

Julius Bär

# WIRTSCHAFTS- UND FINANZMARKTPERSPEKTIVEN 2015

Janwillem C. Acket, Chefökonom  
IST INSIGHT Zürich, 25.März 2015

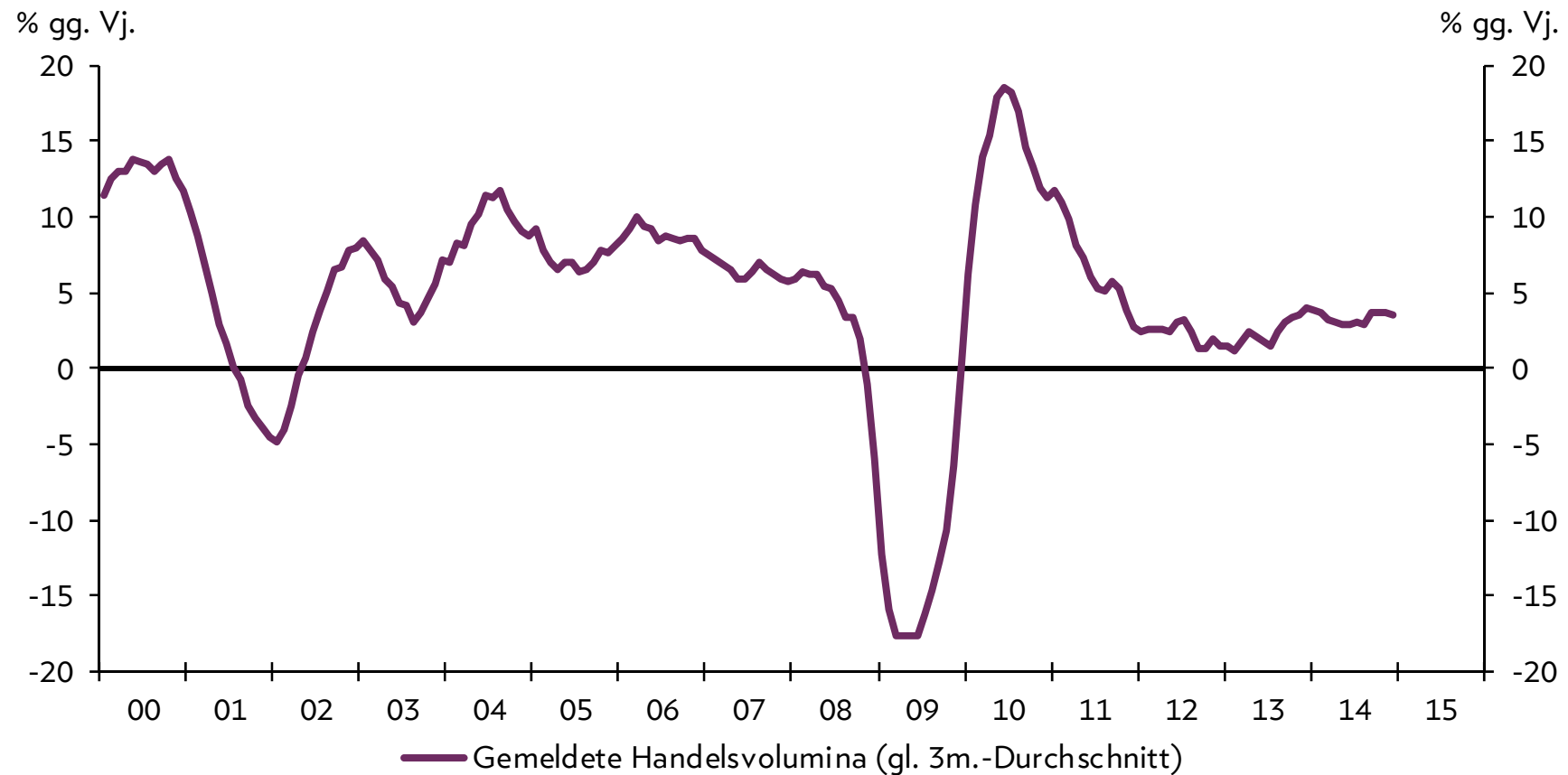
Bitte beachten Sie die wichtigen rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments



# DER WELTHANDEL DÜMPELT SEIT 2010 DAHIN

Seit dem kurzen Konjunkturaufschwung 2010/11 kommt der Welthandel nur bescheiden voran. Die Erholung 2013/14 hat sich nicht weiter verstärkt.

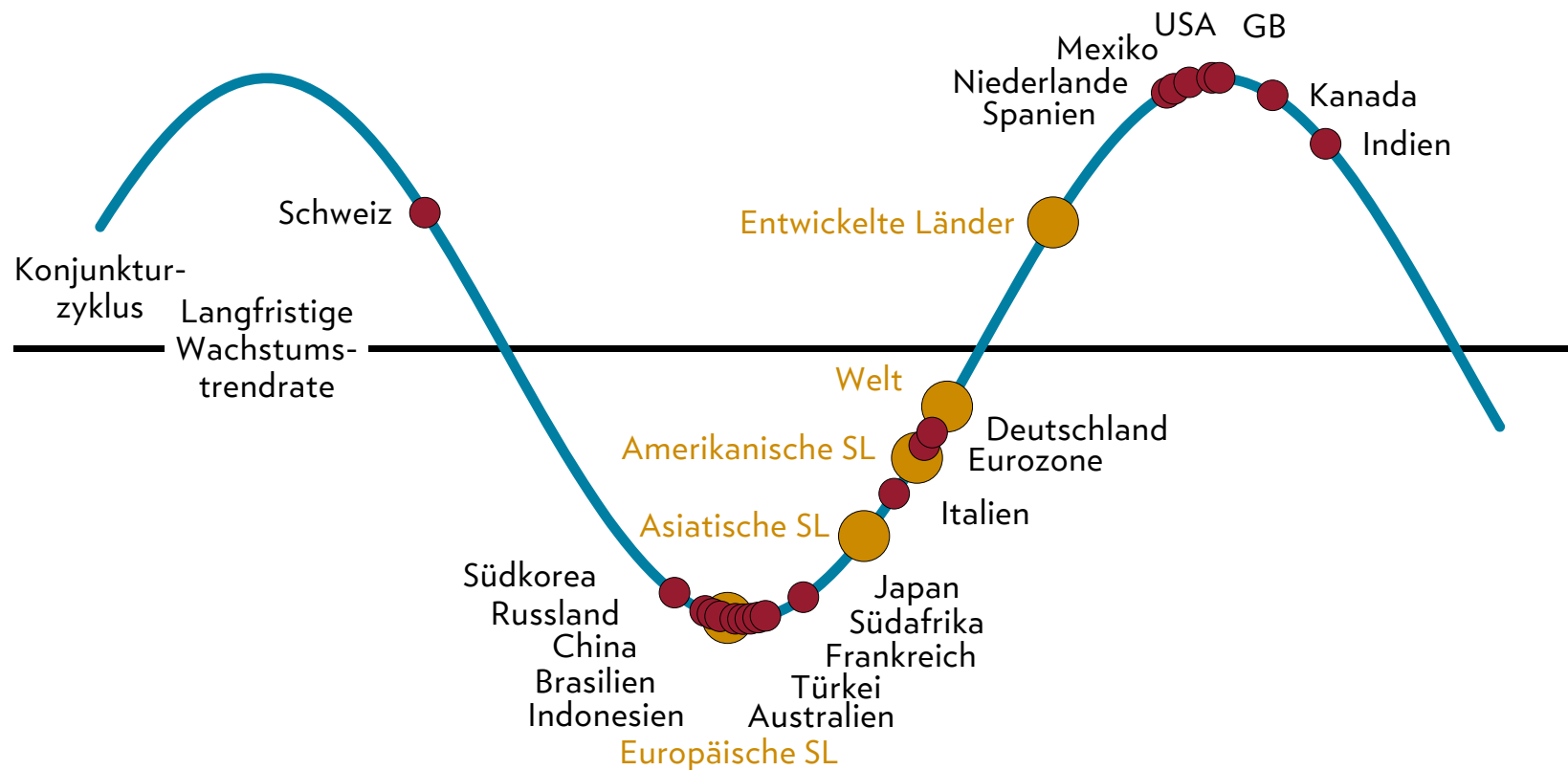
## Entwicklung des Welthandels



Quelle: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB), Julius Bär

# AKTUELLER KONJUNKTURÜBERBLICK – MÄRZ 2015

Eine Divergenz ist weiterhin unter den Ländergruppen zu beobachten. Die eurozone erholt sich stetig, während sich viele Schwellenländer relativ bescheiden entwickeln.

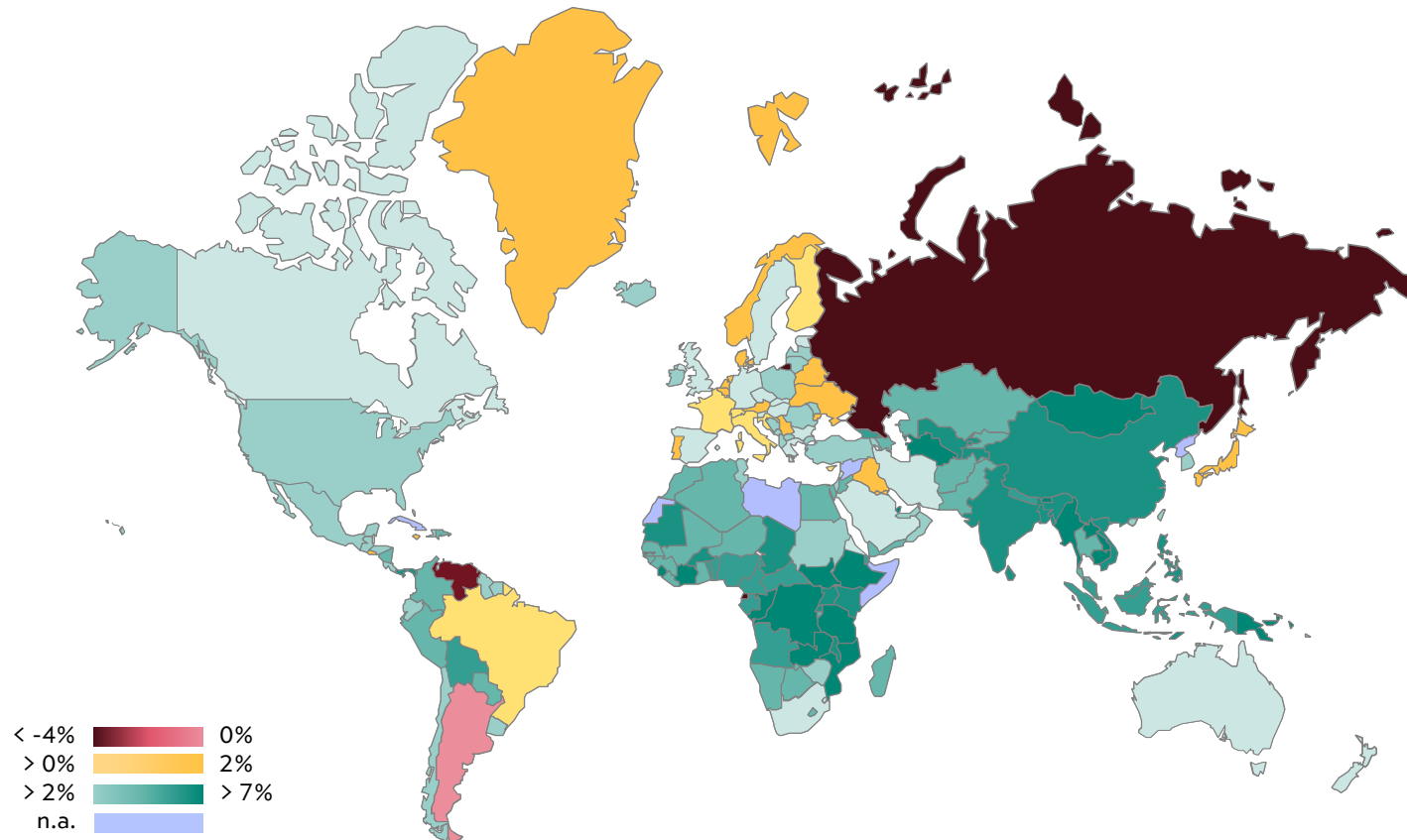


Quelle: Julius Bär  
SL = Schwellenländer

# WENIGER DIVERGENTES GLOBALES WACHSTUM IN 2015

Die USA und China bleiben dominante Konjunkturlokomotiven, ohne weitere Tempoverschärfung; die Eurozone und Japan erleben einen Wachstumsaufschwung.

## Erwartetes Wachstum des realen Bruttoinlandproduktes (BIP) in 2015



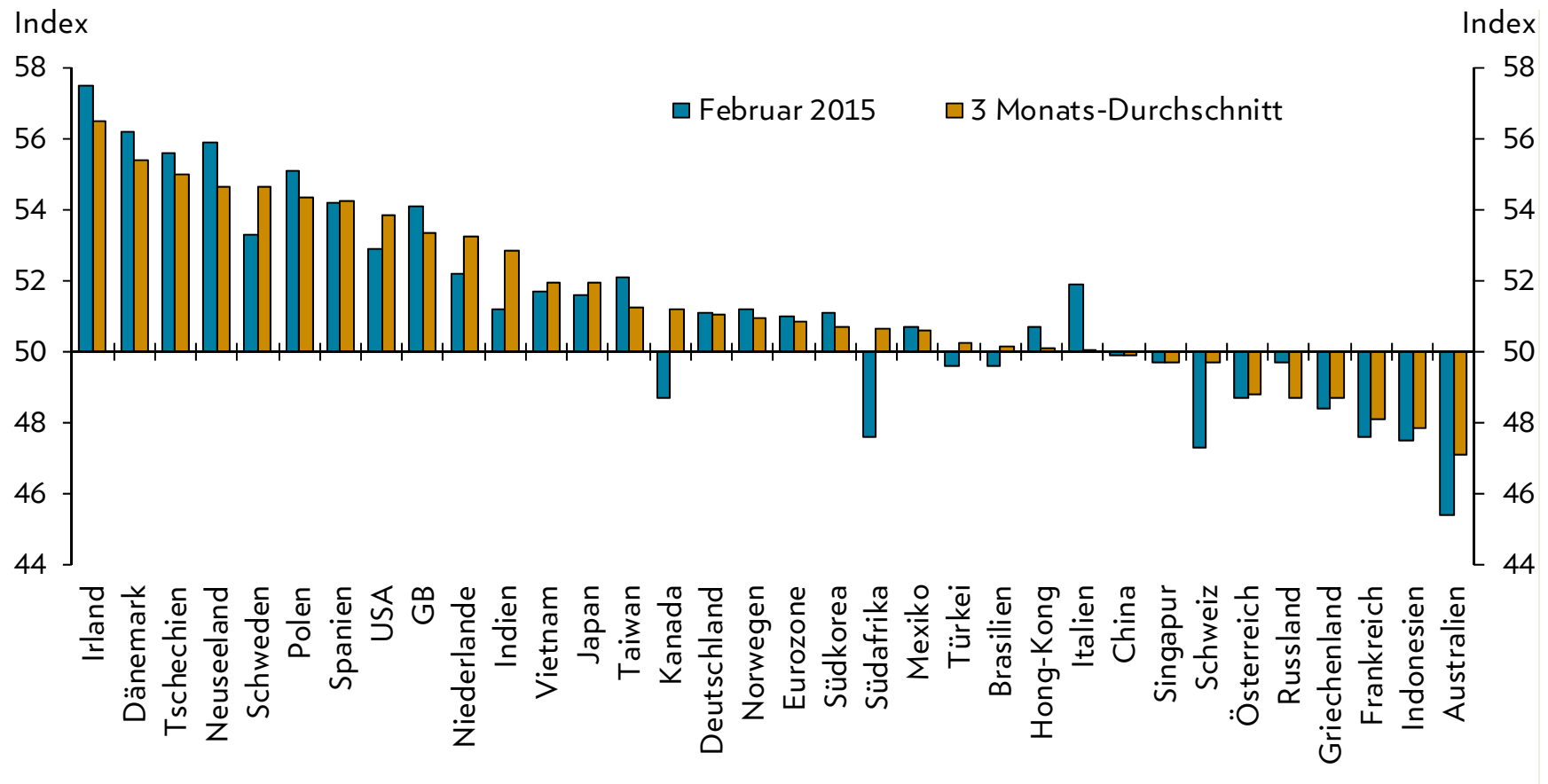
Quelle: Internationaler Währungsfonds (IWF), Julius Bär

\*Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung

# VORLAUFINDIKATOREN: PMI VERARBEITENDER SEKTOR

Eine stärkere Aktivität zeichnet sich bei den meisten Ländern ab. Unter den Länderkategorien werden einige Länder deutlich zur Wachstumsschwäche neigen.

## Überblick über die Umfrageergebnisse bei Einkaufsverantwortlichen (PMIs) in den Unternehmen des verarbeitenden Sektors

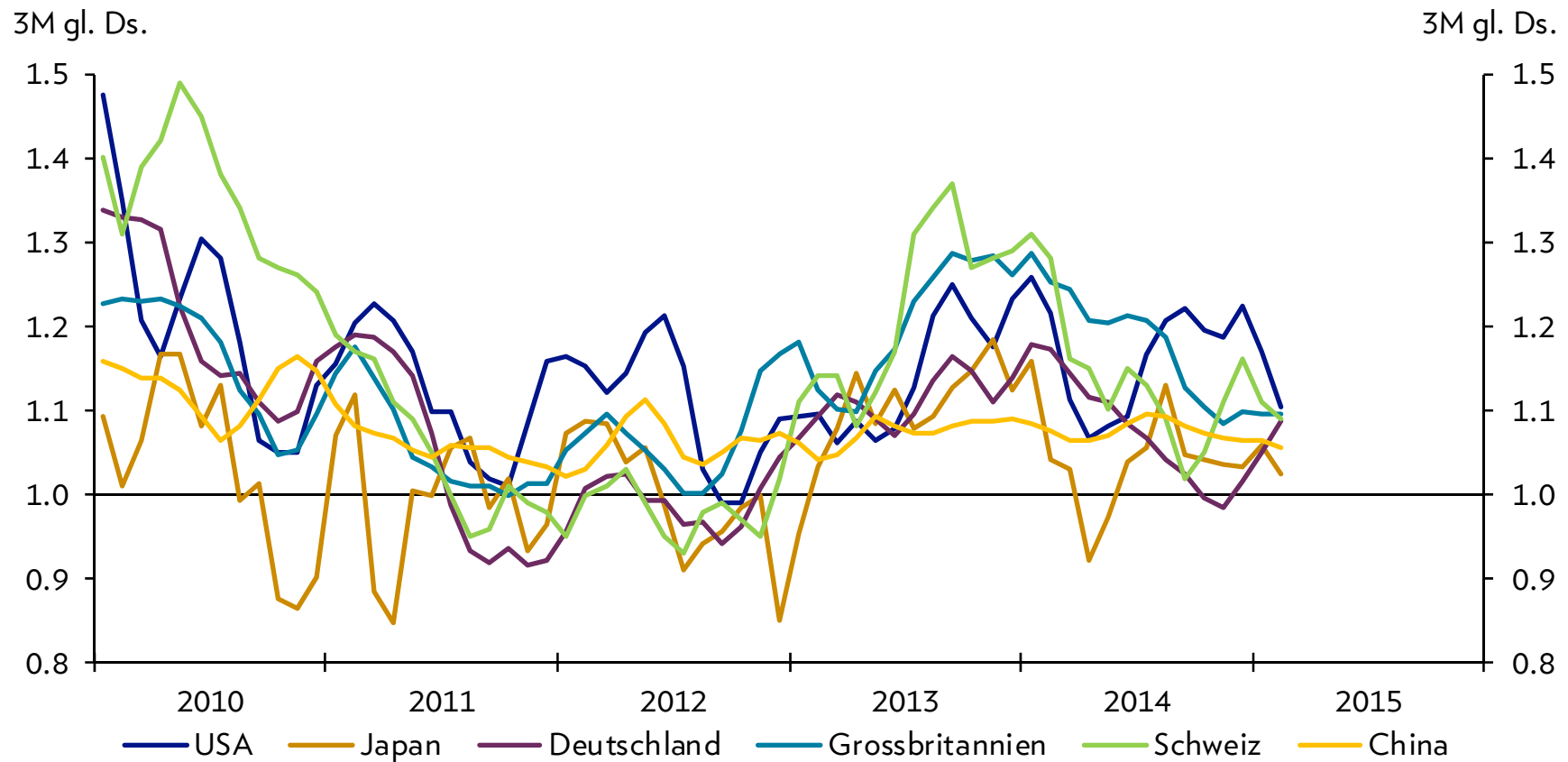


Quelle: Markit Economics, Bloomberg Finance L.P., Julius Bär / PMI= Purchasing Manager Index

# POSITIVE DYNAMIK DER BESTELLUNGSEINGÄNGE

Die USA werden sich vorerst kaum weiter beschleunigen, die Schweiz schwächeln, in Europa zeichnet sich eine positive Wende ab und Asien bleibt robust unterwegs.

## PMIs des verarbeitenden Sektors - Verhältnis neuer Bestellungen zu den Lagerbeständen

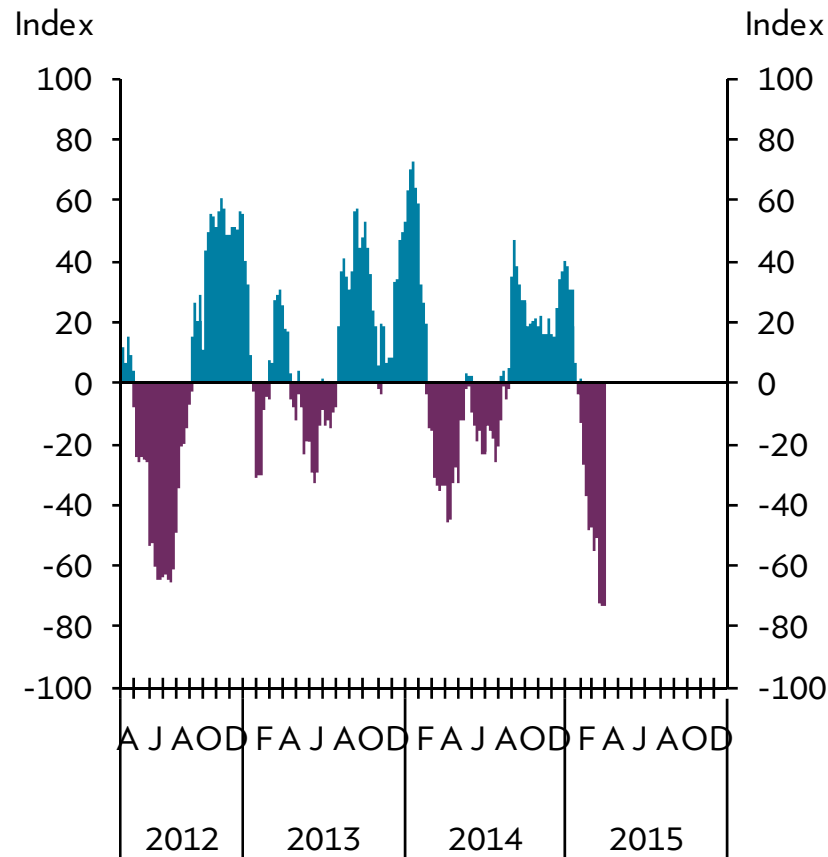


Quelle: Markit Economics, Bloomberg Finance L.P., Julius Bär / PMI= Purchasing Manager Index

# DIVERGENZ BEI DEN WIRTSCHAFTSDATEN

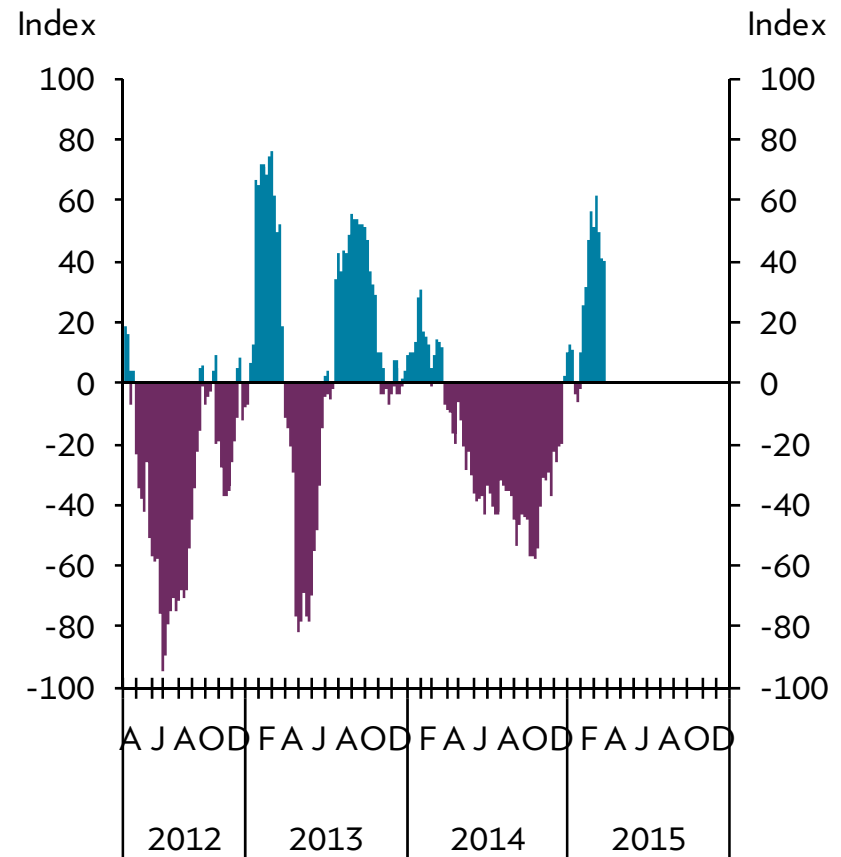
US-Wirtschaftsdaten haben, insgesamt gesehen, in letzter Zeit enttäuscht.  
Genau das Gegenteil ist der Fall bei den Indikatoren der Eurozone.

## Überraschungsindex für Wirtschaftsdaten der USA



Quelle: Citi, Julius Bär

## Überraschungsindex für Wirtschaftsdaten der Eurozone

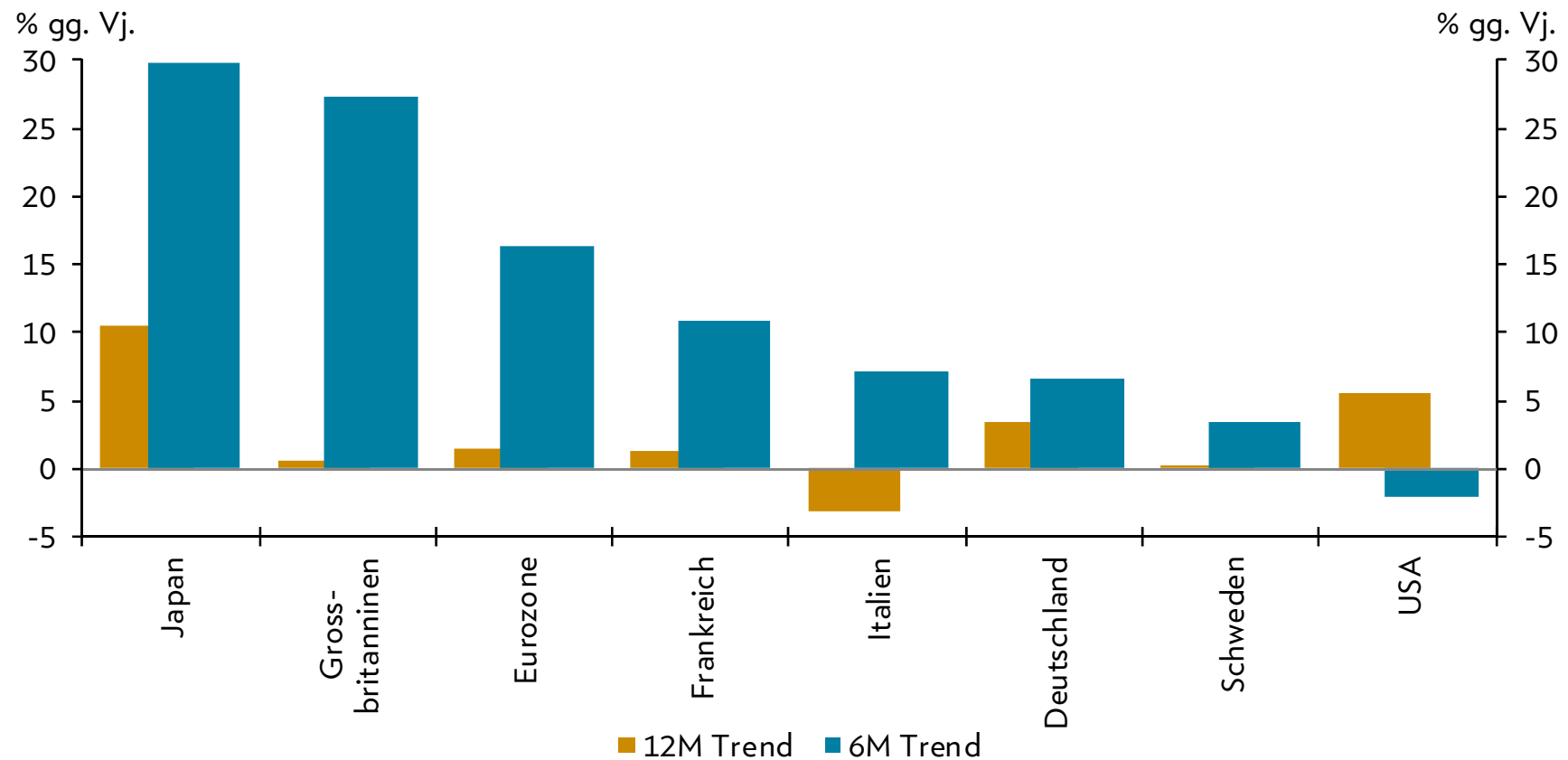


Quelle: Citi, Julius Bär

# EXPORTE ALS WACHSTUMSTREIBER IMMER WICHTIGER

Eine Neubelebung der Exporte ist zu beobachten: Japan und die Eurozone profitieren von schwächeren Währungen, US-Exporte werden durch den starken USD behindert.

## Tendenzen der realen Ausfuhren



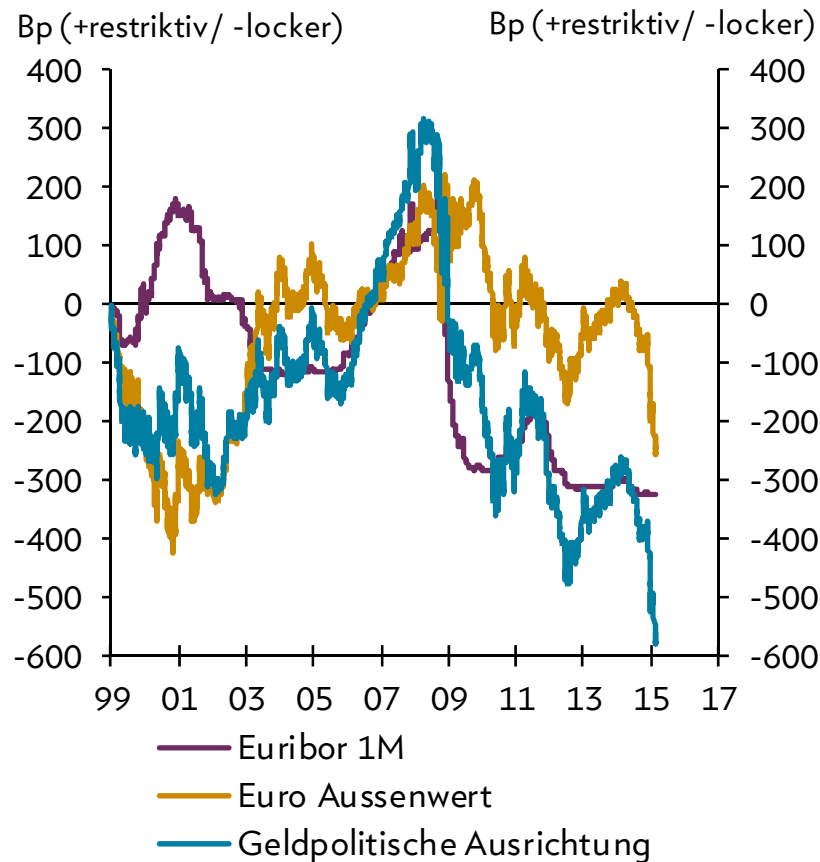
Quelle: Datastream, Julius Bär



# EZB-GELDPOLITIK MIT 9 MONATEN VERZÖGERUNG

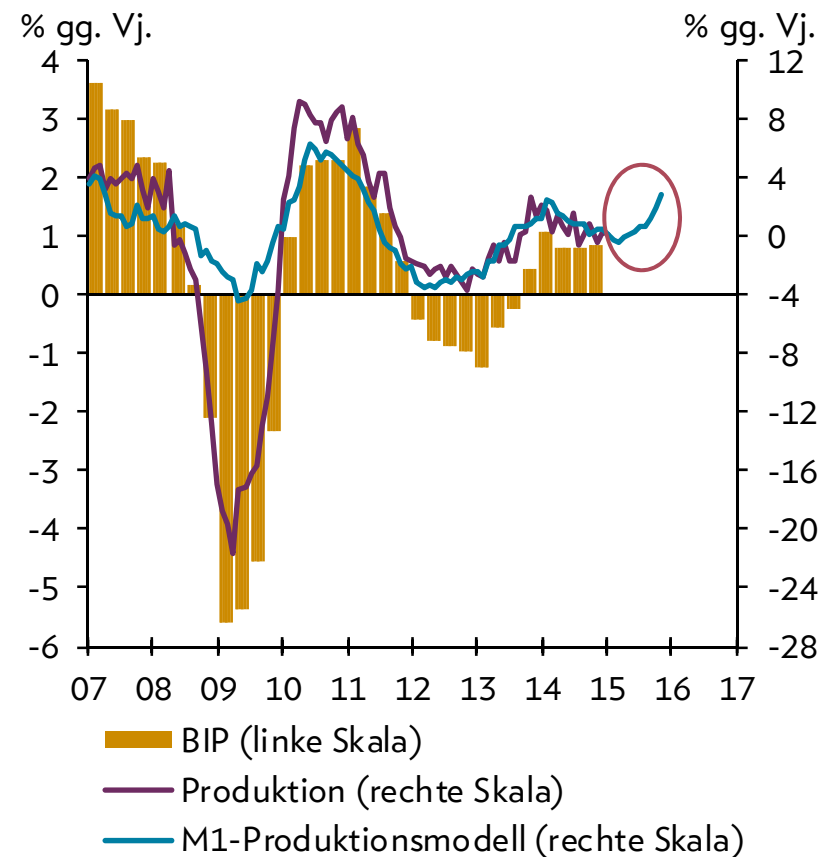
Infolge Euroaufwertung wirkte die EZB-Geldpolitik ab 2013 restriktiver; ab Mitte 2014 wurde sie erneut gelockert, ist aber erst ab April 2015 wachstumswirksam.

## Die monetären Bedingungen der Eurozone wurden erst ab Juni 2014 erneut gelockert.



Quelle: EZB, Julius Bär

## M1-Wachstum läuft Industrieproduktionswachstum um etwa 9 Monate voraus.

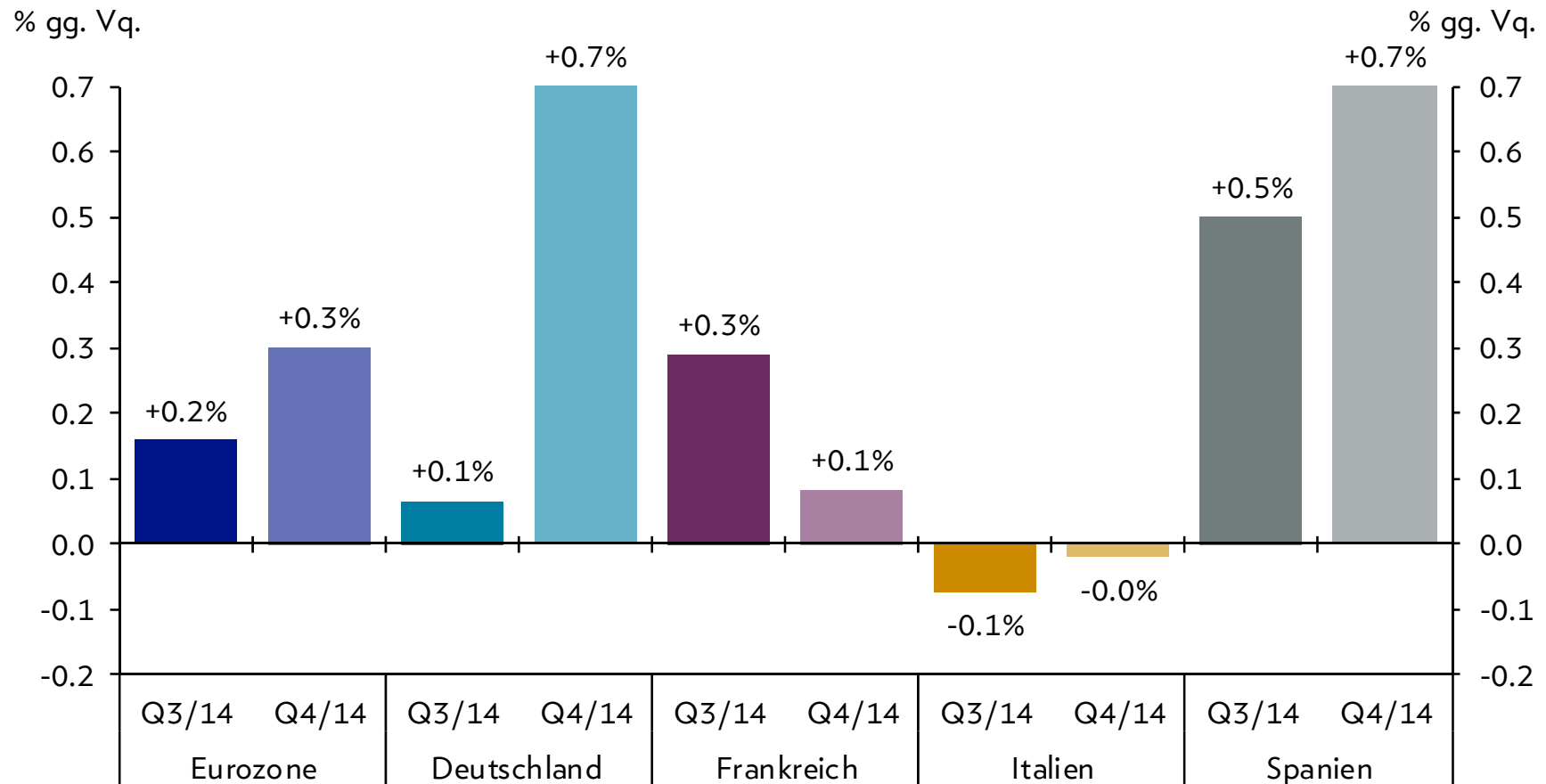


Quelle: Eurostat, EZB, Julius Bär

# DAS WACHSTUM DER EUROZONE BESCHLEUNIGT SICH

Deutschland und Spanien beschleunigen das Wachstum der Eurozone, während Frankreich und Italien auf der Bremse stehen.

## Quartalsveränderungen des realen Bruttoinlandproduktes der Eurozone und ihrer grössten Mitgliedländer

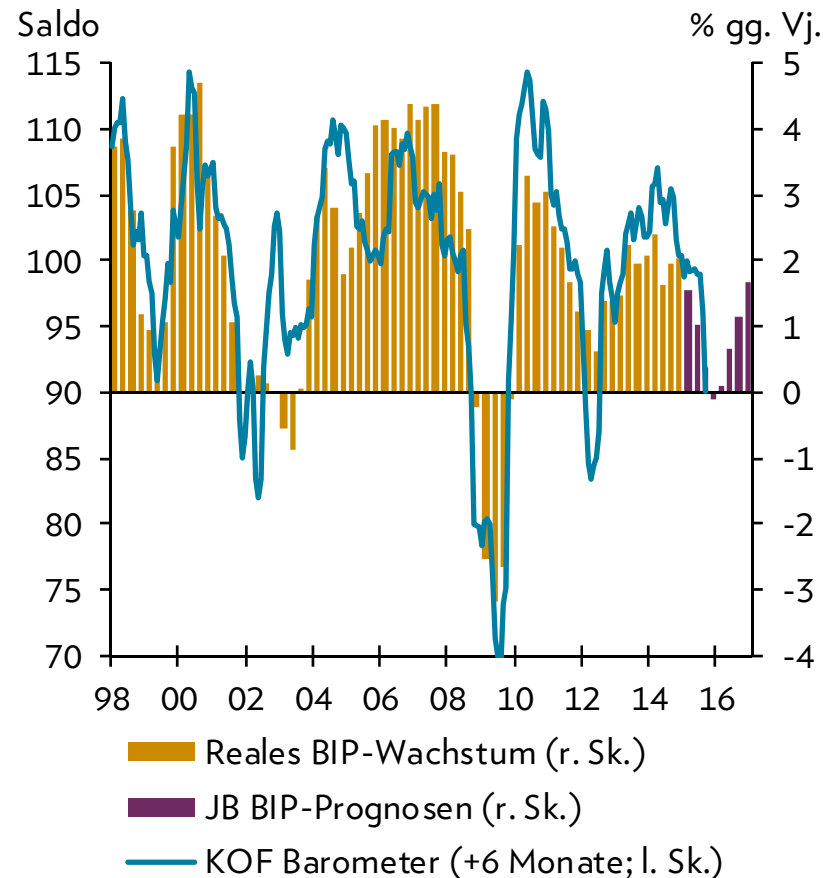


Quelle: Eurostat, Julius Bär

# DIE SCHWEIZ FÄLLT IN EINE ZYKLISCHE DELLE

Die Aufgabe der Wechselkursuntergrenze zum Euro am 15. Januar wird die Schweizer Volkswirtschaft in eine Wachstumsdelle und kurzfristige Deflation stossen.

## KOF-Barometer und BIP Wachstum: 2015 wächst die Schweiz etwa 0.7% gg. Vj. .



Quelle: KOF, Datastream, Julius Bär

## Ein Eurokurs von 1.05-1.10 wäre verkraftbar, nicht aber die Parität zum Euro.

in % gg. Vorjahr	2012	2013	2014	2015	2016
Bruttoinlandprodukt	1.1	1.9	2.0	0.7	0.9
+ Privater Konsum	2.8	2.2	1.0	1.5	1.8
+ Öff. Konsum	2.9	1.4	1.1	2.6	1.8
+ Bauinvestitionen	2.9	1.3	0.9	0.3	1.6
+ Ausrüstungsinv.	2.3	2.1	2.3	3.6	4.1
+ Exporte*	3.4	1.1	3.5	-1.3	1.1
- Importe*	4.2	1.5	1.6	2.0	4.3
Teuerung**	-0.7	-0.2	-0.0	-1.3	-0.1
Arbeitslosenquote (%)	2.9	3.2	3.2	3.7	3.8
Erwerbstätige***	1.5	1.1	1.3	-0.8	-0.1

\* Güter und Dienstleistungen, ohne Wertsachen und Transithandel

\*\* Konsumentenpreisindex

\*\*\*in % gg. Vorjahr, in Vollzeitäquivalenten

Quelle: SECO, BfS, Julius Bär

# OECD HAT DIE CHANCE FÜR EINEN STABILEN ZYKLUS

Ab 2015 dürfte sich für viele entwickelte Länder endlich ein stabilerer Konjunkturverlauf einstellen können.

## Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts, in % zum Vorjahr

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
USA	2.5	1.6	2.3	2.2	2.4	3.2	3.0
Japan	4.7	-0.5	1.8	1.6	0.0	0.8	1.5
Grossbritannien	1.9	1.7	0.7	1.7	2.6	2.4	2.4
Eurozone	2.0	1.7	-0.8	-0.4	0.9	1.5	1.8
Deutschland	4.1	3.6	0.4	0.1	1.6	2.2	1.8
Frankreich	1.9	2.1	0.4	0.4	0.4	0.8	0.9
Italien	1.7	0.7	-2.8	-1.7	-0.4	0.3	1.2
Spanien	0.0	-0.6	-2.1	-1.2	1.4	2.2	2.1
Schweiz	2.9	1.9	1.1	1.9	2.0	0.7	0.9

Quelle: Datastream, Julius Bär

# ETLICHE WICHTIGE SCHWELLENLÄNDER SCHWÄCHELN

Die meisten wichtigen Schwellenländer sind derzeit mit ernstzunehmenden strukturellen Problemen konfrontiert und teilweise weit vom Wachstum von 2010 entfernt.

## Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts, in % zum Vorjahr

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Brasilien	7.5	2.7	1.0	2.5	0.0	0.0	1.5
Mexiko	5.1	4.0	4.0	1.4	2.1	3.0	3.5
Russland	4.5	4.3	3.4	1.3	0.6	-6.0	0.0
Türkei	9.2	8.8	2.1	4.1	2.5	3.0	4.0
China	10.5	9.3	7.7	7.7	7.4	6.9	6.5
Indien	11.0	7.9	4.9	6.4	7.2	7.5	7.8
Indonesien	6.2	6.5	6.3	5.8	5.1	5.5	6.0
Südafrika	3.0	3.2	2.2	2.2	1.5	2.0	2.5

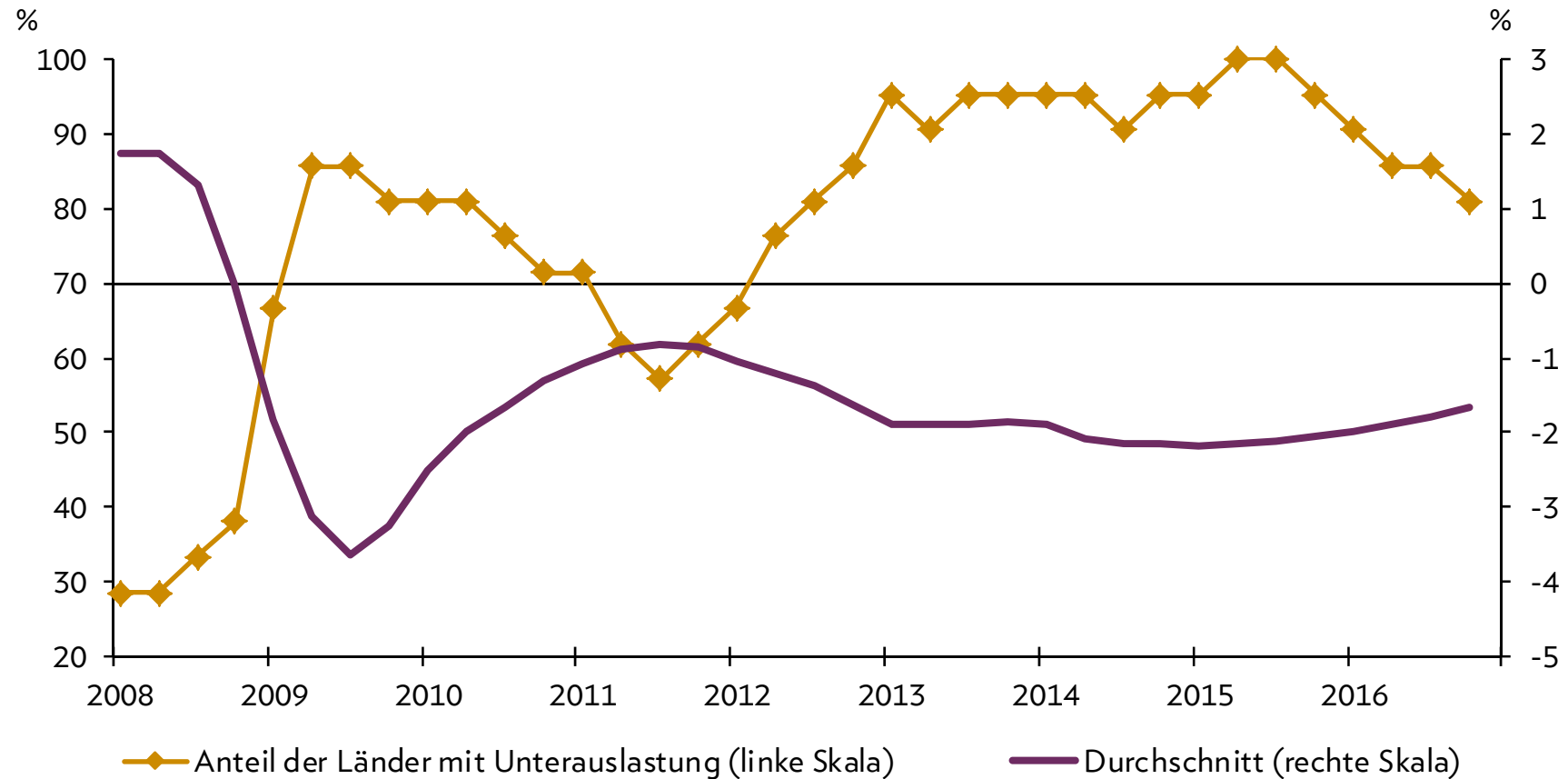
Quelle: Datastream, Julius Bär

# Globales Umfeld begünstigt tiefe Inflation

Das Angebot übersteigt die Nachfrage in fast allen wichtigen Ökonomien und treibt die Inflation nach unten. Kaum eine Volkswirtschaft zeigt heute eine Überauslastung.

## Globaler "Output Gap"

(11 Industrienationen und 10 Schwellenländer)

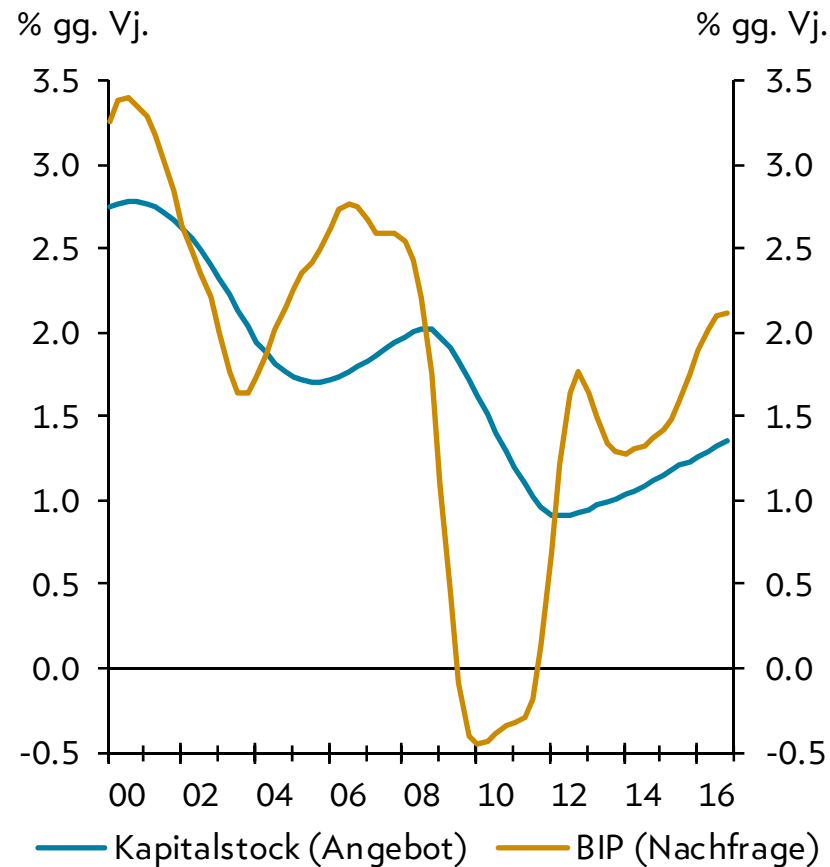


Quelle: Datastream, Julius Bär

# DIVERGIERENDE REGIONALE KAPAZITÄTSDYNAMIK

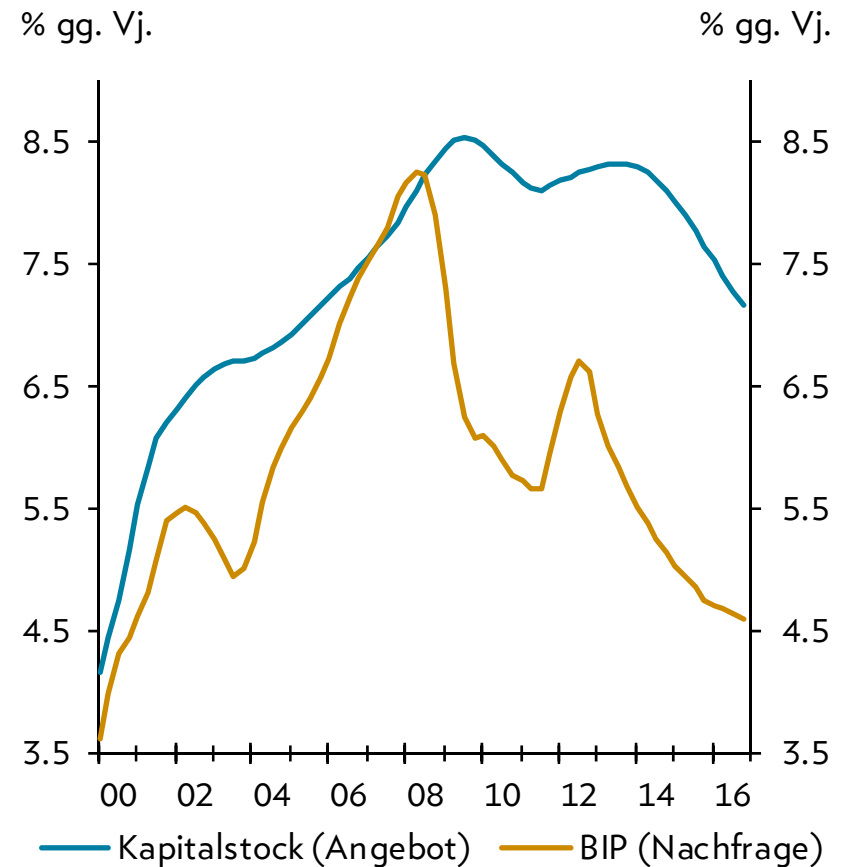
In den entwickelten Volkswirtschaften liegt das Nachfragewachstum über demjenigen der Kapazitätserweiterungen - in völligem Gegensatz zu den Schwellenländern.

## Nachfrage- und Angebotsdynamik in den entwickelten Ländern



Quelle: Oxford Economics, Julius Bär

## Nachfrage- und Angebotsdynamik in den Schwellenländern



Quelle: Oxford Economics, Julius Bär

# DER «ROHSTOFF-SUPERZYKLUS» IST VORLÄUFIG VORBEI

Rohstoffpreise und Welthandel reflektieren die verhaltene Konjunkturerholung.  
Neue Anbieter und Innovationen halten die Rohstoffpreisentwicklung unter Druck.

## Veränderungen gegenüber Vorjahr in % und USD/bbl

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Rohstoffe (ohne Energie)	30.1	18.3	-12.8	-5.3	-4.3	-13.5	0.3
Brent Crude Oil (USD/bbl)	79.6	110.9	112.0	108.8	98.9	62.1	62.5
Brent Crude Oil	28.7	39.3	1.0	-2.8	-9.1	-37.2	0.6
Welthandel	13.6	6.1	2.1	2.6	3.5	6.0	7.2

Quelle: Datastream, Julius Bär



# KONJUNKTUR VERHINDERT SIGNIFIKANTE TEUERUNG

Wegen des latenten Überangebots an den Märkten und der nur allmählich in Fahrt kommenden Wachstumsdynamik, dürfte die Teuerung auf tiefen Niveaus verharren.

## Veränderung der Konsumentenpreise, in % zum Vorjahr

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
USA	1.6	3.2	2.1	1.5	1.6	0.0	1.8
Japan	-0.7	-0.3	-0.0	0.4	2.7	0.1	0.3
Grossbritannien	3.3	4.5	2.8	2.6	1.5	0.0	1.3
Eurozone	1.6	2.7	2.5	1.4	0.4	0.3	1.6
Deutschland	1.2	2.5	2.1	1.6	0.8	0.1	1.6
Frankreich	1.7	2.3	2.2	1.0	0.6	0.1	1.3
Italien	1.6	2.9	3.3	1.3	0.2	0.4	1.4
Spanien	2.0	3.1	2.4	1.5	-0.2	-0.7	1.2
Schweiz	0.7	0.2	-0.7	-0.2	-0.0	-1.3	-0.1

Quelle: Datastream, Julius Bär

# SCHWELLENLÄNDER: INFLATION IST STRUKTURBEDINGT

Schlechte Wirtschaftspolitik schlägt sich in schwindender Wettbewerbsfähigkeit, schwachen Währungen und steigender Inflation nieder.

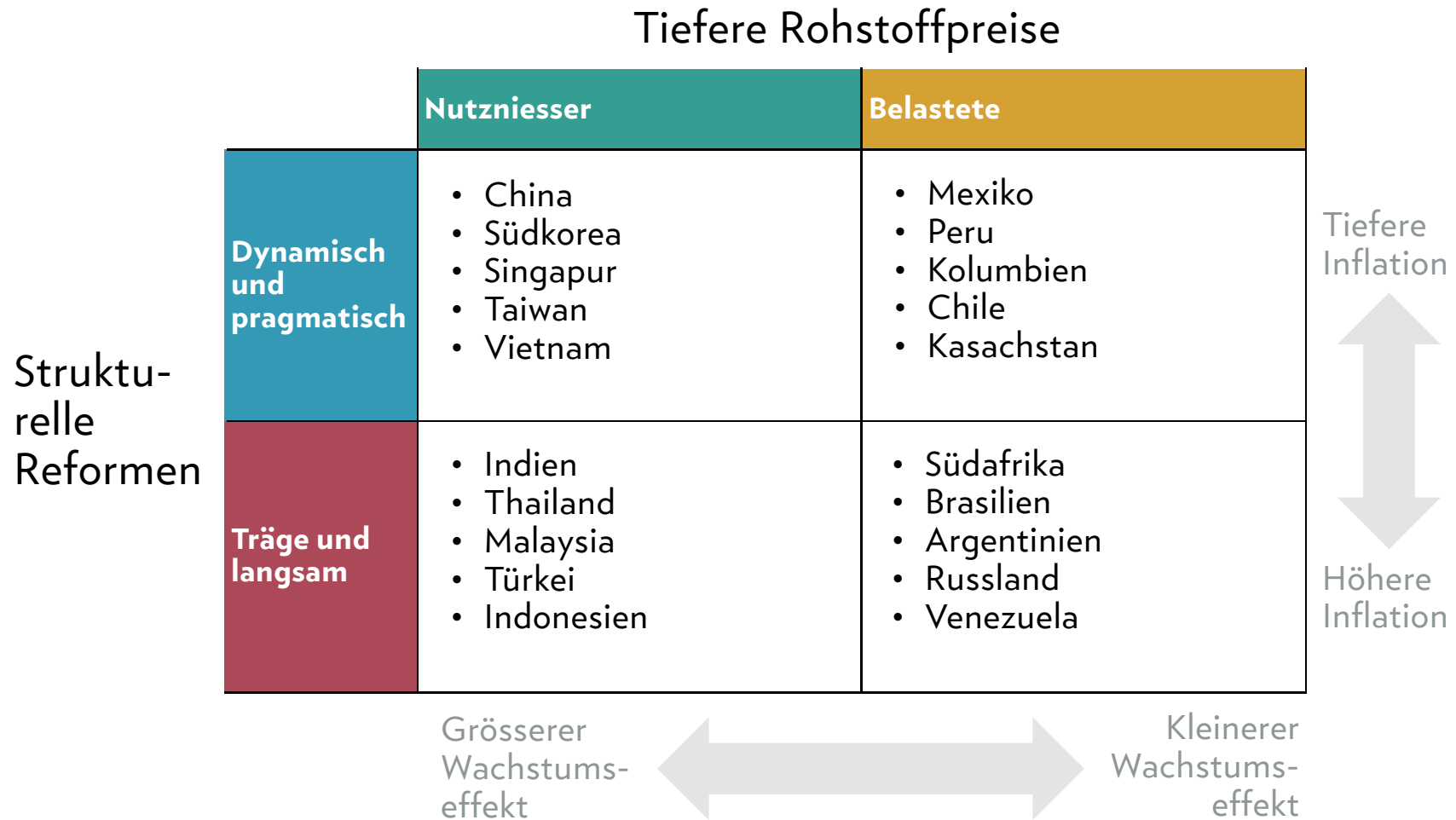
## Veränderung der Konsumentenpreise, in % zum Vorjahr

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Brasilien	5.1	6.6	5.4	6.4	6.0	6.0	5.5
Mexiko	4.2	3.4	4.1	3.8	4.0	3.5	3.5
Russland	6.9	8.5	5.1	6.7	7.8	7.5	6.0
Türkei	8.6	6.5	8.9	7.5	8.9	6.0	6.5
China	3.3	5.4	2.7	2.6	2.0	1.8	2.5
Indien	9.6	9.5	7.6	6.3	3.9	6.5	6.5
Indonesien	5.1	5.4	4.3	7.0	6.4	7.0	5.5
Südafrika	4.3	5.0	5.7	5.8	6.1	5.5	5.5

Quelle: Datastream, Julius Bär

# DIVERGIERENDE SCHWELLENLÄNDER

Unterschiedliche Wachstumsimpulse von tieferen Rohstoffpreisen und inflationäre Konsequenzen von strukturellen Problemen.



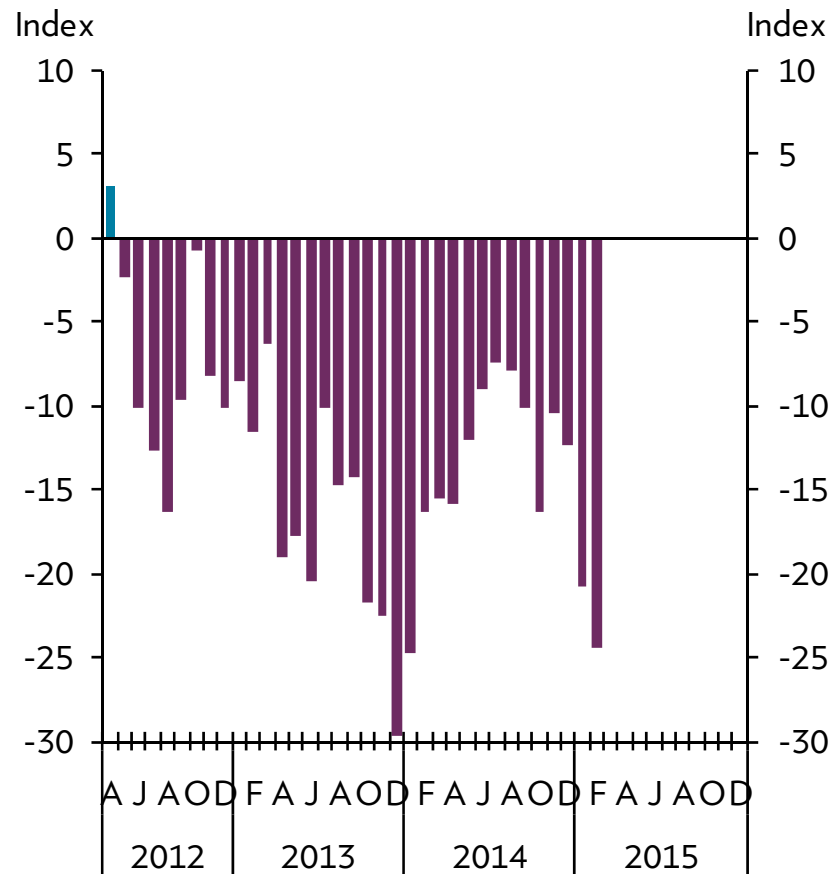
Quelle: Julius Bär

# NEGATIVE TEUERUNGSÜBERRASCHUNGEN NEHMEN ZU

In letzter Zeit haben sich die negativen Teuerungsüberraschungen auf der ganzen Welt wieder gehäuft

## Entwickelte Volkswirtschaften (G10)

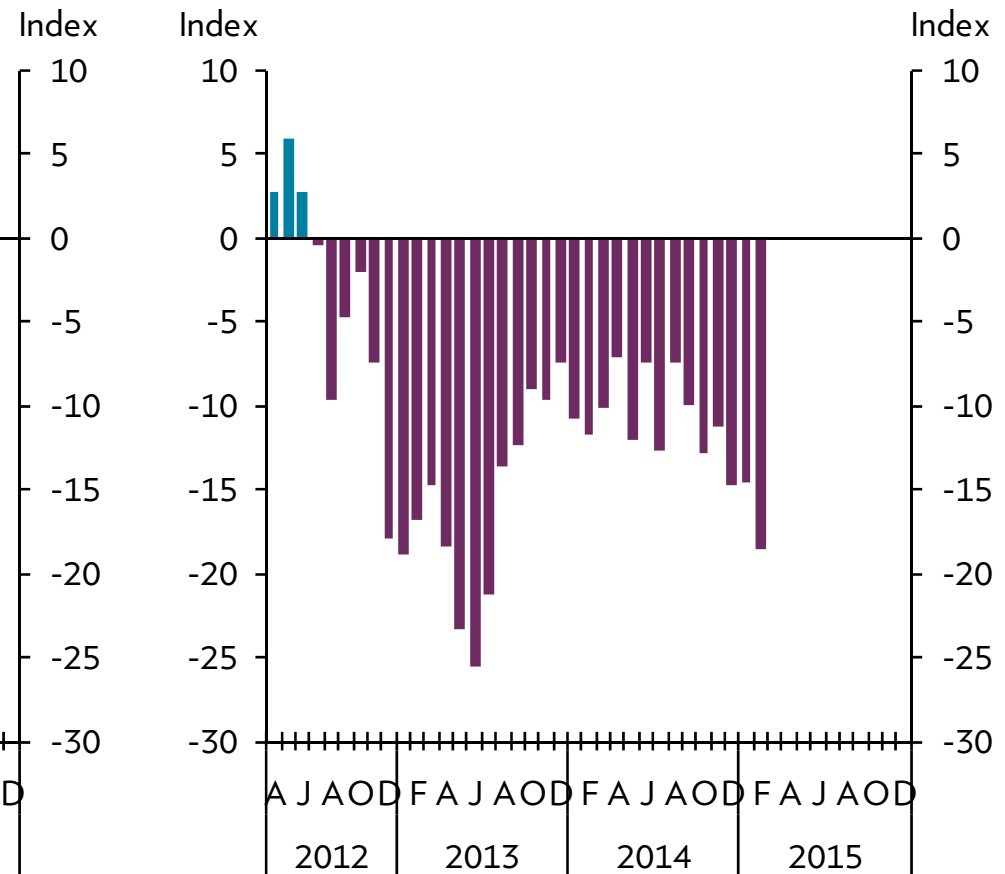
Citi Überraschungsindex zur Inflation



Quelle: Citi, Julius Bär

## Schwellenländer

Citi Überraschungsindex zur Inflation



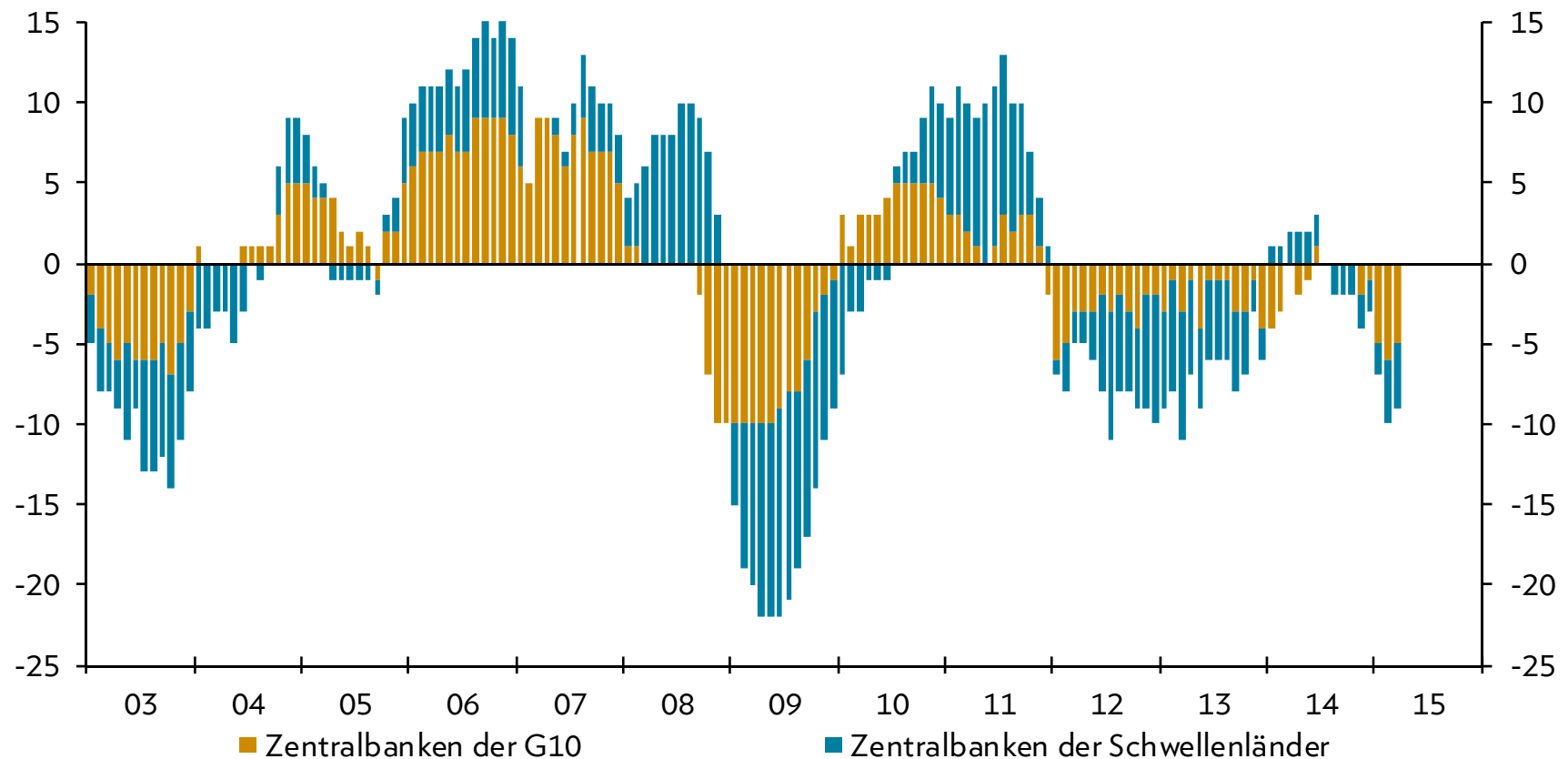
Quelle: Citi, Julius Bär

# ENDE DER ZENTRALBANKGELDFLUT NICHT ABSEHBAR

Die meisten Zentralbanken betreiben weiterhin eine expansive Geldpolitik, um latente Deflationsrisiken zu bekämpfen; viele\*\* haben jüngst die Zinsen gesenkt.

## Diffusionsindex\* der Zentralbanken

\* = Vorzeichen der Leitzinsänderungen über einen Zeitraum von 6 Monaten, für die Zentralbanken der G10 und 15 Schwellenländer



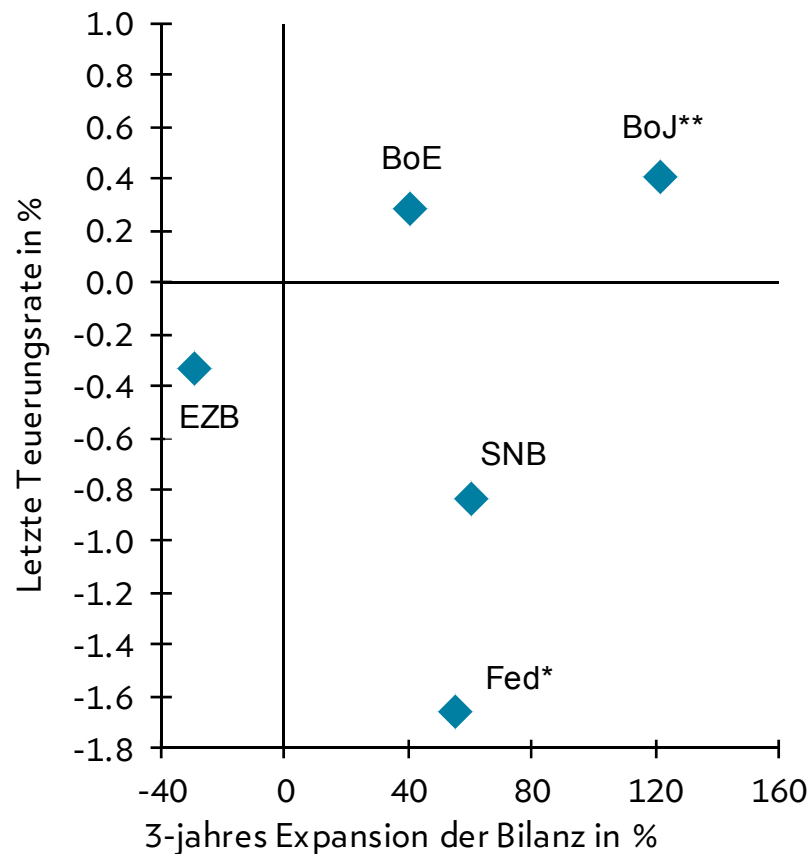
Quelle: Datastream, Julius Bär

\*\* Seit der EZB-Zinssenkung im September 2014 haben folgende Zentralbanken ihre Zinsen gesenkt: SRB, SNB, NoB, BoC, RBA, NBP, BoK, PBoC, CBCH, RBI, CBR, BI

# EXPANSION DER ZENTRALBANKBILANZ UND TEUERUNG

Zentralbankbilanzerweiterungen, auch mittels unkonventioneller Massnahmen, haben für sich alleine keinen hinreichend signifikanten Einfluss auf die Teuerung.

## Konsumentenpreisteuerung und Erweiterung der Zentralbankbilanz

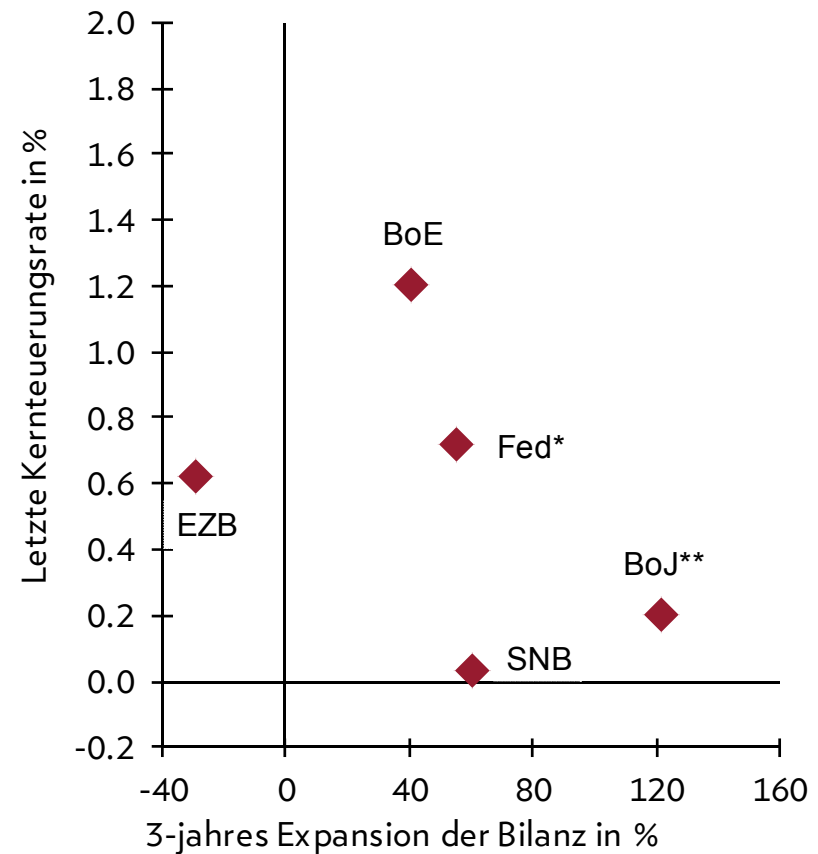


Quelle: Datastream, Julius Bär

\*Konsumentenpreisteuerung ohne Kosten für Obdach

\*\*Konsumentenpreisteuerung ohne MWSt-Erhöhung vom April 2014

## Kernteuerung und Erweiterung der Zentralbankbilanz



Quelle: Datastream, Julius Bär

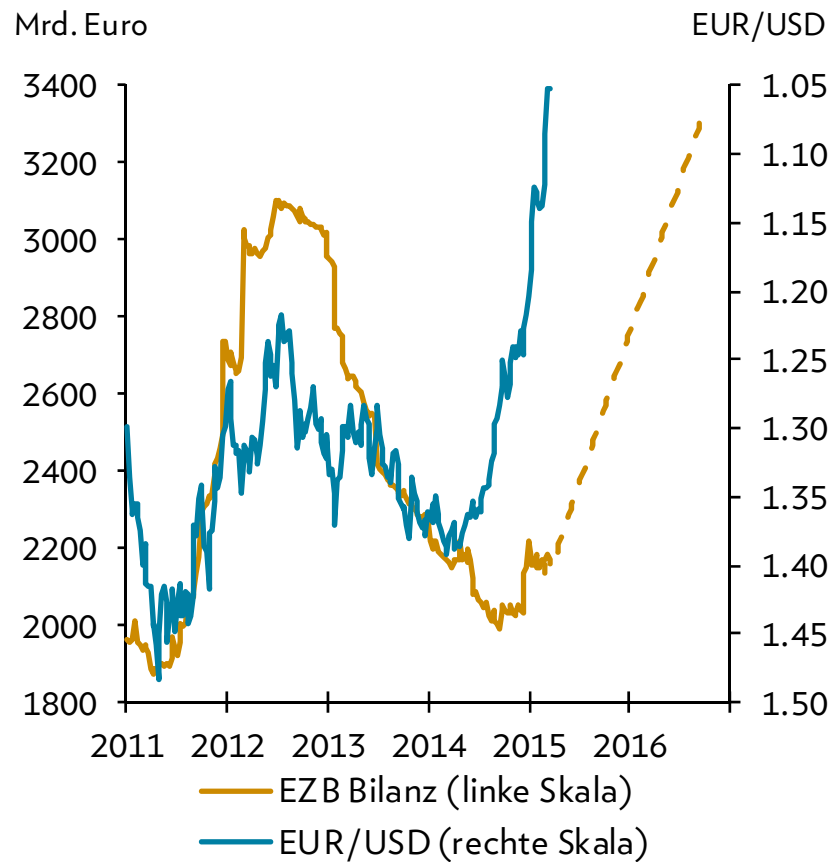
\*Kernteuerung ohne Kosten für Obdach

\*\*Kernteuerung ohne MWSt-Erhöhung vom April 2014

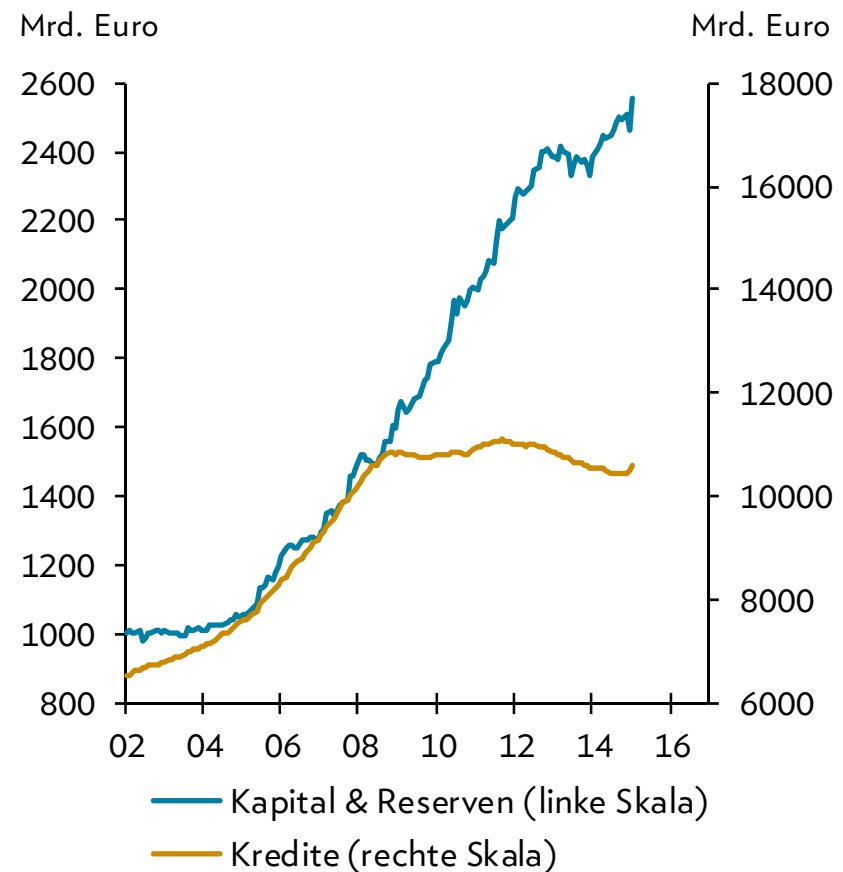
# DIE EZB SCHWÄCHT SEIT MAI 2014 GEZIELT DEN EURO

Die EZB möchte ihre Bilanz aufblähen, um die Zentralbankliquidität hochzutreiben. Jedoch weisen die Banken in der Eurozone bereits Überschussliquidität aus.

## EZB Bilanz und EUR Wechselkurs



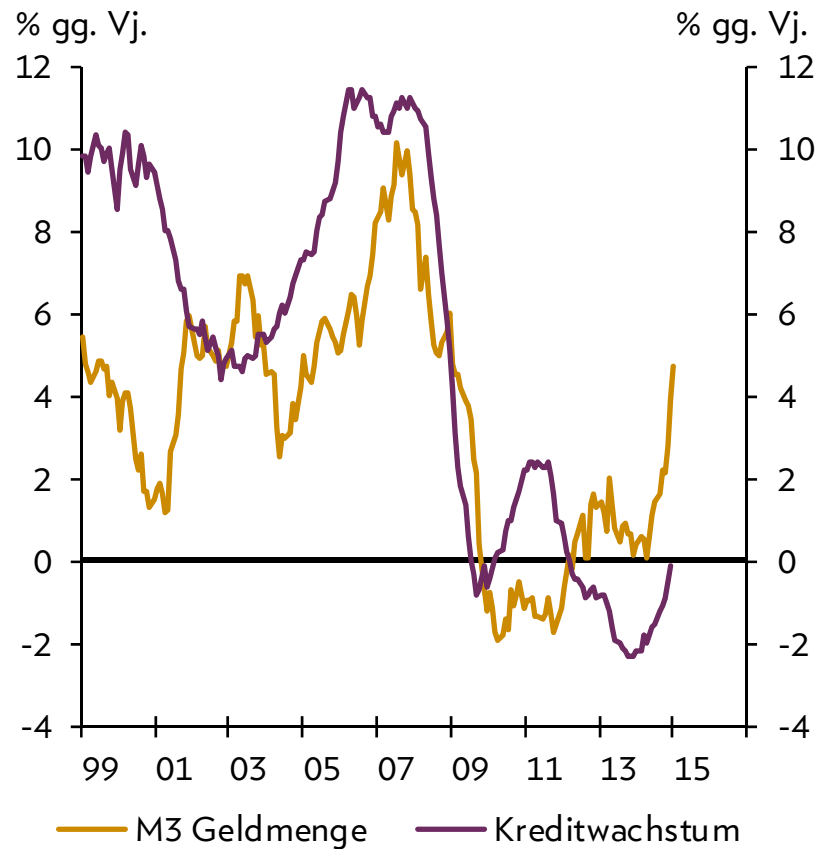
## Bilanzposten der Eurozone-Banken



# EUROZONE: KREDITKLEMME BEHINDERT KONJUNKTUR

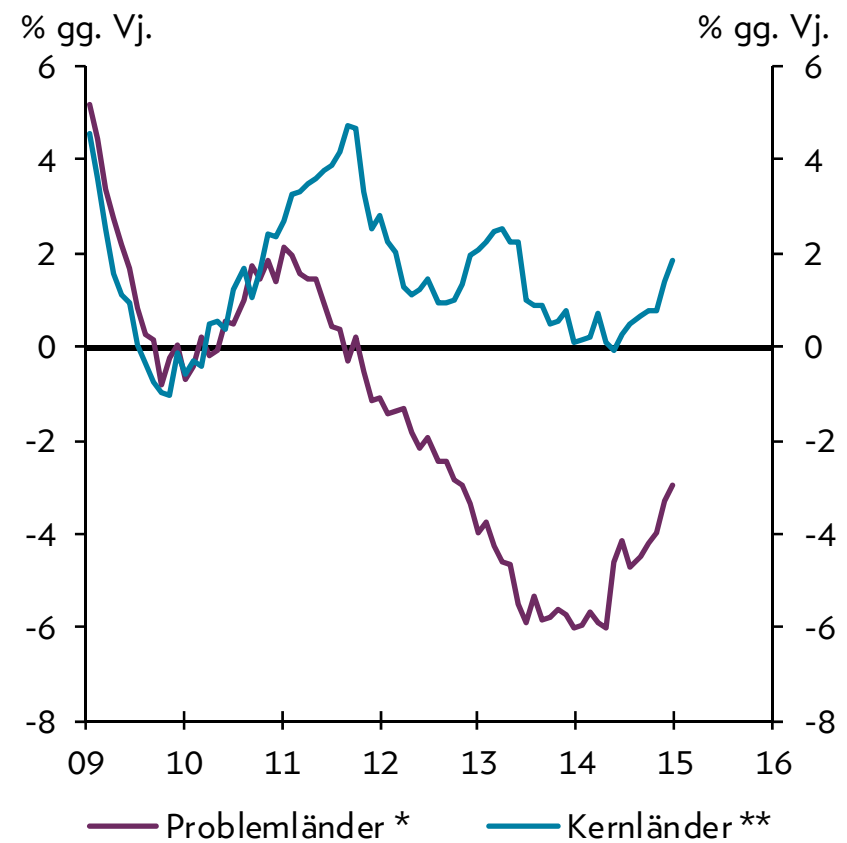
Trotz gelockerter Geldpolitik der EZB, ist seit der Eurokrise 2011 die Kreditfähigkeit der Banken massiv zurückgefahren worden. Die aktuelle Erholung ist noch zu gering.

## Die reale Geldmenge M3 und Kreditfähigkeit erholen sich endlich wieder.



Quelle: EZB, Julius Bär

## Ausgeprägtes Nord-Süd-Gefälle bei der Vergabe von Bankkrediten



Quelle: EZB, Eurostat, Julius Bär

\*Griechenland, Italien, Irland, Portugal, Spanien

\*\* Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich und Niederlande

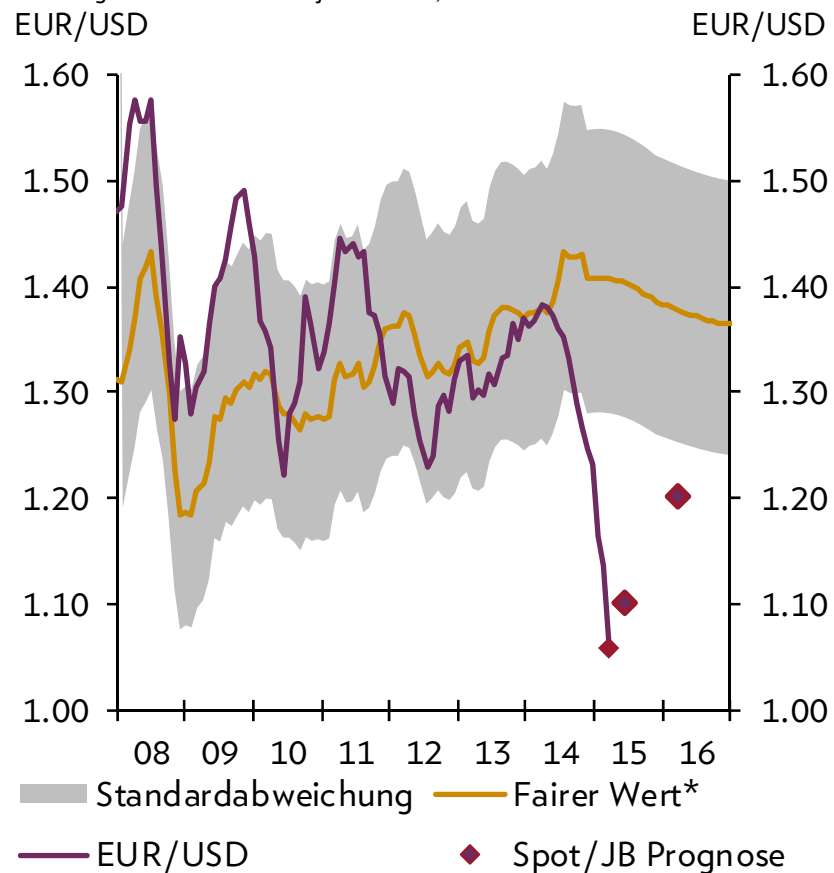


# DER EURO IST FUNDAMENTAL MASSIV UNTERBEWERTET

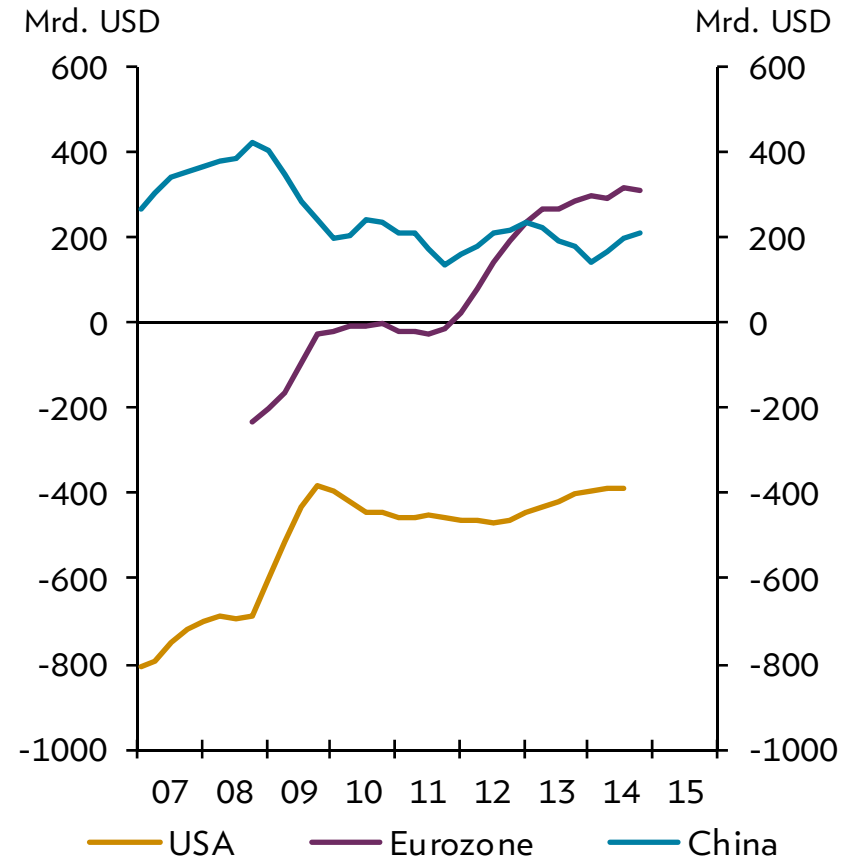
Dank der EZB wird der Euro trotz starker Leistungsbilanz und besserer Kaufkraft noch länger unterbewertet bleiben. Der Vertrauensverlust der Märkte belastet auch.

## EUR ist zum USD fundamental unterbewertet. Leistungsbilanzen der USA , der Eurozone und China im Vergleich: Eurozone legt zu.

\* Goldman Sachs Dynamic Equilibrium Exchange Rate (GSDDRS); various PPPs including terms-of-trade adjustments ; \*\* Gewichteter Durchschnitt



Quelle: GS, Datastream, Julius Bär

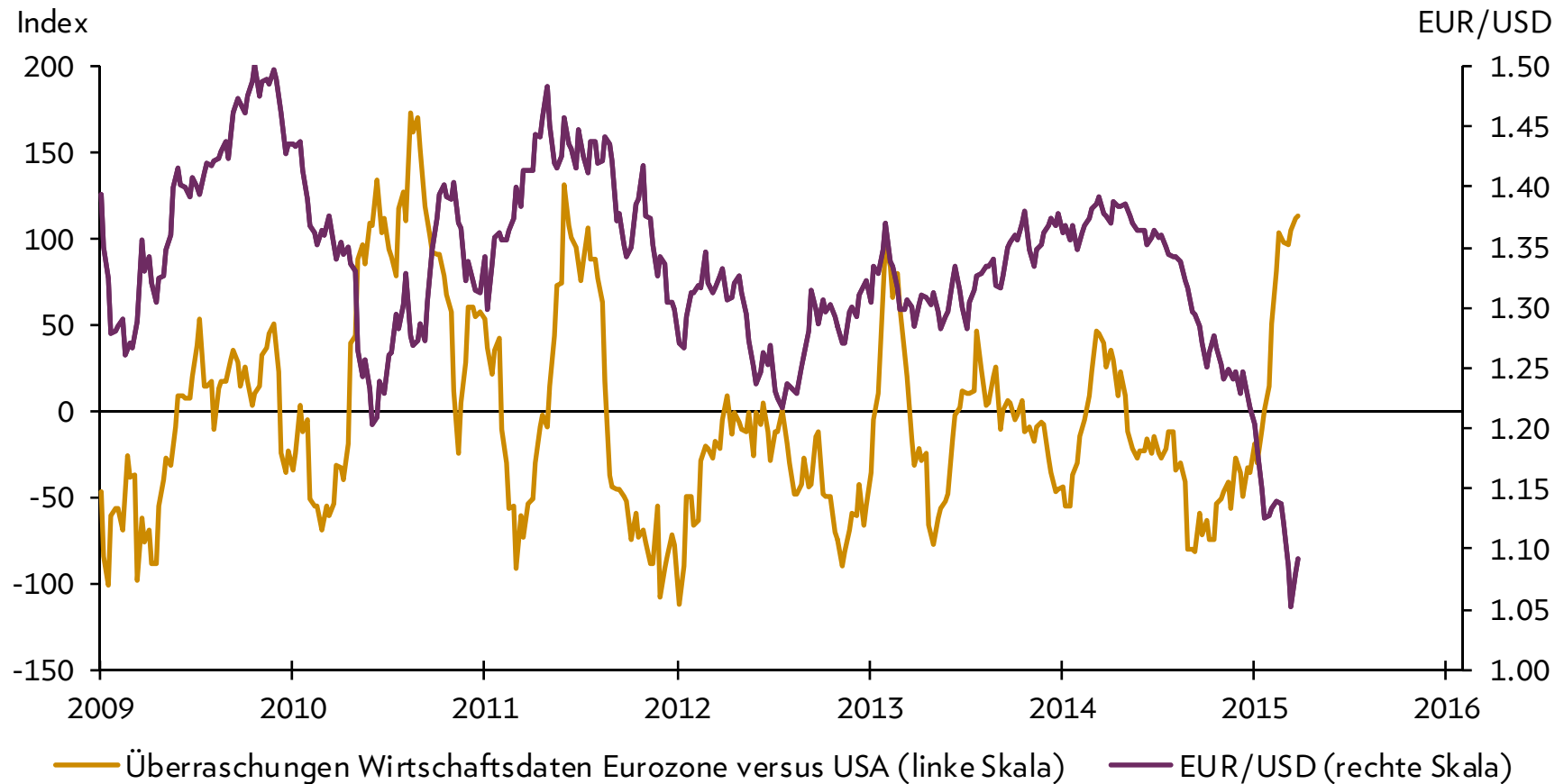


Quelle: Datastream, Julius Bär

# DIVERGIERENDE DATEN UND DEWISENMÄRKTE

Die Überraschungen über die Wirtschaftsdaten aus der Eurozone sind deutlich positiv geworden, aber der EUR/USD Wechselkurs ignoriert diese Tatsache bisher.

## Datenüberraschungen der Eurozone versus der USA und EUR/USD Wechselkurs

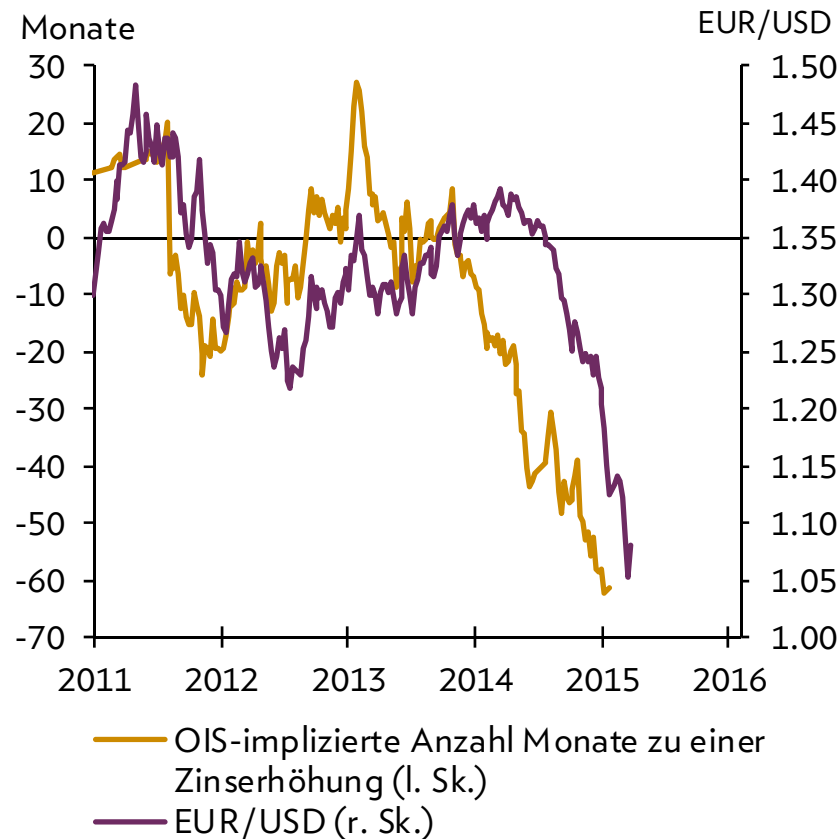


Quelle: Citi, Julius Bär

# AKTIENMÄRKTE DREHEN ZU GUNSTEN DES EURO

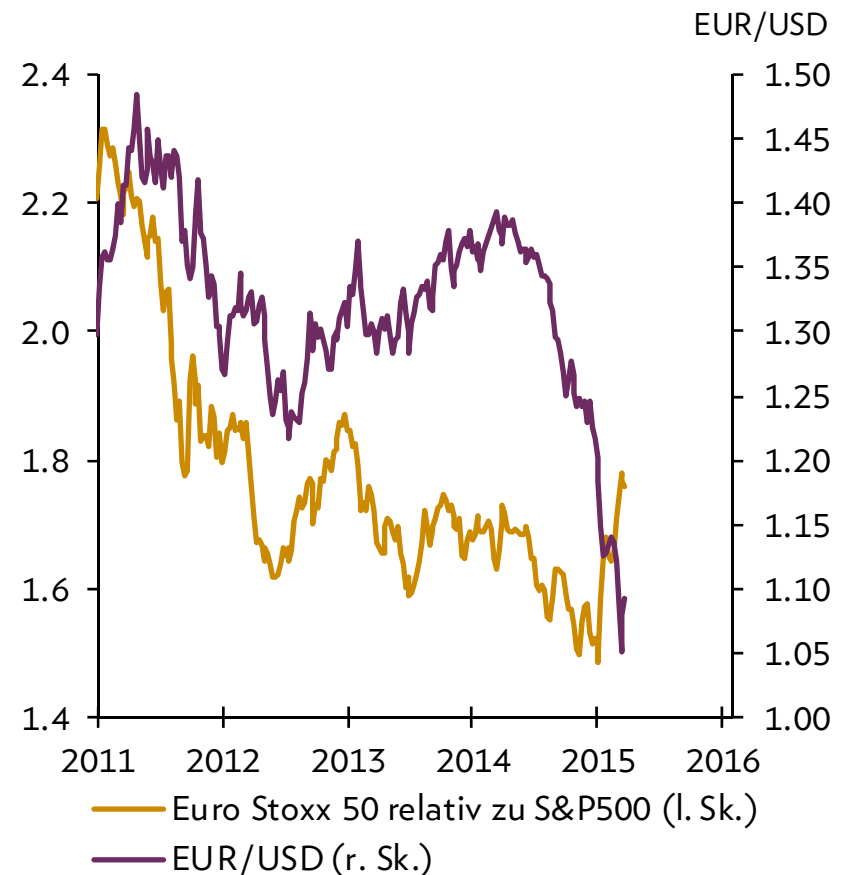
Obwohl die Divergenz der Geldpolitik vorerst gegen den Euro spricht, haben sich die Aktien zu seinen Gunsten gedreht.

## EUR/USD und Monate bis zur ersten Zinserhöhung - US Fed minus EZB



Quelle: ECB, Julius Bär  
OIS = Overnight Indexed Swaps

## EUR/USD und Euro- relativ zum US-Aktienmarkt

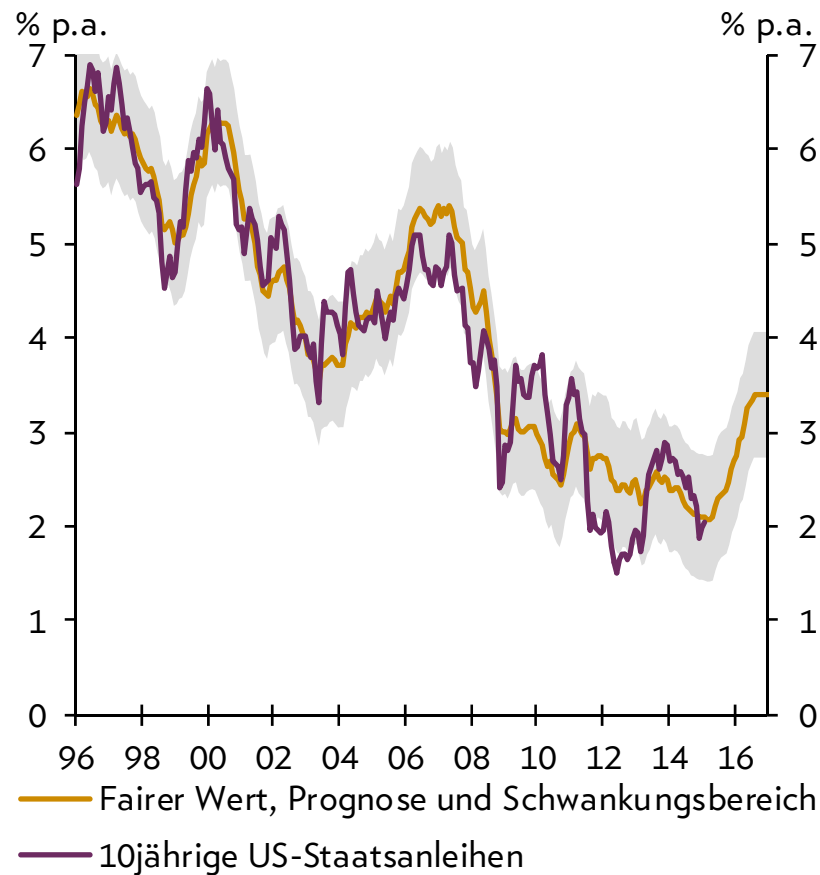


Quelle: Datastream, Julius Bär

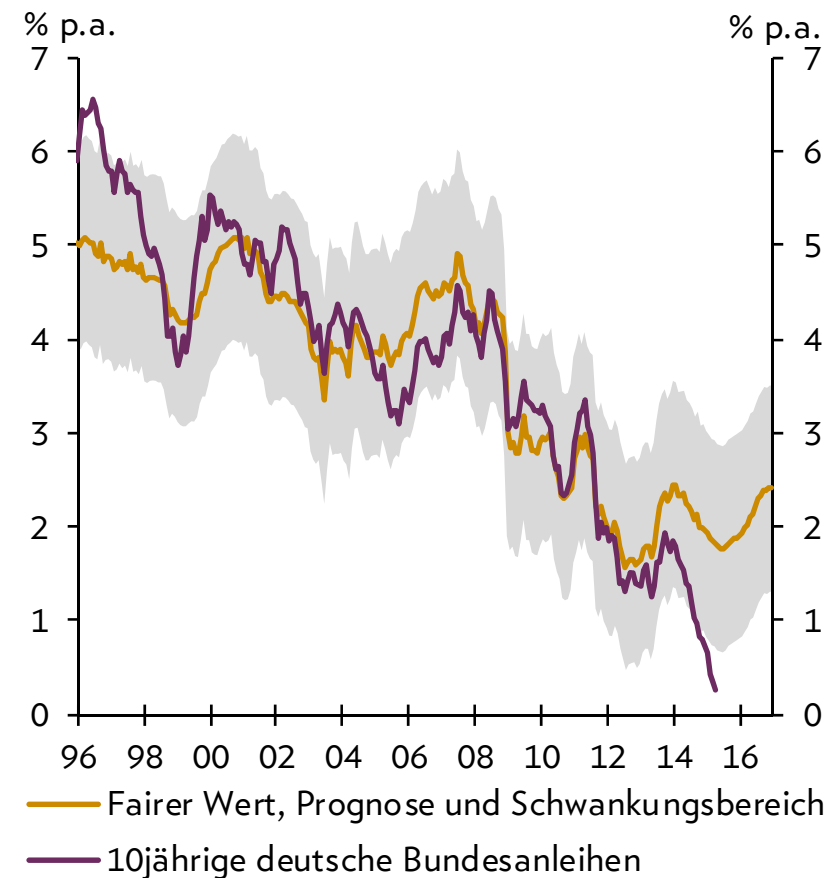
# VERZERRUNG AN DEN ANLEIHENMÄRKTEN HILFT USD

Seit die US Federal Reserve im Mai 2014 den Abbau von QE3\* erwog, haben die US-Renditen angezogen; in der Eurozone senkt die EZB-Politik weiter die Renditen.

## Die Rendite der 10-jährigen US Treasuries erscheint heute gerechtfertigt.



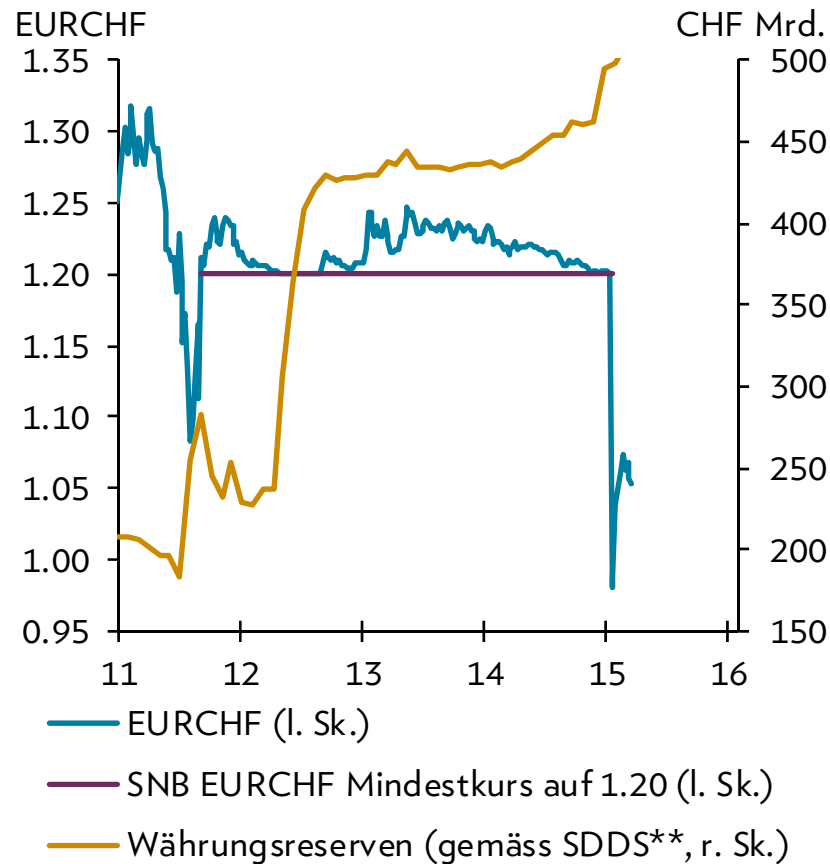
## 10-jährige Bundesanleihen sind nach wie vor überbewertet.



# NATIONALBANK KAPITULIERT VOR EURO-SCHWÄCHE

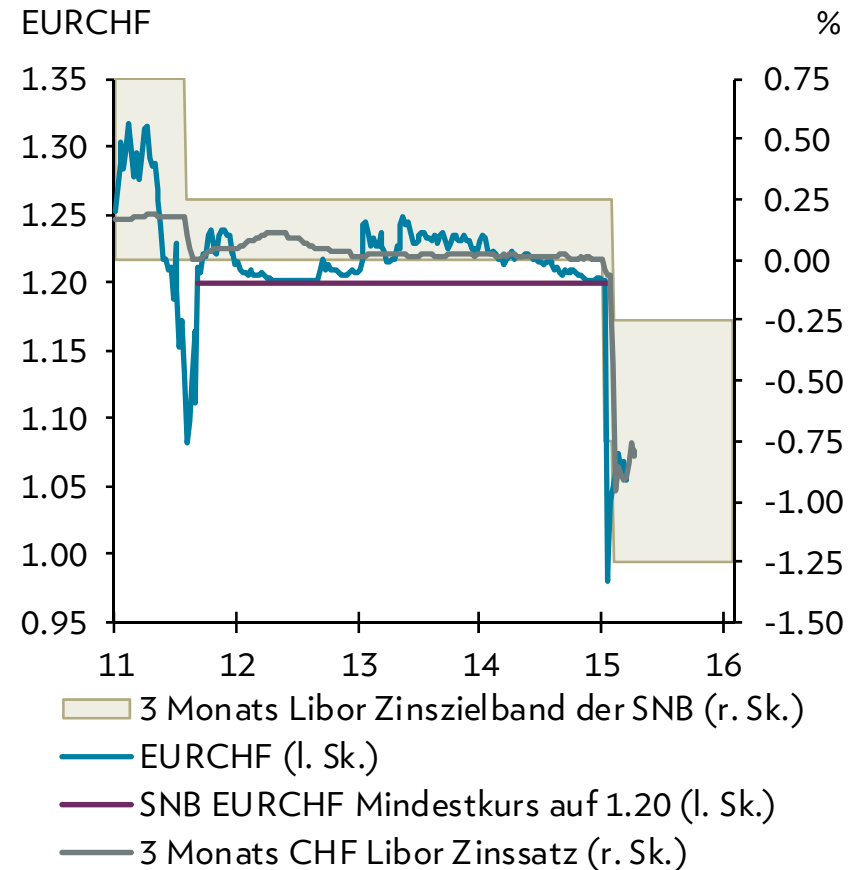
Der CHF bleibt stark überbewertet\*. Am 15. Januar 2015 ist die Schwelle von EUR/CHF = 1.20 aufgehoben worden, weil SNB-Interventionen zu teuer wurden.

## Aktueller Schweizer Franken-Kurs versus CHF-Währungsreserven



Quelle: Schweizerische Nationalbank (SNB), Julius Bär  
 \* Faire Bewertung: EUR/CHF = 1.30 bzw. USD/CHF = 0.96  
 \*\* Special Data Dissemination Standard

## Die SNB hat das 3-Monats Libor Zinszielband neu auf -0.25% bis -1.25% festgelegt.



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Julius Bär

# WECHSELKURSPROGNOSEN

## Wechselkurse – Hauptwährungen

	<b>Dez. 2014</b>	<b>23.03.2015</b>	<b>+3M</b>	<b>+12M</b>
EURCHF	1.20	1.06	1.10	1.10
USDCHF	0.99	0.97	1.00	0.92
GBPCHF	1.54	1.44	1.47	1.41
JPYCHF	0.83	0.81	0.85	0.76
EURUSD	1.21	1.09	1.10	1.20
EURJPY	145.2	130.8	128.7	144.0
EURGBP	0.78	0.73	0.75	0.78
USDJPY	119.6	119.9	117.0	120.0

Quelle: Datastream, Julius Bär

# WECHSELKURSPROGNOSEN

## Wechselkurse – weitere G10-Währungen

	<b>Dez. 2014</b>	<b>23.03.2015</b>	<b>+3M</b>	<b>+12M</b>
SEKCHF	12.80	11.38	11.96	11.96
CADCHF	0.86	0.77	0.81	0.78
AUDCHF	0.81	0.76	0.75	0.69
EURSEK	9.39	9.28	9.20	9.20
EURNOK	9.04	8.63	8.80	8.90
USDCAD	1.16	1.25	1.23	1.18
AUDUSD	0.82	0.78	0.75	0.75
NZDUSD	0.78	0.76	0.74	0.72

Quelle: Datastream, Julius Bär

# PERSPEKTIVEN FÜR ANLEIHERENDITEN

Die grosse Zinswende am Anleihenmarkt ist langsam im Gange; dort, wo sie noch nicht stattgefunden hat, nur eine Frage der Zeit.

## Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen, in %

	Dez. 2014	23.03.2015	+3M	+ 12M
USA	2.21	1.92	1.75	2.45
Japan	0.38	0.32	0.30	0.65
Grossbritannien	1.87	1.55	1.70	2.60
Euro-Länder	0.65	0.22	0.30	0.70
Schweiz	0.30	-0.18	-0.15	0.10

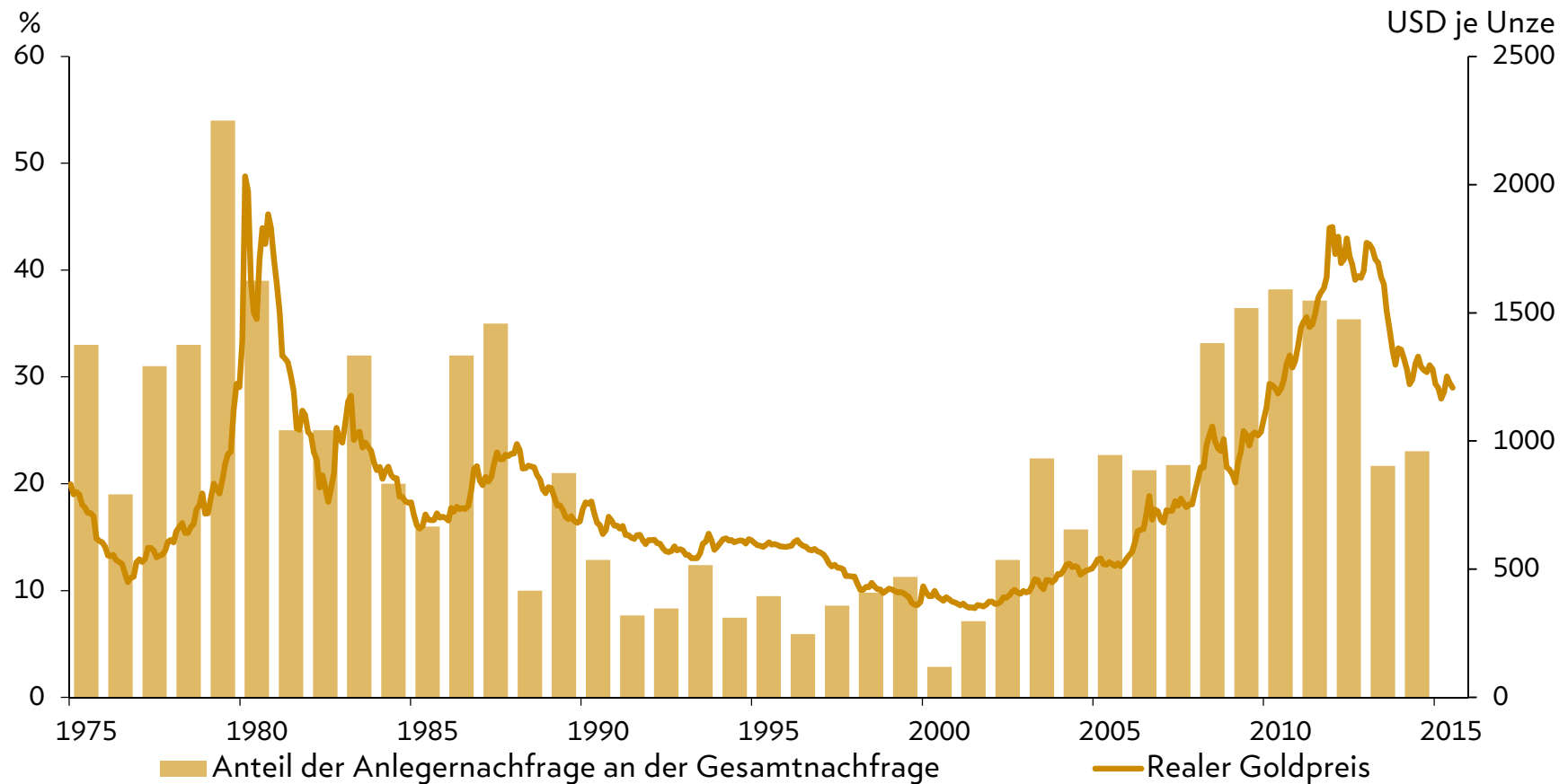
Quelle: Datastream, Julius Bär



# GOLDPREIS KORRELIERT MIT DER ANLEGERNACHFRAGE

Die wirtschaftliche Erholung sollte für eine weiter rückläufige Nachfrage nach Gold als sicherem Hafen führen und die Preise wieder unter Druck bringen.

## Anteil der Anlegernachfrage an der Gesamtnachfrage und realer Goldpreis



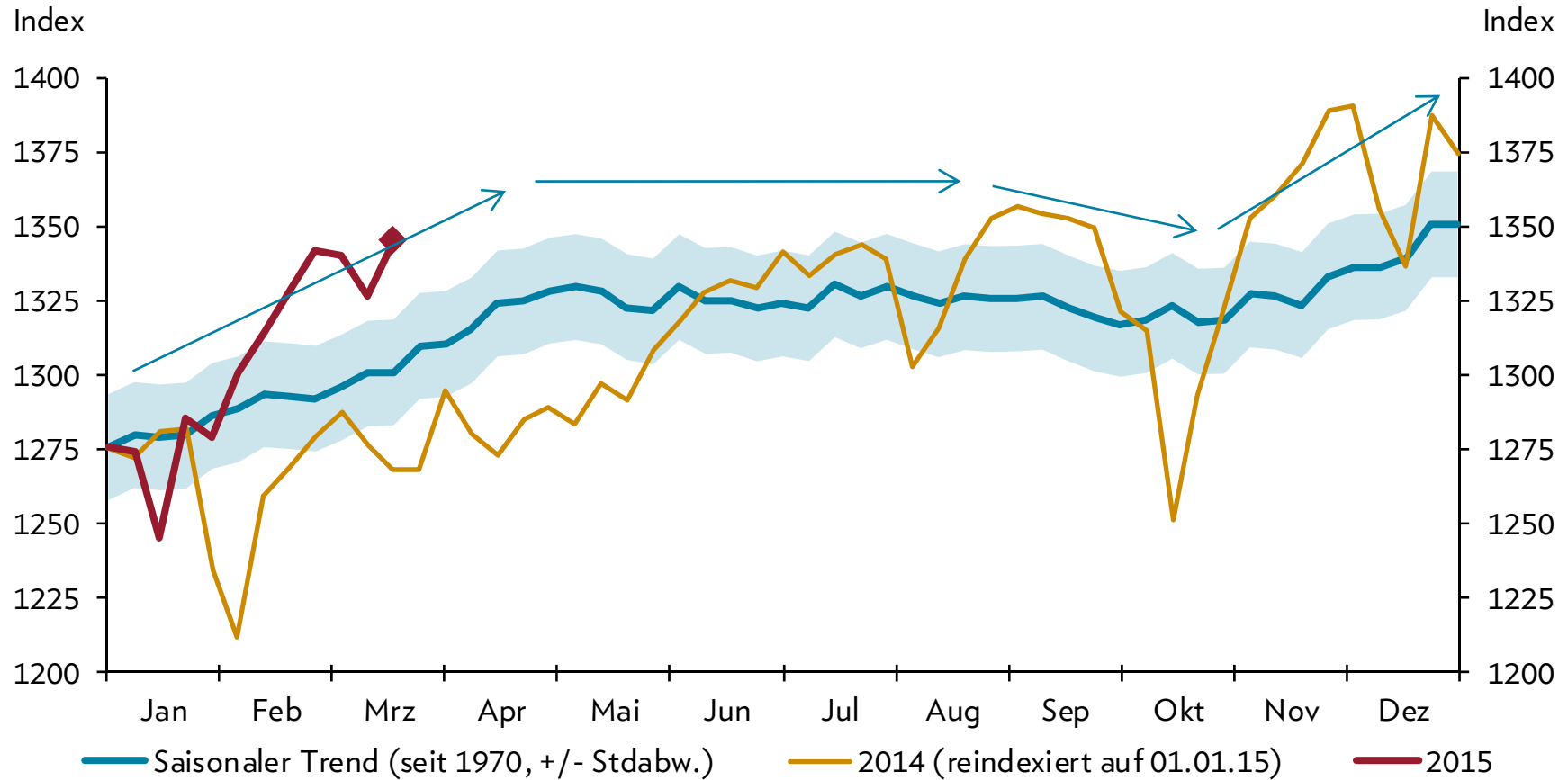
Quelle: CPM Group, Thomson Reuters GFMS, Bloomberg Finance L.P., Julius Bär

# AKTIENMARKTSAISONMUSTER, JÜNGERE KURSVERLÄUFE

Bisher verliehen Notenbanken, Politiker und Unternehmen den Aktienmärkten Impulse, weniger die Konjunktur. Daran dürfte sich nur wenig ändern.

## MSCI Welt – langfristiges, saisonales Muster

\* Skaliert auf 1. Januar 2015



Quelle: MSCI, Julius Bär Strategy Research

# FAIRE AKTIENMARKTBEWERTUNGEN AUF 3 UND 12 MONATE – „ROSINENPICKEN“ IST ANGESAGT

## Aktienmärkte

## Julius Bär Basis-Szenario\*

Region	Index	2013	2014	Spot	Index		Index		Ertrag pro Aktie		
		Rendite	Rendite	23.03.15	+3M	Rendite	+12M	Rendite	2014	2015E	2016E
USA	S&P 500	29.6%	11.4%	2'104	2'130	1.2%	2'150	2.2%	117.1	116.0	128.0
Eurozone	Eurostoxx 50	17.9%	1.2%	3'699	3'850	4.1%	3'850	4.1%	211.9	220.0	245.0
Deutschland	DAX 30	25.5%	2.7%	11'896	12'500	5.1%	13'000	9.3%	697.2	750.0	820.0
Frankreich	CAC 40	18.0%	-0.5%	5'055	5'175	2.4%	5'100	0.9%	278.5	290.0	320.0
Niederlande	AEX	17.2%	5.6%	498	505	1.4%	470	-5.6%	30.2	26.5	30.5
Spanien	IBEX 35	21.4%	3.7%	11'453	11'800	3.0%	12'300	7.4%	540.0	640.0	750.0
Italien	FTSE MIB	16.6%	0.2%	23'057	23'700	2.8%	25'000	8.4%	1035.7	1250.0	1450.0
GB	FTSE 100	14.4%	-2.7%	7'038	7'100	0.9%	6'700	-4.8%	474.2	425.0	470.0
Schweiz	SMI	20.2%	9.5%	9'366	9'500	1.4%	9'300	-0.7%	549.7	510.0	550.0
Schweden	OMX	20.7%	9.9%	1'698	1'730	1.9%	1'700	0.1%	84.6	93.0	100.0
Japan	Nikkei	56.7%	7.1%	19'754	20'200	2.3%	21'000	6.3%	1039.7	1100.0	1200.0
Hong Kong	Hang Seng	2.9%	1.3%	24'495	24'900	1.7%	25'000	2.1%	2126.7	2150.0	2350.0
Singapur	Straits Times	0.0%	6.2%	3'410	3'450	1.2%	3'300	-3.2%	236.3	245.0	260.0
Australien	S&P/ASX200	15.1%	1.1%	5'956	6'025	1.2%	5'600	-6.0%	357.3	340.0	350.0
Schwellenländer	MSCI GEM	-5.0%	-4.6%	975	960	-1.5%	1'020	4.7%	73.7	80.5	89.9

Quelle: Julius Bär Strategy Research

\* Basierend auf fundamentale Berechnungen. Abweichungen von der offiziellen Anlagepolitik sind möglich.

# UNSERE FAVORITEN AUS DER AKTUELLEN AKTIEN-EMPFEHLUNGSLISTE

Sektor	Empfohlene Aktien
<b>Energie</b>	Royal Dutch Shell, Ezion Holdings
<b>Rohstoffe/Chemie</b>	Ecolab Inc., Givaudan
<b>Investitionsgüter/DL</b>	Danaher, United Technologies, Tyco Intl., Hutchison Whampoa, Keppel Corp.
<b>Zykl. Konsumgüter</b>	Walt Disney, Home Depot, Daimler, WPP, H&M, Toyota Motor, Ctrip.com, Sands China
<b>Nichtzykl. Konsumg.</b>	PepsiCo, Colgate, AB Foods, Heineken, L'Oréal, China Mengniu Dairy Co., Hengan Intl.
<b>Gesundheitsbereich</b>	Medtronic, Celgene, Gilead Sciences, Pfizer, BB Biotech, Roche, Shire, Shanghai Fosun
<b>Finanzdienstleist.</b>	Wells Fargo, Simon Property, UBS, Helvetia, Munich Re, Unibail-Rodamco, AIA
<b>IT</b>	Adobe, Cognizant, Google, Mastercard, EMC, Baidu, Kingsoft Corp., Tencent, Avago
<b>Telekommunikation</b>	Deutsche Telekom
<b>Versorger</b>	GDF Suez, China Resources Gas

= zyklisch
  = defensiv
  = nicht zyklisch

Quelle: Julius Bär Equity Research

Julius Bär

# WICHTIGE RECHTLICHE HINWEISE (1/2)

**Allgemeines:** Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen wurden zum Zeitpunkt der Redaktion dieser Publikation produziert und können sich ohne Vorankündigung ändern. Diese Publikation dient ausschliesslich Informationszwecken und stellt keine Offerte oder Aufforderung von Julius Bär oder in ihrem Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder mit ihnen verbundenen Finanzinstrumenten oder zur Beteiligung an einer bestimmten Handelsstrategie in irgendeiner Rechtsordnung dar. Die Äusserungen und Kommentare, inklusive jene in Bezug auf die Anlagestrategie, widerspiegeln die derzeitigen Ansichten der Verfasser, können jedoch von Meinungsäusserungen anderer Einheiten der Julius Bär Gruppe oder sonstiger Drittparteien abweichen. Andere Einheiten der Julius Bär Gruppe haben möglicherweise in der Vergangenheit Publikationen veröffentlicht oder werden in der Zukunft Publikationen veröffentlichen, die mit der vorliegenden Publikation nicht übereinstimmen und zu abweichenden Ergebnissen von den hierin enthaltenen Informationen kommen. Julius Bär ist nicht verpflichtet, den Empfängern dieser Publikation solche abweichenden Veröffentlichungen zukommen zu lassen.

**Eignung:** Anlagen in den in dieser Publikation erwähnten Anlagekategorien sind unter Umständen nicht für alle Empfänger geeignet. Diese Publikation ist ohne Rücksicht auf die Ziele, die Finanzlage oder die Bedürfnisse eines bestimmten Anlegers erstellt worden. Bevor ein Anleger ein Geschäft abschliesst, sollte er prüfen, ob sich das betreffende Geschäft angesichts seiner persönlichen Umstände und Ziele für ihn eignet. Die Kunden sollten nur nach gründlicher Lektüre des relevanten Produktmerkblatts, der Zeichnungsvereinbarung, des Informationsprospekts, des Verkaufsprospekts oder anderer Angebotsdokumente im Zusammenhang mit der Wertschriftenemission oder anderen Finanzinstrumenten Investitions-, Handels- oder sonstige Entscheidungen treffen. Diese Publikation sollte nicht isoliert ohne den vollständigen Research-Bericht (falls verfügbar) gelesen werden, der auf Wunsch zur Verfügung gestellt werden kann. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen stellen weder eine Anlage-, Rechts-, Buchführungs- oder Steuerberatung dar noch eine Zusicherung, dass sich eine Anlage oder Anlagestrategie in bestimmten persönlichen Umständen eignet oder angemessen ist; sie sind auch keine persönliche Empfehlung für einen bestimmten Anleger. Jeglicher Verweis auf eine bestimmte steuerliche Behandlung hängt von den persönlichen Umständen jedes Anlegers ab, welche sich später ändern können. Julius Bär empfiehlt allen Anlegern, unabhängigen professionellen Rat über die jeweiligen finanziellen Risiken sowie die Rechts-, Aufsichts-, Kredit-, Steuer- und Rechnungslegungsfolgen einzuholen.

**Informationen/erwähnte Prognosen:** Obwohl die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Angaben aus Quellen stammen, die als zuverlässig gelten, wird keine Zusicherung bezüglich ihrer Richtigkeit oder Vollständigkeit abgegeben. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Publikation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu den Finanzinstrumenten oder deren Emittenten. Bank Julius Bär & Co. AG, ihre Tochtergesellschaften und verbundenen Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Verluste infolge der Verwendung dieser Publikation ab. Wichtige Quellen für die Erstellung dieser Publikation sind u. a. nationale und internationale Medien, Informationsdienste (z. B. Reuters, Bloomberg Finance L.P.), öffentlich zugängliche Datenbanken, Wirtschaftszeitungen und Zeitschriften (z. B. Financial Times, Wall Street Journal), öffentlich verfügbare Unternehmensangaben sowie die Veröffentlichungen der Ratingagenturen. Einstufungen und Bewertungen in dieser Publikation sind deutlich als solche bezeichnet. Sämtliche zur Erstellung dieser Publikation verwendeten Informationen und Angaben beziehen sich auf vergangene oder aktuelle Umstände und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. In dieser Publikation erwähnte Meinungsäusserungen zu Finanzinstrumenten oder zu Emittenten von Finanzinstrumenten beziehen sich auf den Zeitpunkt der Produktion dieser Publikation. Solche Äusserungen basieren auf einer Vielzahl von Faktoren, die sich laufend ändern. Eine in dieser Publikation enthaltene Meinungsäusserung kann somit ihre Richtigkeit verlieren, ohne dass dies publiziert wird. Mögliche Risiken bezüglich Aussagen und Erwartungen, welche in dieser Publikation geäussert werden, können vom Emittenten herrühren oder Folge allgemeiner (z. B. politischer, wirtschaftlicher, marktspezifischer) Entwicklungen sein.

**Risiko:** Der Preis und der Wert von Anlagen in den in dieser Publikation erwähnten Anlageklassen sowie die daraus erzielten Einkünfte können sowohl steigen als auch sinken. Dem Anleger kann ferner nicht zugesichert werden, dass er in jedem Fall alle angelegten Beträge wieder zurückerhält. Jede in dieser Publikation erwähnte Anlageklasse kann mit folgenden Risiken behaftet sein (Aufzählung nicht abschliessend): Marktrisiko, Kreditrisiko, Währungsrisiko, politisches Risiko und wirtschaftliches Risiko. Anlagen in Schwellenländern sind spekulativ und können erheblich volatiler sein als Anlagen in etablierten Märkten. **Die bisherige Performance einer Anlage ist kein verlässlicher Indikator für deren zukünftige Entwicklung. Performance-Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.**

**Unsere Fixed Income Ratings gelten ausschliesslich für Anleihen des genannten Emittenten, die als erstrangig und unbesichert («senior unsecured») oder höher bewertet sind. Daher sind sie für andere Anleihenkategorien nicht gültig, sofern dies nicht explizit erwähnt ist.** Besondere Risiken im Zusammenhang mit bestimmten Anlagen, die Thema dieser Publikation sind, werden weiter oben im Haupttext deutlich hervorgehoben. Jede Investition sollte erst nach einer gründlichen Lektüre der aktuellen Prospekte und/oder anderer verfügbarer Unterlagen/Informationen getätigt werden.

# WICHTIGE RECHTLICHE HINWEISE (2/2)

---

**Verschiedenes:** Wir sind gehalten, wichtige Angaben zu unseren Interessen und potenziellen Konflikten offenzulegen. Um zu verhindern, dass sich Interessenkonflikte zum Nachteil der Kunden auswirken, hat Julius Bär die nötigen organisatorischen und administrativen Vorkehrungen zur Handhabung von Interessenkonflikten getroffen. Dazu gehört das Errichten von Informationsschranken, mit denen die Trennung der Research-Abteilungen von den übrigen Geschäftsbereichen sichergestellt wird, so dass kein anderer Geschäftsbereich Kenntnis über den Inhalt einer geplanten Research-Publikation hat, bevor die entsprechenden Ergebnisse den Kunden zugänglich gemacht wurden. Die Einhaltung dieser Verfahren wird von der Compliance-Abteilung von Julius Bär überwacht. Ohne einen entsprechenden ausdrücklichen Hinweis in dieser Publikation wurden die vorliegenden Informationen und Analysen dem Emittenten der behandelten Wertpapiere oder einer Einheit der Julius Bär Gruppe nicht vor der Veröffentlichung oder Verbreitung dieser Publikation bekanntgegeben. Im Rahmen des gesetzlich Zulässigen ist es möglich, dass sich eine Einheit von Julius Bär an anderen Finanzgeschäften mit dem Emittenten der in dieser Publikation genannten Wertpapiere beteiligt oder darin anlegt, für den Emittenten Dienstleistungen erbringt oder ihm Geschäfte offeriert, Positionen in den Wertpapieren oder Optionen darauf hält oder sonstige Geschäfte damit tätigt oder irgendein sonstiges erhebliches finanzielles Interesse hinsichtlich der Emittenten dieser Wertpapiere hat. Dies kann auch schon früher der Fall gewesen sein. Weitere Angaben über unsere Interessen an den in dieser Publikation beschriebenen Anlagen finden Sie in den unternehmensspezifischen Offenlegungen weiter oben.

## Wichtige Informationen zur Verteilung

**Externe Vermögensverwalter/externe Finanzberater:** Falls diese Research Publikation einem externen Vermögensverwalter oder externen Finanzberater abgegeben wird, verbietet Julius Bär ausdrücklich, dass der externe Vermögensverwalter oder externe Finanzberater diese Publikation weitergeben oder ihren Kunden und/oder Drittparteien zugänglich machen. Der externe Vermögensverwalter oder der externe Finanzberater bestätigen, dass sie bei Erhalt jeglicher Research Publikation ihre eigene unabhängige Analyse durchführen und unabhängige Anlageentscheide fällen.

Diese Publikation darf **nicht ausserhalb der Schweiz abgegeben werden**.

**USA:** WEDER DER VORLIEGENDE BERICHT NOCH KOPIEN DAVON DÜRFEN IN DIE USA VERSANDT, DORTHIN MITGENOMMEN ODER VERTEILT ODER AN US-PERSONEN ABGEGEBEN WERDEN.

Diese Publikation kann von Dritten zur Verfügung gestellte Informationen enthalten, u. a. Ratings von Ratingagenturen wie Standard & Poor's, Moody's, Fitch und anderen gleichartigen Ratingagenturen. Die Wiedergabe und Verbreitung von durch Dritte zur Verfügung gestellten Inhalten ist in jeglicher Form untersagt, sofern nicht die schriftliche Genehmigung des Dritten vorliegt. Die Inhalte zur Verfügung stellenden Drittparteien übernehmen keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit von Informationen, u. a. Ratings, und haften unabhängig von deren Ursache nicht für Fehler oder Unterlassungen (aus Fahrlässigkeit oder anderem Grund) oder für die Ergebnisse, die durch die Verwendung solcher Informationen bzw. Inhalte erzielt werden. Die Drittparteien übernehmen keine ausdrückliche oder stillschweigende Gewähr im Hinblick auf die von ihnen zur Verfügung gestellten Informationen, insbesondere nicht für die Marktgängigkeit oder die Eignung für einen bestimmten Zweck oder eine bestimmte Verwendung. Die Drittparteien sind nicht schadensersatzpflichtig für unmittelbare und mittelbare Schäden, beiläufig entstandene Schäden, verschärften Schadensersatz mit Strafcharakter, kompensatorischen Schadensersatz, Schadensersatz für besondere Schäden oder für Folgeschäden sowie für Kosten, Aufwendungen, Rechtsberatsungskosten oder Verluste (einschliesslich entgangener Einkünfte oder Gewinne und Opportunitätskosten) in Verbindung mit der Verwendung der von ihnen zur Verfügung gestellten Informationen bzw. Inhalte, einschliesslich Ratings. Kreditratings sind Meinungsäusserungen und keine Angaben von Fakten oder Empfehlungen zum Kauf, zum Halten oder zum Verkauf von Wertpapieren. Sie beziehen sich nicht auf den Marktwert von Wertpapieren oder die Eignung von Wertpapieren für Anlagezwecke, und auf sie sollte nicht als Anlageempfehlung vertraut werden.

© Julius Bär Gruppe, 2015