserven bleiben unverzinst. Dieser Schritt ist potentiell inflationär. Das ein Teil der risikolosen Zinserträge zukünftig wegfällt, hätten Banken zukünftig einen Anreiz, ihr Geld verstärkt anderswo anzulegen.

Die tatsächlichen praktischen Auswirkungen dürften sich aber vorerst in Grenzen halten. Ende 2015 betrug die Reserven der japanischen Banken ¥230.6 Bio. (\$1.9 Bio), wobei 96% davon Überschussreserven darstellen. Netto wird die BOJ den Banken also weiterhin auf Sicht Zinsen überweisen, selbst wenn diese die Gesamtheit der zukünftigen QE-Erlöse (¥80 Bio. pro Jahr) passiv auf ihren BOJ-Girokonto liegen belassen. Die Investoren rechnen also offensichtlich damit, dass die BOJ bereit ist, zu gegebener Zeit weitergehende Massnahmen zu ergreifen.

International gesehen ist die Signalwirkung wichtiger als die Massnahme an sich. Noch Anfang Januar hatte Kuroda nämlich Negativzinsen für Japan abgelehnt. Doch nach drei Wochen globaler Marktturbulenzen wollte die BOJ klarstellen, dass er tatsächlich bereit ist, alles Notwendige zu tun, wann auch immer es erforderlich sein sollte - und zwar ohne sich über den möglichen Verlust an Glaubwürdigkeit Gedanken zu machen. Selbst dann nicht, wenn die BOJ Fehler eingestehen und den Kurs ändern müsste.

### Wird die US-Notenbank eine ähnliche Flexibilität demonstrieren?

Zumal die Europäische Zentralbank bereits eine weitere Lockerung ihrer Geldpolitik bereits in Aussicht gestellt hat, stellt der BOJ-Schritt daher die Hoffnung in den Raum, dass auch die Federal Reserve in den USA nicht zögern werde, den Kurs wieder zu wechseln - nachdem sie ein gutes Jahr lang zögerte, bevor sie im Dezember endlich die erste US-Zinserhöhung beschloss. Ohne diese konkrete Hoffnung ergibt eine globale Rallye kaum Sinn. Ohne ein baldiges Einschwenken der Fed kann auch Japan nicht als einziger Markt allein auf Dauer haussieren, während sich der globale Ausblick weiter eintrübt.

Generell ist der BOJ-Entscheid durchaus willkommen. Und falls er sich tatsächlich als die erste in einer Reihe von positiven Überraschungen erweisen sollte, könnte es sogar doch noch zu einer Wiederbelebung der alten globalen Aktienhausse kommen. Doch wie in der Vorwoche an dieser Stelle erläutert haben die Januar-Turbulenzen den Märkten weltweit erhebliche Schäden zugefügt. Vor diesem Hintergrund bleibt daher eine gewisse Vorsicht im Hinblick auf den mittelfristigen Marktausblick weiterhin angemessen.

## Auswirkungen der BOJ-Entscheidung

### Aktien: kurzfristig positiv, mittelfristig fraglich

Die BOJ-Massnahme vom letzten Freitag bestätigt die Gründe für unsere Präferenz für japanische Aktien, einschliesslich Immobilienfonds (Real Estate Investment Trusts, bzw. REITs). Allerdings ist der Schritt nicht gross genug, um auch den globalen Ausblick für Aktien grundlegend aufzuhellen. So bleiben wir zwar gegenüber Japan und Europa weiterhin vergleichsweise konstruktiv eingestellt, beim globalen Aktienrisiko sind wir inzwischen allerdings auf Neutralposition. Für eine Aufhellung des Ausblicks müssten auch die anderen Notenbanken bald vergleichbare Überraschungen liefern, was im Moment eher schwierig erscheint: In Europa gibt Mario Draghi zwar kontinuierlich verbale Versprechungen ab. Doch entweder enttäuschen die nachfolgenden EZB-Massnahmen oder sie werden zwischenzeitlich vollends an den Märkten eingepreist. In den USA könnten die Sorge vor einem möglichen Verlust der institutionellen Glaubwürdigkeit die Fed zu lange vor einer Kurskorrektur abhalten. Sie dürfte eher abwarten, bis die Bremspuren der Januar-Turbulenzen auch in den mittelfristigen Konjunkturdatentrends sichtbar werden. Dann könnte es jedoch zu spät sein.

### Anleihen: Positiv für Anleihen, besonders für riskantere und alternative Segmente

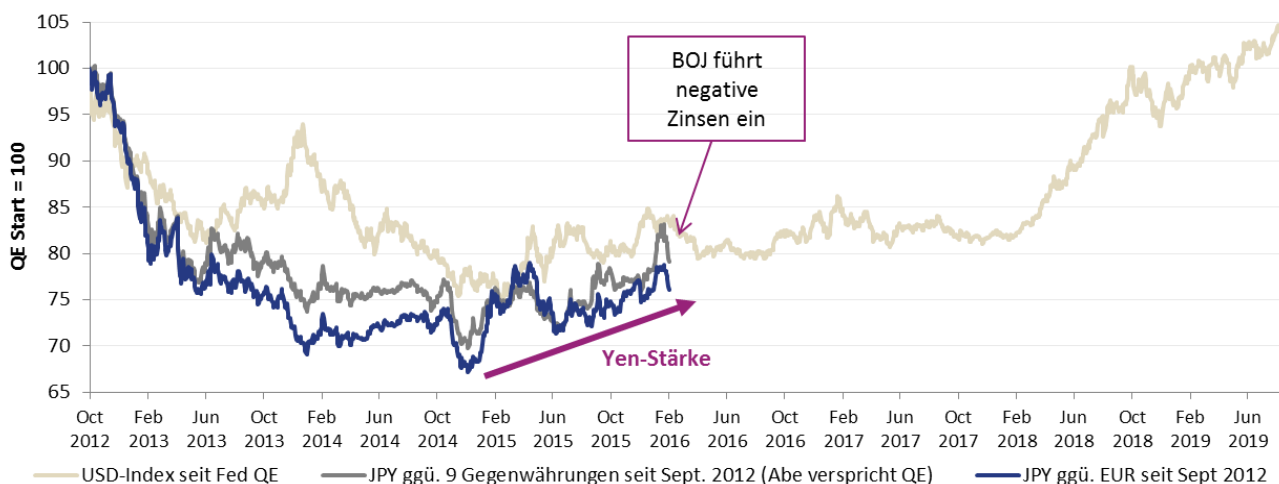
Die Renditen von traditionellen Staatsanleihen dürften noch länger extrem tief bleiben und bei Bedarf tiefer in den negativeren Bereich gedrückt werden. Die Zentralbanken sind grundsätzlich dazu fähig. In den entwickelten Volkswirtschaften sind traditionelle Staatsanleihen heute in erster Linie nicht mehr als Finanzanlagen, sondern als Instrumente der Geldpolitik anzusehen. Sie sind daher als solche auch nicht attraktiv. Andererseits profitieren praktisch alle anderen höherverzinslichen Anlagen von dieser Entwicklung. Investoren müssen höhere Risiken eingehen, falls sie mittel- bis langfristig positive Renditen erwirtschaften wollen.

### Währungen: Der japanische Yen wird weiter zur Stärke neigen

Den Yen wird die BOJ-Entscheidung nicht wesentlich schwächen, obwohl es etwaige Kursgewinne des Yen gegenüber dem US-Dollar in Grenzen halten dürfte. Der breitere Yen-Aufwärtstrend gegenüber den anderen Industrieländer-Währungen im Allgemeinen und dem Euro im Besonderen bleibt jedoch ungebrochen. Wie die nachstehende Grafik zeigt, folgt der Yen-Zyklus folgt weiterhin dem Pfad des US-Dollars seit März 2009, d.h. dem Beginn QE-Politik in den USA. Die Einführung der BOJ-Negativzinsen hat nur die jüngsten Kursgewinne des Yen etwas entschärft.

Wichtig ist auch, dass Japans Wirtschaft sich in den letzten Monaten nicht wesentlich abgeschwächt hat, während die BOJ-Entscheidung hilft, die realwirtschaftlichen Risiken, die sich im Schlepptau der Januar-Marktturbulenzen ergeben könnten, zu reduzieren. Noch am 19. Januar schätzte Kuroda in Davos Japans Konjunktur als relativ robust ein. Eine Einschätzung, die von mittelfristigen Datentrends unterstützt wird. So hatte die BOJ trotz des Lockerungssignals vom Freitag die reale Wirtschaftswachstumsprognose für das laufende Fiskaljahr per Ende März geringfügig von 1.4 % auf 1.5% erhöht (Medianschätzungen). Nur der Zeitpunkt, an dem jährliche Inflationsrate 2% erreichen soll, wurde um etwa sechs Monate auf die erste Hälfte 2017 verschoben.

### Grafik: Japanischer Yen gab nur einen Teil der jüngsten Gewinne ab



### Strategisch: BOJ-Massnahme bekräftigt unseren Gesamtansatz

Unsere übergeordnete strategische Erwartung, dass die alternde und inzwischen möglicherweise sogar verhängnisvoll verwundete Hausse vermehrt zu extremer Volatilität neigen wird, wurde weiter bestätigt. Dieses Umfeld bevorzugt weiter flexible Anlagestrategien wie Hedge Fonds und Managed Futures. Es begünstigt zudem aktives Investment-Management. Das zeigt die volatile und asymmetrische Entwicklung an der Tokioter Börse nach dem BOJ-Entscheidung. So ist breite Topix-Index seit Freitag um 1% gestiegen, nachdem er zwischenzeitlich sogar Kursgewinne von 6.7% verbuchte. Darunter verstecken sich zudem grosse Disparitäten zwischen Sektoren. REITs und Konsumfinanzierer sind um jeweils gut 6% gestiegen, während Banken 11% verloren haben.

Der Anstieg der REITs und der Risikokreditgesellschaften unterstreicht zudem unsere strategische Ausrichtung zugunsten alternativer Rendite- und Ertragsquellen wie Private Equity, Private Debt oder Versicherungsverbriefungen. Letztere bieten zudem aufgrund ihrer sehr geringen Korrelation mit den Aktienmärkten und wirtschaftlichen Entwicklungen auch verbesserte Diversifikation.

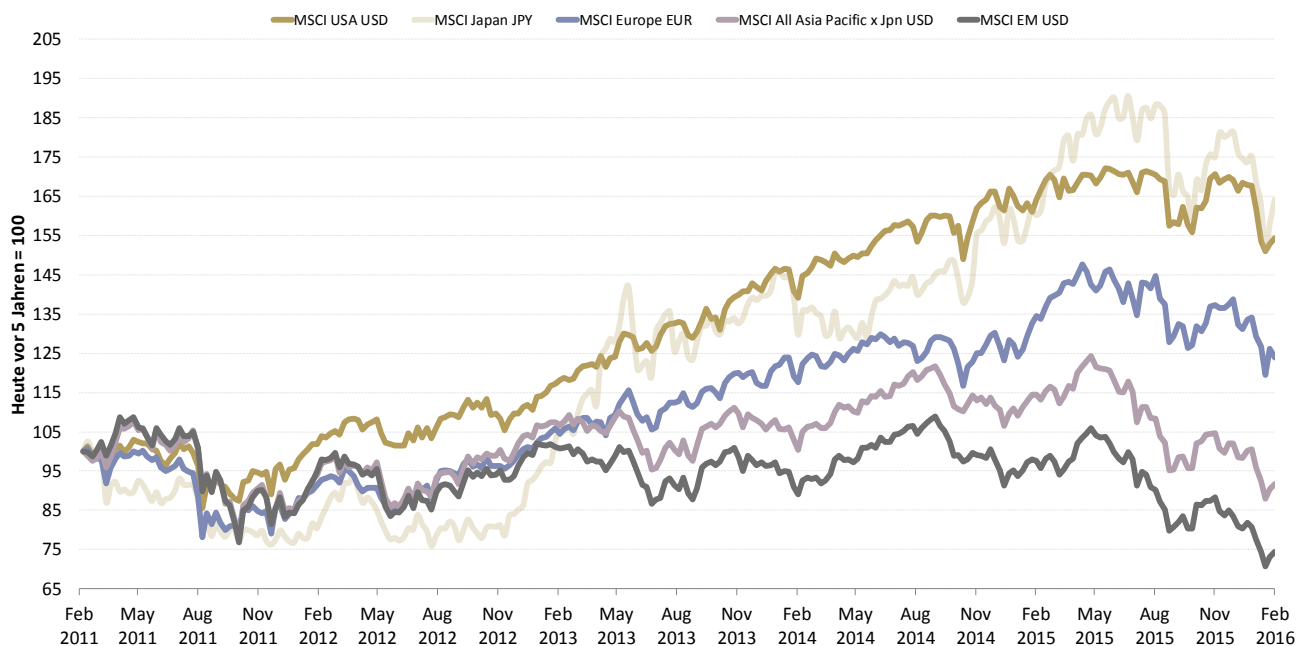
## Marktpformance

Aktien		Anteil	Marktwert	Stand	5 Tage	1 Mo.	3 Mo.	6 Mo.	1 Jahr	Seit Jahresbeginn	Trend
Welt	BBG World All Country	100%	58,082	173.5	0.1%	-9.2%	-11.5%	-15.2%	-13.2%	-9.2%	Fallend
Amerika											
USA	S&P 500	37.1%	21,535	1,903.0	0.0%	-6.9%	-9.8%	-9.3%	-7.2%	-6.9%	Fallend
	Nasdaq Composite *	12.3%	7,120	4,516.9	-1.1%	-9.8%	-12.2%	-11.7%	-4.5%	-9.8%	Fallend
	S&P 600 Small Cap *	1.0%	601	615.2	-0.4%	-8.4%	-12.8%	-13.2%	-10.9%	-8.4%	Fallend
Kanada	TSX	2.6%	1,519	12,442.3	0.9%	-4.4%	-9.2%	-14.0%	-17.4%	-4.4%	Fallend
Brasilien	Bovespa	0.7%	409	38,596.2	2.9%	-11.0%	-19.7%	-23.0%	-21.2%	-11.0%	Fallend
Mexiko	Mexbol	0.6%	332	43,092.5	3.9%	0.3%	-5.0%	-4.0%	3.7%	0.3%	Steigend
Europa											
Euroland	Euro Stoxx *	8.4%	4,896	314.6	-2.0%	-8.9%	-12.2%	-16.1%	-9.5%	-8.9%	Fallend
GB	FTSE 100	5.3%	3,106	5,922.0	0.2%	-5.1%	-7.2%	-11.5%	-13.8%	-5.1%	Fallend
Deutschl.	DAX Price Ix	2.9%	1,664	4,790.7	-2.8%	-11.1%	-12.8%	-16.6%	-14.2%	-11.1%	Fallend
Schweiz	Swiss Perf Extra Pr Ix	2.4%	1,404	214.0	1.3%	-4.2%	-1.2%	-1.3%	10.2%	-4.2%	Seitwärts
Polen	WSE	0.2%	125	1,731.6	1.1%	-6.9%	-16.0%	-22.4%	-25.9%	-6.9%	Fallend
Russland	Micex	0.6%	344	1,758.3	3.1%	-0.2%	-0.3%	5.7%	6.3%	-0.2%	Steigend
Asien											
Japan	Nikkei 225	8.2%	4,763	17,168.2	0.0%	-9.8%	-8.1%	-16.4%	-1.0%	-9.8%	Fallend
Hongkong	Hang Seng Ix	6.0%	3,502	18,963.4	-0.5%	-13.5%	-16.0%	-22.3%	-22.8%	-13.5%	Fallend
China H	China Enterprises Ix	9.1%	5,301	7,834.2	-1.6%	-18.9%	-23.8%	-28.8%	-33.4%	-18.9%	Fallend
China A	CSI 300 *	5.3%	3,094	2,929.7	0.0%	-21.5%	-15.5%	-23.5%	-14.8%	-21.5%	Fallend
Australien	ASX 200	1.7%	963	4,874.9	-1.4%	-7.9%	-7.0%	-14.2%	-14.6%	-7.9%	Fallend
Indien	Sensex	2.4%	1,367	24,335.2	-0.6%	-7.0%	-8.5%	-13.7%	-16.1%	-6.8%	Fallend
Korea	Kospi	2.0%	1,133	1,889.3	-0.4%	-3.7%	-7.8%	-5.9%	-3.2%	-3.7%	Fallend
Taiwan	Taiex	1.4%	822	8,078.8	2.2%	-3.1%	-7.3%	-5.2%	-14.5%	-3.1%	Fallend
Für alle Märkte: Kursindizes (exkl. Dividenden) in jew. Lokalwährung. Marktkapitalisierung in Mrd. USD bezieht sich auf Gesamtmarkt, ausser für Chinas CSI 300 (bezieht sich auf Index)											
Bonds											
USD-Index, korrelationsgewichtet			USD	122.3	-0.1%	1.4%	2.9%	3.1%	8.8%	1.4%	Steigend
US-Staatsanleihen **			USD	456.3	1.2%	3.7%	3.2%	3.9%	1.4%	3.7%	Steigend
Deutsche Staatsanleihen **			EUR	252.5	0.6%	1.9%	2.0%	3.5%	2.2%	1.9%	Steigend
Britische Staatsanleihen **			GBP	614.3	1.1%	3.4%	3.5%	4.4%	1.4%	3.4%	Steigend
EM Bonds in USD ***			USD	666.1	0.6%	-0.7%	-2.4%	-1.6%	-0.2%	-0.7%	Fallend
EM Bonds Lokalwährung ***			USD	232.4	2.0%	-0.2%	-4.8%	-8.4%	-15.8%	-0.2%	Fallend
Investment Grade Anleihen USD +			USD	136.2	0.4%	0.5%	-0.5%	-0.3%	-3.2%	0.4%	Steigend
Risikoranleihen High Yield USD +			USD	142.0	0.0%	-1.8%	-6.4%	-7.6%	-5.6%	-1.8%	Fallend
**Gesamtrendite, Indices von Anleihen 7 bis 10-jähriger Laufzeit. ***JP Morgan Indices + Bloomberg Indices											
Rohstoffe											
Erdöl WTI (generisch)			USD	29.7	-7.9%	-19.7%	-37.9%	-34.2%	-43.9%	-19.7%	Fallend
JOC Industrial Metals Index			USD	114.8	1.0%	-1.8%	-5.9%	-11.1%	-20.3%	-1.8%	Fallend
Gold			USD	1,126.9	0.2%	4.9%	0.8%	3.7%	-10.6%	6.2%	Steigend

Quelle: Bloomberg. Alle Angaben auf Basis des letzten gehandelten Kurses/Preises zum Zeitpunkt der Datenaktualisierung (Hongkong oder Schweiz):

03.02.2016 - 12:56

### Gesamtrendite der Aktienmärkte



## Volkswirtschaft und Unternehmen im Überblick

Volkswirtschaft		USA	China	Eurozone	Japan	Deutschl.	Grossbrit.	Brasilien	Russland	Schweiz
Bruttoinlandsprodukt (BIP) 2016, nominal <sup>1</sup>	Mia. USD	18,698	12,254	11,929	4,171	3,473	3,055	1,673	1,179	688
BIP pro Kopf 2016 (Kaufkraftparität) <sup>1</sup>	int. USD	57,766	15,184	37,071	39,172	48,203	42,080	15,587	23,876	59,706
BIP-Realwachstum 2016, geschätzt	Konsens	2.40%	6.50%	1.60%	1.00%	1.80%	2.20%	-2.80%	-0.75%	1.20%
BIP-Realwachstum 2017, geschätzt	Konsens	2.35%	6.30%	1.70%	0.60%	1.70%	2.30%	1.20%	1.30%	1.70%
BIP-Realwachstum, jüngstes Quartal	annualisiert	0.7%	6.6%	1.2%	1.0%	1.2%	2.0%	-6.7%	-2.3%	0.0%
Arbeitslosenrate <sup>2</sup>		5.0%	4.1%	10.4%	3.3%	6.2%	5.1%	6.9%	5.8%	3.4%
Inflationsrate (Verbraucherpreise)	jährl.	0.7%	1.6%	0.4%	0.2%	0.4%	0.2%	10.7%	12.9%	-1.3%
Industrieproduktion	jährl.	-1.8%	5.9%	1.1%	-1.6%	0.1%	-1.2%	-0.7%	-4.5%	-2.7%
Budgetsaldo, strukturell / BIP 2016	IWF	-3.0%	-2.1%	-0.6%	-4.3%	0.2%	-2.5%	-5.4%	-3.6%	0.0%
Bruttostaatsverschuldung / BIP 2016	IWF	106%	46%	92%	248%	68%	88%	74%	21%	46%
Leistungsbilanzsaldo / BIP 2016	IWF	-3.0%	2.8%	3.1%	3.0%	8.0%	-4.3%	-3.8%	5.4%	7.0%
Währungsreserven	Mia. USD	40	3,330	246	1,179	36	101	185	320	602
		ESM/EFSF								
Staatsanleihen-Rendite 2j. **	p.a.	0.73%	2.34%	-0.35%	-0.17%	-0.48%	0.38%	15.11%	11.99%	-0.90%
Staatsanleihen-Rendite 10j. **	p.a.	1.85%	2.83%	0.52%	0.07%	0.31%	1.54%	11.61%	11.39%	-0.28%
Leitzins <sup>o</sup>	p.a.	0.50%	4.35%	0.05%	0.10%	0.05%	0.50%	14.25%	8.25%	-0.25%

<sup>1</sup>IWF-Schätzung <sup>2</sup>annualisiertes Wachstum gegenüber Vorquartal <sup>3</sup>China ohne Migranten <sup>\*\*</sup> Swap-Sätze für China und Brasilien, vergleichbare ESM/EFSF-Bonds für Eurozone <sup>o</sup>Maximalzinss für Fed, SNB

Unternehmen		USA	China	Eurozone	Japan	Deutschl.	Grossbrit.	Brasilien	Russland	Schweiz
Marktkapitalisierung*	Mia. USD	21,535	8,802	5,930	4,763	1,664	3,106	409	344	1,404
Gewinnwachstum je Aktie, geschätzt (MSCI)										
Nächstes Bilanzjahr / aktuelles Bilanzjahr	Konsens	13.6%	13.7%	12.1%	10.6%	10.8%	16.8%	25.6%	23.9%	9.5%
Übernächstes Binanzjahr / nächstes Bilanzjahr	Konsens	11.5%	3.5%	10.0%	8.1%	9.0%	14.5%	23.2%	-5.9%	10.0%
Umsatzwachstum je Aktie, geschätzt (MSCI)										
Nächstes Bilanzjahr / aktuelles Bilanzjahr	Konsens	6.0%	10.1%	4.1%	2.0%	3.4%	8.0%	7.9%	12.9%	2.5%
Übernächstes Binanzjahr / nächstes Bilanzjahr	Konsens	2.4%	3.1%	0.0%	3.2%	4.1%	3.8%	16.3%	1.0%	6.1%
Bewertungsindikatoren (MSCI)										
Kurs-Gewinn-Verhältnis (12 Mo. vorwärts)	Konsens	15.85	8.56	13.43	13.70	11.88	15.34	9.22	5.80	16.06
Kurs-Umsatz-Verhältnis (w.o.)	Konsens	1.63	1.02	0.89	0.74	0.73	1.18	0.81	0.63	1.94
Dividendenrendite	Konsens	2.4%	3.3%	3.8%	2.1%	3.4%	4.5%	5.1%	5.3%	3.6%

Alle Schätzungen: Von Bloomberg ermittelter Konsenswerte. \*Marktkapitalisierung Chinas inkludiert Hongkong. Gewinnwachstum: "Wende pos.", von Verlust zu Gewinn, "Wende neg.", Verlust erwartet.

Quelle: Bloomberg. Alle Angaben auf Basis des letzten gehandelten Kurses/Preises zum Zeitpunkt der Datenaktualisierung (Schweiz):

03 Feb 2016 12:56

## LGT Asset Allocation Strategie nach jüngster Überprüfung am 26. Januar 2016

Öffentliche Aktien sind aufgrund unserer Präferenz für Europa und Japan leicht übergewichtet. Gesamtaktienrisiko (Aktien-Beta) ist aber aufgrund unserer Positionierung im alternativen Bereich neutral. Anleihen sind klar untergewichtet. Wir bevorzugen den USD und JPY und fahren eine hohe Cashquote.

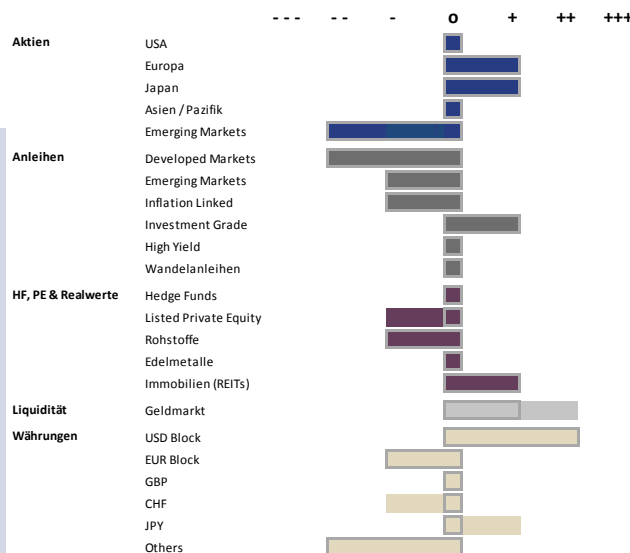


Das Strategieteam der LGT Capital Partners AG überprüft laufend - d.h. regelmässig und ad-hoc - die taktische Anlageallokation (TAA) der gemischten Portfolios.

Die TAA wird hier als geringfügige, moderate oder deutliche Abweichung von der «neutralen» (d.h. strategischen) Position (SAA) dargestellt.

Im LGT Beacon erwähnte Veränderungen oder Themen können durch dieses breite Raster fallen. Einzelne Portfolios der LGT können ebenfalls leicht davon abweichen.

Dieser Überblick gibt die Grundtendenz wieder und dient primär der Kommunikation einer Marktmeinung in Portfoliokontext.



**Disclaimer:** Diese Publikation dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertstellung und kein öffentliches Inserat zum Kauf- oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Der Inhalt dieser Publikation ist von unseren Mitarbeitern verfasst und beruht auf Informationsquellen, welche wir als zuverlässig erachten. Wir können aber keine Zusicherung oder Garantie für dessen Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität abgeben. Die Umstände und Grundlagen, die Gegenstand der in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind, können sich jederzeit ändern. Einmal publizierte Informationen dürfen daher nicht so verstanden werden, dass sich die Verhältnisse seit der Publikation nicht geändert haben oder dass die Informationen seit ihrer Publikation immer noch aktuell sind. Die Informationen in dieser Publikation stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch dürfen alleine aufgrund dieser Angaben Anlage oder sonstige Entscheide getroffen werden. Eine Beratung durch eine qualifizierte Fachperson wird empfohlen. Anleger sollten sich bewusst sein, dass der Wert von Anlagen sowohl steigen als auch fallen kann. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist daher keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Ausserdem unterliegen Anlagen in Fremdwährungen Devisenschwankungen. Wir schliessen uneingeschränkt jede Haftung für Verluste bzw. Schäden irgendwelcher Art aus - sei es für direkte, indirekte oder Folgeschäden -, die sich aus der Verwendung dieser Publikation ergeben sollten. Diese Publikation ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Verteilung dieser Publikation verbietet oder von einer Bewilligung abhängig machen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, müssen sich daher über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten.