



Alexander S. Friedman
Global Chief Investment Officer
Wealth Management

Investieren – trotz Unsicherheit

- *Anleger reagieren tendenziell auf Unsicherheit, indem sie in als sichere Häfen wahrgenommene Vermögenswerte flüchten.*
- *Die besten Anlagemöglichkeiten ergeben sich häufig, wenn die Unsicherheit am grössten ist.*
- *Die Anlegerinnen und Anleger sollten die aktuelle Unsicherheit nutzen und vom Schweizer Franken, japanischen Yen und von erstklassigen Anleihen weg diversifizieren.*
- *US-Vermögenswerte, einschliesslich Aktien, Hochzins-Unternehmensanleihen und US-Dollar sollten langfristig von der Energierevolution im Land profitieren.*

Normalerweise ist es töricht einer bestimmten Schlussfolgerung zeitlich unbegrenzte Allgemeingültigkeit einzuräumen. Doch mit der Aussage: «Wir leben in einer Welt, die von Unsicherheit bestimmt ist», lehnt man sich nicht allzu weit aus dem Fenster, denke ich.

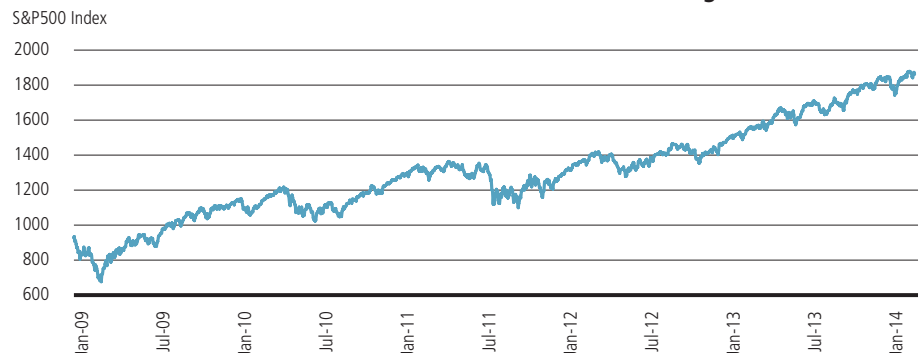
Macht sich unerwartet Unsicherheit breit, besteht die reflexartige Reaktion der Anlegerinnen und Anleger häufig darin, in Anlagen Zuflucht zu suchen, die als «sichere Häfen» gelten. Tatsächlich überrascht es angesichts der jüngsten Krise in der Ukraine nicht, dass der Schweizer Franken, der japanische Yen und Staatsanleihen von solchen Mittelzuflüssen in sichere Häfen profitieren. Doch an den Finanzmärkten von heute gibt es so etwas wie einen echten «sicheren Hafen» nicht, und für eine erfolgreiche langfristige Geldanlage ist es entscheidend, auf Unsicherheit ruhig und besonnen zu reagieren.

Die besten Anlagemöglichkeiten ergeben sich häufig, wenn die Unsicherheit am grössten ist. Die Neigung der Märkte zur Überreaktion bedeutet für langfristig orientierte Anleger, dass sich in Zeiten, in denen Angst herrscht, gewöhnlich Chancen ergeben.

US-Aktien sind hierfür ein gutes Beispiel. Vor ziemlich genau fünf Jahren sank der S&P 500 im Tagesverlauf auf den Tiefstand von 667 Punkten. Die Anleger hatten mit der Aussicht

> *Inmitten der Finanzkrise 2008–2009 erschien es unvorstellbar, dass es danach zu einer fünf-jährigen Hausse kommen würde*

Abb. 1 : US-Aktien haben seit 2009 annualisiert mehr als 20% gewonnen



Quelle: Bloomberg per 19. März 2014

auf eine weltweite Depression, einem Zusammenbruch der Handelsfinanzierung und den Folgen grösserer Bankenpleiten zu kämpfen. Und so schien es unvorstellbar, dass es kurz darauf zu einer Hausse kommen würde, die fünf Jahre andauern und zu jährlichen Renditen von über 20% führen sollte (siehe Abb. 1).

Doch während ich diese Zeilen schreibe, notiert der S&P 500 bei 1861 Punkten, und ein Anstieg bis auf 2000 Punkte erscheint wahrscheinlich.

Als Anleger sollten wir Unsicherheit als Chance verstehen, denn sie schafft ein Umfeld, in dem sich besonders hohe Renditen erzielen lassen. Daher möchte ich in diesem Monthly Letter einige der bedeutendsten Unsicherheitsfaktoren beleuchten, mit denen wir uns in der Welt von heute konfrontiert sehen – mit Schwerpunkt auf Russland und der Ukraine, China und den USA – und auf damit verbundene potenzielle Anlagemöglichkeiten hinweisen.

Russland und die Krim

Vor einem Monat schien es undenkbar zu sein, dass auf dem europäischen Kontinent ein Krieg drohen könnte. Es überrascht daher nicht, dass Russland mit seinem Handeln in jüngster Zeit für erhebliche Unsicherheit am Markt gesorgt hat. Während die Analysten versuchen abzuwägen, ob die Spannungen eskalieren werden, sollte man bedenken, dass vor hundert Jahren der 1. Weltkrieg begann, der im Jahr 1914 in nur 37 Tagen von unvorstellbar zu unvermeidbar wurde.

- > Aus rein rationaler Perspektive betrachtet, ist eine massive Eskalation des Krim-Konflikts unwahrscheinlich

Aus rein rationaler Perspektive betrachtet, dürfte eine massive Eskalation dieses Konflikts unwahrscheinlich sein. Denn daran hat weder Russland noch der Westen ein Interesse. Der Konsum in Russland stand bereits zu Jahresbeginn unter Druck, da sich das reale Einkommenswachstum und die Einzelhandelsumsätze sichtbar verschlechterten. Der Wertverlust des Rubel um 10% seit Jahresbeginn (siehe Abb. 2), die damit verbundene höhere Inflationsrate und die anschliessende Zinserhöhung um 1,5% dürften diese Situation nur noch weiter verschlimmern. Die neuesten Konsensprognosen für das BIP-Wachstum 2014 reichen von 0,6% bis 1,4% und liegen damit deutlich unter den Erwartungen von knapp über 2,0% zu Jahresbeginn.

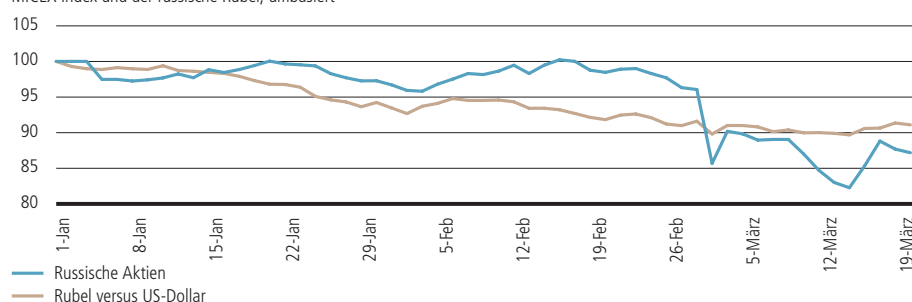
Keine der beiden Seiten würde davon profitieren, wenn die russischen Öl- und Gaslieferungen – sei es durch ein Aussetzen der Nutzung der Pipelines in der Ukraine oder durch direkte Sanktionen – unterbrochen würden. Russland ist der weltgrösste Rohölproduzent (12% des weltweiten Verbrauchs), der zweitgrösste Exporteur (8% des weltweiten Verbrauchs) und deckt rund 30% des europäischen Energiebedarfs.

- > Europa würde Mühe haben, rasch Ersatz für russische Gaslieferungen zu beschaffen

Europa würde sich schwer tun, rasch Ersatz für die russischen Lieferungen zu beschaffen, ohne massiv zu investieren und würde einen rapiden Anstieg der Energiepreise erleben. Wir schätzen, dass eine Unterbrechung der durch das Gebiet der Ukraine erfolgenden russischen Öl- und Gaslieferungen den Preis für Brent-Rohöl von aktuell USD 106 je Barrel in den Bereich von USD 115–125 je Barrel treiben würde – und sogar noch höher, wenn Sanktionen wie jene gegen den Iran verhängt würden. Unseres Erachtens würde ein solcher Anstieg, wenn er von Dauer ist, genügen, um das globale Wachstum signifikant zu schwächen, und

Abb. 2: Russische Vermögenswerte sind aufgrund der Unsicherheit hinsichtlich der Krim-Krise stark gesunken

MICEX Index und der russische Rubel, umbasiert



Quelle: Bloomberg per 19. März 2014

- > Russische Aktien sollten langfristiges Wertpotenzial bieten, ihre Risikoprämien dürften jedoch über unseren Horizont von sechs Monaten hoch bleiben

könnte dazu führen, dass wir unseren positiven Ausblick für globale risikoreiche Anlagen korrigieren.

- > Öl- und Gaserzeugnisse machen mehr als zwei Drittel der russischen Exporte aus

Für Russland wiederum machen Öl- und Gaserzeugnisse mehr als zwei Drittel der Exporte und mehr als die Hälfte der Steuereinnahmen aus. Selbst bei offenen Energiemärkten benötigt Russland einen Ölpreis von rund USD 110 je Barrel, um einen ausgeglichenen Staatshaushalt zu erreichen. Langfristig wären harte Sanktionen überaus schädlich – besonders dann, wenn sie zu Anstrengungen Europas führen würden, die Quellen der Energieversorgung zu diversifizieren, möglicherweise auch durch Flüssigerdgas aus den USA.

Stand heute schätzen wir die Wahrscheinlichkeit, dass die Auseinandersetzungen zwischen Russland und dem Westen stärker eskalieren, relativ gering ein. Es könnte aber gefährlich sein, davon auszugehen, dass alle Akteure sich auch weiterhin rational verhalten werden. Es scheint, als sei Russland fest entschlossen, seinen Einflussbereich zu vergrössern. Die Spannungen mit dem Westen könnten in den nächsten Monaten zunehmen, falls Russland keine konstruktiven Gespräche mit der Ukraine und dem Westen aufnehmen sollte, was schärfere Wirtschaftssanktionen zur Folge haben könnte.

Die Unsicherheit ist klar erkennbar, die Anlagemöglichkeiten sind vielleicht etwas weniger offensichtlich. Ein möglicher Bereich, mit dem sich längerfristig orientierte Anleger befassen könnten, sind – anders als eventuell zu vermuten wäre – russische Aktien, die mehr als 10% schwächer notieren als vor einem Monat. Auf diesen Niveaus dürften russische Aktien bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 4,4 und einer Dividendenrendite von 4,0% langfristiges Wertpotenzial bieten. Doch nach dem russischen Einschreiten auf der Krim dürfte die Risikoprämie russischer Aktien über unseren taktischen Anlagehorizont von sechs Monaten hinweg erhöht bleiben. Kurzfristig empfehlen wir daher eine neutrale Haltung gegenüber russischen Aktien.

- > Klarere kurzfristige Chancen könnte der Abbau von Positionen in «sicheren Häfen» bieten

Klarere kurzfristige Chancen könnte der Abbau von Positionen in den als «sichere Häfen» geltenden Anlagen wie dem Schweizer Franken, dem japanischen Yen und erstklassigen Anleihen bestehen, die von der reflexartigen Reaktion der Anleger auf die jüngste Unsicherheit Unterstützung erhalten haben. Aus fundamentaler Sicht dürften der japanische Yen und der Schweizer Franken in den nächsten Monaten abwerten, da die Bank of Japan ihre Anreizmassnahmen, mit denen sie auf die Verbrauchssteuererhöhung im April reagiert, wahrscheinlich ausweiten wird und der Schweizer Franken an einen überbewerteten Euro gebunden ist.

- > Der «Drosselungsprozess» der Fed ist nun in vollem Gange

Die USA und die Energierevolution

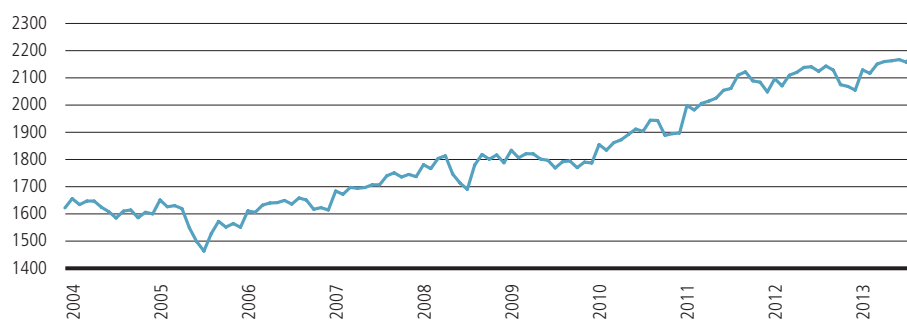
Die fundamentalen Aussichten für erstklassige Anleihen dürften in hohem Masse von Veränderungen in der Geldpolitik der US-Notenbank bestimmt werden. Der «Drosselungsprozess» der Fed ist nun in vollem Gange, und die Fed hat die Anleihenkäufe in dieser Woche erneut um USD 10 Mrd. reduziert. Die Aufmerksamkeit verlagert sich nun zunehmend auf die Frage, wann die Zinssätze erhöht werden.

Einerseits ist die US-Arbeitslosenquote immer noch relativ hoch und die Inflation niedrig. Bei der Sitzung des Offenmarktausschusses (FOMC) der Fed am Mittwoch bemühte sich

- > Neue Förderverfahren haben dazu geführt, dass die Erdgasproduktion fast doppelt so schnell gestiegen ist wie der Verbrauch und die lokalen Energiepreise gesunken sind

Abb. 3: Die US-Gasproduktion ist in den letzten Jahren stark gestiegen

Gesamte vermarktete Erdgasproduktion in den USA (in Mrd. Kubikfuss, 3-Monats-Durchschnitt)



Quelle: Bloomberg per 19. März 2014

die neue Fed-Chefin Janet Yellen zu betonen, dass die Fed Funds Rate noch «geraume Zeit» unter ihrem langfristigen Niveau bleiben wird, selbst wenn sich die Beschäftigung und die Inflation wieder normalisieren.

- > *Die hohe Arbeitslosigkeit könnte struktureller Natur sein*

Doch der FOMC scheint allmählich zu der Einschätzung zu gelangen, dass die hohe Arbeitslosenquote struktureller Natur sein könnte. Das zeigte sich daran, dass die Fed von ihrem Schwellenwert für die Arbeitslosenquote abrückte und sich künftig stattdessen auf ein breiteres Spektrum von Arbeitsmarktkennzahlen stützen will. Trifft die Einschätzung der Fed zu, würde das bedeuten, dass das Wirtschaftswachstum zügiger zu höheren Lohnabschlüssen, einer höheren Inflation und einem Zinserhöhungsbedarf führt. Im Schnitt sind die Mitglieder nun der Ansicht, dass die Zinssätze Ende 2015 bei 1,0% liegen sollten – nach 0,75% bei der vorherigen Sitzung.

- > *Würden die Zinsen früher angehoben als erwartet, wäre das zweifellos negativ für den Anleihenmarkt*

Sollten die Zinssätze früher angehoben werden als erwartet, wäre das für den Anleihenmarkt zweifellos negativ und für den US-Dollar positiv. Die Auswirkungen auf Aktien würden indes nuancierter sein. Kurzfristig würde eine Zinserhöhung belasten, doch langfristig ist die Stärke der US-Wirtschaft der wichtigste Aspekt für die Chancen am Markt. Ein ausgezeichnetes Beispiel für diese langfristige Stärke ist der Wandel, der sich derzeit im US-Energiesektor vollzieht.

Seit 2005 haben neue Verfahren zur Gewinnung von Schiefergas dazu geführt, dass die Erdgasproduktion fast doppelt so schnell gestiegen ist wie der Verbrauch (siehe Abb. 3), sodass die lokalen Energiepreise gesunken sind. Der Erdgaspreis in den USA beträgt heute nur noch USD 4,4 je MMBtu. Die Preise in Europa sind etwa 2,1 Mal höher, in Asien sogar fast 4 Mal höher. Dabei sollte man bedenken, dass die US-Gaspreise 2004 die weltweit höchsten waren.

- > *Energieintensive Branchen wie Automobilbau und Chemie kehren in die USA zurück*

Dieser Wandel wirkt sich bereits auf das US-Wirtschaftswachstum und die Aussichten für die amerikanische Industrie aus. Zwischen 2007 und 2013 stieg die Beschäftigung in der US-amerikanischen Öl- und Gasindustrie um 40%, während sie in der Gesamtwirtschaft um knapp 3% sank. Im Jahr 2012 verzeichnete der Bundesstaat North Dakota, in dem sich das Schiefergasfeld Bakken befindet, ein reales Wirtschaftswachstum von gewaltigen 13,4%. Angesichts des niedrigen Erdgaspreises werden energieintensive Branchen wie Automobilbau und Chemie wieder in die USA gelockt. Eine kürzlich von der Boston Consulting Group durchgeführte Umfrage ergab, dass mehr als die Hälfte der für den Produktionsbereich verantwortlichen Personen von US-Unternehmen mit mehr als USD 1 Mrd. Umsatz intensiv darüber nachdenken, die Produktion wieder in die USA zurückzuverlegen.

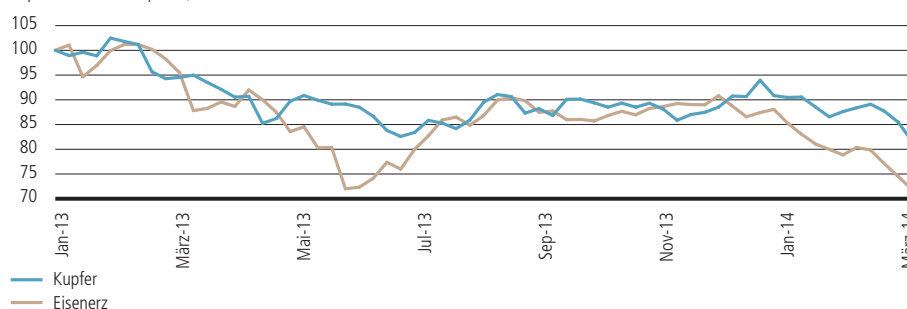
Es handelt sich um eine massive Veränderung des Energieangebots in der größten Volkswirtschaft der Welt, und es ist wichtig, einige der potenziellen allgemeinen Auswirkungen zu betrachten.

Bislang sind die Auswirkungen der Energierevolution in den USA weitgehend auf den nordamerikanischen Kontinent begrenzt gewesen. Neue Exportkapazitäten für Flüssigerdgas werden erst noch verfügbar werden, und Rohölexporte sind aufgrund der seit vielen Jahren bestehenden Energiesicherheitspolitik der USA praktisch verboten. Eine Kombination aus Umweltbedenken und der Lobbyarbeit von US-Raffinerien hat dazu

- > *Wir empfehlen Anlegern, im Rahmen ihrer strategischen Vermögensallokationen ein breites Engagement in Rohstoffen zu vermeiden*

Abb. 4: Metallpreise sind infolge der Unsicherheit über das Wachstum Chinas gesunken

Kupfer- und Eisenerzpreise, umbasiert



Quelle: Bloomberg per 19. März 2014

beigetragen, den Status Quo zu bewahren. Doch durch die oben genannte Zunahme der Spannungen zwischen den USA und Russland könnte sich etwas an dieser Dynamik ändern. Wir stellen bereits fest, dass Lobbyisten der Öl- und Gasindustrie sich zunehmend dafür einsetzen, dass die neu entdeckten Energievorkommen der USA dazu genutzt werden, ein Gegengewicht zu Russlands starker Stellung in Europa zu schaffen. Falls dies dazu führt, dass die Antragsverfahren für Gasexporte vereinfacht und die das Rohöl betreffenden Vorschriften gelockert werden, könnte sich dadurch – langfristig – das weltweite wirtschaftliche und geopolitische Gleichgewicht verschieben.

Wenn sich die US-Energierevolution stärker in die globalen Märkte überträgt, wird die US-Produktion weiter angeregt und das Leistungsbilanzdefizit des Landes verringert. Das US-Leistungsbilanzdefizit hat sich für das Land nicht als grösseres Problem erwiesen, auch aufgrund der Stellung des US-Dollar als Weltreservewährung. Ein niedrigeres Defizit würde aber zwangsläufig das Angebot an US-Dollar weltweit begrenzen und die Finanzierungskosten erhöhen.

- > Die Entwicklung des Themas Energie dürfte weitere Chancen bei US-Aktien und -Unternehmensanleihen bieten

Für Anleger dürfte die weitere Entwicklung des Themas Energie durch den positiven Einfluss auf das Wachstum Chancen im Bereich der US-Aktien und -Unternehmensanleihen eröffnen – und für den US-Dollar aufgrund der Auswirkungen der höheren Energieproduktion auf das Leistungsbilanzdefizit des Landes.

Chinas Wachstumsmodell

Die dritte grosse Unsicherheit in der Welt ist heute das chinesische Wirtschaftswachstum. Der rasche Aufstieg Chinas von der elftgrössten Volkswirtschaft im Jahr 1990 zur zweitgrössten Volkswirtschaft der Welt bis 2010 liess Erwartungen aufkommen, dass sich solch ein Wachstum auf unbestimmte Zeit fortsetzt.

- > Hohe Subventionen für bestimmte Industrien haben die wirtschaftliche Effizienz in China beeinträchtigt

Der Treiber dieses Wachstums wird heute jedoch infrage gestellt. Durch die hohen Subventionen für einige Industrien, sei es durch eine künstlich schwache Währung, durch billige Kredite, die über staatliche Banken bereitgestellt werden, oder durch explizite staatliche Infrastrukturausgaben, wurde die wirtschaftliche Effizienz in China beeinträchtigt. Dies führte zu Überkapazitäten, Produzentenpreisdeflation und Umweltproblemen.

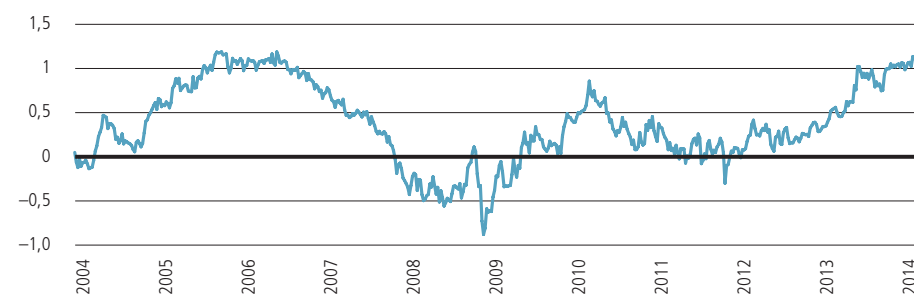
Die Aufrechterhaltung des raschen Wirtschaftswachstums war für China von zentraler Bedeutung, da dies zu einer breiten Unterstützung der regierenden Elite beitrug. Angesichts des fehlenden sozialen Sicherheitsnetzes war das Wirtschaftswachstum unerlässlich, um den Sozialvertrag einhalten zu können. Mit der Wachstumsverlangsamung wird dies infrage gestellt. Angesichts des fehlenden Wirtschaftswachstums könnte die Regierung auf Nationalismus und möglicherweise auch Säbelrasseln zurückgreifen, beispielsweise im Disput über die Inseln im Ostchinesischen Meer, um die breite Unterstützung zu gewinnen. Eine ähnliche destabilisierende Dynamik könnte derzeit in Russland im Gange sein.

- > Die chinesische Regierung scheint entschlossen zu sein, die lenkende Hand des Staates kontinuierlich zurückzuziehen

Zum Glück hat sich China zumindest vorerst für Wirtschaftsreformen entschieden. Die Regierung scheint entschlossen zu sein, die lenkende Hand des Staates zugunsten der berühmten «unsichtbaren Hand des Marktes» von Adam Smith zurückzuziehen.

Abb. 5: Die Renditedifferenz zwischen den US-Treasuries und Bundesanleihen befindet sich fast auf einem 7-Jahres-Hoch

Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe minus Rendite der 10-jährigen deutschen Bundesanleihe (in Prozentpunkten)



Quelle: Bloomberg per 19. März 2014

- > Ein zunehmendes Zinsgefälle zwischen den Staatsanleihen der USA und der Eurozone dürfte den US-Dollar unterstützen

Diese «Übergabe» bringt jedoch neue Ungewissheiten mit sich. Dies zeigt sich insbesondere in jenen Bereichen, die (implizit oder auf andere Weise) staatlich unterstützt wurden. Die Volatilität des staatlich gesteuerten chinesischen Yuan ist im vergangenen Monat stark gestiegen, da sein Wechselkurs zunehmend vom Markt bestimmt wird. Staatsbanken haben Berichten zufolge die Kreditvergabe an einige Sektoren um bis zu 20% reduziert. Letzte Woche verzeichnete China den ersten Zahlungsausfall einer Unternehmensanleihe und laut Ministerpräsident Li Keqiang sind weitere Ausfälle «unvermeidbar».

- > *Die Unsicherheit macht sich vielleicht am ehesten bei den Massengütern und Metallen bemerkbar*

Die Unsicherheit macht sich vielleicht am ehesten bei den Massengütern und Metallen bemerkbar (siehe Abb. 4). Der Preis für Eisenerz, einem wichtigen Rohstoff für den überversorgten Stahlsektor Chinas, ist seit Jahresbeginn um 17% gesunken. Der Kupferpreis ist allein in diesem Monat um 8% zurückgegangen, und zwar nicht nur wegen der Bedenken hinsichtlich des zugrunde liegenden Bedarfs, sondern auch aufgrund seiner Funktion als Sicherheit bei Finanzierungstransaktionen, auf die einige Unternehmen zurückzugreifen begannen, als die von den Staatsbanken bereitgestellten Mittel allmählich versiegt. Wir empfehlen Anlegern weiterhin, im Rahmen ihrer strategischen Vermögensallokationen ein breites Engagement in Rohstoffen zu vermeiden. Unserer Ansicht nach erhöht diese Anlageklasse nur die Volatilität, ohne eine ausreichende Entschädigung in Form von Renditen zu bieten.

- > *Auf lange Sicht ist die derzeit stattfindende «Übergabe» in China positiv*

Man sollte bedenken, dass die derzeit stattfindende «Übergabe» in China auf lange Sicht positiv ist. Die Geschichte und Wirtschaftstheorie zeigen, dass Volkswirtschaften mit Preisen, die durch den Markt bestimmt werden, in der Regel stärker wuchsen als jene, bei denen dies nicht der Fall war. China nimmt die kurzfristigen Verluste mit Blick auf den langfristigen Nutzen in Kauf. Obwohl in Bezug auf die Ressourcen und in der Schwerindustrie erhebliche Unsicherheit herrscht, könnten sich langfristig ausgerichteten Anlegern, die in jene chinesische Sektoren investieren, die durch die «unsichtbare Hand» Auftrieb erhalten dürften, attraktive Chancen eröffnen.

- > *Die Währung sollte ihren Aufwärtstrend wieder aufnehmen*

Die Liberalisierung der Kapitalmärkte und Energiepreise dürfte den Brokerhäusern und jenen Unternehmen zugutekommen, die zur Verbesserung der Energieeffizienz beitragen. Die Regierung hat zwar vor Kurzem im Hinblick auf das Fixing des chinesischen Yuan für Unsicherheit gesorgt, die Währung dürfte jedoch im Laufe der Zeit ihren Aufwärtstrend fortsetzen. China verzeichnet nach wie vor einen Leistungsbilanzüberschuss und Nettozuflüsse ausländischer Direktinvestitionen. Beide Faktoren sprechen für eine Aufwertung der Währung in einem liberalisierten Handelsumfeld.

Technologie und Produktivitätswachstum

Das Wirtschaftswachstum hängt in allen Ländern letztlich vom Produktivitätswachstum ab. Nach fünf bis sechs Jahren relativ schwacher Konjunkturentwicklung kamen einige Anleger zu dem Schluss, dass das Produktivitätswachstum zum Stillstand gekommen ist und wir sogar vor einer «langfristigen Stagnation» stehen könnten.

- > *Die Technologie wird anscheinend mit Skepsis betrachtet*

In der Vergangenheit war die technologische Entwicklung ein wichtiger Faktor für die Veränderung des wirtschaftlichen Potenzials. Heute wird die Technologie jedoch in dieser Hinsicht eher skeptisch betrachtet, da sich die Fortschritte auf Bereiche wie soziale Medien zu konzentrieren scheinen und Bedenken über die Bewertungen der Technologiewerte bestehen.

Einige Unternehmen müssen ihre Geschäftsmodelle in den kommenden Jahren eindeutig unter Beweis stellen, um die Bewertungskennzahlen zu rechtfertigen. Allerdings lenkt dies meines Erachtens von den grösseren und sich langsamer entwickelnden Trends ab, welche die Technologie (und Produktivität) heute betreffen.

Energie ist ein gutes Beispiel dafür, wie neue Technologien das Wirtschaftswachstumspotenzial erhöhen können. Es ist jedoch nicht das einzige. Laut Analystenprognosen könnten infolge der Verbesserungen der mobilen Konnektivität weitere zwei bis drei Milliarden Menschen in die Weltwirtschaft einbezogen werden. Fortschritte in der Robotik könnten sich deutlich auf die Arbeitsproduktivität auswirken und neue additive Herstellungsverfahren könnten die Länge der Lieferketten verkürzen und die Rohstoffverschwendung einschränken. Diese Effekte der neuen Technologie könnten im nächsten Jahrzehnt insgesamt 0,5–0,7% zum Weltwirtschaftswachstum beitragen.

Selbst für den Technologiesektor stellt die Euphorie in Bezug auf die sozialen Medien eine gewisse Ablenkung von den zugrunde liegenden Anlagechancen dar. Der Technologiesektor

- > *Der US-Technologiesektor hängt zum grössten Teil von den Unternehmensausgaben ab*

hängt zum grössten Teil von den Unternehmensausgaben ab, vor allem in den USA. Tatsächlich entfallen etwa 75% der Umsätze im US-Technologiesektor auf Unternehmensausgaben und nur 25% auf Verbraucherausgaben. Wir haben unsere übergewichtete Position im US-IT-Sektor in diesem Monat erhöht, da wir unter anderem davon ausgehen, dass die Unternehmensausgaben in den USA dieses Jahr steigen und als wichtiger Wachstumsmotor fungieren werden

Schlussfolgerung für die Anlagepositionierung

Was bedeutet dies alles für uns?

- > *Geduldige Anleger sollten inmitten der Unsicherheit nach Chancen Ausschau halten*

Auf kurze Sicht erhöht sich das Risiko durch die von mir hervorgehobenen Unsicherheiten. Anleger mit Geduld sollten einige dieser Unsicherheiten jedoch als Gelegenheiten wahrnehmen, um von den langsameren Trends der demografischen Entwicklung, Energieerzeugung und technologischen Entwicklung zu profitieren.

- > *Wir behalten unsere Übergewichtung risikoreicher Anlagen bei*

Wir bleiben in risikoreichen Anlagen übergewichtet, vor allem in Aktien aus den USA und der Eurozone, US-Hochzins-Unternehmensanleihen sowie in europäischen Krediten. In den USA werden diese Positionen durch die anhaltende Stärke der US-Konjunktur untermauert, die zum Teil durch das oben erwähnte Thema Energie unterstützt wird, aber auch durch die fortgesetzte Erholung der Hauspreise, die niedrigen Kreditkosten für Unternehmen und Privathaushalte sowie die wahrscheinliche Zunahme der Investitionsausgaben. In der Eurozone werden unsere Übergewichtungen durch die weiterhin lockere Geldpolitik sowie die Erholung der Unternehmensmargen gestützt, die im kommenden Jahr an Kraft gewinnen sollte.

Im nächsten Monat kommt der Beobachtung der geopolitischen Entwicklungen eindeutig hohe Bedeutung zu. Wie oben erwähnt, gehen wir in unserem Basisszenario davon aus, dass die Akteure rational bleiben und die Russland-Ukraine-Krise nicht wesentlich eskaliert. Da Europa von Energielieferungen abhängig ist und Russland von den damit verbundenen Einnahmen, würden sicher viele weitere Zwischenschritte implementiert, bevor Sanktionen wie jene gegen den Iran verhängt würden.

Im Falle unseres Risikoszenarios, dass die Energieversorgung aus Russland eingeschränkt wird und die weltweiten Ölpreise stark anziehen, dürften die Aktienmärkte und – angesichts ihrer wirtschaftlichen Abhängigkeit von der russischen Energie – vor allem die Märkte der Eurozone leiden. Steigen die Ölpreise über einen längeren Zeitraum um USD 10–20 je Barrel, würde dies das Verbrauchervertrauen und das Geschäftsklima belasten, die reale Wirtschaftsaktivität bremsen und die zyklische Gewinnerholung gefährden. Dies würde ein Risiko für die Aktienmärkte der Eurozone an sich, aber auch für unsere Position in Aktien der Eurozone gegenüber britischen Aktien darstellen.

- > *Wir geben dem US-Dollar und dem britischen Pfund nach wie vor den Vorzug gegenüber dem Euro, dem japanischen Yen und dem Schweizer Franken*

Unter den Währungen geben wir dem US-Dollar und dem britischen Pfund nach wie vor den Vorzug gegenüber dem Euro, dem japanischen Yen und dem Schweizer Franken. Auf struktureller Basis könnte der Dollar durch ein schrumpfendes Leistungsbilanzdefizit Unterstützung erfahren, obwohl das zunehmende Zinsgefälle zwischen den US- und europäischen Staatsanleihen kurzfristig ausschlaggebender sein dürfte. Die Differenz zwischen den Renditen der US-Treasuries und der Bundesanleihen hat bereits ein 7-Jahres-Hoch erreicht (siehe Abb. 5).

Danke, dass Sie sich die Zeit für die Lektüre dieses Schreibens genommen haben. Ich hoffe, dass Sie die hervorgehobenen Anlagechancen, die wir trotz der zahlreichen Unsicherheiten der heutigen Zeit erkennen können, nützlich fanden.

Mit freundlichen Grüssen



Alexander S. Friedman

Global Chief Investment Officer
Wealth Management

Die Anlagebeurteilungen des Chief Investment Office WM von UBS werden durch Wealth Management und Retail & Corporate und Wealth Management Americas, Unternehmensbereiche von UBS AG (UBS, in der Schweiz durch die FINMA beaufsichtigt) oder einer Tochtergesellschaft produziert und veröffentlicht. In gewissen Ländern wird UBS AG als UBS SA bezeichnet. Dieses Material dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offenstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Der Inhalt basiert auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen könnten zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in diesem Material enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuft Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab (ausgenommen sind Offenlegungen, die sich auf UBS und ihre verbundenen Unternehmen beziehen). Alle Informationen und Meinungen sowie angegebenen Preise sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Hierin geäußerte Meinungen können von den Meinungen anderer Geschäftsbereiche von UBS abweichen oder diesen widersprechen, da sie auf der Anwendung unterschiedlicher Annahmen und/oder Kriterien basieren. UBS und deren Konzerngesellschaften (oder Mitarbeiter derselben) können jederzeit für die erwähnten Wertpapiere eine Kauf- bzw. Verkaufsposition einnehmen oder als Auftraggeber bzw. Mandatsträger auftreten oder dem Emittenten dieser Wertpapiere bzw. einer mit einem Emittenten wirtschaftlich oder finanziell eng verbundenen Gesellschaft Beraterdienste oder andere Dienstleistungen zukommen lassen. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. UBS setzt Informationsbarrieren ein, um den Informationsfluss aus einem oder mehreren Bereichen innerhalb von UBS in andere Bereiche, Einheiten, Divisionen oder verbundene Unternehmen von UBS zu steuern. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf die persönlichen Anlageziele, finanziellen Situationen und Bedürfnisse unserer einzelnen Kunden eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor jeder Investition Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Material darf ohne vorherige Einwilligung von UBS oder deren Konzerngesellschaften nicht reproduziert werden. UBS untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieses Materials an Dritte. UBS ist nicht haftbar für Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieses Materials resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden. Die Konjunkturprognosen des Chief Investment Office (CIO) wurden in Zusammenarbeit von CIO-Ökonomen mit Ökonomen von UBS Investment Research erstellt. Die Prognosen und Einschätzungen sind lediglich zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern.

Externe Vermögensverwalter und Finanzberater: Für den Fall, dass dieser Research oder die Publikation an einen externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausgegeben wird, untersagt UBS dem externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausdrücklich, diese an ihre Kunden und/oder Dritte weiterzugeben bzw. zur Verfügung zu stellen. **Australien:** 1) **Kunden von UBS Wealth Management Australia Ltd:** Diese Mitteilung wird durch UBS Wealth Management Australia Ltd. an Kunden von UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937 (Inhaberin der australischen «Financial Services Licence» Nr. 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, verteilt: Diese Publikation enthält ausschliesslich allgemeine Informationen und/oder allgemeine Beratung und stellt keine persönliche Beratung zu Finanzprodukten dar. Somit wurde der Inhalt dieser Publikation ohne Berücksichtigung der Anlageziele, der finanziellen Situation und der finanziellen Bedürfnisse eines bestimmten Empfängers formuliert. Vor jedem Anlageentscheid sollte ein Empfänger persönliche Beratung zu Finanzprodukten von einem unabhängigen Berater einholen und relevante Angebotsunterlagen (einschliesslich der Produktinformationen) prüfen, wenn der Erwerb von Finanzprodukten in Betracht gezogen wird. 2) **Kunden von UBS AG:** Diese Mitteilung wird durch UBS AG ABN 47 088 129 613 (937 Inhaberin der australischen «Financial Services Licence» Nr. 231087) ausgestellt: Diese Publikation wird durch UBS AG ausgestellt und verteilt, auch wenn in vorliegendem Dokument eine gegenteilige Bestimmung enthalten ist. Die Publikation ist einzig zur Verwendung durch «Firmenkunden» gemäss der Definition in Section 761G («Wholesale Clients») des Corporations Act 2001 (Cth) («Corporations Act») bestimmt. Unter keinen Umständen darf die Publikation von UBS AG einem «Privatkunden» gemäss der Definition in Section 761G des Corporations Act zur Verfügung gestellt werden. Die Research-Services von UBS AG stehen einzig Firmenkunden zur Verfügung. Die Publikation enthält nur allgemeine Informationen und berücksichtigt weder die persönlichen Anlageziele noch die finanzielle oder steuerliche Situation oder besonderen Bedürfnisse einer bestimmten Person. **Bahamas:** Diese Publikation wird an Privatkunden von UBS (Bahamas) Ltd verteilt und darf nicht an Personen verteilt werden, die laut «Bahamas Exchange Control Regulations» als Bürger oder Einwohner der Bahamas gelten. **Bahrain:** UBS AG ist eine Schweizer Bank, die nicht in Bahrain von der Zentralbank von Bahrain zugelassen ist oder von ihr überwacht oder reguliert wird und die keine Bankgeschäfte oder Kapitalanlagegeschäfte in Bahrain unternimmt. Deshalb haben die Kunden keinen Schutz nach den örtlichen Rechtsvorschriften zum Bankrecht und zum Recht der Kapitalanlagendienstleistungen. **Belgien:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Kaufangebot oder eine vergleichbare Anwerbung nach belgischem Recht dar, kann jedoch zu Informationszwecken Kunden der UBS Belgium, einer Niederlassung von UBS (Luxembourg) SA, zur Verfügung gestellt werden. UBS Belgium ist eine bei der belgischen Nationalbank eingetragene Bank und wird durch die «Financial Services and Markets Authority» (L'Autorité des services et marchés financiers) beaufsichtigt, der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Brasilien:** Erstellt durch UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, eine Einheit, die durch die Comissão de Valores Mobiliários («CVM») beaufsichtigt wird. **Deutschland:** Herausgeberin im Sinne des deutschen Rechts ist UBS Deutschland AG, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Deutschland AG ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht lizenziert und wird durch diese beaufsichtigt. **Dubai:** Der Vertrieb von Research erfolgt durch UBS AG Dubai Branch innerhalb DIFC ausschliesslich an professionelle Kunden und darf nicht innerhalb der Vereinigten Arabischen Emirate weitergegeben werden. **Frankreich:** Diese Publikation wird an Privatkunden und «Prospects» von UBS (France) SA, einer französischen «Aktiengesellschaft» mit einem Aktienkapital von EUR 125 726 944 vertrieben. Ihr Domizil ist an der 69, boulevard Haussmann, F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670. UBS (France) SA ist als Finanzdienstleister entsprechend den Bestimmungen des französischen «Code Monétaire et Financier» ordnungsgemäss zugelassen und ist eine unter der Aufsicht der französischen Bank- und Finanzaufsichtsbehörden wie der «Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution» stehende Bank. **Hongkong:** Diese Publikation wird durch die Niederlassung von UBS AG in Hongkong, einem nach der «Hong Kong Banking Ordinance» lizenzierten und gemäss den Bestimmungen der «Securities and Futures Ordinance» registrierten Finanzinstitut, an Kunden der Niederlassung von UBS AG in Hongkong verteilt. **Indien:** Verteilt durch UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. Telefon: +912261556000. SEBI-Registrationsnummern: NSE (Kapitalmarktsegment): INB230951431, NSE (F&O-Segment): INF230951431, BSE (Kapitalmarktsegment): INB010951437. **Indonesien:** Dieses Research- oder Publikationsmaterial ist nicht zum Zwecke eines öffentlichen Zeichnungsangebots gemäss indonesischem Kapitalmarktrecht und dessen Umsetzungsbestimmungen ausgelegt und erstellt. Die hierin erwähnten Wertpapiere sind und werden nicht gemäss indonesischem Kapitalmarktrecht und dessen Bestimmungen eingetragen. **Israel:** UBS AG ist als ausländischer Händler eingetragen, der mit UBS Wealth Management Israel Ltd, einer 100%igen Tochtergesellschaft von UBS, zusammenarbeitet. UBS Wealth Management Israel Ltd ist zugelassener Portfolio Manager, der auch Investment Marketing betreibt und unter der Aufsicht der «Israel Securities Authority» steht. Diese Publikation kann keine auf Ihre persönlichen Bedürfnisse zugeschnittene Anlageberatung und/oder Marketingangaben zu Finanzanlagen durch entsprechend lizenzierte Anbieter ersetzen. **Italien:** Dieses Dokument wird an Kunden der UBS (Italia) S.p.A., via del vecchio politecnico 4 – Mailand, eine ordnungsgemäss von der «Banca d'Italia» als Finanzdienstleister zugelassene und unter der Aufsicht von «Consob» und der «Banca d'Italia» stehende italienische Bank, verteilt. UBS Italia war weder an der Erstellung dieser Publikation noch an den hierin enthaltenen Anlagenuntersuchungen und Finanzanalysen beteiligt. **Jersey:** UBS AG, Niederlassung Jersey, wird reguliert und autorisiert durch die Jersey «Financial Services Commission» zur Durchführung von Bankgeschäften, Anlagefonds und Investmentgeschäften. **Kanada:** In Kanada wird diese Publikation von UBS Investment Management Canada Inc. an Kunden von UBS Wealth Management Canada verteilt. **Luxemburg:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach luxemburgischem Recht dar, kann jedoch Kunden der UBS (Luxembourg) S.A., einer lizenzierten Bank unter der Aufsicht der «Commission de Surveillance du Secteur Financier» (CSSF), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde, zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt werden. **Mexiko:** Dieses Dokument wurde verteilt von UBS Asesoros México, S.A. de C.V., einem Unternehmen, das nicht der Aufsicht der Comisión Nacional Bancaria y de Valores unterliegt und weder der UBS Grupo Financiero S.A. de C.V. noch einer anderen mexikanischen Finanzgruppe angehört. Die Verbindlichkeiten dieses Unternehmens werden nicht von Dritten garantiert. UBS Asesoros México, S.A. de C.V. sichert keine Rendite zu. **Niederlande:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Kaufangebot oder eine vergleichbare Anwerbung nach niederländischem Recht dar, kann jedoch zu Informationszwecken Kunden der UBS Bank (Netherlands) B.V. zur Verfügung gestellt werden. UBS Bank (Netherlands) B.V. ist eine lizenzierte Bank unter Aufsicht der niederländischen Nationalbank «De Nederlandsche Bank» (DNB) und der niederländischen Finanzmarktaufsicht «Autoriteit Financiële Markten» (AFM), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Österreich:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot oder eine vergleichbare Anwerbung gemäss österreichischem Recht dar und wird nur unter Umständen verwendet, die keinem öffentlichen Angebot von Wertpapieren in Österreich entsprechen. Das Dokument darf nur vom direkten Empfänger dieser Information verwendet und unter keinen Umständen an einen anderen Anleger weitergegeben werden. **Singapur:** Bitte kontaktieren Sie die Niederlassung von UBS AG Singapore, einem «exempt financial adviser» gemäss dem «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110) und eine nach dem «Singapore Banking Act» (Cap. 19) durch die «Monetary Authority of Singapore» zugelassene Handelsbank, für alle Fragen, welche sich durch oder in Verbindung mit der Finanzanalyse oder dem Bericht ergeben. **Spanien:** Diese Publikation wird durch die UBS Bank, S.A., eine bei der «Banco de España» registrierte Bank, an Kunden der UBS Bank, S.A. verteilt. **Taiwan:** Dieses Dokument wird an qualifizierte Kunden von UBS Securities Pte. Ltd., Niederlassung von Taipei, vertrieben. Dieses Dokument kann von Zeit zu Zeit von verbundenen Unternehmen von UBS Securities Pte. Ltd., Niederlassung von Taipei, editiert werden, die auch Beiträge leisten können. **UK:** Genehmigt von UBS AG, in der Schweiz beaufsichtigt und autorisiert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht. In Grossbritannien ist UBS AG autorisiert durch die «Prudential Regulation Authority» und unterliegt der Regulierung durch die «Financial Conduct Authority» und der beschränkten Regulierung durch die «Prudential Regulation Authority». Einzelheiten zum Umfang unserer Regulierung durch die «Prudential Regulation Authority» sind auf Anfrage erhältlich. Mitglied der «London Stock Exchange». Diese Publikation wird an Privatkunden von UBS London in Grossbritannien verteilt. Produkte und Dienstleistungen, die ausserhalb Grossbritanniens angeboten werden, werden nicht von den britischen Regulierungen oder dem «Compensation Scheme» der «Financial Services Authority» erfasst. **USA:** Diese Publikation darf weder in den USA noch an «US persons» verteilt werden. UBS Securities LLC ist ein Tochterunternehmen von UBS AG und ein verbundenes Unternehmen von UBS Financial Services Inc., UBS Financial Services Inc. ist ein Tochterunternehmen von UBS AG. **VAE:** Diese Research-Publikation stellt in keiner Weise ein Angebot, einen Verkauf oder eine Lieferung von Aktien oder anderen Wertpapieren gemäss den Gesetzen der Vereinigten Arabischen Emirate (VAE) dar. Der Inhalt dieser Publikation wurde und wird nicht durch irgendeine Behörde der Vereinigten Arabischen Emirate einschliesslich der VAE-Zentralbank und der «Dubai Financial Services Authority», der «Emirates Securities and Commodities Authority», des «Dubai Financial Market», des «Abu

Dhabi Securities Market» oder einer anderen Börse in den VAE genehmigt.

Stand 03/2014.

© UBS 2014. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.