



## Anlagepolitischer Ausblick für das 3. Quartal 2010

### • Globaler makroökonomischer Ausblick

Die Entwicklung der internationalen Finanzmärkte steht trotz des beschlossenen Euro-Rettungspaketes in Höhe von Euro 750 Mrd. voraussichtlich auch in den kommenden Monaten im Banne der europäischen Schuldenkrise.

Zweifel an der Stabilität des Euro, der Europäischen Währungsunion sowie der europäischen Banken und an der Nachhaltigkeit der konjunkturellen Erholung überschatten die positiven Unternehmensergebnisse gegenwärtig.

Wir rechnen mit einem verhaltenen weltweiten Wirtschaftsaufschwung, wobei temporäres Rückschlagspotential besteht; dadurch sollte aber keine erneute globale Rezession ausgelöst werden.

### • Traditionelle Anlagen

- **Währungen** USD: Erwartete Handelsspanne: USD/CHF: 1.08 – 1.15 (USD/EUR: 1.18 – 1.24); Euro: EUR/CHF: 1.30 – 1.40; erhöhte Kursvolatilität und anhaltende EUR Kursschwäche erwartet.

- **Obligationen** Wir bevorzugen weiterhin Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen; Zielwert der durchschnittlichen Restlaufzeit beträgt 3 Jahre; Unser Fokus: Unternehmen mit stabilen und gut prognostizierbaren Cash flows.

- **Aktien** Mehrheitlich positive Unternehmensergebnisse per 1. Quartal haben zu positiven Gewinnrevisionen geführt. Makroökonomische Unsicherheiten dürften vor Präsentation der Halbjahreszahlen die Märkte prägen, weshalb wir mit einer höheren Marktvolatilität rechnen.

### • Kотиerte Alternative Anlagen

- **Private Equity** Anhaltend positive Entwicklung der NAVs (Net Asst Value) welche sich auch im 2. Halbjahr fortsetzen sollte und zu einer Outperformance gegenüber den Aktienmärkten führen dürfte.

- **Infrastruktur** Geringe Konjunkturabhängigkeit und überdurchschnittliche Gewinnvisibilität bei einer gleichzeitig niedrigen Marktvolatilität gegenüber den Aktienindizes zeichnen die Anlageklasse aus; erhöhte regulatorische Risiken verlangen gegenwärtig eine erhöhte Selektivität.

- **Rohstoffe** Unsicherheiten hinsichtlich der konjunkturellen Erholung und Wachstumsdynamik (China) haben zu Preisrückschlägen im 2. Quartal geführt und eröffnen selektiv Kaufmöglichkeiten.

- **Immobilien** Der Immobilienboom in Zentren Chinas und die Verschuldung Europas belasten die Aussichten für den Sektor in den meisten Regionen; Risiken überwiegen auch im 2. Halbjahr 2010.

## Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2009	2010E	2011E	
Industrienationen	USA	-2.4	3.4	3.3	
	Japan	-5.2	3.3	1.7	
	Eurozone	-4.0	1.4	2.2	
	UK	-4.9	1.5	2.7	
	Schweiz	-1.5	2.5	2.1	
Emerging Markets	China	8.7	10.1	9.0	
	Indien	6.6	8.3	8.5	
	Brasilien	-0.2	6.7	4.5	
Wechselkurse		30.06.10	% -1 M	% -3 M	% YTD
USD/CHF	1.074	-7.72	1.85	3.61	
EUR/CHF	1.318	-7.23	-7.41	-11.14	
GBP/CHF	1.610	-4.08	0.62	-3.81	
USD/JPN	88.430	-3.10	-5.39	-4.93	
3 Monats Libor		30.06.10	-1 M Bp	-3 M Bp	YTD Bp
CHF	0.11	0.3	-13.5	-14.0	
USD	0.53	-0.2	24.2	28.3	
EUR	0.71	7.3	12.9	5.1	
Staatsanleihen (10y)		30.06.10	-1 M Bp	-3 M Bp	YTD Bp
CHF	1.48	-6.0	-40.1	-48.3	
USD	2.93	-35.4	-89.5	-90.6	
EUR	2.57	-8.2	-57.3	-86.7	
Aktienmärkte		30.06.10	% -1 M	% -3 M	% YTD
SMI	6128.06	-2.98	-11.04	-6.38	
S&P 500	1030.71	-3.74	-12.51	-7.57	
Nikkei	9382.64	-3.95	-15.40	-11.04	
FTSE-100	4916.87	-4.77	-14.41	-9.16	
DJ EURO-STOXX 50	2573.32	-1.28	-13.60	-13.21	
MSCI Emerging Markets	344.96	0.30	-8.28	-6.17	
Rohstoffe		30.06.10	% -1 M	% -3 M	% YTD
Gold oz/usd	1242.25	2.14	11.59	12.25	
OI (WTI)	75.63	2.24	-8.18	-4.70	
Kupfer (Spot)	6483.5	-6.19	-16.44	-11.69	
Nickel (Spot)	19679	-7.51	-21.16	6.65	

Quellen: Bloomberg M.St, GS, UBS, DB, Barclays, BofAML, JPM, Asset Mgmt Partners 06/2010

## Editorial

Was sich an Griechenland entzündet hat, weitete sich im 2. Quartal temporär zu einem (süd-)europäischen Flächenbrand aus. Untergangspropheten in den USA und Asien rechnen seither mit einem baldigen Verschwinden der europäischen Währungsunion. Alternativ werden potentielle Austritts- oder Ausschlusskandidaten bezeichnet. Zum heutigen Zeitpunkt kann man festhalten, dass der Euro-Raum inklusive Währung kein Ort der Stabilität ist und sich zurzeit Deutschland und Frankreich trotz hohen Kosten für den Fortbestand des Euro-Raums einsetzen. Vermutlich wird im Laufe der Zeit eine Schuldsanierung Griechenlands aber unausweichlich.

Aufkeimende Rezessionsängste im Anschluss an die Schuldenkrise erachten wir als übertrieben. Wir glauben nicht an ein „double-dip“ Szenario und gehen von einem unterdurchschnittlichen konjunkturellen Aufwärtstrend aus. Positive Unternehmensergebnisse haben die Erwartungen zwischenzeitlich übertroffen, jedoch wenig Beachtung im Markt gefunden.

Aufgrund der jüngsten Entwicklungen in Europa erwarten wir, dass nationale und regionale Unterschiede zunehmen. Auch die Unterteilung der Welt in „aufstrebende“ und „entwickelte“ Volkswirtschaften greift wohl in Zukunft zu kurz. Dies wird auch unser Anlageverhalten beeinflussen. In unserem Spezialthema auf Seite 4 gehen wir aus aktuellem Anlass detaillierter auf die neuen wirtschaftlichen Divergenzen und deren Konsequenzen ein.

Ihr Asset Management Partners Team

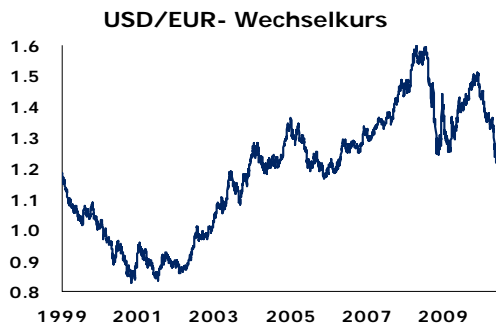


## Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten wurde im 2. Quartal primär durch die sich verschärfende Krise der hohen Staatsverschuldung in Teilen des Euroraums dominiert. Trotz eines massiven Rettungspakets in Höhe von Euro 750 Mrd. für die bedrohten Staaten Südeuropas, konnten die Finanzmärkte vorerst nicht nachhaltig beruhigt werden. Zu Beginn des 3. Quartals ergeben sich mehrere Risikobereiche, die den Ausblick auf die globale Konjunktur- und Finanzmarktentwicklung massgeblich prägen.

### Zweifel an der Stabilität des Euro und der europäischen Währungsunion

Insbesondere von Investoren in den USA und Asien wird zunehmend die Zukunft der europäischen Gemeinschaftswährung Euro in Frage gestellt. Im Mittelpunkt stehen dabei Szenarien, in denen entweder die hochverschuldeten Länder wie Griechenland den Euro verlassen oder aber die solideren und wettbewerbsfähigen Länder aus dem Norden, wie z.B. Deutschland, aus der Gemeinschaftswährung austreten könnten. Auch wenn solche Szenarien nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden können, halten wir die Wahrscheinlichkeit für ein Scheitern des Euro's in den kommenden Jahren für sehr gering. Die politischen aber auch wirtschaftlichen Folgen für die Austrittsländer wären unkalkulierbar.



Quelle: Bloomberg, 23. Juni 2010

### Zweifel an der Stabilität europäischer Banken

Infolge der Verschuldungskrise in Europa wird auch die Stabilität zahlreicher europäischer Banken kritisch hinterfragt. Neben einigen deutschen und französischen Geschäftsbanken, die relativ grosse Bestände an griechischen Staatsanleihen halten, stehen insbesondere spanische Banken im Mittelpunkt dieser Befürchtungen. Insgesamt hat sich die Anspannung an den Finanzmärkten wieder deutlich erhöht, so dass die Europäische Zentralbank vermehrt unterstützend in den Geldmarkt eingreifen musste. Dennoch sind die Preise für die Absicherung von Insolvenzen einzelner europäischer Banken („Credit Default Swaps“) in den letzten Wochen stark gestiegen. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt erwarten wir allerdings keine Verschärfung der Krise, weil wir davon ausgehen, dass die Europäische Zentralbank die Refinanzierung solcher Banken, die sich am Geld- und Kapitalmarkt keine Mittel mehr beschaffen können, sicherstellen wird.

### Zweifel an der Nachhaltigkeit der konjunkturellen Erholung

Die stark gestiegene Staatsverschuldung ist keineswegs ein auf den Euroraum begrenztes Problem. Vielmehr zeigen die Daten, dass die USA und Grossbritannien sogar höhere Defizitkennzahlen aufweisen als der gesamte Euroraum. Nicht zuletzt durch den Druck der Finanzmärkte haben sich inzwischen zahlreiche Länder dazu entschlossen, ihre Staatsfinanzen durch Ausgabenkürzungen und teilweise mittels Steuererhöhungen zu sanieren. Einige Analysten befürchten, dass diese Sparbemühungen die konjunkturelle Erholung in diesen Ländern belasten könnte. Wir halten diese Befürchtungen für übertrieben. Dennoch ist davon auszugehen, dass sich die Geschwindigkeit der konjunkturellen Erholung im 2. Halbjahr verlangsamen wird. Positiv hervorzuheben ist, dass die führenden Notenbanken, infolge der Eurokrise, länger als von uns zunächst erwartet einen expansiven geldpolitischen Kurs mit niedrigen Leitzinsen verfolgen werden.

### Bestätigung unseres wirtschaftlichen Szenarios

Wir haben bereits in unserem vorhergehenden anlagepolitischen Ausblick darauf hingewiesen, dass wir von einem nur verhaltenen Wirtschaftsaufschwung in den westlichen Industrienationen ausgehen. Auch wenn sich das kurzfristige Rückschlagspotential durch die beschriebenen Risiken kurzfristig erhöht haben, gehen wir aber nicht davon aus, dass die Weltwirtschaft in eine neue Rezession („double-dip“) fallen wird. Die angekündigte Flexibilisierung des Wechselkurses der chinesischen Währung Yuan ist ein positives Zeichen, durch das mittelfristig die grossen globalen Ungleichgewichte verringert werden können und damit eine der Ursachen der jüngsten Wirtschafts- und Finanzkrise beseitigt wird.

## Traditionelle Anlagen

### Obligationen: Unveränderte Strategie

Wir halten an unserer bisherigen Strategie „kurze Laufzeiten, Zurückhaltung gegenüber Staatsanleihen“ weiterhin fest und streben eine durchschnittliche Restlaufzeit in den Depots von ca. 3 Jahren an. Als mögliche Ergänzung ziehen wir im 2. Halbjahr eine Positionierung in Inflation-Linked Bonds in Erwägung. Aus Renditegründen halten wir zudem Wandelanleihen in unserem Portefeuille.

Gegenüber dem Jahresende hat die Schuldenkrise und die Unsicherheit in Europa zu einem erneuten Zinsrückgang im Vergleich zu Ende Jahr geführt - US 10Y: 3.25% (Dez: 3.84%); EU 10Y 2.66% (3.38%). In den kommenden drei Monaten erwarten wir noch keine Erhöhung der Leitzinsen der massgeblichen Zentralbanken (FED, BoE, BoJ, EZB, SNB). Per Ende 2010 liegen die Konsens-Schätzungen für 10-jährige US-Staatsanleihen bei einer Rendite von 3.9% und für Europa bei 3.4%. Somit liegen die Zins-Erwartungen in den USA weiterhin unter dem 10-jährigen Durchschnitt.



**Unternehmensanleihen bevorzugt:** Wir bleiben weiterhin vorsichtig gegenüber Staatspapieren im Euro-Raum und bevorzugen auf Unternehmensebene defensive Sektoren mit stabilen Cash flows gekoppelt an eine hohe Visibilität der Gewinnentwicklung. Generell positionieren wir uns in soliden Unternehmen mit guter Bonität (min. A-/BBB Emittenten), tiefen Ereignisrisiken und einer gut prognostizierbaren Gewinnentwicklung. Engagements in zyklischen Sektoren (Stufe A; BBB) erscheinen bei einer absehbaren Höherstufung der Ratings als besonders interessant. Die teilweise prekäre Schuldenlast der europäischen Staaten – insbesondere der so genannten „PIIGS“-Staaten (Portugal, Italien, Irland, Griechenland, Spanien) – dürfte zu einem weiteren Anstieg der Renditedifferenzen bei Unternehmensanleihen innerhalb Europas führen.

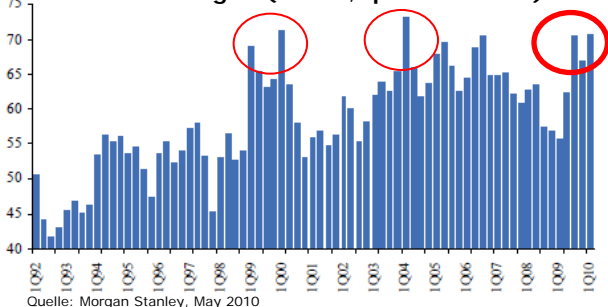
**Aktien: erhöhte Volatilität voraussichtlich temporär, Bewertungen erscheinen attraktiv**

Die verzeichnete Marktschwäche der weltweiten Aktienindizes im Monat Mai konnte teilweise wieder kompensiert werden. Zwischenzeitlich beliefen sich die Verluste des S&P 500 auf minus 13.7% gegenüber den erzielten Höchstständen im April. Die Vergleichswerte für den Euro Stoxx 50 betragen minus 17.5% und für den MSCI EM (Emerging Markets; EM) minus 12.6%.

Die Verabschiedung des Unterstützungspakets für europäische Staaten hat sich positiv auf die Aktienmärkte ausgewirkt und anfangs Juni zu einer teilweisen Erholung geführt (SMI +7%; Euro Stoxx 50 +11%). Auf Ebene PE (2010E: SMI 11.4x; S&P 12.9x Euro Stoxx 50 9.8x) erscheint die Marktbewertung moderat. Die gegenwärtige Eigenkapitalrendite (ROE) der europäischen Märkte beträgt 10-11%, was einem Nullwachstum des Gewinns in 2010 gleichkommt. Davon gehen wir aufgrund der positiven 1. Quartalszahlen nicht aus. Die Situation an den Aktienmärkten bleibt trotz attraktiven Bewertungen fragil und wir erwarten, dass vor Präsentation der Halbjahreszahlen ab Mitte Juli (Auftakt 12.07: Alcoa) makroökonomische Entwicklungen die Aktienmärkte prägen werden.

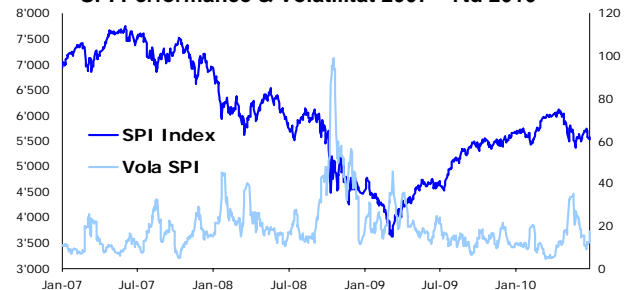
Die Furcht, dass sich die Schuldenlast der europäischen Staaten negativ auf die künftige Gewinndynamik auswirken könnte, ist verständlich. Daher wurden auch die positiven Unternehmensergebnisse des 1. Quartals kaum zur Kenntnis genommen und von der Eskalierung der Schuldenfrage in Griechenland überschattet. Dem Ausverkauf an den Aktienmärkten standen somit positive Gewinnrevisionen für 2010/11 gegenüber. Zudem hat eine Mehrheit (ca. 70%) der Unternehmen, wie in der Grafik unten für den S&P 500 dargestellt, die Markterwartungen deutlich übertroffen.

**Anteil Unternehmen mit positiven Gewinnüberraschungen (92-10; quartalsweise)**



Aufgrund der erhöhten Rückschlagsrisiken haben wir unseren Investitionsgrad gegen Ende Mai etwas reduziert. Wir gehen vorerst weiterhin von einem positiven Abschneiden zyklisch geprägter Sektoren (Energie, Industrie, Roh-/Grundstoffe) aus, ziehen aber eine schrittweise Rotation in defensivere Anlagen im Laufe des 3. Quartals in Betracht. Die Halbjahreszahlen im Juli werden erste Anhaltspunkte liefern. Insgesamt fokussieren wir uns zwischenzeitlich auf Qualitätstitel mit einer soliden Bilanz, attraktiven Dividendenrenditen oder –wachstum (inkl. Aktienrückkäufen, Spezialdividenden). Zunehmend beachten wir auf Unternehmensebene die internationale Ausrichtung und den erzielten Umsatzanteil in den Emerging Markets (EM). Die defensive Ausrichtung der SMI Index-Schwergewichte kommt unserem reduzierten Risikoappetit zunehmend entgegen.

**SPI Performance & Volatilität 2007 - Ytd 2010**



**Kotierte Alternative Anlagen**

**Listed Private Equity: Abschlag gegenüber dem NAV liegt weiterhin bei ca. 30%**

Überzeugende Unternehmensergebnisse haben zu einer weiteren positiven Anpassung der NAVs (Net Asset Value) geführt. Fund of Funds sowie BDCs (Business Development Companies) konnten von einer guten Kursentwicklung profitieren. Aufgrund des unveränderten Abschlags gegenüber dem NAV bleibt Private Equity attraktiv.

**Private Infrastructure: Hohe Gewinnvisibilität, zunehmende regulatorische Risiken**

Hohe Visibilität der erwarteten Gewinnentwicklung zusammen mit attraktiven Dividenden unterstreichen die defensive Ausrichtung der Anlageklasse. Diese Situation erachten wir im gegenwärtigen Umfeld als vorteilhaft. Zunehmende regulatorische Risiken – insbesondere in überschuldeten Regionen – könnten die Gewinnaussichten aufgrund der gefährdeten Investitionsausgaben (CAPEX-Plan) mittelfristig beeinträchtigen.

**Rohstoffe: Zweigeteilte Ausgangslage**

Sobald die Angst vor einem weiteren konjunkturellen Rückschlag abnimmt und die Situation in Europa bezüglich der Schuldenkrise sich weiter beruhigt, rechnen wir mit tieferen Notierungen für Gold. Die Preise für Industriemetalle liegen zurzeit unter den Notierungen von anfangs Jahr. Unsicherheiten bezüglich der künftigen Nachfrageentwicklung in China und der Konjunktur haben den Preisrutsch ausgelöst. Die geringe Lagerhaltung und die uns als übertrieben erscheinende Preiskorrektur lassen auf eine Kurserholung schließen. Die geringe Korrelation der Agrarrohstoffe gegenüber Aktien sowie die strukturellen Veränderungen in den Emerging Markets machen Agrarprodukte mittelfristig interessant.



# Höhere Staatsschulden und zunehmende wirtschaftliche Divergenzen bringen regionale Aspekte zurück in den Fokus

## Zunehmende Schuldenlast prägt die Märkte

Die Schuldenkrise in Europa, Überhitzungsgefahren in den aufstrebenden Volkswirtschaften (z.B. China), erhöhte Regulationsrisiken in unterschiedlichen Sektoren (Finanzindustrie, Energie) und zunehmende regionale Disparitäten prägen die Entwicklung an den Finanzmärkten zurzeit massgeblich. Die Angst vor steigenden Fiskaldefiziten in Europa könnte die erwartete positive konjunkturelle Entwicklung belasten. Wir gehen davon aus, dass die wachsenden Fiskaldefizite – wie im letzten Spezialthema bereits ausführlich beschrieben – die Wachstumodynamik in der westlichen Welt beeinträchtigen dürfte.

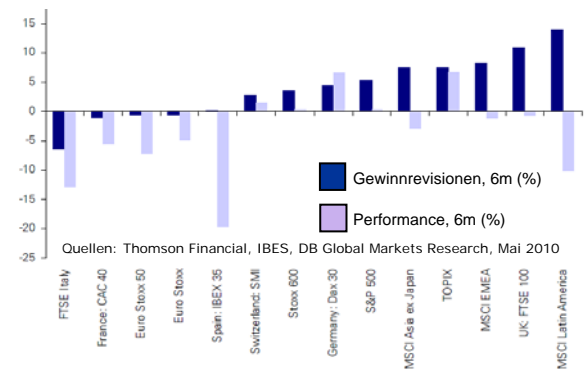
## Zunehmende wirtschaftliche Divergenzen

Im innereuropäischen Vergleich zeichnet sich aufgrund der geringeren Verschuldung der Nordstaaten gegenüber Südeuropa eine zunehmende makroökonomische Divergenz ab. Die gängige Anlageselektion auf Sektorebene erscheint somit unzureichend und ist wohl künftig wiederum vermehrt unter Einbezug regionaler Aspekte zu vollziehen. Die Gründe dazu sind offensichtlich: Die Staaten mit sehr hohen Schulden werden versuchen, die mehrheitlich solide finanzierten Unternehmen mit zusätzlichen Steuern zu belasten oder neue Regulationen einzuführen. Dies könnte die Gewinndynamik der Unternehmen Südeuropas über einen längeren Zeitraum belasten. Im Gegenzug sollte das Gewinnwachstum in Nordeuropa dank anhaltend tiefen Zinsen und einem schwachen Euro zusätzliche Impulse erfahren. Der Norden wird auf Unternehmensebene quasi zum „Free-Rider“ der Probleme des Südens, da aufgrund der gemeinsamen Geldpolitik vorteilhafte Rahmenbedingungen vorliegen.

## Gewinndynamik: Emerging Markets positiv

Die positiven Unternehmensergebnisse per 1. Quartal haben vor allem in den Emerging Markets zu einer weiteren Verbesserung der Gewinnaussichten geführt. In der Grafik unten wurde die Marktpformance nach Publikation der 1. Quartalszahlen den Gewinnrevisionen gegenüber gestellt. Die Marktbewertungen widerspiegeln diese unterschiedliche Dynamik nur unzureichend.

Performance versus Gewinnrevisionen 2010E



Neben den Emerging Markets fällt die positive Entwicklung von England (FTSE 100) auf. Während Deutschland von einem schwachen Euro und hohen Exportanteil zusätzliche Unterstützung erhalten sollte, profitiert der FTSE 100 grundsätzlich von einem hohen Ertragsanteil (65% Übersee davon 20% EM) ausserhalb Englands. Dank dem Pfund verfügt England über fiskal- und geldpolitische Vorteile gegenüber dem Euro-Raum.

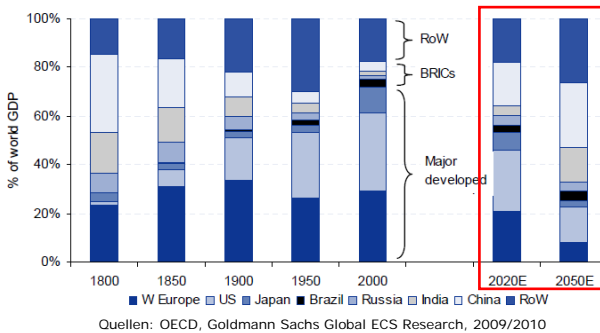
## Schlussfolgerungen

Wir glauben, 1) dass regionale Aspekte bei der Selektion von Aktien und Bonds an Bedeutung gewinnen, 2) die Gewinndynamik in den Emerging Markets aufgrund der Schuldenkrise in Europa nachhaltiger ist, 3) die Bewertungen der Aktienmärkte insgesamt attraktiv erscheint – wobei 4) die langfristig besseren Aussichten der Emerging Markets in den gegenwärtigen Marktbewertungen unzureichend reflektiert sind und 5) die Aktienmärkte schlussendlich von dem intakten – wenn auch zögerlichen – zyklischen Aufschwung weiterhin profitieren sollten.

Gleichzeitig ist die Notwendigkeit neuer Finanzierungsquellen zahlreicher Staaten gegenwärtig offensichtlich. Somit nimmt das Risiko zusätzlicher Regulationen zu, was das erwartete Gewinnwachstum belasten dürfte.

Auf Unternehmensebene erachten wir die globale Vernetzung und den Anschluss an Wachstumsmärkte als die entscheidenden Erfolgsfaktoren der Zukunft. Ideal ist eine Umsatzaufteilung wie beispielsweise bei BMW oder VW, die China bereits heute als „unser 2. Heimmarkt“ bezeichnen. Entsprechend ausgerichtete Firmen profitieren somit von den beeindruckenden Wachstumraten in den Emerging Markets.

Beitrag zum weltweiten GDP über die Zeit



Auf globaler Ebene wird eine weitere Veränderung der GDP-Beiträge erwartet. Die Finanzkrise wird vermutlich das Tempo der Veränderung zu Gunsten der Emerging Markets mittelfristig beschleunigen. Die gegenwärtige Erwartung der GDP-Anteile für 2020/2050 sind in der Grafik oben dargestellt. Die erwarteten Wachstumsraten der Emerging Markets für 2010 (EM +7.1%) übertreffen die der entwickelten Volkswirtschaften nach wie vor (+2.6%) deutlich. Für die Unternehmen nimmt die Bedeutung einer guten Verankerung in den Wachstumsmärkten somit weiter zu.

Baar-Zug, 30. Juni 2010

Das beigefügte Informationsmaterial ist ausschliesslich zur Veranschaulichung und für Diskussionszwecke bestimmt. Die Informationen in diesem Dokument sind zusätzlich für Präsentationszwecke zusammengefasst. Die Unterlagen können zudem Informationen enthalten, die teilweise oder vollständig auf hypothetischen Annahmen, Modellen und/oder anderen Analysen (die nur z.T. in diesem Dokument beschrieben werden) der Asset Management Partners AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen, („AMP“) bestehen. Es wird von AMP keine Garantie oder Haftung dafür übernommen, dass die dargestellten Annahmen, Modelle oder Analysen sinnvoll oder richtig sind. Zwar stammen die in diesem Dokument abgebildeten Daten aus Quellen, die von AMP als zuverlässig erachtet werden, dies kann jedoch nicht garantiert werden. Die in diesem Dokument dargestellten Informationen sind vertraulich zu behandeln und dürfen weder zum Teil noch im Ganzen reproduziert werden.