Julius Bär

WIRTSCHAFTS- UND FINANZMARKTPERSPEKTIVEN 2015/2016

Janwillem C. Acket, Chefökonom Bank Julius Bär
IST FOCUS, September 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 Erholungen 2013 und 2014 haben sich bisher nicht verstärkt.

Entwicklung des Welthandels

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

AKTUELLER KONJUNKTURÜBERBLICK – AUGUST 2015

Divergenz zwischen der mehrheitlich anziehenden Dynamik in den entwickelten Ländern und dem sich verlangsamenden Wachstumstempo in den Schwellenländern

Quelle: Julius Bär
SL = Schwellenländer

WACHSTUMSDYNAMIK BLEIBT WEITERHIN DIVERGENT

Divergenz zwischen den meisten entwickelten Ländern und vielen wichtigen Schwellenländern wird anhalten. China und rohstoffabhängige Länder unter Druck.

Umfrageergebnisse bei Einkaufsverantwortlichen (PMIs*) in den Unternehmen des verarbeitenden Sektors

3-Monatsdurchschnitt
August 2015

Quelle: Bloomberg Finance L.P., Markit Economics, Julius Bär / * PMI= Purchasing Managers' Index
* Werte unter 50 weisen auf eine Schrumpfung der Aktivitäten hin. Werte über 52 signalisieren signifikant verstärkte Unternehmensaktivität.

VORLAUFINDIKATOREN: PMI VERARBEITENDER SEKTOR

Divergenzen lassen sich in sämtlichen Ländergruppen finden. Viele wichtige Schwellenländer enttäuschen. Die Schweiz verdaut den harten Franken gut.

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

Quelle: Bloomberg Finance L.P., Markit Economics, Julius Bär / * PMI= Purchasing Managers' Index
* Werte unter 50 weisen auf eine Schrumpfung der Aktivitäten hin. Werte über 52 signalisieren signifikant verstärkte Unternehmensaktivität.

GLOBALES WACHSTUM IN 2015: FRAGIL POSITIV

Die USA und China, die dominanten Konjunkturlokomotiven 2014, wachsen 2015 moderat; die Eurozone und Japan erholen sich weiter. Rohstoffproduzenten leiden.

Erwartetes Wachstum des realen Bruttoinlandproduktes (BIP) in 2015

Quelle: Internationaler Währungsfonds, Julius Bär

ASIEN, DAS GLOBALE WACHSTUMS-SCHWERGEWICHT

2015 ist mit dem schwächsten globalen Wachstum seit 2009 zu rechnen, wobei die akuteste Schwäche von Südamerika ausgeht

Wachstum der realen Bruttoinlandproduktes, global und kontinental

Quelle: Datastream, Julius Bär

ANZIEHENDES US-WACHSTUM IM 2. QUARTAL 2015

Das aufs Jahr hochgerechnete US-Wachstum im 2.Quartal 2015 wurde von 2.3% auf 3.7% kräftig hoch revidiert; alle wichtigen Komponenten trugen zum Wachstum bei.

Komponenten des realen US Bruttoinlandprodukt (BIP)-Wachstums

Quelle: Bureau of Economic Analysis, Julius Bär

DIE ZYKLISCHEN LÜCKEN BLEIBEN BESTEHEN

Die Konjunkturbeschleunigung in der Eurozone ist im Gange, wobei die schwächeren Länder etwas aufholen. Die USA starten ab Q2 2015 erneut durch.

Entwicklung des realen Bruttoinlandprodukts
(Q1 2008 = 100)

Quelle: Datastream, Julius Bär

EUROZONE: STARK UNTERSCHIEDLICHES WACHSTUM

Spanien überrascht wieder positiv, Frankreich negativ.

Stark divergierendes Quartalswachstum der "Grossen 4"

Quelle: Eurostat, Julius Bär

EUROZONE: ERHOLUNG ERSCHEINT GUT ABGESTÜTZT

Das Wirtschaftswachstum der Eurozone hat gute Chancen 2016 die Niveaus von vor der Finanzkrise zu erreichen. Eine zwischenzeitliche Delle ist aber gut möglich.

BIP der Eurozone und modellbasierter Ausblick

(* EURUSD, ZEW, Geldmenge M1, Rendite der Unternehmensanleihen)

Quelle: Eurostat, Julius Bär

SCHWEIZ: ERWARTETE REZESSION FINDET NICHT STATT?

Die Schweizer Wirtschaft scheint den CHF-Aufwertungsschock zum EUR vom 15. Januar 2015 bisher gut zu verdauen und eine Erholung steht sogar bevor.

Die Wachstumsbeiträge zum Bruttoinlandprodukt lassen Spielraum für Revisionen

Quelle: SECO, Julius Bär

KOF-Barometer erwartet den Aufschwung, unsere Prognose signalisiert eine Erholung

Quelle: KOF, SECO, Julius Bär

JAPAN: DAUERHAFTE ERHOLUNG ZU ERWARTEN

Wir erwarten eine langsame, aber stetige Erholung, getragen von steigenden Unternehmensinvestitionen und einer langsamen Zunahme des Privatkonsums.

Economic surprise index für Japan: Starke makroökonomische Zahlen

Quelle: Citi, Julius Bär

Unternehmensinvestitionen steigen

Quelle: Cabinet Office, Julius Bär

KONJUNKTURERHOLUNG IN USA, EUROPA UND JAPAN

Zum ersten Mal seit dem kurzen Aufbäumen 2010/2011 zeigt sich zugleich in den USA, in Europa und in Japan eine Konjunkturerholung auf breiterer Front.

Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts, in % zum Vorjahr

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
USA	2.5	1.6	2.2	1.5	2.4	2.3	2.7
Japan	4.7	-0.5	1.7	1.6	-0.1	1.1	1.9
Grossbritannien	1.9	1.7	0.7	1.7	3.0	2.6	2.4
Eurozone	2.0	1.7	-0.8	-0.3	0.9	1.5	2.0
Deutschland	4.1	3.7	0.4	0.3	1.6	1.9	2.1
Frankreich	1.9	2.1	0.2	0.8	0.2	1.2	1.6
Italien	1.7	0.7	-2.8	-1.7	-0.4	0.6	1.2
Spanien	0.0	-0.6	-2.1	-1.2	1.4	3.1	2.6
Schweiz	3.0	1.8	1.1	1.8	1.9	0.9	1.1

Quelle: Datastream, Julius Bär

SCHWELLENLÄNDER KONJUNKTURELL UNTER DRUCK

Die meisten wichtigen Schwellenländer sind mit ernstzunehmenden strukturellen Problemen konfrontiert und teilweise in der Rezession.

Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts, in % zum Vorjahr

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Brasilien	7.6	3.9	1.8	2.7	0.1	-2.5	-0.5
Mexiko	5.1	4.0	4.0	1.4	2.1	2.5	3.0
Russland	4.5	4.3	3.4	1.3	0.6	-4.0	-0.5
Türkei	9.2	8.8	2.1	4.2	2.9	3.0	3.5
China	10.6	9.5	7.8	7.7	7.4	6.7	6.3
Indien	11.0	7.9	5.3	6.4	7.1	7.5	8.0
Indonesien	6.2	6.2	6.0	5.6	5.0	5.0	5.5
Südafrika	3.0	3.2	2.2	2.2	1.5	2.0	2.5

Quelle: Datastream, Julius Bär

CHINA FOKUSSIERT AUF ZYKLISCHE STABILISIERUNG

Die chinesische Wirtschaft kühlt sich weiter ab. Dank fiskalischer und monetärer Unterstützung erwarten wir aber eine Stabilisierung im zweiten Halbjahr 2015.

Frühindikatoren zeigen noch keine Verbesserung

Quelle: HSBC, Markit, National Bureau of Statistics of China (NBS), Julius Bär

Eine Zunahme des Kreditwachstums signalisiert eine kommende Besserung

Quelle: People's Bank of China (PBoC), NBS, Julius Bär

CHINA: ERSTE POSITIVE ZEICHEN IM IMMOBILIENMARKT

Erste gute Anzeichen bei den Hauspreisen. Doch es braucht Zeit, den bestehenden Überhang abzubauen und den Sektor zu stabilisieren, v.a. in kleineren Städten.

Chinesische Hauspreise für Neuwohnungen

Quelle: NBS, Julius Bär

CHINA: TEUERUNG ERLAUBT EXPANSIVERE GELDPOLITIK

Deflationärer Druck bleibt bestehen infolge der anhaltenden Konjunkturverlangsamung und sinkender Rohstoffpreise.

Zunehmende Konsumentenpreisteuerung wegen steigender Nahrungsmittelpreise

Quelle: NBS, Julius Bär

Deflationärer Druck bei den Produzentenpreisen infolge von Überkapazitäten

Quelle: NBS, Julius Bär

CHINA: UNTERSTÜTZUNG DURCH DIE ZENTRALBANK

Die Wachstumsverlangsamung zwingt die, von ihrer bisherigen Politik her gesehen, zurückhaltende chinesische Zentralbank (PBoC) zum Handeln.

Mindestreserveanforderungen der Geschäftsbanken fallen seit Herbst 2014

Quelle: NBS, PBoC, Julius Bär

Realzinsen sinken (zu) langsam, während die Einlagensätze liberalisiert werden

Quelle: NBS, PBoC, Julius Bär

CHINESISCHE REGIERUNG ZUNEHMEND UNTER DRUCK

Während die Zentralbank zögerlich und defensiv agiert, kann mit einer energischeren Gangart der Zentralregierung gerechnet werden - ähnlich wie 2009, aber fokussiert.

Fiscal Policy Moves To Center Stage

Compared with previous Politburo meetings, the authorities' "alert level" on the economy has clearly gone up:

- For the economy, the Politburo previously recognized "uncertainties and challenges". This time around, policymakers see outright downward pressure.
- For employment, policymakers in the past assessments were largely content with a "stable labor market". This time around, protecting jobs is listed as a key priority.
- For financial stability, while avoiding "systemic risks" has always been a key policy objective of the central bank, it is for the first time stated in the latest Politburo document, suggesting that China's top leadership has been spooked by the stock market crash.

Quelle: BCA Research, 5 August 2015, Julius Bär

<u>Über staatlich beauftragte Geschäftsbanken:</u>

- Ökologisch motivierte (Umweltschutz-) Investitionen in unterirdische Leitungssysteme, Abwasser-, Kehricht- und Kläranlagen, prioritär in Agglomerationen.
- Weiterer Ausbau des Eisenbahnnetzes.
- Anreize für Infrastrukturinvestitionen und -besitz mit kommerziellen Nutzungsmöglichkeiten für Kommunen und Private.

SCHLECHTER ZEITPUNKT FÜR CNY-LIBERALISIERUNG

Der Regime-Wechsel im Tageshandel des CNY resultierte in einer marktgetriebenen Abwertung gegenüber dem USD.

CNY wird mehr marktgetrieben seit er mit dem Vortragsschlusskurs täglich eröffnet

Quelle: PBoC, Datastream Julius Bär

Eng am USD angelehnt, wertete sich bisher der CNY stark zu anderen Währungen auf

Quelle: BIZ, Datastream, Julius Bär

REFORMEN: FINANZLIBERALISIERUNG

Das Tempo bei den Reformen für die Öffnung der Kapitalmarktes und für die Internationalisierung des Renminbis (CNY) bleibt hoch.

Grenzübergreifende Zahlungen in CNY haben massiv zugenommen

Quelle: China Customs, PBoC, Julius Bär

Jüngste Reformschritte:

- Grössere Berücksichtigung der Marktkräfte bei der Festlegung des Wechselkurses
- Start der Einlagenversicherung und stetige Liberalisierung der Einlagensätze.
- Nach der erfolgreichen Lancierung des Shanghai – Hong Kong Stock Connects, warten Investoren auf den Eröffnung des Shenzen – Hong Kong Connects.

⇨ Renminbi hat im internationalen Handel schon eine gewisse Wichtigkeit erlangt.

⇨ Die Aufnahmen von A-shares in den MSCI Index und des Renminbis in den Korb der Sonderziehungsrechte des IWFs sind nur noch eine Frage der Zeit.

ASIATISCHE SCHWELLENLÄNDER BREMSEN WACHSTUM

Hohe Realzinsen in grossen Schwellenländern sind eine Hauptursache für die schwache Weltkonjunktur, die auch die Erholung der entwickelten Länder belastet.

Welthandel sinkt infolge der schwachen Wirtschaftsentwicklung in Asien

Quelle: CPB, Julius Bär

Die realen kurzfristigen Zinsen sind zu hoch in den Schwellenländern

Quelle: Datastream, Julius Bär

SIGNIFIKANTE "UNTERNUTZUNG" DER WELT

Die Angebotsdynamik übertrifft diejenige der Nachfrage erheblich. Die Preissetzungsmacht bleibt tief. Restrukturierungen sind überlebenswichtige Daueraufgaben.

Produktionslücke erweitert sich bei den Schwellenländern, schrumpft aber jüngst bei den entwickelten Ländern

Quelle: Oxford Economics, Julius Bär

Aktuelle Produktionslücke bei wichtigen Ländern

Quelle: Oxford Economics, Julius Bär

ANZIEHENDE KONJUNKTUR BRINGT KAUM TEUERUNG

Trotz breiter abgestützter Wachstumsdynamik dürfte die Teuerung, wegen des latenten Überangebots an den Märkten, 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	0.3	1.8
Japan	-0.7	-0.3	-0.0	0.4	2.8	0.9	0.5
Grossbritannien	3.3	4.5	2.8	2.6	1.5	0.1	1.5
Eurozone	1.6	2.7	2.5	1.4	0.4	0.2	1.3
Deutschland	1.2	2.5	2.1	1.6	0.8	0.3	1.7
Frankreich	1.7	2.3	2.2	1.0	0.6	0.2	1.1
Italien	1.6	2.9	3.3	1.3	0.2	0.2	1.3
Spanien	2.0	3.1	2.4	1.5	-0.2	-0.1	1.5
Schweiz	0.7	0.2	-0.7	-0.2	-0.0	-1.1	-0.1

Quelle: Datastream, Julius Bär

NEUER «ROHSTOFF-SUPERZYKLUS» IST NICHT IN SICHT

Rohstoffpreise und Welthandel reflektieren die verhaltene Konjunkturentwicklung. 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	-19.2	-5.2
Brent Crude Oil (USD/bbl)	79.6	110.9	112.0	108.8	98.9	55.9	56.8
Brent Crude Oil	28.7	39.3	1.0	-2.8	-9.1	-43.5	1.6
Welthandel	13.6	6.1	2.1	2.6	3.3	0.8	5.6

Quelle: Datastream, Julius Bär

NEGATIVE TEUERUNGSÜBERRASCHUNGEN

Die negativen Teuerungsüberraschungen vermindern sich bei den entwickelten Ländern, aber nehmen in letzter Zeit bei den Schwellenländern wieder zu.

Entwickelte Volkswirtschaften (G10)
Citi Überraschungsindex zur Teuerung

Quelle: Citi, Julius Bär

Schwellenländer
Citi Überraschungsindex zur Teuerung

Quelle: Citi, Julius Bär

DIVERGIERENDE SCHWELLENLÄNDER

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

Tiefere Rohstoffpreise

Struktu-relle Reformen

	Nutzniesser	Belastete
Dynamisch und pragmatisch	• China • Südkorea • Singapur • Taiwan • Vietnam	• Mexiko • Peru • Kolumbien • Chile • Kasachstan
Träge und langsam	• Indien • Thailand • Malaysia • Türkei • Indonesien	• Südafrika • Brasilien • Argentinien • Russland • Venezuela

Tiefere Inflation

Höhere Inflation

Grösserer Wachstums-effekt

Kleinerer Wachstums-effekt

Quelle: Julius Bär

SCHWELLENLÄNDER: INFLATION IST STRUKTURBEDINGT

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

Veränderung der Konsumentenpreise, in % zum Vorjahr

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Brasilien	5.1	6.6	5.4	6.4	6.0	8.0	6.0
Mexiko	4.2	3.4	4.1	3.8	4.0	3.0	3.5
Russland	6.9	8.5	5.1	6.7	7.8	15.0	8.0
Türkei	8.6	6.5	8.9	7.5	8.9	7.0	6.5
China	3.3	5.4	2.7	2.6	2.0	1.4	1.3
Indien	9.6	9.5	7.6	6.3	3.8	5.5	6.0
Indonesien	5.1	5.4	4.3	7.0	6.4	6.5	5.0
Südafrika	4.3	5.0	5.7	5.8	6.1	5.0	5.5

Quelle: Datastream, Julius Bär

RÜCKKEHR DER GLOBALEN DEFLATIONSÄNGSTE

Globale Nachfrageschwäche erhöht die Deflationsrisiken. Starke Abwertungen haben diese Risiken von der Eurozone und Japan in Richtung USA und China verschoben.

Deflations-Risikoindex: USA und Eurozone

(Kernteuerung, Inflations- und Wachstumserwartungen, Wechselkurs, Geldmenge, Aktienmarkt, Produktionslücke und Potentialwachstum)

Quelle: Datastream, Julius Bär

Deflations-Risikoindex: China und Japan

(Kernteuerung, Inflations- und Wachstumserwartungen, Wechselkurs, Geldmenge, Aktienmarkt, Produktionslücke und Potentialwachstum)

Quelle: Datastream, Julius Bär

KEIN ENDE DER ZENTRALBANKGELDFLUT 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 , NBH

MONETÄRE LIQUIDITÄT IST WIEDER ENG GEWORDEN (1)

Der stärkere US Dollar und die Abnahme der Währungsreserven deuten auf knappe globale Liquiditätsbedingungen hin, wie wir sie in früheren Stressperioden hatten.

Globaler monetärer Indikator

Quelle: Datastream, Julius Bär

MONETÄRE LIQUIDITÄT IST WIEDER ENG GEWORDEN (2)

Trotz reichlicher Versorgung mit Zentralbankgeld, entwickeln sich die Geldmultiplikatoren enttäuschend.

Erweiterte Geldmenge stagniert im Wachstum, weil die Banken bescheiden ausleihen

Quelle: Datastream, Julius Bär

Abwärts tendierende Geldmultiplikatoren deuten auf eine "Liquiditätsfalle" hin

Quelle: Datastream, Julius Bär
*Erweiterte Geldmenge (EG) / Monetäre Basis (MB)

MARKTERWARTUNGEN ZU DEN ZENTRALBANKEN

Die US Fed, bis Ende Jahr, sowie die Bank of England, in Q2 2016, werden als «Frühstarter» gehandelt, andere sollten erst ab 2017 mit Zinserhöhungen kommen.

Markterwartungen bis zur ersten Zinserhöhung
Abgeleitet von den Geldmarktkurven

Quelle: Bloomberg Finance L.P., Julius Bär
Fed = US Federal Reserve, BoE = Bank of England, BoC = Bank of Canada, ECB = Europäische Zentralbank, SNB = Schweizerische Nationalbank, BoJ = Bank of Japan.

DIE US-FED VOR EINER ZINSERHÖHUNG BIS ENDE 2015?

Die US-Zentralbank sollte eigentlich bis Ende Jahr den Leitzins einmal erhöhen, da ihre Glaubwürdigkeit und konjunkturelle Zuversicht auf dem Prüfstand steht.

Auch wenn die Unterbeschäftigung erheblich ist, der Arbeitsmarkt erholt sich stetig

Quelle: Bureau of Labor Statistics, Julius Bär

Es werden mehr Stellen angeboten als vor der Krise; vorerst kein Teuerungsdruck

Quelle: Bureau of Labor Statistics, Datastream, Julius Bär

DIVERGIERENDE DATEN UND DEVISENMÄRKTE

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

WECHSELKURS-PROGNOSEN

Wechselkurse – Hauptwährungen

	Dez. 2014	08.09.2015	+3M	+12M
EUR/USD	1.21	1.12	1.14	1.18
USD/JPY	119.6	119.9	120.0	120.0
EUR/GBP	0.78	0.72	0.73	0.74
GBP/USD	1.56	1.54	1.56	1.59
EUR/CHF	1.20	1.09	1.06	1.06
USD/CHF	0.99	0.98	0.93	0.90
EUR/SEK	9.39	9.42	9.45	9.20
EUR/NOK	9.04	9.22	9.40	9.10
USD/CAD	1.16	1.32	1.32	1.25
AUD/USD	0.82	0.70	0.70	0.70
NZD/USD	0.78	0.63	0.64	0.65

Quelle: Datastream, Julius Bär

WECHSELKURS-PROGNOSEN

Wechselkurse – Schwellenländer

	Dez. 2014	08.09.2015	+3M	+12M
USD/CNY	6.20	6.37	6.65	6.80
USD/IDR	12385	14280	15200	15500
USD/INR	63.12	66.55	67.00	67.00
USD/KRW	1099	1201	1195	1140
USD/SGD	1.33	1.42	1.42	1.40
USD/BRL	2.66	3.81	3.85	3.90
USD/MXN	14.74	16.82	16.60	16.20
EUR/CZK	27.72	27.06	27.00	27.00
EUR/HUF	316	314	306	305
EUR/PLN	4.30	4.23	4.15	4.20
USD/RUB	72.6	76.4	69.5	76.0
USD/TRY	2.83	3.37	3.05	3.10
USD/ZAR	14.0	15.4	13.5	14.0

Quelle: Datastream, Julius Bär

WÄHRUNGS-RANKING

Währungsstrategie der Bank Julius Bär

Quelle: Datastream, Bloomberg Finance L.P., Julius Bär

Wichtigste Punkte:

- Die erwartete Zinserhöhung in den USA wird wohl zu einem schwächeren US Dollar führen.
- Unter den Hauptwährungen ist das britische Pfund am meisten exponiert. Die sicheren Häfen USD und CHF und die Carry Trade Finanzierungswährungen EUR und JPY sind stabiler bei enttäuschendem Wachstum, erneuten Deflationsängsten und bei Auflösungen von Carry Trades.
- Carry Trades meiden. Druck auf Schwellenländerwährungen machen diese momentan unattraktiv. Wir bevorzugen Trades zwischen ausgewählten Schwellenländerwährungen.

VERZERRUNG AN DEN ANLEIHENMÄRKTEN HILFT USD

Seit die US Federal Reserve im Mai 2013 den Abbau von QE3* erwog, haben die US-Renditen angezogen; in der Eurozone hält die EZB-Politik die Renditen tief.

Die Rendite der 10-jährigen US Treasuries erscheint heute gerechtfertigt

Quelle: Datastream Julius Bär
*3. Anleihen-Aufkaufprogramm seit 2008

10-jährige Bundesanleihen sind nach wie vor überbewertet

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	08.09.2015	+3M	+ 12M
USA	2.21	2.19	2.30	2.80
Japan	0.38	0.35	0.45	0.60
Grossbritannien	1.87	1.84	1.90	2.20
Euro-Länder	0.65	0.68	0.80	1.50
Schweiz	0.30	-0.14	0.10	0.70

Quelle: Datastream, 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	08.09.15	+3M	Rendite	+12M	Rendite	2014	2015E	2016E
USA	S&P 500	21.1%	14.1%	1’969	1’970	0.1%	2’100	6.7%	116.3	115.0	125.0
Eurozone	Eurostoxx 50	19.1%	11.2%	3’234	3’300	2.0%	3’700	14.4%	219.2	230.0	250.0
Deutschland	DAX 30	26.6%	13.5%	10’271	10’550	2.7%	12’000	16.8%	709.7	770.0	830.0
Frankreich	CAC 40	18.1%	10.8%	4’598	4’700	2.2%	5’200	13.1%	300.6	300.0	335.0
Niederlande	AEX	17.0%	16.4%	439	440	0.2%	470	7.1%	29.3	26.0	30.0
Spanien	IBEX 35	23.8%	7.6%	9’866	10’350	4.9%	12’000	21.6%	533.8	620.0	730.0
Italien	FTSE MIB	24.8%	5.8%	21’941	22’600	3.0%	26’000	18.5%	1072.3	1250.0	1450.0
GB	FTSE 100	7.6%	1.5%	6’146	6’150	0.1%	6’400	4.1%	459.7	400.0	435.0
Schweiz	SMI	12.3%	4.5%	8’761	8’850	1.0%	9’500	8.4%	532.8	500.0	540.0
Schweden	OMX	12.1%	24.3%	1’489	1’520	2.1%	1’700	14.2%	85.1	93.0	100.0
Japan	Nikkei	30.1%	22.6%	17’427	19’000	9.0%	22’500	29.1%	1088.1	1200.0	1300.0
Hong Kong	Hang Seng	-3.4%	9.9%	21’259	21’900	3.0%	25’000	17.6%	2111.5	2050.0	2200.0
Singapur	Straits Times	-6.6%	11.9%	2’885	2’900	0.5%	3’000	4.0%	235.4	240.0	255.0
Australien	S&P/ASX200	6.5%	9.7%	5’115	5’075	-0.8%	5’200	1.7%	355.4	340.0	340.0
Schwellenländer	MSCI GEM	-9.9%	2.7%	791	860	8.7%	903	14.2%	71.9	72.3	81.4

Quelle: Julius Bär Strategy Research
* Basierend auf fundamentalen Berechnungen. Abweichungen von der offiziellen Anlagepolitik sind möglich.

UNSERE FAVORITEN AUS DER AKTUELLEN AKTIEN-EMPFEHLUNGSLISTE

Sektor	Empfohlene Aktien
Energie	Exxon Mobil, Royal Dutch Shell plc
Rohstoffe/Chemie	Ecolab Inc., Givaudan, PPG Industries, Inc., Sherwin-Williams Company
Investitionsgüter	Assa Abloy, Danaher Corp., Honeywell Intl., Hutchison Whampoa, United Technologies, Tyco Intl.
Zykl. Konsumgüter	BYD Co. Ltd. Class H, Toyota Motor, Ctrip.com International, Galaxy Entertainment, Sands China, Walt Disney, H&M, Home Depot
Nichtzykl. Konsumg.	CVS Health Corporation, Associated British Foods, China Mengniu Dairy Co, Heineken, Lindt & Sprüngli PC, PepsiCo, Estée Lauder, Hengan International Group, L´Oréal
Gesundheitsbereich	Medtronic, BB Biotech, Celgene, Gilead Sciences, Pfizer, Roche GS, Shanghai Fosun Pharmaceuticals-H, Shire
Finanzdienstleist.	Mitsubishi UFJ Financial Group, Societe Generale, Wells Fargo, Affiliated Managers Group, Inc., UBS, AIA Group, Helvetia, Munich Re, Simon Property, Swire Properties, Unibail-Rodamco
IT	Adobe Systems, Baidu, Cognizant Technology Solutions, Google, Kingsoft Corporation, Mastercard, Microsoft, SAP, Tencent Holdings, Avago Technologies
Telekommunikation	Deutsche Telekom, Orange
Versorger	China Resources Gas, SUEZ Environnement Co. SA

= 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, Rechtsberatungskosten 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