



SARASIN

Global View

Research
Ausblick 2012

Inhalt

Vorwort	3
Zehn Überraschungen für 2012	3
Asset Allocation	5
Der Schlüssel liegt im Risikomanagement	5
Spezialthema	7
Schuldenabbau in der alten Welt	7
Wirtschaftsausblick	15
Die Quadratur des Kreises	15
Obligationen	21
Bedeckter Ausblick für Staatsanleihen im 2012	21
Durch Bescheidenheit glänzen - einmal mehr	24
Währungen	26
Hässlichkeitswettbewerb unter den Währungen	26
Aktien	29
Aktienstrategie: Fokus auf den Zyklus	29
Regionale Strategie: Günstige Schwellenländer	32
Sektorstrategie: Flexible Sektorallokation	35
Aktienfavoriten	37
Aktienfavoriten für 2012	37
Intertek	39
Kingfisher	40
Mobimo	41
Pirelli	42
Roche	43
SAP	44
Swatch Group	45
Swiss Re	46
Abkürzungen	47
Kontakte	49

Zehn Überraschungen für 2012

Eine der wenigen Konstanten im Anlagegeschäft ist die Überraschung. Das wird auch im kommenden Jahr gelten. Aus diesem Anlass skizziere ich – wie jedes Jahr - einige Szenarien, welche Anleger möglicherweise überraschen könnten.

1. Die Schuldenkrise transformiert die Eurozone von einem Staatenbund zu einem Bundesstaat. Die Europäische Zentralbank erklärt, dass sie als ultimative Gläubigerin sämtliche Neuschulden der Eurozone garantiert. Damit zieht sie einen Schlusstrich unter die Eurokrise. Die Eurozone einigt sich auf die unlimitierte Ausgabe von gemeinschaftlich garantierten Bonds.
2. Die USA, Europa und Japan praktizieren zunehmend finanzielle Repression unter Titeln wie «fairer Lastenausgleich» oder «makro-prudentielle Massnahmen». Einen wichtigen Aspekt bilden staatlich geforderte Anlagen in nationalen Staatsanleihen für Banken, Versicherungen und Pensionskassen. Weitere Aspekte dieser Entwicklung sind Liquiditäts-Einschränkungen und «freiwillige» Laufzeitverlängerungen sowie negative Realzinsen (eine Steuer für Sparer).
3. Die Realzinsen sinken auf ein rekordtiefes, negatives Niveau. Während die Inflation über 3% steigt, verharren die nominellen Zinsen für erstklassige Staatsanleihen deutlich darunter. Dauerhaft negative Realzinsen – und nicht etwa galoppierende Nominalzinsen – entsprechen dem tatsächlichen Gesicht der Monetisierung von Staats-schulden.
4. China wird von einer Banken- und Immobilienkrise erschüttert. Sie wird durch Verstaatlichung der betroffenen Banken gelöst. Dank der relativ geringen internationalen Verflechtung und der hohen Liquiditätshaltung des chinesischen Staates sind die Auswirkungen auf die globalen Finanzmärkte vorübergehend. Als Konsequenz liberalisiert China seinen Bankensektor und implementiert eine strengere Bankenüberwachung.
5. Im Nahen Osten eskalieren die politischen und militärischen Spannungen. Nachdem Iran sich nicht dem IAEA-Ultimatum fügt, legen westliche und israelische Streitkräfte erfolgreich iranische Reaktoren lahm. In der Folge der politischen Unsicherheiten im arabischen Raum steigen die Ölpreise über USD 150 pro Barrel.
6. Die USA wählen eine Fortsetzung der Patt-Situation zwischen Kongress und Senat. An den Börsen wird das politische Patt begrüsst.
7. Goldpreise werden durch die negativen Realzinsen und die geopolitische Unsicherheit zusätzlich angeheizt. Kurzfristig steigen sie über 2'500 USD pro Unze.
8. Die globalen Aktienmärkte erleben eine sehr kräftige Rallye. Sie beginnt als «Erleichterungs-Rallye», weil eine Eurokrise verhindert wird. Sie setzt sich zu einer «Notstands-Rallye» fort, weil Investoren als Folge des durch negative Bondrenditen ausgelösten Anlage-Notstandes in Aktien umschichten. Die meisten Aktienmärkte gewinnen 30% bis 40%. Aktien, welche am meisten unter den Unsicherheiten der Euro-Krise gelitten hatten, zählen zu den absoluten Börsengewinnern des Jahres 2012.
9. Die Schweizer Nationalbank beendet ihre Politik des Wechselkursziels. Doch trotz der aussetzenden Devisenmarktinterventionen sinkt der Schweizer Franken gegenüber dem Euro auf EUR-CHF 1.40 ab. Der amerikanische Dollar übersteigt wieder die Parität zum Schweizer Franken.
10. Curiosity, die grösste Forschungs-Expedition auf den Mars, bestätigt, dass es Leben auf dem Mars gibt. Zwar bleibt der praktische Nutzen dieser Erkenntnis unklar, doch verschafft sie der amerikanischen NASA grosses Prestige und fördert weltweit das Interesse, weitere Mars-Expeditionen vorzunehmen.

Herzlich Ihr



Burkhard P. Varnholt

Burkhard P. Varnholt, Chief Investment Officer
Mitglied der Geschäftsleitung

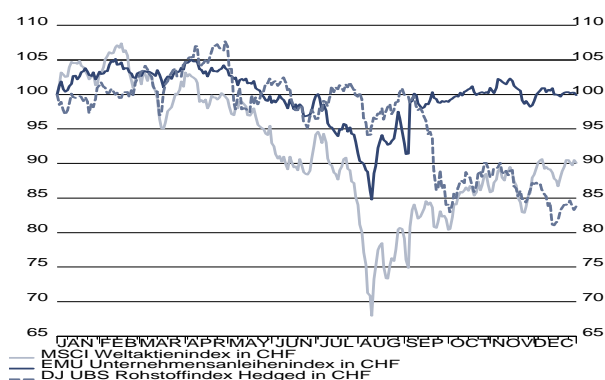
Der Schlüssel liegt im Risikomanagement

Kürzere Konjunkturzyklen und härtere Landungen stellen die Anlagepolitik vor grosse Herausforderungen. Da die Korrelationen zwischen den Anlageklassen in schwierigen Marktphasen stark ansteigen, gilt es die Risiken genau zu beobachten und rechtzeitig zu reduzieren. Nach einer positiven ersten Jahreshälfte mit zweistelligen Renditen rechnen wir gegen Ende des Jahres mit erneuten Rückschlägen. Insgesamt sollte aber 2012 mit einem gemischten Portfolio eine deutlich positive Wertentwicklung erreicht werden.

Rückblick 2011: Ernüchternde Bilanz

Das Jahr 2011 hat bei den meisten Anlageklassen Verluste mit sich gebracht. Trotz leichter Erholungstendenzen im vierten Quartal konnten sich die Aktienmärkte nicht mehr ganz vom Einbruch im August erholen. Nach einer turbulenten ersten Jahreshälfte mit politischen Umwälzungen in Nordafrika und einer Umweltkatastrophe in Japan führten die Eskalation der Eurokrise sowie die US-Schuldendebatte im Sommer zu einem regelrechten Ausverkauf an den Aktienmärkten. Viele Marktindizes büssten innerhalb weniger Wochen über 20% an Wert ein.

Entwicklung von verschiedenen Risikoanlagen



Quelle: Datastream, Sarasin

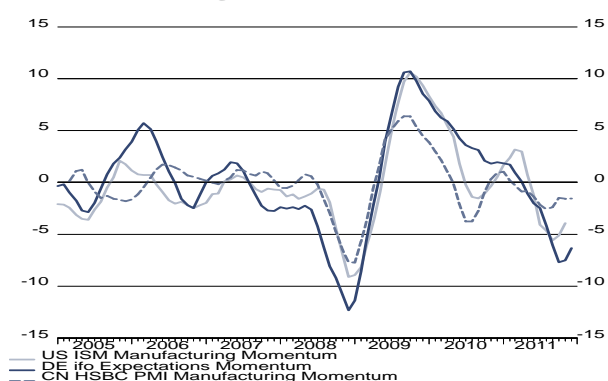
Der Anstieg der Risikoaversion, welcher im dritten Quartal auch zu einer negativen Wertentwicklung bei den Unternehmensanleihen und den meisten Alternativen Anlagen führte, wirkte sich 2011 sehr negativ auf die Gesamterträge eines gemischten Portfolios aus.

Wirtschaftsausblick: Die Quadratur des Kreises

Angesichts der Notwendigkeit eines weltweiten Schuldenabbaus steht die Weltwirtschaft Anfang 2012 vor grossen Herausforderungen. Der Schuldenabbau wird über die nächsten Jahre aber gelingen, wenn die Zinsen

lange genug unter der Wachstumsrate gehalten werden. Das mangelnde Wachstum in den Industrieländern seitens Konsument und Staat muss durch Investitionen und Exporte in die Schwellenländer kompensiert werden. Die Nachfrage aus den Schwellenländern sollte 2012 mit einer expansiven Geldpolitik unterstützt werden. Da die globalen Frühindikatoren schon auf einen neuen Aufschwung hindeuten, dürfte das Wachstum in der ersten Jahreshälfte positiv überraschen.

Wirtschaftsschwung in USA, Deutschland und China



Quelle: Datastream, Sarasin

Das grösste Risiko ist, dass die Euroschuldenkrise durch politische Fehleinschätzungen zu einem Stolperstein für die Weltwirtschaft wird. Bei einer Kreditklemme in Euro-land würden über die Vernetzung des globalen Finanzsystems auch die übrigen Regionen angesteckt. Wir denken aber, dass ein solches «Worst-Case»-Szenario, welches den Aufschwung im Keim ersticken würde, nur eine geringe Wahrscheinlichkeit hat.

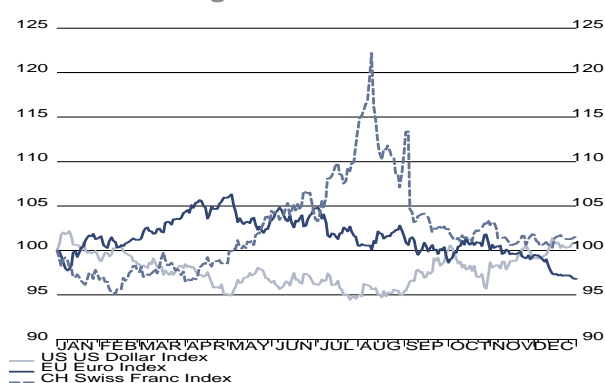
Anleihen: Hohe Risikoprämien bei niedrigen Zinsen

Die Geldpolitik in den Industrieländern wird auch im Jahr 2012 nochmals expansiver werden. Auch die Schwellenländer dürften zu einer stärkeren Lockerung der Geldpoli-

Asset Allocation

tik bereit sein. Trotz der expansiven Geldpolitik sehen wir die Zinsen am langen Ende in den Industriestaaten steigen. Aufgrund des graduellen Wirtschaftsaufschwungs und wegen allmählich steigenden Inflationserwartungen dürfte die Zinskurve in den Industriestaaten steiler werden. Bei einem Rückgang der Risikoaversion würden die AAA-Staatsanleihen, die sogenannten «sicheren Häfen», besonders leiden. Profitieren können im Jahr 2012 die Anleihen der Schwellenländer, welche über solide Fundamentaldaten verfügen und von einer expansiveren Geldpolitik ihrer Zentralbanken unterstützt werden. Unternehmensanleihen weisen eine attraktive Bewertung auf, da die Kreditrisikoprämien weit über dem langfristigen Durchschnitt liegen. Zusätzlich machen negative Netto-Neuemissionen von Banken und eine geringe Neuverschuldung von Industrieschuldnern Obligationen mit hoher Rendite zu einem knappen Gut. Nach einer Rekapitalisierungsrunde dürfte auch der Finanzsektor im Jahresverlauf wieder an Attraktivität gewinnen.

Die CHF-Aufwertung wird sich nicht wiederholen



Währungsausblick: Hässlichkeitswettbewerb

Schwächere Fundamentaldaten in Euroland erfordern zu Beginn des Jahres 2012 dezidierte Massnahmen der EZB, die den Euro gegenüber dem Dollar schwächen werden. Die SNB wird die Euro-Untergrenze zwar verteidigen, aber im 2012 nicht weiter anheben. Weil sich gemäss unserem Szenario das Konjunkturmilieu allmählich aufhellen wird, ist eine schrittweise Rückkehr des Frankens zu seinem fairen Wert auch ohne Zutun der SNB wahrscheinlich. Wenn Euroland ab dem zweiten Quartal aus der Rezession findet, geraten die strukturellen Probleme der USA wieder in den Vordergrund. Die Nachfrage nach dem defensiven Yen dürfte sich abschwächen, während zyklische Währungen Rückenwind erhalten sollten.

Aktienstrategie: Fokus auf den Zyklus

Über die nächsten fünf bis zehn Jahre dürften Aktien aufgrund des mageren Wachstums in den Industrieländern keine berauschenden Renditen abwerfen. Umso wichtiger ist es, die überdurchschnittlichen Renditephasen, welche primär durch eine positive Veränderung der Wachstumserwartungen bestimmt werden, zu erkennen und die Marktkorrekturen zu meiden. Da die Aktienkurse 2011 trotz steigenden Gewinnen mehrheitlich gefallen sind, sind viele Aktienmärkte nun äusserst günstig bewertet. Die grösste Unterbewertung sehen wir in den Schwellenländern, welche für 2012 das grösste Aufwärtspotenzial aufweisen. Eine positive Überraschung könnten aber auch Euroland-Aktien bieten, welche deutlich günstiger sind als US-Aktien und von den Anlegern zurzeit gemieden werden. Die kürzeren Konjunkturzyklen zwingen Anleger zu einer flexibleren Sektorallokation. Neben langfristigen Anlagethemen wie Gesundheit, Energie und Technologie, welche Wachstum und Einkommen im Portfolio garantieren, sollten Anleger im Aufschwung 2012 auf zyklische Sektoren setzen, welche besonders vom Wachstum in den Schwellenländern profitieren. Aufgrund der sehr günstigen Bewertung sehen wir das grösste Potenzial aber in Versicherungsaktien.

Asset Allocation: Überraschend positive Renditen

Aufgrund der positiven Konjunktursignale sind wir in unserer Anlagepolitik zu Jahresbeginn Übergewichtet in Aktien und in Rohstoffanlagen. In Staatsanleihen sind wir hingegen deutlich untergewichtet. Innerhalb der Anleihen präferieren wir hochqualitative Unternehmensanleihen und erachten auch Schwellenländeranleihen als attraktiv. Innerhalb der Aktien bevorzugen wir die Schwellenländermärkte, welche das grösste Aufwärtspotenzial aufweisen. Vorsichtig stimmt uns noch die Euroschuldenkrise, welche im ersten Quartal zu Verwerfungen führen könnte. Der positive Wachstumsschwung, die attraktive Bewertung sowie die vorsichtige Positionierung der Anleger sprechen aber für eine weitere Erhöhung der Aktiengewichtung. Im Verlauf des ersten Halbjahrs dürften auch die Rohstoffpreise steigen, da sie von der zunehmenden Nachfrage profitieren werden. Die zweite Jahreshälfte dürfte allerdings für Risikoanlagen schwieriger werden, da der Wachstumsschwung abnehmen wird. Es gilt also auch im 2012 den Fokus auf das Risikomanagement zu legen und rechtzeitig die Risiken wieder zu reduzieren.

Philipp Bärtschi, CFA

Schuldenabbau in der alten Welt

Das vor uns liegende Jahrzehnt wird von einem Abbau der übermässigen privaten und staatlichen Verschuldung in den Industrieländern geprägt sein. Gleichzeitig stellen die zunehmende Ressourcenknappheit und die demographische Entwicklung die Industrieländer vor neue Herausforderungen. Tiefe Zinsen und der Aufstieg der Schwellenländer, welche kaum unter den Folgen der Kreditkrise leiden, werden das Wachstum in einer neuen Weltordnung stützen. Wir identifizieren Trends, von denen Aktienanleger profitieren können, und präsentieren Anlageideen.

Exzesse der Vergangenheit bereinigen

Das erste Jahrzehnt des neuen Jahrtausends war geprägt von einem Aufbau makroökonomischer Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft. Länder mit Kapitalbilanzüberschüssen wie China, Deutschland, Japan und die Schweiz finanzierten einen immer grösser werdenden Konsumhunger der so genannten Defizitländer wie den USA, UK und der Region Südeuropa und profitierten gleichzeitig von steigenden Exporten. Ermöglicht wurde der exzessive Konsum in den Defizitländern durch eine Politik des billigen Geldes, das seinen Weg über steigende Immobilienpreise fand. Im Zenit der Kreditblase im Jahr 2007 importierten allein die USA 730 Mrd. USD an Kapital, fast 50% der gesamten Kapitalimporte der Welt. Nach dem Platzen der Kreditblase wurde die weg brechende Konsumnachfrage zunächst durch Staatsnachfrage kompensiert, was zu einem weltweiten Anstieg der Staatsverschuldung führte. Das angebrochene Jahrzehnt wird nun davon geprägt sein, Exzesse der Vergangenheit zu bereinigen. Privathaushalte werden ihre Schulden abbauen und Staaten ihre Haushalte konsolidieren müssen. Die Notwendigkeit des Schuldenabbaus (im Englischen «Deleveraging») trifft auf die demographischen Verschiebungen in den Industrieländern. Diese rühren aus dem Rückgang des Bevölkerungswachstums in Verbindung mit einer rasch alternden Gesellschaft und implizieren ein sinkendes Wachstumspotenzialwachstum für die industrialisierte Welt. Zudem zwingt der sich beschleunigende Ressourcenabbau zu einem bewussteren Umgang mit der Natur und Effizienzsteigerungen der Produktion.

Fünf Trends einer neuen Weltordnung

Wie kann die Weltwirtschaft auf einen nachhaltigen Wachstumspfad gebracht werden? Es wäre verfehlt, angesichts der grossen Herausforderungen in übertriebenen Pessimismus zu verfallen. Ein wichtiger Teil der Welt - insbesondere die Schwellenländer - leidet nicht unter den

Spätfolgen der Kreditblase. Die Übernahme von Technologien aus den Industrieländern gepaart mit starkem Bevölkerungswachstum ermöglicht ihnen einen raschen Aufholprozess. Dieser generiert eine starke zusätzliche Nachfrage, verlangt aber auch einen verantwortungsvolleren Umgang mit Ressourcen. Gleichzeitig wird in den Industrieländern eine fortgesetzte Nullzinspolitik dafür sorgen, dass die Überschuldung über die Zeit abgebaut werden kann und der damit einhergehende Nachfragerückgang abgefedert wird. Im Zuge dieser neuen Weltordnung kristallisieren sich fünf langfristige Trends heraus:

1. **Neue Bescheidenheit im Konsumsektor:** Es wird sich ein neues Konsumverhalten mit dem Motto «weniger ist mehr» etablieren.
2. **Effizienzdruck führt zu Innovationen:** Unternehmen mit erfolgreichen Strategien werden von der rasch zunehmenden Ressourcenknappheit profitieren.
3. **Anpassungen im Gesundheitssektor:** Innovation und neue Modelle werden belohnt, da sich die Staaten Ausgabensteigerungen im bisherigen Umfang nicht mehr leisten können.
4. **Deleveraging der Banken:** Der Finanzsektor ist der Hauptverlierer des Deleveraging und muss sich auf das Kerngeschäft zurückbesinnen.
5. **Symbole einer neuen Weltordnung:** Der Aufstieg der Schwellenländer wird zum Hauptwachstumstreiber und schafft neue Opportunitäten.

1. Neue Bescheidenheit im Konsumsektor

Konzepte für ein verändertes Konsumverhalten

Das sich verändernde, bescheidenere Konsumverhalten stellt den Endkonsum und die Einzelhandelsindustrie vor grosse Herausforderungen wie beispielsweise eine sinkende Zahl an Einkaufstouren, der Druck einer effizienteren Lagerhaltung und kleinere Einkaufsflächen. Die Einzelhandelsmargen liegen im tief einstelligen Bereich. Dies

Spezialthema

lässt den Unternehmen wenig Raum in der Überwälzung von steigenden Rohstoffkosten und nachteiligen Währungsentwicklungen. Aus konjunktureller Sicht steht die Nachfrage vor allem von Gütern ausserhalb des Nahrungsmittelbereichs vor grossen Herausforderungen. Europas grösste Einzelhändlerin, die französische **Carrefour**, kämpft im Kerngeschäft seit längerem mit sinkenden Verkaufsvolumen. Die überdimensionierten Supermärkte binden darüber hinaus viel Kapital und entsprechen nicht mehr dem Zeitgeist der Konsumenten. Diese verlangen heute kurze und direkte Wege beim Einkauf von Alltagsprodukten mit dem besten Preis-/Leistungsverhältnis. Sie leisten sich keine stundenlangen Einkaufsbummel mehr.

Umsatzanteil E-Commerce europäischer Einzelhändler

Gesellschaft	Online-Verkäufe ¹	Gruppenumsatz ¹	Online-Verkäufe
Ahold	0.80	32.0	2.4%
Carrefour	0.60	84.0	0.7%
Metro	0.80	69.8	1.1%
Morrison	0.12	22.4	0.5%
Tesco	4.05	84.3	4.8%
Marks & Spencer	0.95	12.5	7.6%
H&M	0.55	13.9	4.0%
Inditex	0.50	14.0	3.6%

¹ 2012E, in Mrd. EUR

Quelle: ING, Sarasin

Alternative Vertriebsmethoden

Vor diesem Hintergrund befindet sich der Einzelhandel in einem Wandel, welcher neue Distributionskanäle und eine angepasste Produktvermarktung verlangt. Das Konzept, Online Produkte zu bestellen und dann an einem Lagerort abzuholen – das sogenannte «Click & Collect» – gewinnt immer mehr an Bedeutung. Es handelt sich um eine Erweiterung des ursprünglichen Online-Shoppings. Es hat indes den grossen Vorteil, dass Konsumenten nicht auf eine (meist kostenpflichtige) Heimlieferung warten müssen. Damit werden Online-Verkäufe für Nahrungsmittel-Retailer eine Distributionsoption. Für die traditionellen Einzelhändler hat dies zudem den Vorteil, dass die bestehenden Filialen in wirtschaftlich schwierigen Zeiten wieder besser ausgenutzt werden. «Click & Collect» wird vor allem den etablierten Händlern mit eigenem stationärem Verkaufsnetz Wettbewerbsvorteile bringen. Bislang waren diese gegenüber den reinen Internetunternehmen wie Amazon im Nachteil. Die Retailer verfügen mit dem Filialnetz an zentralen Orten über die notwendi-

gen (Lager-) Infrastrukturen. Im November 2011 hat unter den grossen Einzelhändlern die niederländische **Ahold** eine Strategie vorgestellt, die zu Beginn 2012 vorsieht, das «Click & Collect»-Modell in Europa und in den US einzuführen. Damit sollen die Online-Verkäufe über die nächsten fünf Jahre auf EUR 1.5 Mrd. verdreifacht werden.

Anpassung im Produktmix

Auf der Produktvermarktungsseite ist ein steigendes Angebot von Eigenmarken («Private Label») erkennbar. Diese nehmen den Markenprodukten in den Regalen immer mehr Platz weg. Sie bescheren den Handelsunternehmen eine höhere Marge und beanspruchen in der Preisgestaltung weniger Aufwand. Die im Namen der Einzelhändler vermarkteten Produkte haben in Nordamerika in der Finanzkrise 2008/09 deutlich an Terrain gewonnen und sich im gegenwärtigen Umfeld auch in Europa weiter gefestigt. Bei den Eigenmarken verfolgen **Carrefour** wie **Ahold**, aber auch die deutsche **Metro** die gleiche Strategie. **Ahold** etwa will im kompetitiven US-Geschäft den Anteil von gegenwärtig 20% sukzessive auf 40% und in den Niederlanden von 50% auf 60% steigern. Bei Ahold liegen die Margen bei den Eigenmarken bis zu 10% höher und verbessern so die Profitabilität. Die britische **Wm Morrison** plant im Januar 2012 ebenfalls die erneute breite Lancierung der Eigenmarke «M Savers». Das Sortiment von 100 Produkten soll im Jahresverlauf auf 500 ausgeweitet werden. 2011 hatte Morrison mit dieser Linie schätzungsweise Umsätze von GBP 6 Mrd. erreicht (rund ein Drittel des Gesamtumsatzes). Diese Linie hat für 2012 ein Wachstumspotential von rund 10%.

Selbst ist der Konsument

Ein anderes markantes Beispiel einerseits für die neue Konsumbescheidenheit in den Industrienationen und andererseits für den hohen Konsumappetit in den aufstrebenden Ländern wie in China stellt die Heimwerker-Industrie («Do-it-yourself») dar. Während sich in wirtschaftlich schlechten Zeiten die Nachfrage nach Produkten und Dienstleistungen rund um das Eigenheim grosser Beliebtheit erfreut, ist dieser Markt in China kaum vorhanden. Dort werden Wohnungen und Häuser nicht renoviert, sondern schlicht und einfach abgebrochen und neu aufgebaut. Die global führende Heimwerker-Kette **Home Depot** hat die Expansion in China deshalb unlängst stoppen müssen. Die in Europa führende **Kingfisher** setzt dagegen konsequent auf den europäischen Markt mit Schwergewicht UK und Frankreich sowie Polen und Tür-

kei. Während das Unternehmen in den EU-Ländern mit den Formaten B&Q, Brico Depot, Castorama und Screwfix in einem gedrückten Konsumumfeld im hoch fragmentierten Markt stetig Marktanteile gewinnt und dank der steigenden Markt- und Preismacht solide Margen erwirtschaftet, stellt das Polen-Geschäft den Wachstumsmotor auf Umsatzebene dar. Insgesamt erachten wir in einem fragilen Wirtschaftsumfeld Einzelhändler mit Fokus einerseits auf Lebensmittel, wie **Morrison** in UK und andererseits auf spezielle Segmente wie den Heimwerker-Markt bei **Kingfisher** als attraktiv.

2. Effizienzdruck führt zu Innovationen

Neue Materialien ermöglichen sauberere Technologien

Das stetig steigende Bevölkerungswachstum und der in den rasch wachsenden Schwellenländern steigende Wohlstand setzen die Industrie- sowie die Dienstleistungssektoren unter zunehmenden Effizienzdruck. Der Kampf um die weltweit knappen Ressourcen wird härter, was sich nicht zuletzt in steigenden Rohmaterial- und Energiepreisen niederschlägt. Neue Materialien wie z.B. Verbundwerkstoffe, aber auch innovative Produktionsverfahren helfen, die Endprodukte zu verbessern. Dies obwohl der Rohmaterial- und Energieeinsatz pro hergestellte Einheit stetig abnimmt. Dank Automatisierung und Produktionseffizienz sinken zudem die Produktionskosten und die zum Teil höherwertigen Endprodukte können zu einem vorteilhafteren Preis-/Leistungsverhältnis den Konsumenten zur Verfügung gestellt werden. Um eine bessere Ressourceneffizienz auf der Einsatzseite und einen höheren Wirkungsgrad bei den angebotenen Produkten zu erreichen, spielen saubere Technologien eine immer wichtigere Rolle. Dabei ist nicht nur an die Nutzung von Wind- und Solarenergie oder an die Aufbereitung von Biobrennstoffen zu denken, sondern auch an technologisch neue Applikationen. Gute Stichworte hierzu sind der Einsatz von LED-Leuchten anstelle von traditionellen Glühbirnen oder die Weiterentwicklung von Elektro- und Hybridmobilen bis zu ihrer breiten Alltagstauglichkeit.

Gewichtseinsparung bei Batterien

Für den Einsatz in Elektroautos sind die in Mobiltelefonen und Laptops verwendeten wieder aufladbaren Lithium-Ionen Batterien zu schwer und ihre Reichweite zu gering. Da die Lösung nicht in grösseren und schwereren Batterien liegen kann, um deren Wirkungsgrad zu erhöhen, müssen Materialien entwickelt werden, die mehr Energie in die Batterie bringen. Innovative Kathodenmaterialien

auf Basis von Nickel-, Kobalt- und Manganoxiden eröffnen interessante Perspektiven. Die nächste Batteriegeneration dürfte sodann die Lithium-Schwefel-Batterie sein, welche aus einer Lithium-Anode und einer Schwefelhaltigen Kathode besteht. Der grosse Sprung verspricht jedoch die übernächste Generation mit der Lithium-Luft-Batterie. Sie stellt eine Kombination von Lithium-Batterie und Brennstoffzelle dar und soll annähernd Reichweiten heutiger Autos ermöglichen.

Energieeffizientere Zementherstellung

Ein weiteres Beispiel der erfolgreichen Steigerung der Ressourceneffizienz liefert die Zementindustrie. Bei der Verringerung des Anteils des in der Herstellung sehr energieintensiven Klinkers als wichtigster Bestandteil zur Zementherstellung konnten erhebliche Fortschritte erzielt werden. So konnte der Klinkerfaktor alleine in den letzten zehn Jahren um rund 15% reduziert werden. Der Anteil an alternativen Brennstoffen zur Herstellung von thermischer Energie für die Zementproduktion konnte hingegen in den letzten zwanzig Jahren verdreifacht werden.

Informationstechnologie gewinnt weiter an Bedeutung

Während bisher Stromnetze mit zentraler Stromerzeugung den Markt dominierten, geht der Trend in Richtung dezentraler Erzeugungsanlagen. Dies gilt sowohl bei der Erzeugung aus fossiler Primärenergie durch kleine Wärmekraftkopplungs-Anlagen als auch bei der Erzeugung aus erneuerbaren Quellen wie von Photovoltaik-, Windkraft- und Biogasanlagen. Dies führt zu anspruchsvolleren Netzstrukturen, was entsprechend neue flexible Stromnetze (Smart Grids) und IT-Datenaustauschsysteme erfordert. Wenig Beachtung beim Thema Ressourceneffizienz findet die Informationstechnologie (IT). Betrachtet man aber den Wandel, welcher der Personal Computer (PC) zuerst in der Administration (Rechnungswesen) und später in der Produktion (Planung & Steuerung) ausgelöst hat, wird offensichtlich, dass die IT einen gewichtigen Beitrag zu einer effizienteren Welt liefert. Dank CAD und CAM Systemen (Computer Aided Design und Manufacturing) wurde selbst die Innovationsarbeit in Forschung und Entwicklung effizienter. Heute geht die IT noch einen Schritt weiter und die unternehmensweiten Datenmodelle sind mobil verfügbar. Aussendienstmitarbeiter sind gleich wie ihre Vorgesetzten online mit allen notwendigen IT-Systemen des Unternehmens verbunden. So wird es möglich, dass der Servicemitarbeiter bei seinem Einsatz online Zugriff auf Produktionsdaten, Ersatzteillisten, Diagno-

Spezialthema

seprotokolle etc. hat und sogar die Rechnungsstellung vor Ort beim Kunden auslösen kann. Die heutige Mobilkommunikation wird in den nächsten Jahren weitere Effizienzsteigerungsschritte ermöglichen, was dem Konsumenten und der Umwelt zu Gute kommt.

Viele gut positionierte Unternehmen

Unser Anlageuniversum setzt sich bewusst mit Unternehmen auseinander, welche dem Thema schonender Umgang mit Ressourcen, effiziente Produktionssysteme oder Informationstechnologie als Grundlage für eine nachhaltigere Welt eine hohe Beachtung schenken. Beispiele für Unternehmen, die wir diesbezüglich als führend erachten, sind **Georg Fischer, Sulzer, Schindler, Holcim** und **Clariant** sowie international **Linde, SAP, IBM, Microsoft, Intel, Schneider Electric** und **Saint Gobain**.

3. Anpassungen im Gesundheitssektor

Hoher Anteil der Gesundheitskosten an Staatsbudget

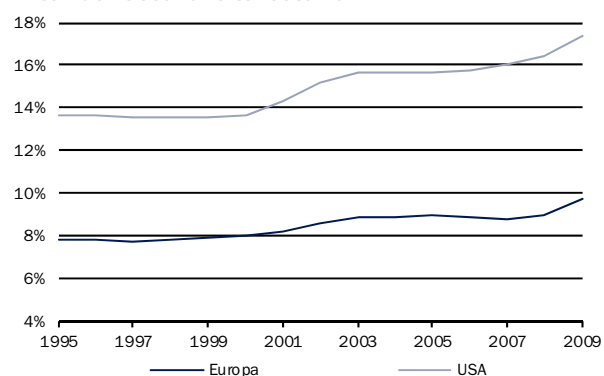
Der Anteil der Gesundheitskosten am BIP betrug gemäss Zahlen der OECD für 2009 11% des BIP in Europa und 17% in den USA. Er ist in den letzten Jahren infolge des zeitweiligen Rückgangs des BIP nochmals deutlich angestiegen. Die Gesundheitsausgaben sind der zweitgrösste Posten nach Sozialausgaben in den staatlichen Budgets der Industrieländer und haben einen Anteil von 15% in Europa und sogar 21% in den USA erreicht. Es ist deshalb unumgänglich, dass die Anstrengungen, die in der Finanzkrise in Schieflage geratenen Staatsbudgets zu sanieren, sowohl in Europa wie auch in den USA die Gesundheitsausgaben einbeziehen.

Arzneimittelpreise in Europa weiter unter Druck

2010 haben eine Reihe von europäischen Ländern Senkungen der Arzneimittelpreise verfügt. Es ist zu erwarten, dass im Rahmen der Austeritätspolitik auch 2012 Massnahmen im ähnlichen Umfang beschlossen werden, die sich etwa 3-4% negativ auf den Umsatz auswirken werden. Druck auf die Medikamentenpreise in Europa ist jedoch nichts Aussergewöhnliches. Preisanpassungen erfolgen in Europa jährlich und bewegen sich gewöhnlich in der Grössenordnung von etwa 2%. Die Pharmakonzerne passen ihre Kosten und die Vertriebsmodelle an tiefere Preise an, so dass sich diese nicht vollständig auf die Gewinne auswirken. Zusätzlich ist zu erwarten, dass die Verwendung von Generika, deren Marktanteil in Südeuropa deutlich niedriger ist als z.B. in Deutschland, zusätzlich gefördert wird. Auch wird das Augenmerk verstärkt

auf das Kosten/Nutzen-Verhältnis neuer Therapien fallen. Pharmaökonomische Evaluationen neuer Arzneimittel, wie in den UK schon länger üblich und letztes Jahr auch in Deutschland eingeführt, werden sich weiter verbreiten. Anstelle einer Vergütung aller medizinischen Dienstleistungen («Pay for Service») wird vermehrt das Erreichen gewisser Behandlungsziele vergütet werden («Pay for Quality»). Die meisten Pharmaunternehmen haben sich daran schon angepasst, indem sie sich verstärkt auf die Entwicklung von Produkten mit optimiertem medizinischen Zusatznutzen fokussieren.

Anteil der Gesundheitskosten am BIP



Quelle: OECD

Scheitern des US «Super-Komitees» positiv

Im November 2011 sind die Verhandlungen des sogenannten «Super-Komitees» über Einsparungen in der Höhe von USD 1.3 Billionen über zehn Jahre gescheitert. Damit kommen automatische Massnahmen zum Zug, die vor allem die Militärausgaben treffen werden. Dieser Ausgang entspricht für den Gesundheitssektor einem «Best-Case»-Szenario, da sich die Einschnitte auf Reduktionen von 2% im Versicherungsprogramm für Senioren (Medicare) beschränken werden, die sowohl Pharma- wie auch Medizinaltechnikunternehmen nur indirekt treffen werden.

Umfeld bietet innovativen Anbietern Chancen

Die Anstrengungen zur Eingrenzung der staatlichen Defizite werden Druck auf die Umsätze im Gesundheitssektor ausüben. Dem stehen aber die demografische Entwicklung und ein Nachfragewachstum gegenüber. Realistisch gesehen wird es wahrscheinlich hauptsächlich darum gehen, die Gesundheitskosten zu stabilisieren und die vorhandenen Mittel mit einem höheren Nutzen für den Patienten auszugeben. In diesem Umfeld sind diejenigen Unternehmen gut positioniert, die für innovative Produkte

mit belegter Wirkung nach wie vor hohe Preise werden verlangen können. **Roche** hat diesen Weg schon länger konsequent beschritten. Geschäftsmodelle, die es erlauben, die Gesamtkosten einer Erkrankung zu senken, werden ebenfalls gefragt bleiben. Hier wäre der Betreiber von Dialysezentren **Fresenius Medical Care** zu nennen. Die Versorgung mit einer regelmässigen Dialyse spart Gesundheitskosten indem teure Komplikationen wie Nierenversagen verhindert werden. Zudem hilft ein neues, pauschales Vergütungsregime («Bundling») in den USA, falsche finanzielle Anreize zu beseitigen und das Erreichen der Behandlungsziele günstiger zu erreichen.

Gesundheitsgase mit attraktiver Wachstumsdynamik

Ungeachtet des Kostendrucks im Gesundheitswesen erfreuen sich die grossen Hersteller von Industrie- und Gesundheitsgasen einer ungebrochen starken Nachfrage nach Spezialgasen. Aufgrund der relativ geringen Kosten der Gase gemessen an den Gesamtkosten der medizinischen Behandlung und Versorgung von Patienten sind die Verkaufspreise in diesem Bereich keinem Druck ausgesetzt. Vielmehr steht deren zeitgerechte Verfügbarkeit in gewünschter Menge und Qualität im Vordergrund. Vor allem der Heimpflegemarkt (hochwertige Sauerstoffe, Diabetes oder Schlaftherapien) entpuppt sich je länger je mehr als ein ausserordentlich attraktiver Wachstumsmarkt. Die grossen europäischen Industriegasunternehmen **Linde** und **Air Liquide** sowie die US-amerikanische **Praxair** profitieren von diesem Trend.

4. Deleveraging der Banken

Globale Finanzkrise führt letztendlich zum Deleveraging

Als Lehre aus den Exzessen vornehmlich der Investmentbanken in der globalen Finanzkrise wurden die aufsichtsrechtlichen Vorschriften für die Bankenindustrie weltweit verschärft. Eine zentrale und koordinierende Rolle übernimmt hierbei der Basler Bankenausschuss, im Rahmen der Aktivitäten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich mit dem unter «Basel 2.5» und ab 2013 unter «Basel 3» bekannten Regelwerk. Dieses legt einheitliche Mindesteigenkapital-Vorschriften für die Banken auf globaler Ebene fest. Gegenüber der «Boom and Bust» Periode vor der Finanzkrise wurden die Mindesteigenkapitalquoten – so insbesondere die harten Kernkapitalquoten – deutlich erhöht. Die Banken haben bis Ende 2018 Zeit, die neuen Vorgaben zu erfüllen. Im Zuge der «Finanzkrise 2.0», ausgelöst durch die südeuropäische Staatsschuldenkrise, die zuletzt auch Länder wie Frankreich und Bel-

gien erfasste, wurden die europäischen Banken aufgrund der teils erheblichen Abschreibungserfordernisse auf Staatsanleihen mit aufsichtsrechtlichen Zusatzforderungen im Rahmen von insgesamt drei sogenannten Stress-tests der European Banking Authority (EBA) konfrontiert. Der zuletzt per 8. Dezember 2011 ermittelte Kapitalbedarf von total 71 europäischen Banken zur Erreichung einer Mindesteigenkapitalquote von 9% der risikogewichteten Aktiva beträgt EUR 115 Mrd. Die Banken sind gehalten, den nationalen Aufsichtsbehörden bis zum 20. Januar 2012 ihre Pläne zur Erfüllung bis spätestens Ende Juni 2012 vorzulegen.

Druck auf Bankensektor und die Realwirtschaft

Um die erforderliche Eigenkapitallücke fristgerecht zu füllen, eröffnen sich den betroffenen Banken verschiedene Möglichkeiten. Diese reichen von einbehaltenen Gewinnen und reduzierten Leistungsvergütungen (Boni) über Kostensparmassnahmen bis hin zu Kapitalerhöhungen und dem Abbau oder dem Verkauf von Bilanzaktiva. Da die zuerst genannten Massnahmen nach mehrjähriger Finanzkrise bereits grösstenteils ausgeschöpft sind und Eigenkapitalerhöhungen wegen der deutlich unter Buchwert liegenden Bewertung, des potenziell hohen Verwässerungseffektes und der mangelnden Aufnahmefähigkeit bei Anlegern im derzeitigen Marktumfeld kaum in Betracht kommen, rückt in letzter Zeit immer mehr das Deleveraging mittels Reduktion der Bilanzaktiva in den Vordergrund. Die EBA hat den Banken signalisiert, dass sie eine sich daraus ergebende Verknappung von Krediten für die Realwirtschaft nicht akzeptieren werde. Wie sie das durchsetzen möchte, bleibt allerdings offen. Kommt hinzu, dass das Deleveraging nicht ohne Verlustrisiken ist, weil zum einen die europäischen Volkswirtschaften in eine Rezession abzugleiten drohen und zum anderen, da die Aufnahmefähigkeit für die gesamteuropäisch geschätzten EUR 1'500 Mrd. bis 2'500 Mrd. an abzubauenen Kundenforderungen (bis zu ca. 10% der ausstehenden Kredite und eine Reduktion des Loan-to-Deposits-Ratio von 114% auf 100%) über die nächsten Jahre in diesem Ausmass bisher noch nie getestet wurde. Das 2009 im Bankensektor erfolgte Deleveraging in Höhe von EUR 1'000 Mrd. war durch die Nachfrage der Kunden getrieben und nicht wie heute durch die Banken von der Angebotsseite her. Zieht man allerdings in Betracht, dass von den EU-weit geschätzten EUR 35'000 Mrd. Bilanzaktiva ca. 40% oder EUR 14'000 Mrd. auf nicht der Realwirtschaft zuzurechnende Aktiven entfallen (z.B. Handels-

Spezialthema

bestände im Investment Banking), bieten sich weitere Möglichkeiten zur Bilanzreduktion. Dies hätte zudem keine realwirtschaftliche Kreditverknappung zur Folge.

Vermehrte Finanzierung über den Kapitalmarkt

Die Auswirkungen eines Deleveraging im Bankensektor können aber durchaus auch positiv sein mit potenziellen Nutzniessern bei den Kapitalmarktanteilen der grösseren Investmentbanken. Tendenziell sind Kapitalmarktmissionen die preislich günstigere Finanzierungsform als herkömmliche Bankkredite und werden es vermutlich auch bleiben. Das lässt sich am Beispiel der Schweiz gut veranschaulichen. In den letzten fünfzehn Jahren stieg gemäss Untersuchungen der Credit Suisse der Anteil von Anleihen an der gesamten Fremdfinanzierung Schweizer Grossunternehmen von 28% auf 67%. Entsprechend war die Kreditquote rückläufig. In Deutschland hingegen liegt der Kreditanteil noch bei hohen 80% mit entsprechendem Potenzial für Kapitalmarktfinanzierungen. Gemäss Berechnungen von S&P wird die verschärfte Regulierung unter «Basel 3» den Unternehmen generell zusetzen. Berechnungen zeigen eine Verteuerung ihrer Finanzierung für europäische Gesellschaften um EUR 30 Mrd. bis 50 Mrd. jährlich, wenn die Regulierung ab 2019 umgesetzt ist. Demzufolge ist aufgrund der höheren Eigenkapitalkosten mit einer Verteuerung der Unternehmenskredite zu rechnen.

Nicht alle Finanzwerte sind betroffen

Die Fortdauer, wenn nicht gar Akzentuierung der Europäischen Staatsschuldenkrise, die Bilanzoptimierung durch Deleveraging anstellen von Gewinnoptimierung und schliesslich eine rezessionsbedingte Beeinträchtigung von Bilanzaktiva sind wesentliche Stichworte hierzu. Vor diesem Hintergrund fragt sich der Anleger zu Recht, ob es überhaupt empfehlenswerte Bankaktien gibt. Unsere Auswahl beschränkt sich auf wenige Titel. Bei **Julius Bär** überzeugt uns die reine Vermögensverwaltungs-Strategie, bei der britischen **Standard Chartered** die starke Position in den Wachstumsmärkten Südostasiens.

5. Symbole einer neuen Weltordnung

Viel ist im vergangenen Jahr über die konjunkturellen und strukturellen Schwierigkeiten sowie über die finanziellen Schulden der westlichen Welt gesprochen und geschrieben worden. Gleichzeitig schaut die westliche Welt neidvoll auf die Aufbruchsstimmung vor allem in diversen Schwellenländern, insbesondere in Asien. Allerdings wäre

Neid nicht angebracht. Gemessen am Bruttoinlandprodukt pro Kopf ist der Wohlstand in den westlichen Staaten noch immer viel höher. Trotzdem gibt es untrügliche Zeichen, dass die Weltordnung neu ausgelegt wird. Die beiden Schweizer Luxusgüterkonzerne **Swatch Group** und **Richemont** erzielen bereits die Hälfte des Umsatzes in Asien. Swatch Group generierte 2010 davon alleine zwei Drittel im Grossraum China. Ausserdem steigt der Anteil der durch asiatische Touristen erzielte Umsatz in den westlichen Staaten kontinuierlich an. Ein Abbild der Verlagerung der Bedeutung Richtung Asien geben auch die allmonatlich veröffentlichten Exportzahlen der Uhrenindustrie:

- 2001 befanden sich unter den 20 grössten Exportländern neun westeuropäische Staaten, in den ersten zehn Monaten 2011 waren es noch sechs westeuropäische Staaten.
- 2001 führte die USA vor Hongkong und Japan die Rangliste der wichtigsten Exportländer an. 2011 führt Hongkong die Rangliste an, mit einem doppelt so hohen Exportanteil wie die zweitplatzierte USA. Auf dem dritten Rang befindet sich China, das 2001 nicht unter den 30 wichtigsten Exportländern befand.
- Im Vergleich der Exportzahlen Januar – Oktober 2011 mit denjenigen in der gleichen Zeitperiode 2009 brillieren China (+137%), Russland (+96%), Hongkong (+83%), Thailand (+80%), Südkorea (+77%) und Singapur (+66%) mit den höchsten Zuwachsraten.
- Genauso wie China war auch Indien 2001 noch nicht auf der Liste der 30 wichtigsten Exportländer. 2011 war Indien bereits Nummer 22.

Von vergleichbarer Bedeutung sind China und weitere aufstrebende Schellenländer wie Brasilien, Indien und Russland für die Premium Automobilhersteller wie **Mercedes-Benz**, **BMW** oder **Audi**. So konnte **Mercedes-Benz** den Absatz von Automobilen in China 2010 um 137% gegenüber dem Vorjahr steigern und für das Jahr 2011 dürfte abermals eine Erhöhung von rund 35% resultiert haben. Damit geht bereits jedes siebte Auto aus dem Hause Daimler nach China. Zudem werden vor allem grosse und leistungsstarke Fahrzeuge nach China abgesetzt und die Gewinnmarge ist doppelt so hoch wie etwa bei einem Verkauf in die USA. Für **BMW** ergibt sich ein ähnliches Bild. 2010 betrug der Zuwachs in China 85% und im 2011 schätzungsweise weitere 40%. Bei Audi dürften für 2011 ebenfalls ein Verkaufsplus in China von 35% resultiert haben, nach einem Plus von rund 44% 2010. Damit

findet schon fast jedes vierte abgesetzte Audi Modell seinen Käufer in China. Ausdruck der zunehmenden wirtschaftlichen Schlagkraft lässt sich auch am Wachstum der lokalen Unternehmen veranschaulichen, welche nicht nur organisch rasch zulegen, sondern auch durch zum Teil spektakuläre Akquisitionen auf sich aufmerksam machen. So hat sich der chinesische Autobauer **Geely** das schwedische Traditionsunternehmen **Volvo Cars** 2010 einverleibt, während bereits 2008 die beiden britischen Nobelmarken **Jaguar** und **Range Rover** an die indische **Tata Motors** gingen. Die Gründe für die Verlagerung des Schwergewichts Richtung Asien sind mannigfaltig. Wich-

tigster Treiber ist aber sicherlich, dass die Anzahl der vermögenden Personen in der Region laufend zunimmt. Anders als in Westeuropa, wo Reichtum oft zurückhaltend genossen wird, legt die wohlhabende Bevölkerung in den Schwellenländern viel Wert auf Statussymbole. Luxusgüter und Automobile der Premium-Klasse sind dazu prädestiniert. Der mittelfristige Ausblick für die europäische Luxusgüterindustrie und die Premium Automobilproduzenten bleibt vielversprechend. Der steigende Wohlstand in Asien ist ein äusserst günstiger Nährboden dafür.

Equity Research Team

Trends einer neuen Weltordnung und deren Profiteure

Trend	Profiteur	Kurs	Rating	EV/EBITDA 2012E	Price/Book 2011E	P/E 2012E	Rendite 2011E (%)
Neue Bescheidenheit	Kingfisher***	250.7	Buy	4.9	1.0	9.4	3.4
	Morrison	326.2	Buy	6.9	1.5	11.2	3.3
	Ahold	10.4	Neutral	4.1	1.8	9.9	4.1
	Carrefour	18.1	Neutral	5.4	1.3	11.0	4.8
	Home Depot	42.0	Neutral	7.9	3.7	15.4	2.5
	Metro	29.0	Neutral	4.0	1.4	8.4	4.9
Effizienzdruck	Clariant	9.3	Buy	5.3	1.0	8.6	1.8
	Georg Fischer	321.0	Buy	4.6	1.1	8.1	3.8
	Holcim	50.3	Buy	7.3	0.9	14.4	2.8
	IBM	183.9	Buy	8.3	8.7	12.4	1.5
	Intel	24.3	Buy	4.8	2.7	10.2	3.2
	Linde	116.4	Buy	7.4	1.7	14.7	2.1
	Microsoft Corp	26.0	Buy	5.3	4.0	9.5	2.4
	Saint Gobain	30.2	Buy	5.1	0.9	8.7	4.2
	SAP***	41.6	Buy	9.1	4.0	14.0	1.7
	Schindler	109.4	Buy	9.6	4.5	19.3	2.1
	Schneider Electric	41.6	Buy	7.1	1.5	10.9	4.0
	Sulzer	100.4	Buy	6.2	1.7	11.7	2.9
Gesundheitssektor	Air Liquide	97.5	Buy	8.4	2.8	16.9	2.6
	Fresenius Medical Care	53.1	Buy	9.2	2.5	16.9	1.2
	Linde	117.3	Buy	7.4	1.7	14.8	2.1
	Praxair	107.9	Buy	10.2	5.1	18.2	1.8
	Roche	159.2	Buy	7.6	9.3	11.5	4.3
Deleveraging	Julius Baer	36.7	Buy	n.m.	1.7	13.6	1.7
	Standard Chartered	1409.0	Buy	n.m.	1.3	10.2	3.4
Neue Weltordnung	Daimler	35.2	Buy	2.4	0.9	7.1	5.8
	Swatch Group***	351.5	Buy	7.2	2.4	13.4	1.8
	Volkswagen	119.0	Buy	2.1	0.9	6.5	2.6
	Richemont	47.5	Neutral	8.3	2.8	14.0	1.3
	BMW	53.1	Neutral	2.2	1.3	7.7	4.2

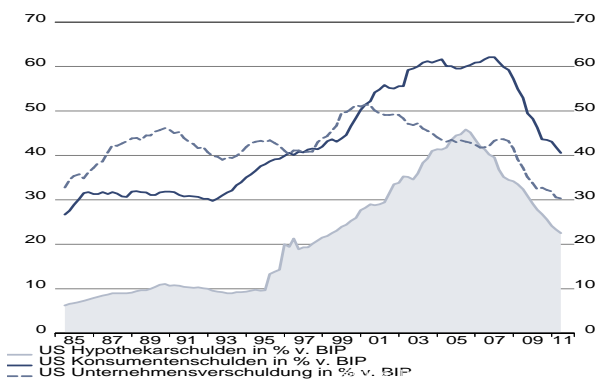
*** Diese Aktien gehören auch zu den Jahresfavoriten für 2012

Quelle: Sarasin Equity Research, Datastream, Kurse per 31.12.2011

Die Quadratur des Kreises

Angesichts der Notwendigkeit eines weltweiten Schuldenabbaus steht die Weltwirtschaft Anfang 2012 vor grossen Herausforderungen. Der Schuldenabbau wird aber gelingen, wenn die Zinsen unter der Wachstumsrate gehalten werden. Das mangelnde Wachstum in den Industrieländern seitens Konsument und Staat muss durch Investitionen und Exporte in die Schwellenländer kompensiert werden. Die globalen Frühindikatoren deuten schon auf einen neuen Aufschwung hin. Dazu muss Euroland jedoch Anfang des Jahres eine Lösung für seine Krisenstaaten finden.

US: Schuldenabbau im Privatsektor schreitet voran



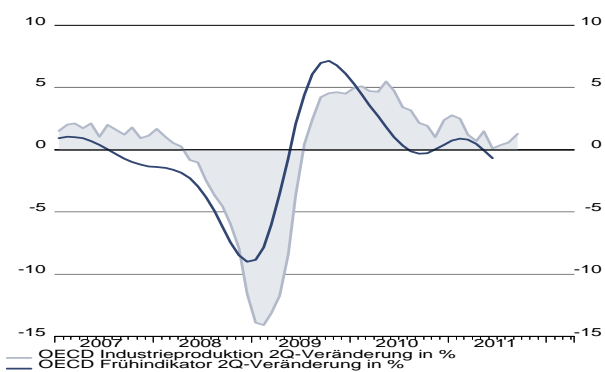
Der Schuldenabbau ist das bestimmende Thema

Das abgelaufene Jahr 2011 stand im Zeichen der globalen Staatschuldenkrise. Nach einem starken, aber kurzen Wachstumsschub zu Beginn des Jahres brachten die Sorgen über die Gesundheit der Staatsfinanzen sowohl dies- als auch jenseits des Atlantiks Konsumenten, Unternehmen, aber vor allem Banken in Bedrängnis. Die Sorgen der Finanzmärkte sind jedoch nur das Symptom eines grösseren fundamentalen Trends, dem gesamtwirtschaftlichen Schuldenabbau (Deleveraging). Die Weltwirtschaft ist in den letzten Jahrzehnten aus dem Gleichgewicht geraten. In Ländern wie den USA, UK und Spanien hat ein Immobilienboom zu einem fulminanten Anstieg der Privatverschuldung geführt. Als die Immobilienmärkte zusammenbrachen, waren die Privathaushalte überschuldet. Weil die Haushalte die Schulden nicht mehr tragen konnten, kam es zu einer Bankenkrise und als die Banken zu wanken begannen, musste der Staat einspringen. Das grundsätzliche Problem ist, dass hinter der Verschuldung keine produktive Investition steht, sondern der geronnene Konsumboom der vorherigen Jahrzehnte. Daher scheuen sich Investoren davor, die nicht werthaltigen Staatsschuldtitel länger zu halten.

Der Zyklus wird kurzatmiger, die Landungen härter

Die nächsten zehn Jahre werden durch den Schuldenabbau geprägt werden. Dies hat wiederum einschneidende Auswirkungen auf das Muster der Konjunkturzyklen. Weil der Aufschwung nicht vom Rückenwind der sinkenden Sparquoten und der steigenden Verschuldung profitieren kann, verkürzen sich die Zyklen. Die Landungen werden häufiger und vor allem härter, weil die Zinsen nicht mehr gesenkt werden können und die Fiskalpolitik mit dem Rücken zur Wand steht. So ist es kein Wunder, dass wir nach der Kreditklemme und der Grossen Rezession von 2009, einen Aufschwung gesehen haben, der dann Mitte 2010 in eine holprige Landung mündete. Der darauffolgende Aufschwung dauerte bis Anfang 2011 und war gefolgt von einer weiteren holprigen Landung im Herbst 2011. Wir denken, dass sich auch im Jahr 2012 dieses Muster der verkürzten Zyklen fortsetzen wird.

Zickzackmuster der Weltkonjunktur setzt sich fort



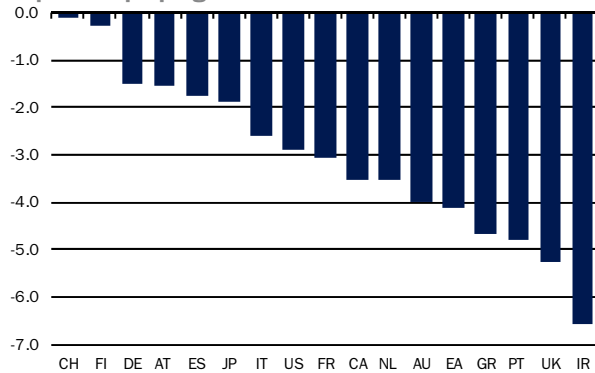
Sorge vor «Worst-Case»-Szenarien

Viel mehr als über die Frage, wie die Schulden die Konjunktur beeinflussen, machen sich Anleger Sorgen, wie diese jemals wieder abgebaut werden können. Wachstum ist die Lösung, um aus der Verschulden herauszufinden.

Wirtschaftsausblick

Allerdings ist offensichtlich, dass das Wachstum in einer vom Schuldenabbau geprägten Welt gedämpft ausfallen wird, weil dieser der Wirtschaft Kaufkraft entzieht. Einen Schuldenabbau zu bewerkstelligen, ohne eine tiefe Rezession zu provozieren, ist die sprichwörtliche Quadratur des Kreises, die wir als Titel für den Wirtschaftsausblick 2012 gewählt haben. Folgerichtig stellen immer mehr verunsicherte Investoren die Frage, ob nicht hinter den Kulissen über Alternativen nachgedacht wird, die in der Vergangenheit einen Schuldenabbau beflügelt haben: der Schuldenschnitt, bei dem die Schulden halbiert oder gar nicht mehr zurückbezahlt werden, oder die Inflation, durch welche die Schulden weginflationiert werden.

Geplante Sparprogramme von 2011 bis 2016



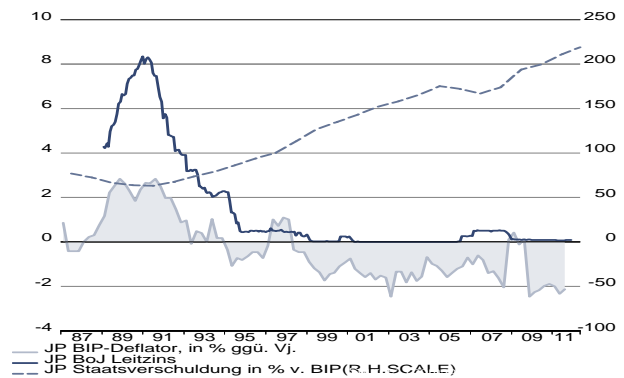
Quelle: Datastream, Sarasin

Schuldenschnitt oder Hyperinflation?

Auch wenn beide Methoden verführerisch erscheinen, so führen sie doch in entwickelten Volkswirtschaften direkt in die Katastrophe. Würde der Staat seine Schulden halbieren, wären Banken, Versicherungen und Pensionskassen ebenfalls bankrott und könnten vom Staat nicht mehr gerettet werden. Der Versuch einer aktiven Inflationierung würde von den Märkten rasch antizipiert werden. So käme es zu einem starken Zinsanstieg, der die Schulden schneller ansteigen lassen würde als sie weginflationiert würden. Hinzu kommen die verheerenden Folgen der Inflation auf die Wirtschaft: die erhöhte wirtschaftliche Volatilität und die hohen Zinsen behindern die Investitionstätigkeit massiv. So enden hohe Inflationsphasen zumeist in einer tiefen Rezession. Glücklicherweise ist es gar nicht so einfach, Inflation zu schüren wie das Beispiel Japans zeigt, das seit Jahren verzweifelt gegen die Deflation kämpft. Für Inflation muss die Nachfrage nach Gütern das Angebot übersteigen, d.h. es muss zu einem Boom kommen. Doch in einem Umfeld des Schuldenab-

baus, der den Wirtschaftssubjekten die Kaufkraft entzieht, ist das wenig wahrscheinlich.

Japan: Vor der Deflation gibt es kein Entrinnen



Deflation ist das grösste Risiko

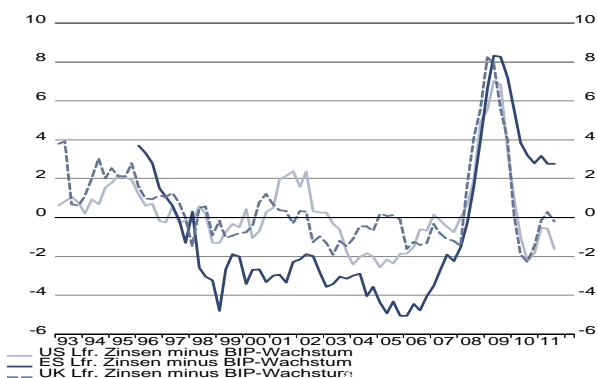
Im Gegenteil. Das grosse Risiko ist, dass eine im Banne des Schuldenabbaus stehende Wirtschaft langsamer wächst als ihr Potenzial und dadurch deflationäre Tendenzen aufweist. Tatsächlich stellt Japan in diesem Zusammenhang das Negativbeispiel dar, das bis heute unter den Spätfolgen der Immobilienblase vom Anfang der 1990er Jahre leidet. Japan hat es damals versäumt, das Bankensystem von faulen Krediten zu befreien und der Wirtschaft einen beherzten geld- und fiskalpolitischen Impuls zu geben. Hinzu kamen eine starke Währung und eine unvorteilhafte Bevölkerungsentwicklung. Auch Japan hat in den letzten zwanzig Jahren seine Auf- und Abschwünge erlebt, doch insgesamt war die Entwicklung L-förmig. Die anfängliche Stagnation wurde ab 1997 durch Deflation ersetzt. Deflation ist aus zwei Gründen extrem schädlich. Deflation lässt eine negative Spirale entstehen. Der Schuldenabbau dämpft das Wachstum und die Preisentwicklung, so dass die Verschuldung im Vergleich zum Einkommen immer weiter ansteigt. Tatsächlich hat sich Japans Staatsschuldenstand seit 1990 von ca. 60% vom BIP auf nunmehr über 200% angehoben – Tendenz steigend. Wenn wir uns Sorgen über ein «Worst-Case»-Szenario machen, dann ist es dieses Deflationsszenario, nicht ein Schuldenschnitt oder eine Hyperinflation.

Finanzielle Repression als Ausweg

Es gibt jedoch einen Weg, wie die Staaten den Verschuldungsgrad trotz schwachem Wachstum reduzieren können. Der langfristige Zins muss unter dem langfristigen nominalen Trendwachstum gehalten werden. Auf diese

Weise sinkt zwar die Verschuldung selbst nicht, doch ihr Anstieg ist geringer als der Anstieg der Wirtschaftskraft. So sinkt der Schuldenstand im Vergleich zum BIP, wenn gleichzeitig die Neuverschuldung gedrosselt wird. Die Folge dieser als «Finanzielle Repression» in die Lehrbücher eingegangenen Konstellation ist ein schleichender Transfer von Sparern und Gläubigern zu Schuldnern.

Differenz zwischen Zinsen und Wachstum (in %)



Quelle: Datastream, Sarasin

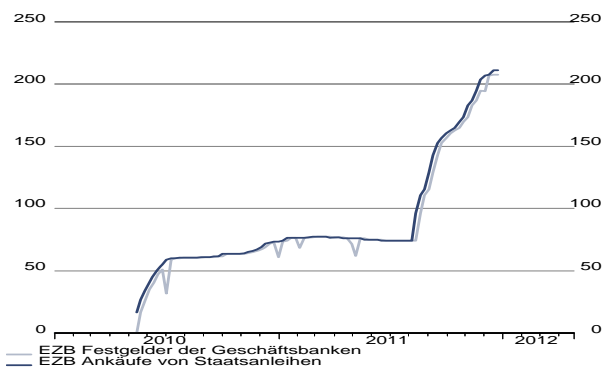
Die Folterwerkzeuge der Finanziellen Repression

Allerdings wird dieses Ziel angesichts effizienter und freier Finanzmärkte nicht so einfach zu erreichen sein. Es braucht dafür – wie der Name schon andeutet – eine Reihe von repressiven Massnahmen: In den USA und UK fluten die Zentralbanken die Banken mit Liquidität oder kaufen langfristige Staatsanleihen, um die Zinsen zu dämpfen. In den USA kommt hinzu, dass die staatlichen Immobilienfinanzierungsagenturen (Fanny Mae und Freddy Mac) vergünstigte Hypotheken anbieten, um die Zinslast der überschuldeten Haushalte zu erleichtern. Auch die Europäische Zentralbank (EZB) nimmt als Sicherheit inzwischen eine breite Palette von hypothekenbesicherten Papieren für zusätzliche Liquidität entgegen, was denselben Effekt hat. Banken stehen durch die Regulierungsbehörden weltweit unter Druck, immer mehr Kapital zu halten und es in Staatsanleihen zu investieren, die als liquide gelten. Dies schafft zusätzliche Nachfrage für Staatsanleihen und dämpft deren Zinsen. Es gibt jedoch auch direkte Eingriffe: In Österreich und Frankreich gibt es Gesetze, die von Pensionskassen verlangen nationale Staatstitel zu halten. Wir erwarten, dass Versicherungen und Banken in der Zukunft vermehrt direkt (durch Gesetze) oder indirekt (durch gutes Zureden) dazu gebracht werden, mehr Staatsanleihen zu halten als ihnen lieb ist, wodurch sie helfen, das Zinsniveau niedrig zu halten.

Schuldenabbau, wenn Zinsen unter Wachstum liegen

Die voranstehende Grafik zeigt, dass dies für die USA und UK schon sehr gut gelingt. Nach der Grossen Rezession war der langfristige Zins fast immer unter dem Nominalwachstum. Dagegen scheint Japan kaum mehr einen Weg aus der Krise zu finden. Die langfristigen Zinsen sind zwar äusserst tief, doch die Deflation bewirkt, dass die Zinsen noch höher als das Nominalwachstum sind und somit eine Entschuldung konterkariert wird. Anders sieht es für Spanien aus, das momentan höhere Zinsen zahlt als das Wachstum und somit eine ungleich grössere Anstrengung unternehmen muss, um seine Schulden abzubauen. Spanien, das hier stellvertretend für die Peripherie Eurolands steht, wird günstiger Finanzierungsmöglichkeiten vom Euro-Rettungsschirm oder dem IWF bedürfen, oder die EZB wird noch mehr Anleihen kaufen müssen, um die Zinsen noch weiter zu dämpfen.

Banken tauschen Staatsanleihen in Einlagen (Mrd. EUR)



Quelle: Datastream, Sarasin

Finale Eskalation der Euroschuldenkrise im 1Q12

So ist die grösste Frage am Jahresanfang 2012, ob es die europäischen Politiker schaffen werden, den Brand in Euroland zu löschen und die Staatsfinanzen auf einen gesunden Pfad zu bringen. Die immer wiederkehrenden Eurogipfel der Jahre 2010 und 2011 haben viele Resultate erzielt, jedoch das Feuer bisher nicht gelöscht. Die Finanzmärkte haben die Geduld verloren und tolerieren kein «Durchmogeln» mehr. Panikverkäufe haben nach griechischen, portugiesischen und irischen Staatsanleihen im Sommer 2010 nun auch spanische und italienische Staatsanleihen erfasst. Nach dem starken Anstieg der Zinsen für französische und belgische Anleihen ist nicht mehr auszuschliessen, dass auch andere Kernstaaten betroffen sein werden. Angesichts der hohen Schuldenstände und der Refinanzierungsnotwendigkeiten im

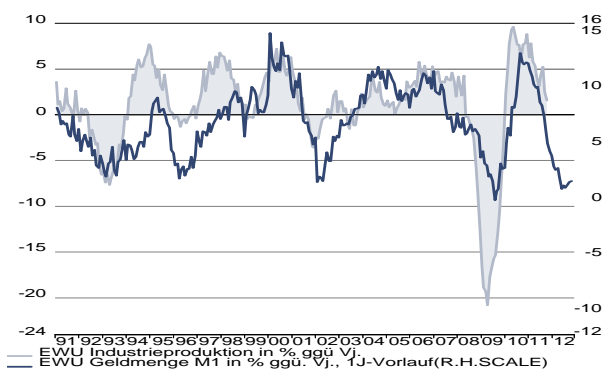
Wirtschaftsausblick

nächsten Jahr, kann sich sogar in den Kernstaaten die Tragfähigkeit der Schulden über die Zeit massiv verschlechtern. Zu Beginn des Jahres 2012 droht daher erst einmal eine weitere Eskalation. Das sollte die Konfrontation zwischen vermeintlich gesunden Kernstaaten und peripheren Krisenstaaten auflösen und eine Lösung provozieren, die den Flächenbrand in Euroland löschen kann.

Die Frage ist, wer sich als erstes bewegt

Die Lösungen sind eigentlich vorhanden. Sie beinhalten immer drei Elemente: Erstens, nahezu unbegrenzte finanzielle Ressourcen, mit denen sich – zweitens – in die Krise geratene Euroländer günstig refinanzieren können, wobei sie sich – drittens – im Gegenzug dazu verpflichten, ihre Staatsfinanzen zu konsolidieren. Um den dritten Punkt, also die Einhaltung der Bedingungen für die Kreditvergabe sicherzustellen, muss der Internationale Währungsfonds (IMF) eine Schlüsselrolle übernehmen. Die Finanzierung zu günstigen Konditionen muss durch eine Vergemeinschaftung (d.h. gegenseitige Garantie) der Neuschulden erfolgen. Der Rettungsschirm übernimmt diese Aufgabe, der sich aus Mitteln der AAA-Staaten Eurolands, den Mitteln von Drittländern (über den IMF) oder mit Fremdkapital von der EZB finanzieren kann. Nur durch die Drohung unlimitierter Interventionen können die Märkte beruhigt werden. Wenn sich weder die Europäer noch die Schwellenländer bewegen, wird es die EZB tun – sie würde bei einem Euro-Kollaps am meisten verlieren.

Euroland: Kreditklemme droht eine Rezession zu werden



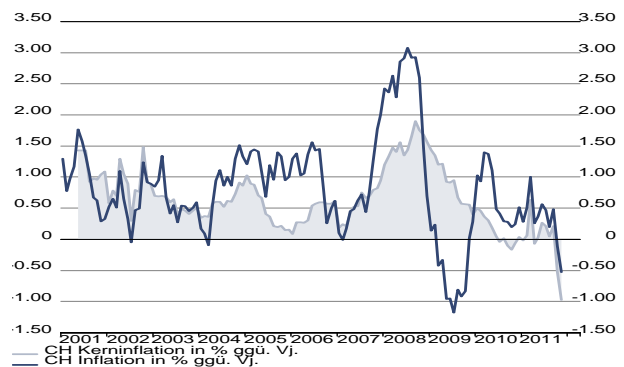
Quelle: Datastream, Sarasin

Kreditklemme und Durchmogeln

Es fehlt bisher am Willen, die politischen oder monetären Kosten auf sich zu nehmen. Kerneuropa scheint davon überzeugt zu sein, dass eine fundamentale Reform des Designs der Währungsunion alleine die Märkte beruhigen

kann. Was dabei vergessen geht, ist die schleichende Kreditklemme, die der Wirtschaft Eurolands immer mehr den Atem abschnürt. Nach unseren Schätzungen befindet sich Euroland zum Jahreswechsel 2011/12 schon in einer Rezession. Mit einer weiteren Eskalation der Eurokrise und einem Anstieg der Risikoprämien, steigt das Risiko des Abgleitens in eine Depression – eine langanhaltende Rezession mit Deflation. Spätestens wenn ein Überschwappen auf die USA und die Schwellenländer droht, werden die politischen Entscheidungsträger der G20-Staaten reagieren und einen gemeinsamen Weg finden. Wir denken, dass dieser Schritt angesichts der Eskalation an den Märkten schon im ersten Quartal 2012 getan werden muss und dass Euroland ab dem zweiten Quartal wieder zu Wachstum finden wird.

Schweiz: Wachstum und Inflation unter Druck



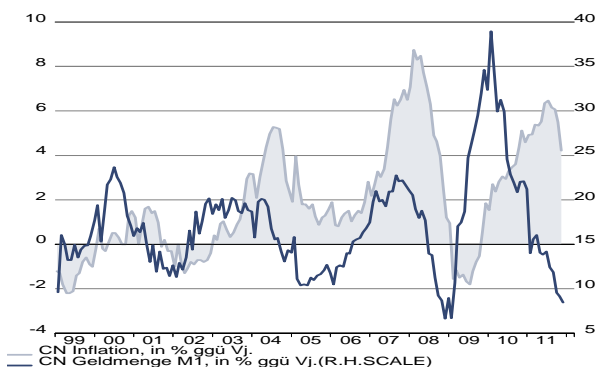
Quelle: Datastream, Sarasin

Schweiz am Rande der Deflation

Die Schweiz befindet sich im Auge des Eurosturms. Die Unsicherheit in Euroland überträgt sich direkt auf die Schweizer Exportnachfrage und die Aufwertung des als sicherer Hafen angesehenen Schweizerfrankens unterwandert die Konkurrenzfähigkeit der Exporte. Die erlaubwürdige Politik der Schweizerischen Nationalbank hat einen stärkeren Einbruch verhindern können. Allerdings übt der Franken einen konstanten, aber heftigen Abwärtsdruck auf die Preise aus. Während fallende Preise in einem ersten Schritt den Konsum entlasten und unterstützen, führen sie doch zu tieferen Gewinnmargen und Entlassungsdruck. Wenn dieser in einem zweiten Schritt nicht nur die Konsumlaune verdirbt, sondern auch noch zu fallenden Löhnen führt, ist ein deflationäres Szenario möglich. Wir denken, dass auch die Schweiz im Winterhalbjahr sich einer Rezession nicht erwehren kann. Doch wenn die Konjunktur ab dem 2Q12 wieder Tritt fasst, soll-

te die Deflation gebannt sein. Da wir jedoch von einem sich nur langsam abschwächenden Franken ausgehen, bleibt der Abwärtsdruck auf die Preise in der Schweiz im Jahr 2012 virulent und die Inflation wird negativ sein.

Chinas Bremsung bringt Inflationsrate in den Griff

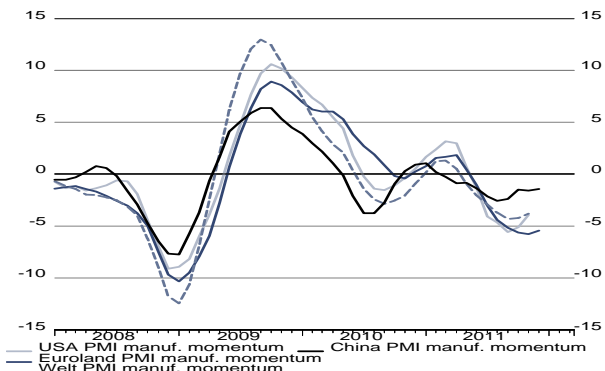


Quelle: Datastream, Sarasin

China setzt zur weichen Landung an

Während einige Überschussländer wie die Schweiz und Japan wegen der Aufwertung ihrer Währungen mit der Gefahr einer Deflation kämpfen, haben andere Überschussländer wie China, die ihre Währungen künstlich unterbewertet halten, Schwierigkeiten, die Inflation in den Griff zu bekommen. Nach den starken Reservesatzanhebungen in den letzten zwei Jahren hat die People's Bank of China (PBoC) jedoch das Wirtschaftswachstum zum Jahreswechsel 2011/12 auf einen nachhaltigen Pfad gesenkt und die Inflation in den Griff gebracht. Die Frage, die sich im Jahr 2012 stellt ist, ob das Wachstum nach unten überschossen wird und sogar eine harte Landung drohen könnte. Tatsächlich gibt es viele Einzelberichte über Geisterstädte, Geisterbahnhöfe und Schattenfonds, die diese Exzesse finanziert haben sollen. Wir sind weniger besorgt: Erstens kann es Übertreibungen in der Infrastruktur in China nur kurzfristig geben; langfristig wird diese durch das rasche Wachstum ausgelastet werden. Zweitens mögen Immobilienpreise in der Zwischenzeit zu stark gestiegen sein, doch haben sich die Haushalte im Gegensatz zu den USA nicht gross verschuldet. Drittens machen die Schattenbanken nur ca. 10% des Finanzsystems aus und treten immer dann auf, wenn die staatliche Kreditvergabe abflaut. Letztendlich hat China die Ressourcen und den Spielraum zu handeln. Wir gehen davon aus, dass sich das Wachstum Chinas im Jahr 2012 verlangsamen wird, was jedoch eine Rückkehr auf den Potenzialpfad und damit eine gesunde Entwicklung ist.

Stabilisierung des Momentums deutet Aufschwung an



Quelle: Datastream, Sarasin

Globale Stimmungsindikatoren vor der Erholung

Wenn die Eurokrise nicht wäre, würde der Konsens der Ökonomen sicherlich euphorischer in die Zukunft schauen. Tatsächlich haben sich die Anzeichen im vierten Quartal 2011 gemehrt, dass die Konjunktur in den USA nach einer Schwächephase im Sommer wieder Tritt gefasst hat. Zwar hatte der Anstieg der Ölpreise im Zuge des arabischen Frühlings und der Unterbruch wichtiger Lieferketten nach dem Erdbeben in Japan sowie der zunehmend negative Wachstumsbeitrag des Staates zu einer Wachstumsdelle während des Jahres 2011 geführt. Doch die Sonderfaktoren sind inzwischen verschwunden und es zeigt sich ein merklicher Aufwärtstrend in den Stimmungsindikatoren des Verarbeitenden Gewerbes. Tatsächlich scheint die Industrie in den USA zu einem neuen Lagerzyklus abzuheben, der mit der üblichen Verzögerung auch die Schwellenländer und Europa beflügeln sollte. Wir gehen davon aus, dass das Jahr 2012 einen Aufschwung mit sich bringen wird.

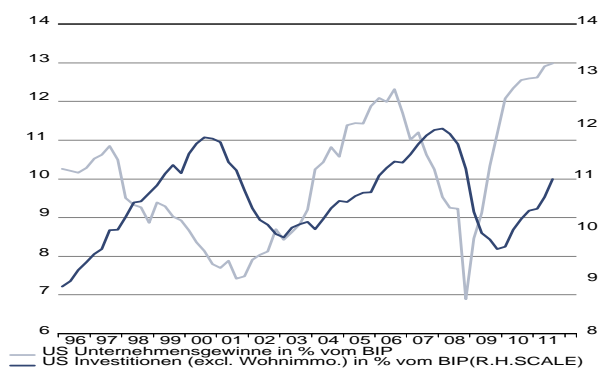
Robuster Konsum lässt Lagerzyklus anspringen

Woher wird das Wachstum für den neuen Zyklus kommen? Es ist zu einem Grossteil das Zusammenspiel aus einem relativ stabilen Konsum und einem Industriesektor, der in der Phase der Unsicherheit die Lagerbestände reduziert hat. Grundsätzlich hat der US-Konsum relativ geringes Abwärtspotenzial: die Immobilienpreise und der Bau befinden sich schon auf einem Rekordtief, die Sparquote ist relativ hoch, die Inflation hat eher wieder fallende Tendenz und die Zinsen sind tief wie nie. Gegenüber diesem robusten Konsum ist die Produktion - wie an konjunkturellen Tiefpunkten üblich - zu sehr gedrosselt worden und bereit für einen Aufschwung.

US-Fiskalpolitik muss expansiv bleiben

Ein grosses Risiko ist, dass die Dysfunktionalität der sehr ideologisierten US-Politik weitere Schockwellen aussenden wird. Schon im Sommer 2010 hat der Streit um die Anhebung der Schuldengrenze Bürger und Investoren extrem stark verunsichert. Immerhin haben sich Republikaner und Demokraten jedoch zum Jahreswechsel auf eine Verlängerung von Arbeitslosenunterstützung und Lohnsteuersenkungen geeinigt, so dass der Gegenwind der staatlichen Sparmassnahmen für das Jahr 2012 erheblich reduziert wurde. Wir denken, dass Politiker aller Parteien angesichts der im Jahr 2012 anstehenden Wahlen kein Risiko eingehen werden, als Arbeitsplatzvernichter wahrgenommen zu werden. Weitreichendere Ausgaben-senkungen und Steuererhöhungen sind daher erst im Jahr 2013 zu erwarten. Daher geht unser Szenario nur von einem kurzen Wachstumsspurts im Jahr 2012, der Ende des Jahres in eine neue Abschwächungsphase mündet, die wiederum bis Mitte 2013 anhalten wird.

USA: Investitionsquote folgt den Gewinnen



Quelle: Datastream, Sarasin

Investitionen als Wachstumstreiber

Aufgrund des beschränkten Konsumpotenzials und der anstehenden staatlichen Austerität wird der einzige mittelfristige Wachstumstreiber für die Binnennachfrage die Investitionen im Unternehmenssektor sein. Die Investitionsquote (am BIP) folgt mit einiger Verzögerung der Gewinnquote. Letztere ist in den letzten Jahren stark angestiegen, weil sich die Unternehmen in der Krise die Kosten radikal reduziert und den Fremdkapitalanteil gesund geschrumpft haben. Inzwischen hat der Unternehmenssektor rekordhohe Bargeldbestände aufgebaut, die für Investitionen bereit stehen.

Makroökonomische Prognosen

in %		2010	2011	2012	2013
Welt	BIP (ggü Vj.)	4.2	3.6	3.2	4.2
	USA				
	BIP (ggü Vj.)	3.0	1.7	2.4	1.6
	Arbeitslosenquote	9.6	9.1	9.1	9.0
	Inflation (CPI)	1.6	3.2	2.3	2.0
Euroland	BIP (ggü Vj.)	1.8	1.5	-0.1	2.1
	Arbeitslosenquote	10.1	10.1	10.3	10.4
	Inflation (CPI)	1.6	2.7	1.9	1.6
Japan	BIP (ggü Vj.)	4.5	-0.7	1.5	1.1
	Arbeitslosenquote	5.0	4.7	5.0	4.8
	Inflation (CPI)	-0.7	-0.3	-0.5	-0.3
Schweiz	BIP (ggü Vj.)	2.7	1.7	0.5	2.2
	Arbeitslosenquote	3.9	3.1	3.5	3.4
	Inflation (CPI)	0.7	0.2	-0.3	0.5
China	BIP (ggü Vj.)	10.4	9.2	8.8	9.5
	Inflation (CPI)	3.3	5.4	3.9	4.5

Quelle: Sarasin

Schwellenländer übernehmen den Staffelstab

Ob die Investitionen auch getätigt werden, hängt weniger vom Zinsniveau, sondern vielmehr davon ab, dass ein ausreichender Nachfrageimpuls den Optimismus im Unternehmenssektor schürt. Angesichts der demografischen Entwicklung und der Notwendigkeit zum Schuldenabbau werden die Industrieländer kaum zu einem solchen Impuls fähig sein. Die Hoffnung ruht diesbezüglich auf den Schwellenländern, die bei ihrer Aufholjagd in den nächsten Jahren ein strukturell höheres Wachstumsniveau aufweisen werden. Die Übernahme neuer Technologien aus den Industrieländern wird erhebliche Investitionen auslösen. Die stärkere Produktivitätsentwicklung wird über Lohnerhöhungen den Konsum stärken. Hinzu kommt eine in vielen Regionen der Schwellenländer stärkeres Bevölkerungswachstum. Das wichtigste Argument ist jedoch, dass die Schwellenländer nicht denselben Anstieg der Staats- und Privatverschuldung in der Kreditblase der letzten Jahrzehnte erlebt haben und entsprechend nicht unter deren Spätfolgen leiden. Vielmehr haben die Schwellenländer das Potenzial, die heimische Kreditkomponente zu erhöhen. Wir denken, dass das tiefe Zinsniveau weltweit sie dazu bringen wird, dieses Potenzial auszuschöpfen.

Dr. Jan Amrit Poser

Bedeckter Ausblick für Staatsanleihen im 2012

Die Geldpolitik in den Industrieländern wird auch im Jahr 2012 nochmals expansiver werden. Dazu dürften aber auch die Schwellenländer zu einer Lockerung der Geldpolitik bereit sein. Trotz der expansiven Geldpolitik sehen wir die Zinsen am langen Ende in den Industriestaaten steigen. Ein gradueller Wirtschaftsaufschwung in den USA und eine Beruhigung der Schuldenkrise in Europa werden die Anleger gegenüber Staatsanleihen skeptischer werden lassen. Profitieren können im Jahr 2012 die Anleihen der Schwellenländer, welche über solide Fundamentaldaten verfügen und von einer expansiveren Geldpolitik ihrer Zentralbanken unterstützt werden.

US Fed: Aufschwung ist willkommen, reicht aber nicht

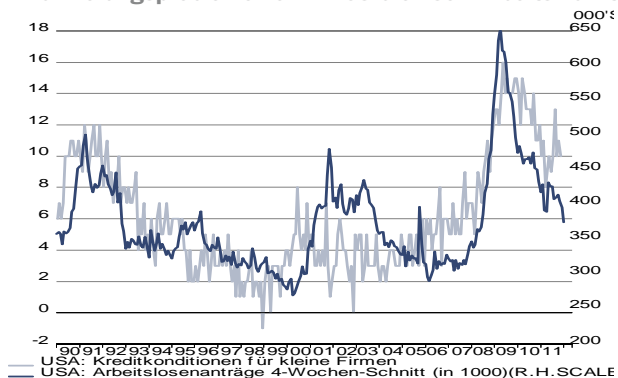
Im Herbst dominierten noch Rezessionssorgen die Sitzungen der US-Notenbank (Fed), inzwischen konstatiert das Fed aber einen Aufschwung in den USA, wenn auch nur einen graduellen. Trotzdem ist der Vorsitzende des Fed, Ben Bernanke, unzufrieden. Die Arbeitslosigkeit in den USA notiert mit fast 9 % noch weit über ihrem langjährigen Niveau. Aufgrund des nur zaghaften Aufschwungs und der unbefriedigenden Situation am Arbeitsmarkt ist im Jahr 2012 mit weiteren Massnahmen von Bernanke zu rechnen. Dass das Fed jedoch wieder massiv US-Staatsanleihen kaufen wird, ein drittes Quantitative Easing Programm (QE), ist aber wenig wahrscheinlich. QE ist eine starke Medizin mit jedoch starken Nebenwirkungen. QE1 half im Jahr 2009 die «Grosse Rezession» zu überwinden und QE2 gelang es, im Herbst 2010 Deflationsängste zu vertreiben. QE2 war aber auch dafür mitverantwortlich, dass die Rohstoffpreise stark gestiegen sind und im ersten Halbjahr 2011 den US-Konsum abgewürgt haben. Das Fed ist zwar mit dem Verlauf der US-Konjunktur unzufrieden, aber eine Rezession oder Deflation steht nicht vor der Tür. Eine Abwägung von Nutzen und Risiken von QE spricht gegen ein neues Programm.

Kreditkonditionen für KMUs können verbessert werden

Stattdessen erwarten wir vom Fed, dass es mit subtileren Instrumenten versucht, dem Arbeitsmarkt neue Impulse zu verleihen. Ein Grund für die hohe Arbeitslosigkeit liegt in der lahmen US-Binnenwirtschaft, die sich nie richtig von der grossen Rezession erholt hat. Das Rückgrat der Binnenwirtschaft bilden die kleinen und mittelgrossen Unternehmungen (KMU), welche auch den Grossteil der Arbeitsplätze bereitstellen. Die Kreditkonditionen für KMU haben sich seit der Rezession nur unwesentlich verbessert (in der nachfolgenden Grafik). Eine Massnahme des Fed, die Kreditbedingungen für KMU zu verbessern und damit den Auf-

bau von Arbeitsplätzen zu fördern, kann darin liegen, den Banken Geschäftskredite abzukaufen. Somit hätten Geschäftsbanken wieder vermehrt einen Anreiz, KMU einen Kredit zu geben. Eine andere Möglichkeit ist der Kauf von weiteren besicherten Hypothekendarlehen, nicht mit dem Ziel die Liquidität im Allgemeinen zu erhöhen, sondern um spezifisch den Immobiliensektor und den damit verbundenen Arbeitsmarkt zu stützen.

Finanzierungsprobleme von KMUs bremsen Arbeitsmarkt



Quelle: Datastream

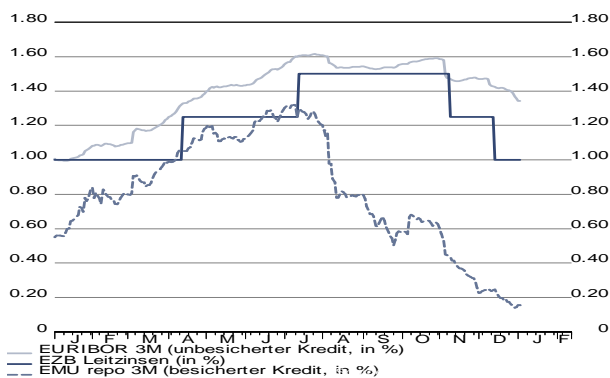
EZB: Es brennt an allen Ecken und Enden

Noch mehr Sorgen als Ben Bernanke plagen Mario Draghi, den neuen Präsidenten der Europäischen Zentralbank (EZB). Die EZB ist gleich von mehreren Seiten unter Druck geraten. Euroland steckt in einer Rezession, was die EZB dazu veranlasst hat, ihren im Sommer vorgenommenen Anstieg der Leitzinsen wieder zurückzunehmen (siehe nachfolgende Grafik). Angesichts der schwierigen wirtschaftlichen Lage dürfte es ein Ziel der EZB sein, die Zinsen für besicherte kurzfristige Kredite (Repos) bis auf 0 % zu drücken. Hierzu sollten zwei weitere Senkungen der Leitzinsen nötig sein. Die Massnahmen der EZB haben jedoch nur in einem Teilbereich des Geldmarktes gewirkt. Der

Obligationen

unbesicherte Teil des Geldmarktes funktioniert trotz der getroffenen Massnahmen noch immer nicht richtig. So beträgt die Differenz zwischen einem besicherten und einem unbesicherten Kredit mittlerweile über 100 Basispunkte. Das widerspiegelt den Unwillen der Kapitalmärkte, Banken ohne Sicherheit Geld zu leihen, weil deren Zahlungsfähigkeit angezweifelt wird. Solange das Misstrauen in Europas Banken anhält, dürften die Vorbehalte einen unbesicherten Kredit auszustellen weiterhin überwiegen. Einen Weg, um eine Kreditknappheit zu verhindern, ist den besicherten Teil des Marktes auf Kosten des unbesicherten auszudehnen. Mit einer Ausdehnung der möglichen Kreditsicherheiten für Banken hat die EZB im Dezember den ersten Schritt getan. Wir erwarten von der EZB mehr Massnahmen in diese Richtung. Eine zweite Massnahme ist eine deutliche Aufstockung der Käufe von Staatsanleihen. Die Preise von Peripherie-Staatsanleihen sind in den letzten Monaten stark unter Druck gekommen. Da Banken die grössten Halter von Staatsanleihen sind, hat auch das Vertrauen in die Banken gelitten. Der Kauf von Staatsanleihen würde die Preise stabilisieren. Das würde nicht nur das Vertrauen in die Banken stärken, sondern vor allem die Gefahr eines Schuldenausfalles eines grossen Eurolandes verhindern. Die EZB steht hier aber vor einem grossen Dilemma. Auf der einen Seite besteht die Gefahr, dass der Euroraum in die Schuldenfalle gerät, auf der anderen Seite besteht die Gefahr, dass die EZB sich mit massiven Anleihenkäufen zu einer Geissel der Politik macht. Die EZB wird letzten Endes nicht darum herumkommen, mehr Staatsanleihen zu kaufen. Wir erwarten aber, dass die EU zuvor ein nachhaltiges Konzept zur Sanierung und langfristiger Finanzierung der Peripherieländer beschliesst. Mit einem solchen soliden Fundament dürften dann auch die Vorbehalte der EZB gemildert werden.

Geldmarktspannungen trotz EZB-Interventionen



SNB: Ein Instrument für ein Problem

Die Ausgangslage für die Schweizerische Nationalbank (SNB) ist demgegenüber viel übersichtlicher. Die Schweiz verfügt über einen funktionierenden Geldmarkt und die Staatsanleihen geniessen höchstes Vertrauen. Das einzige (aber grosse) Problem ist der Ausblick für die Exporte. Ein starker Franken und eine Rezession im wichtigsten Exportmarkt Euroland stellen eine grosse Gefahr für das Schweizer Wachstum dar. Auf der Instrumentenseite der SNB hat sich das Arsenal im 2011 stark gelichtet. Die Leitzinsen notieren mittlerweile bei 0 % und im Spätsommer hat die SNB den Geldmarkt mit Liquidität geflutet. Das einzig verbliebene Instrument ist die Einführung einer Franken-Untergrenze. Der SNB ist es geglückt, einen EUR-CHF-Kurs von 1.20 zu installieren. Wir erwarten, dass die SNB diese EUR-CHF-Untergrenze im Jahr 2012 beibehalten wird. Die SNB wird aber gegen Ende des Jahres beginnen, die Liquidität vom Geldmarkt abzuschöpfen.

Schwellenländer: Die Lehrbuch-Zinssenkung

Während die Zentralbanken in den Industrieländern mit unorthodoxen Instrumenten auf ein schwieriges Umfeld reagieren müssen, wird sich die Geldpolitik in den Schwellenländern den klassischen Instrumenten bedienen. Viele Zentralbanken in den Schwellenländern haben seit 2010 ihre Geldpolitik restriktiver gestaltet und verfügen heute über den notwendigen Spielraum, eine erwartete Abschwächung der Konjunktur mit Zinssenkungen zu bekämpfen. China hat seit Beginn des Jahres 2010 bis Ende 2011 den Mindestreservensatz von unter 14 % auf fast 20 % erhöht. Die monetäre Lockerung dürfte ähnlich stark sein.

Zinsprognosen (%)

		30 Dez	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
USD	Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	3m LIBOR	0.58	0.40	0.30	0.30	0.30
	10y Bond	1.76	2.50	2.75	3.00	2.75
EUR	Repo	1.00	0.50	0.50	0.50	0.50
	3m LIBOR	1.36	1.00	0.80	1.00	1.00
	10y Bond	1.78	2.25	2.50	2.75	2.75
CHF	3m Target	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	3m LIBOR	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
	10y Bond	0.74	1.25	1.50	1.75	1.75

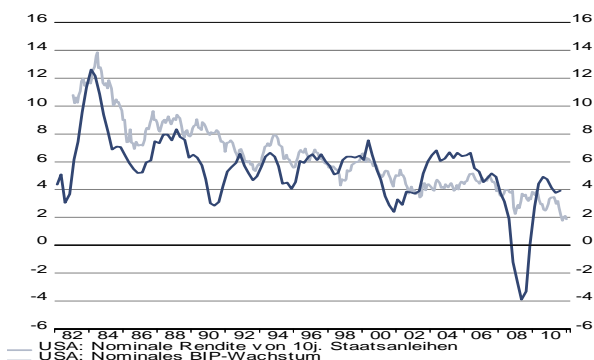
Quelle: Sarasin

Industriestaaten: Tiefer für länger...

Nicht nur die Leitzinsen, sondern auch die Renditen am langen Ende der Zinskurve notierten Ende 2011 auf ei-

nem rekordtiefen Stand. Vieles spricht dafür, dass das Renditenniveau für eine längere Zeit auf dem jetzigen tiefen Stand verharren wird. Nach dreissig Jahren des gesamtwirtschaftlichen Schuldenaufbaus (Leveraging) hat seit der Finanzkrise 2008 der Schuldenabbau (Deleveraging) begonnen, welcher das Wirtschaftswachstum auf Jahre hinaus bremsen wird. Mittelfristig entspricht der Nominalzins dem Nominalwachstum einer Wirtschaft. Das Deleveraging wird zu einer spürbaren Verlangsamung des realen Wachstums führen. Ein geringeres Realwachstum wird ausserdem die Inflationsentwicklung dämpfen. Das Nominalwachstum (Realwachstum und Inflation) dürfte deshalb in den nächsten Jahren spürbar geringer ausfallen als bisher. Entsprechend gilt das auch für die Nominalzinsen.

US-Nominalzinsen folgen dem Nominalwachstum



Quelle: Datastream

...aber zyklische Bewegungen im 2012 entscheidend

Das Deleveraging in den Industriestaaten führt aber nicht nur zu tieferem Trendwachstum, sondern auch zu stärkeren Schwankungen im Wirtschaftswachstum. Die stabilisierende Wirkung der Fiskalpolitik wird in den nächsten Jahren eine untergeordnete Rolle spielen. Stärkere Wirtschaftszyklen sind mit schnelleren und abrupteren Wechsels in der Erwartungshaltung der Anleger verbunden. Heute stützt die extrem expansive Geldpolitik der Zentralbanken die Anleihenurse. In einem freundlicheren Umfeld kann die Nullzinspolitik von den Anlegern als inflationsstrebend bewertet werden und zu deutlichen Verlusten bei den Anleihen führen. Eine solche Trendumkehr in der Erwartungshaltung wird uns das Jahr 2012 bringen. Auf der makroökonomischen Seite erwarten wir einen graduellen Aufschwung in den USA, in der zweiten Jahreshälfte auch in Europa. Die Schuldenkrise dürfte die Panikphase hinter sich lassen. In einem Umfeld mit steigenden Preisen bei Risikoanlagen werden Staatsanleihen als sehr

unattraktiv wahrgenommen. Die ultra-expansive Zinspolitik der Zentralbanken dürfte dann auch eher wieder aus dem Inflationsblickwinkel betrachtet werden. Das dürfte zu einem deutlichen Anstieg der Renditen im Verlauf des Jahres 2012 führen.

Regionale Divergenzen bleiben hoch

Angesichts der unterschiedlichen Wachstumsaussichten - gradueller Aufschwung in den USA und eine Rezession in Europa zu Beginn des Jahres - stellt sich die Frage, ob nur die US-Zinsen ansteigen werden, während die europäischen Renditen auf dem jetzigen Niveau verharren. Hilfreich ist ein Blick zurück auf die Jahre 1992 und 1993. Damals hat sich nur der Konjunkturverlauf entkoppelt, nicht aber der Zinsverlauf. Europa schlitterte Ende 1992 in eine Rezession, während das Wachstum in den USA weiterhin robust blieb. Die europäischen Renditen folgten jedoch den US-Renditen. Gleiches erwarten wir auch für das nächste Jahr. Die europäischen Anleihen dürften dem Aufwärtstrend in den US-Renditen folgen. Aufgrund der Erwartung einer relativ expansiveren Geldpolitik sollte aber der Zinsanstieg in Europa demjenigen in den USA hinterherhinken. Innerhalb Europas sehen wir die Schweizer Zinsen ein wenig schneller steigen als die deutschen Renditen, da sich der Schweizer Franken im Verlauf des Jahres gegenüber dem Euro abschwächt. Auch in UK dürfte der Zinsanstieg stärker ausfallen aufgrund der relativ hohen Inflation im Land. Innerhalb von Euroland wird eine Beruhigung der Schuldenkrise und eine Intensivierung der Anleihen-Ankäufe in erster Linie den Staatsanleihen der Peripherieländer nützen, aber auch Kernländer wie Belgien und Frankreich können davon markant profitieren. Eine Konvergenz der Zinsen in Euroland wird es aber nicht mehr geben. Einzig Finnland, die Niederlande und möglicherweise Österreich werden in der Zukunft mit Renditen nahe den deutschen Zinsen rechnen dürfen. Die restlichen Euro-Mitglieder müssen künftig substantielle Aufschläge in Kauf nehmen.

Schwellenländer-Anleihen verfügen über Potenzial

Staatsanleihen in den Industrieländern sehen einem schwierigen Jahr 2012 entgegen. Das gilt nicht für die Schwellenländer. Eine Lockerung der Geldpolitik dürfte die Anleihen in den Schwellenländern stützen. Ausserdem verfügen diese über hohes Bevölkerungs- und Wirtschaftswachstum und eine tiefe Verschuldung.

Dr. Alessandro Bee

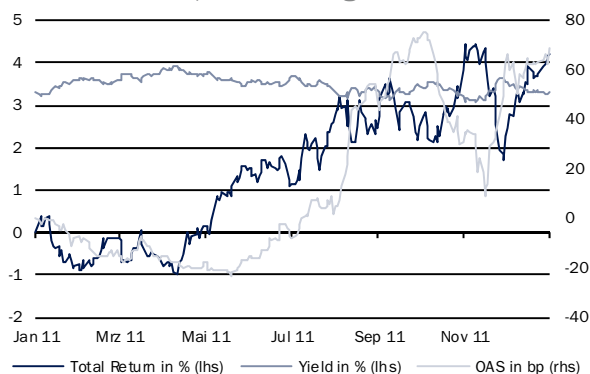
Durch Bescheidenheit glänzen - einmal mehr

Trotz strukturellen Herausforderungen im Markt für Unternehmensanleihen zahlt sich das Festhalten an fundamentaler Stärke auch im kommenden Jahr aus. Selbst bei tiefem Wirtschaftswachstum ist die Anlageklasse gefragt, was wiederum zu einem soliden Ertrag von Unternehmensanleihen führt. Diese weisen eine attraktive Bewertung weit über dem langfristigen Durchschnitt auf. Zusätzlich machen negative Netto-Neuemissionen von Banken und eine geringe Neuverschuldung von Industrieschuldnern Obligationen mit hoher Rendite zu einem knappen Gut. Nach einer Rekapitalisierungsrunde dürfte auch der Finanzsektor im Jahresverlauf wieder an Attraktivität gewinnen.

Herausforderungen beträchtlich, aber strukturell

Für Investoren von Unternehmensanleihen entwickelte sich die Situation im vergangenen Jahr in eine komplett unerwünschte Richtung: Der Markt wurde viel volatil und zudem auch noch illiquid dazu. Beides wird sich so schnell nicht ändern. Die entwickelten Länder befinden sich inmitten eines Entschuldungsprozesses, welcher auch den Schwellenländern den Fremdkapitalzugang erschweren könnte. Die Ausweitung von Risikoprämien bei Unternehmensobligationen führte zu einer signifikanten Neubewertung, jedoch mehr aufgrund von strukturellen als von fundamentalen Gründen. Diese treibenden Kräfte dürften als Herausforderungen bestehen bleiben.

€ IG Non-Financials, Gesamtertrag vs. Rendite im 2011



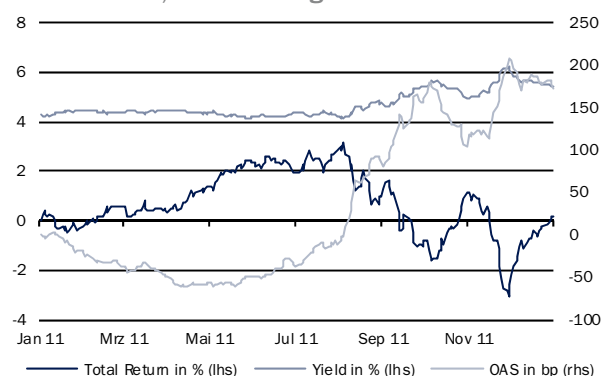
Quelle: Bank of America Merrill Lynch, Sarasin

Festhalten an fundamentaler Stärke macht sich bezahlt

Der Ertrag aus höherer laufender Verzinsung von Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen ist nicht zu unterschätzen. Über das Jahr stieg der Risikoaufschlag zu Bundesobligationen (OAS, Option Adjusted Spread) im Nicht-Finanzsektor um etwa 70 BP an (Grafik 1). Da das Zinsumfeld gesamthaft abfiel, verblieb die durchschnittliche Rendite beinahe unverändert und der Sektor konnte einen Ge-

samtertrag von mehr als 4% generieren. Im Finanzsektor sieht das Ganze mit einem Spreadanstieg von knapp 180 BP etwas anders aus. Der Gesamtertrag sank nach einem guten ersten Halbjahr unter die Nulllinie, erholte sich jedoch und generierte einen Gewinn von 0.15%. Was bedeutet dies für das Investorenverhalten im kommenden Jahr? Diese Betrachtung unterstreicht die Erkenntnis, dass der Investor mit einem diversifizierten Kreditportfolio im Vergleich zu anderen Anlageklassen einen vernünftigen Ertrag erwirtschaften konnte. Zum wiederholten Male wird deutlich, dass der Aufschlag der Industrie- und Finanzschuldner ein gutes Polster gegen Abwärtsrisiken bietet. Gewisse Volatilität muss man dabei in Kauf nehmen, doch der Fokus auf die fundamentale Stärke von Unternehmen und Finanzinstituten macht sich bezahlt.

€ IG Financials, Gesamtertrag vs. Rendite im 2011



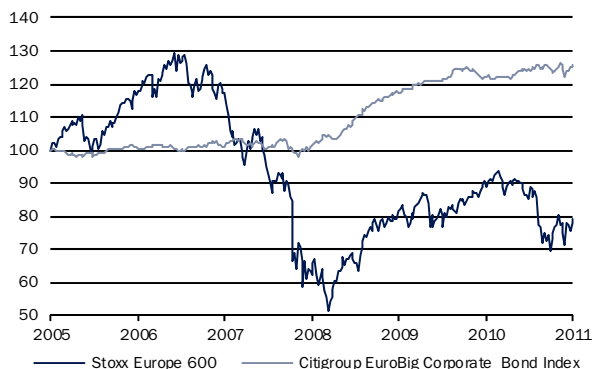
Quelle: Bank of America Merrill Lynch, Sarasin

Die Jagd nach Rendite könnte wieder eröffnet werden

Für den Umgang mit Kreditrisiken macht eine bedachte und langfristig orientierte Herangehensweise durchaus Sinn. Ein längerer Blick zurück verdeutlicht das Argument. Ein Europäischer Aktienindex notiert nach einer mittleren Anlagefrist mit einem Minus von ca. 21%, ein breiter In-

dex von Unternehmensanleihen dagegen mit einem Plus von ca. 26% (Grafik 3). Ein für Risikoanlagen nach wie vor binärer oder gar mit Zweifeln behafteter positiver Ausblick trägt zu Verschiebungen auf der Ebene von Anlageklassen bei. Für viele Investoren sind in einem Umfeld tiefen Wachstums Aktien oft uninteressant und sie platzieren die Anlagen in Unternehmensanleihen um. Zusätzlich unterstützt das Einlagenwachstum bei den Banken in einem Tiefzinsumfeld die Nachfrage nach Obligationen. Die Leitzinsen dürften im Verlaufe des Jahres 2012 unverändert bleiben (bzw. im Euroland weiter sinken), aber auch die langfristigen Zinsen auf tiefem Niveau verharren. Wie im Jahre 2009 und 2010 könnten wir wieder eine Situation haben, in welcher sehr viel Geld nach wenig verfügbaren festverzinslichen Anlagemöglichkeiten sucht. Ein stabiles Umfeld mit niedrigem Wachstum ist für den Investor von Unternehmensobligationen dabei ideal.

Unternehmensanleihen vs. Aktien (letzte sechs Jahre)



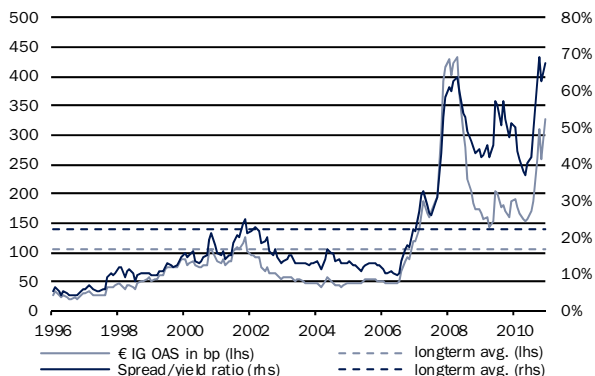
Quelle: Citigroup, Bloomberg, Sarasin

Trend zum langfristigen Durchschnitt der Risikoprämien

Die Risikoprämie des breiten Europäischen Marktes für Unternehmensanleihen ist noch unter den in 2008/09 erreichten Höchstständen, das Verhältnis der Risikoprämie zur gesamten Rendite jedoch bereits darüber. Etwa 70% der aktuellen Rendite im Kreditmarkt wird durch die Risikoprämie erklärt. Der langfristige Durchschnitt dieses Verhältnisses ist dabei ca. 22%. Inmitten aller Herausforderungen vergisst man leicht, dass der Heilungsprozess mit Entschuldung beginnen muss. Trotz der Makro-Situation war die Reaktion auf der Unternehmensseite bisher ermutigend. Ein Abschwung während «normalen» Zyklen führt in der Regel zu einer Verschlechterung der Bilanzqualität von Unternehmen. Im aktuellen Zyklus sahen wir jedoch eher das Gegenteil. Auch im Finanzsektor, welcher üblicherweise 50% zur Bewegung beiträgt, setzt sich

der Trend zur besseren Eigenkapitalunterlegung fort. Ausser den systemischen Risiken, welche alle Risikoanlagen in unerwarteten Massen treffen könnten, gibt es beinahe keine Gründe für solch überhöhte Kreditspreads.

Risikoprämie in % der Rendite über 2009 Höchststand



Quelle: Bank of America Merrill Lynch, Sarasin

Weniger Neuemissionen stützen den Markt zusätzlich

Robuste Unternehmensbilanzen und ein genereller Trend zu weniger Verschuldung sind für den Investor durchaus attraktiv. Dabei können die Industriefirmen mit ihrer eigenen Ertragskraft die Bilanzen weiter stärken und somit zu besseren Kreditmetriken beitragen. Dies dürfte zu weiterhin niedrigen Netto-Neuemissionen von Unternehmen beitragen und daher auch aus technischer Sicht tiefere Risikoprämien begünstigen.

Finanzsektor bringt mehr Gewissheit im Jahresverlauf

Durch den nun beschleunigten Rekapitalisierungsprozess aufgrund der EU-Schuldenkrise bis Mitte 2012 werden Banken gezwungenermassen ihre Bilanzen verkürzen und teilweise auch neues Eigenkapital emittieren müssen. Dieses «Deleveraging» wird sich auch in gewisser Weise auf ihre Kreditvergabe und Ertragskraft auswirken, jedoch eher in kapitallastigen Segmenten (Handelsfinanzierung) und strategischen Randregionen. Durch diese Entschuldung erwarten wir im Finanzsektor sogar eine negative Netto-Neuemissionstätigkeit. Zusätzlich trägt die regulatorische Verschärfung zu mehr Disziplin und besseren Kreditmetriken im Sektor bei. Nicht zuletzt werden sinkende Risikoprämien in den Industriesektoren auch Finanzschuldner begünstigen. Die Obligationen von Finanzinstituten bieten daher bei mehr Gewissheit über das Makrobild wieder interessante Einstiegsmöglichkeiten.

Stevan Bajic

Hässlichkeitswettbewerb unter den Währungen

Schwächere Fundamentaldaten in Euroland erfordern zu Beginn des Jahres 2012 dezidierte Massnahmen der EZB, die den Euro gegenüber dem Dollar schwächen werden. Die SNB wird die Untergrenze zwar verteidigen, aber nicht anheben. Weil sich gemäss unserem Szenario das Konjunkturumfeld allmählich aufhellen wird, ist eine schrittweise Rückkehr des Frankens zu seinem fairen Wert auch ohne Zutun der SNB wahrscheinlich. Wenn Euroland ab 2Q12 aus der Rezession findet, geraten die strukturellen Probleme der USA wieder in den Vordergrund. Die Nachfrage nach dem defensiven Yen dürfte sich abschwächen, während zyklische Währungen Rückenwind erhalten sollten.

Euro mit Abwärtsrisiken behaftet...

Seitdem die Eurokrise auf Italien übergeschwappt ist und die Ratingagenturen gar mit Herabstufungen der Kreditwürdigkeit europäischer Länder drohen, hat die Schuldenkrise eine neue Eskalationsstufe erreicht. Selbst die Glaubwürdigkeit der deutschen Staatsfinanzen ist somit in Gefahr. Angesichts dieser Entwicklungen mag die relative Stärke der europäischen Gemeinschaftswährung erstaunen. Gemäss unseren Berechnungen ist der handelsgewichtete Euro noch leicht überbewertet. Bislang hat die Schuldenkrise hauptsächlich zu einer Umschichtung von Anlagen aus der europäischen Peripherie zu den Kernländern geführt und blieb damit währungsneutral. Mit einer Herabstufung der Kreditqualität der europäischen Kernländer würden entsprechende Kapitalabflüsse aus dem europäischen Währungsraum den Euro massiv schwächen.

...doch die Politik wird den Kollaps verhindern

Die europäischen Politiker werden dieses Risikoszenario jedoch zu verhindern wissen: die Eskalation der Schuldenkrise erfordert einen gemeinsamen Kraftakt. Seit in Italien und Griechenland technokratische Regierungen das Ruder übernommen haben, sind einschneidende Konsolidierungsmassnahmen besser durchsetzbar und das politische Risiko hat deutlich nachgelassen. Die Finanzmärkte werden ihr Hauptaugenmerk im Jahr 2012 den Fundamentaldaten zuwenden. Allerdings verbessert sich damit die Aussichts-lage für den Euro Anfangs 2012 nicht. Während sich in den USA und den Schwellenländern zum Jahreswechsel 2011/12 eine Stabilisierung der Konjunkturindikatoren abzeichnet, scheint sich Europa einer Rezession nicht entziehen zu können. Ein schwaches Wirtschaftswachstum erschwert die Sparanstrengungen und heizt die Eurokrise zusätzlich an. Um den Teufelskreis zwischen fiskalischer Austerität und negati-

ver Wachstumsdynamik zu durchbrechen, ist in Euroland der Bedarf von zusätzlichen geldpolitischen Impulsen notwendiger als in den USA. Die geldpolitischen Massnahmen der EZB dürften den Euro gegenüber dem Dollar schwächen, weil die reale Zinsdifferenz zwischen den beiden Regionen der Haupttreiber dieses Wechselkurs-paares ist.

Relative Geldpolitik wird den EUR-USD vorerst belasten



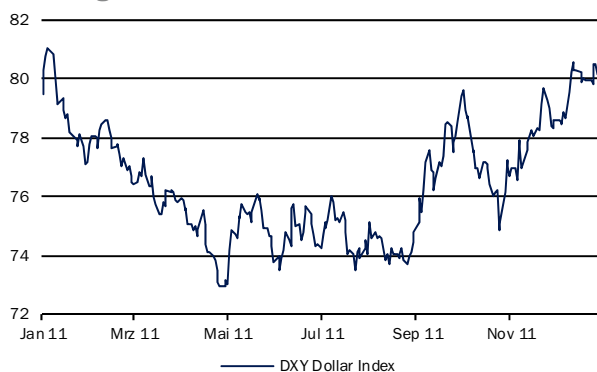
Quelle: Datastream, Sarasin

Dollar: kein klarer Aufwärtstrend im Jahr 2012

Anfang des Jahres 2012 sollte der Dollar von den Spannungen an den Geldmärkten profitieren, die durch die europäische Schuldenkrise ausgelöst werden. Insbesondere die Banken aus finanzschwachen Euro-Ländern haben Probleme, sich am US-Geldmarkt mit Dollar-Liquidität einzudecken, welche sie für die Refinanzierung dringend benötigen. Daher kaufen sie Dollar am Spotmarkt, was dem Greenback entsprechenden Aufwind verleiht. Sobald Euroland jedoch ab dem zweiten Quartal 2012 den Weg aus der Rezession findet und sich die Eurokrise etwas entspannt, dürfte das strukturelle Problem der USA, der Schuldenabbau der privaten Haushalte (Deleveraging), wieder in den Vordergrund treten. Um den Schuldenabbau

zu bewerkstelligen, werden die US-Zinsen jahrelang auf niedrigem Niveau verharren müssen. Zudem besteht das Risiko, dass sich die US-Politiker nicht zu fiskalpolitisch sinnvollen Kompromissen durchringen können. Laufen diese fiskalpolitischen Massnahmen aus, wird das zu einer Gefahr für die US-Konjunktur. Der gescheiterte Versuch des «Superkomitee», ein Sonderausschuss des US-Kongresses für Fragen des Defizitabbaus, im November eine überparteiliche Lösung für den Defizitabbau auszuarbeiten, gibt einen Vorgeschmack auf diese Risiken. Nach einem stärkeren ersten Halbjahr 2012 dürfte der Greenback seine Währungsgewinne bis Ende Jahr wieder abgeben. Die Entwicklung des Euro-Dollar-Wechselkurses dürfte im Jahr 2012 weniger als Schönheits- sondern vielmehr als Hässlichkeitswettbewerb bezeichnet werden.

Handelsgewichteter Dollar trotz Eurokrise nicht höher als zu Beginn des 2011



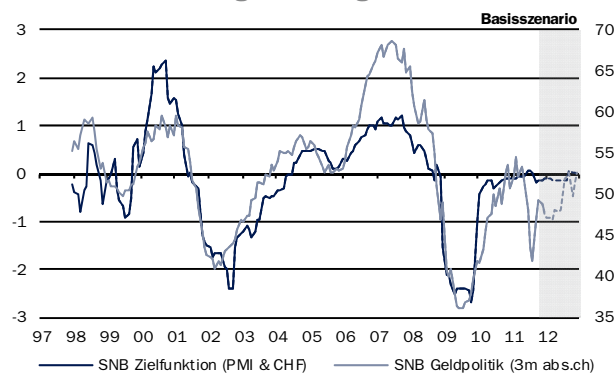
Quelle: Datastream, Sarasin

CHF-Gretchenfrage: erhöht die SNB die Untergrenze?

«Wenn zwei sich streiten, freut sich der Dritte». Diesem bekannten Sprichwort ist der Franken im 2011 gefolgt. Die helvetische Valuta verharrt trotz Euro-Untergrenze noch immer über ihrem fairen Wert. Gemäss unseren Berechnungen der Kaufkraftparitäten (PPP) liegt der faire Wert des Frankens gegenüber Euro und Dollar bei 1.35 bzw. 1.03. Die Gretchenfrage bleibt, ob die SNB die Euro-Untergrenze weiter anheben muss. Schliesslich stellt der starke Franken in Kombination mit der sich abzeichnenden Rezession in Euroland Anfang des Jahres ein massives Risiko einer deflationären Abwärtsspirale dar. Da der SNB das Zinsinstrument nicht länger zur Verfügung steht, wird sie die währungspolitische Option einer höheren Untergrenze offen halten: schliesslich gelang ihr die Implementierung der Untergrenze mit grosser Leichtigkeit. Die Statistiken der SNB-Bilanz zeigen, dass lediglich Devi-

senkäufe im tiefen einstelligen Milliardenbereich nötig waren, um die präzedenzlose Abwertung des Frankens zu bewerkstelligen. Spekulanten haben die Untergrenze der SNB nicht getestet. Sie wissen, dass ihre Mittel begrenzt sind, während die SNB theoretisch beliebige Franken-Liquidität schaffen kann. Solange die wirtschaftlichen Abwärtsrisiken die Schweiz am Rande der Deflation halten, ist der Wille und schlussendlich die Glaubwürdigkeit der SNB bezüglich ihrer Untergrenze gegeben.

SNB: je düsterer der Konjunkturausblick, desto dringender wird die Anhebung der Untergrenze



Quelle: Sarasin

SNB wägt Risiken einer höheren Untergrenze mit der Deflationsgefahr ab

Unsere Berechnungen der Reaktionsfunktion der SNB zeigen, dass die Nationalbank im gegenwärtigen Konjunkturmilieu eine expansivere Geldpolitik führen würde, hätte sie das Zinsinstrument weiterhin zur Hand. Mit einer höheren Untergrenze liesse sich die gewünschte monetäre Lockerung bewerkstelligen. Dieser Eingriff in die Devisenmärkte birgt jedoch Risiken. Je näher sich die Untergrenze bei seinem fairen Wechselkurs befindet, desto grösser ist die Wahrscheinlichkeit, dass die SNB ihre Devisenreserven tatsächlich unlimitiert erhöhen müsste. Schliesslich sind verunsicherte Anleger bereit, aufgrund der Eurokrise eine Risikoprämie auf den Franken zu bezahlen. Würde die Untergrenze bei ihrem fairen Wert angesetzt, entfielen zudem die Aussichten auf mittelfristige Bewertungsgewinne. Der spätere Ausstieg aus diesen Deviseninterventionen stellt eine zusätzliche Hürde dar. Die Nationalbank wird die Notwendigkeit und die entsprechenden Risiken einer höheren Untergrenze genauestens abwägen. Angesichts dieser Risiken dürfte die SNB nur zu diesem Instrument greifen, wenn die Schweiz in eine tiefe Rezession fallen würde, wovon wir aber nicht ausge-

Währungen

hen. Im Rahmen unseres Konjunktur-Szenarios, welchem eine milde Rezession unterliegt, dürfte die SNB auf diesen Schritt verzichten.

Schrittweise Normalisierung auch ohne Zutun der SNB

Findet Euroland ab dem 2Q12 aus der Rezession, dürfte sich der Franken auch ohne Zutun der SNB schrittweise seinem fairen Wert annähern. Grund sind die besseren globalen Wachstumsaussichten, welche die Franken-Nachfrage dämpfen sollten.

Wechselkursprognosen

	31/12	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
EUR-USD	1.30	1.28	1.30	1.33	1.35
EUR-CHF	1.22	1.25	1.28	1.30	1.28
USD-CHF	0.94	0.98	0.98	0.98	0.95
EUR-GBP	0.83	0.88	0.86	0.84	0.82
GBP-CHF	1.46	1.42	1.49	1.55	1.56
GBP-USD	1.55	1.45	1.51	1.58	1.65
EUR-SEK	8.92	9.30	9.00	8.80	8.60
SEK-CHF	13.6	13.4	14.2	14.8	14.9
AUD-USD	1.02	1.02	1.05	1.08	1.05
USD-JPY	76.9	77.0	80.0	82.0	80.0
USD-CNY	6.29	6.28	6.22	6.16	6.10

Quelle: Sarasin

Yen: Konjunkturerholung spielt der BoJ in die Hände

Im Vergleich zu den Deviseninterventionen der SNB war der Währungseffekt der Bank of Japan (BoJ)-Intervention Ende Oktober trotz massiven Dollarkäufen weniger nachhaltig. Kurz nach dem Deviseneingriff von schätzungsweise 40 Milliarden US-Dollar schoss der USD-JPY-Wechselkurs von rund 75 auf ein Kursniveau von über 79. Seither fiel der USD-JPY-Wechselkurs zeitweise wieder unter 77 zurück. Im Gegensatz zur SNB verzichtete die BoJ auf die Verkündung eines klaren Kursziels, welches sie verteidigen will. Die Devisenpolitik der BoJ unterliegt jedoch noch weiteren Restriktionen als die SNB, welche die Wirkung ihrer Interventionen erschweren. Japan ist im Gegensatz zur Schweiz eine grosse Volkswirtschaft und ist damit vermehrt dem Risiko ausgesetzt, dass ihre Währungsinterventionen als Eröffnung eines Währungskrieges ausgelegt werden. Die Bewertung der japanischen Valuta ist ein zusätzliches Hemmnis: Obwohl der Yen in den vergangenen fünf Jahren gegenüber dem Dollar mehr als 35 Prozent aufgewertet hat, weicht die japanische Valuta weniger stark von ihrem fairen Wert ab als der Franken. Grund dafür ist die jahrelange Deflation

in Japan, welche die Kaufkraft des Yen entsprechend ansteigen liess. Die Glaubwürdigkeit der japanischen Deviseninterventionen wird zusätzlich dadurch belastet, dass die maximal einsetzbare währungspolitische Munition in Japan statutarisch festgelegt ist. Im Gegensatz dazu hat die SNB theoretisch unbegrenzte Schlagkraft. Für die BoJ wird es schwierig, sich gegen eine langfristige Aufwertung ihrer Währung zu stemmen. Dementsprechend gelegen kommt die von uns erwartete Aufhellung der globalen Konjunktur im Jahr 2012. Der Yen ist eine defensive Währung und der Aufwertungsdruck auf den Yen sollte etwas nachlassen.

SEK & GBP erhalten ab 2Q12 konjunkturellen Auftrieb



Quelle: Sarasin

Zyklische Währungen erhalten Rückenwind

Die Entwicklung der globalen Wirtschaft bleibt auch der Haupttreiber für die zyklischen Währungen Aussie-Dollar, schwedische Krone und britisches Pfund. Während der australische Dollar bereits zu Jahresbeginn vom konjunkturellen Rückenwind aus China profitieren sollte, könnten die europäischen Währungen Pfund und schwedische Krone im ersten Quartal noch leichte Rückschläge erleiden. Findet Europa jedoch ab dem zweiten Quartal den Weg aus der Rezession, dürften auch die britische und schwedische Valuta zu einer Rallye ansetzen.

Ursina Kubli

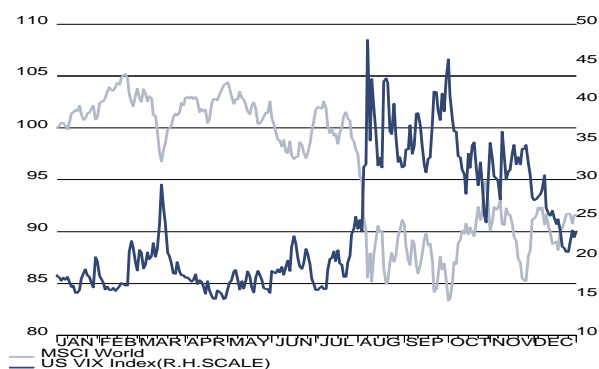
Aktienstrategie: Fokus auf den Zyklus

Über die nächsten fünf bis zehn Jahre dürften Aktien aufgrund des mageren Wachstums in den Industrieländern keine berauschenden Renditen abwerfen. Umso wichtiger ist es, die überdurchschnittlichen Renditephasen, welche primär durch eine positive Veränderung der Wachstumserwartungen bestimmt werden, zu erkennen und die Marktkorrekturen zu meiden. Der positive Wachstumsschwung, die attraktive Bewertung sowie die vorsichtige Positionierung der Anleger sprechen für eine überdurchschnittliche Performance im ersten Halbjahr 2012. Die zweite Jahreshälfte dürfte dann wieder schwieriger werden, da der Wachstumsschwung abnehmen wird.

Politische Risiken führen zu hoher Volatilität

Die Entwicklung an den globalen Aktienmärkten kann für das Jahr 2011 in drei Phasen beschrieben werden (siehe Grafik unten). Die erste Phase von Januar bis Mitte Juli, in welcher die Wertentwicklung um den Nullpunkt schwankte. Die zweite Phase von Ende Juli bis Ende August, in welcher die Eskalation der Euroschuldenkrise sowie die Herabstufung der Kreditratings der USA zu einem grossen Absturz der Märkte führten. In der dritten Phase von September bis Ende Jahr kam es schliesslich zu mehreren Erholungsversuchen, doch die Risikoaversion der Anleger blieb auf historisch hohem Niveau und verhinderte eine markante Rallye.

Im August wurde die Jahresperformance vernichtet



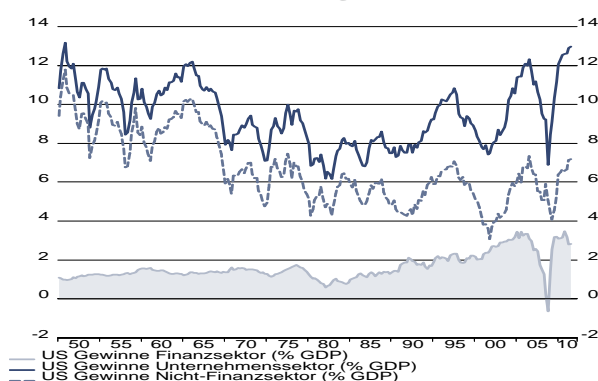
Gleichzeitig schienen sich die Finanzmarktakteure und Prognostiker gegen Jahresende damit abzufinden, dass die Verschuldungsproblematik sowohl in Europa wie auch in den USA nicht über Nacht gelöst werden kann.

Magere Jahre vor uns – auch für die Aktienmärkte?

Anstelle einer schnellen Lösung der Schuldenkrise müssen die Anleger damit rechnen, dass das Wachstum in

den Industrieländern aufgrund der Sparanstrengungen von Staaten aber auch von Konsumenten über mehrere Jahre gedämpft sein wird. Für die Unternehmen sieht die Situation wesentlich besser aus. Sie haben gesunde Bilanzen und weisen hohe Gewinne aus. Viele Unternehmen haben die Finanzkrise dazu genutzt, um sich gesund zu schrumpfen und noch effizienter zu arbeiten. Da die Endnachfrage aber in manchen Branchen trotz einer Erholung im 2010/11 schwach geblieben ist, werden die Firmen auch in Zukunft weiter ihre Kosten senken müssen. Die Kostensenkungsmassnahmen haben in den letzten Quartalen zu einem starken Anstieg der Gewinnmargen geführt. So ist der Anteil der Unternehmensgewinne am Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den USA auf das höchste Niveau seit den 50er Jahren gestiegen.

USA: Anteil der Unternehmensgewinne am BIP



Obwohl wir aufgrund des geringen Kostendrucks des Faktors Arbeit nicht von einem Einbruch der Gewinnmargen ausgehen, dürfte es für die Unternehmen schwierig werden, die Margen noch weiter zu steigern. Dies bedeutet, dass das Gewinnwachstum in den nächsten Jahren kaum höher als das nominelle BIP ausfallen wird. Im Gegenteil:

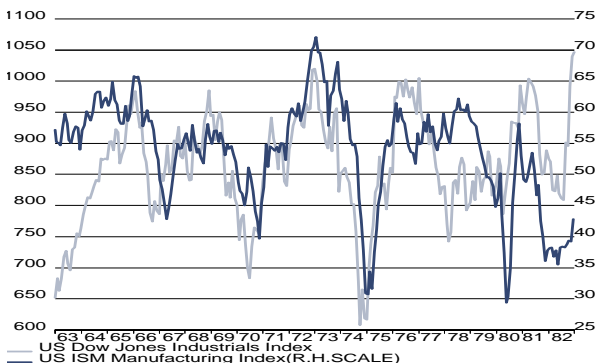
Aktien

sollten die Gewinnmargen in den nächsten Jahren wie z.B. in der Zeit von 1965-82 deutlich fallen, dürften die Gewinne sogar zurückgehen. Die heutige tiefe Bewertung der Aktienmärkte – mehr dazu später – reflektiert diese niedrigen Gewinnwachstumserwartungen zumindest teilweise. Wir müssen trotzdem davon ausgehen, dass die Aktienrenditen in den nächsten Jahren nicht überdurchschnittlich hoch ausfallen werden. Mit anderen Worten werden die Aktienmärkte noch für längere Zeit in einem strukturellen Bärenmarkt bleiben.

Wendepunkte sind in einem Bärenmarkt entscheidend

Ein mittelfristiger Seitwärtstrend an den Aktienmärkten bedeutet nicht, dass es keine Schwankungen mehr gibt. Die letzten zwei Jahre haben eindrücklich gezeigt, dass die Finanzmärkte sehr empfindlich auf Veränderungen der globalen Wachstumsschwünge reagieren. Ein Blick in die frühere Vergangenheit zeigt, dass es auch in einem strukturellen Bärenmarkt (Jahre 1965-82) sehr starke Rallyes aber auch grosse Korrekturen im US-Aktienmarkt gab.

USA: Geschäftsklima und Aktienmarkt (1963-82)

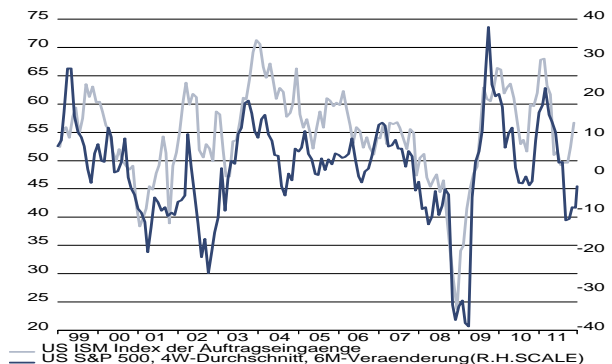


Tendenziell lässt sich auch beobachten, dass in dieser Zeit die zyklischen Schwünge stark und kurz waren. So fiel das US-Geschäftsklima (ISM Manufacturing Index) innerhalb von 15 Jahren fünf Mal unter das Niveau von 45, welches mit einem Nullwachstum der Wirtschaft gleichgesetzt werden kann. In vier von fünf Fällen kam es an den Aktienmärkten zu einer signifikanten Korrektur mit einem Minus zwischen 20-40%. Da wir für die nächste Phase des Verschuldungsabbaus ein ähnliches Konjunkturmuster für sehr wahrscheinlich halten, wird es in den kommenden Jahren umso wichtiger sein, die Wirtschaftsumschwünge rechtzeitig zu erkennen.

Zyklisches Momentum hat im 4Q11 gedreht

Es gibt eine Vielzahl von möglichen Indikatoren um den Konjunkturverlauf zu bestimmen. Zwei der verlässlichsten Indikatoren sind der ISM Manufacturing Index für die USA sowie das ifo Geschäftsklima für Euroland. Beide Indikatoren scheinen im vierten Quartal 2011 einen Boden gefunden zu haben und dürften in den kommenden Monaten ansteigen. Dieser positive zyklische Wirtschaftsschwung ist für die Aktienmärkte entscheidend. In der folgenden Grafik sehen wir den engen Zusammenhang zwischen den Neuen Auftragseingängen (eine Subkomponente des ISM Manufacturing Index) und der Entwicklung des US-Aktienmarkts (S&P 500 Index).

US-ISM-Auftragseingänge und Aktienmarktperformance



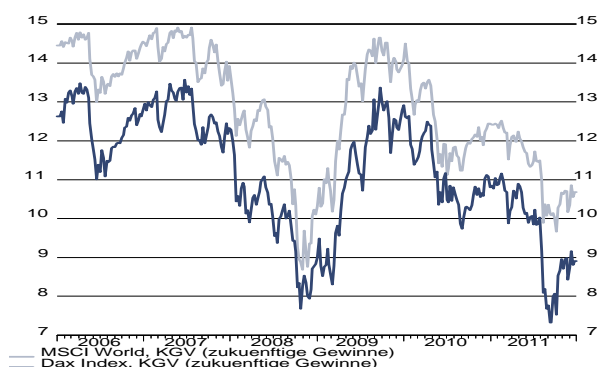
Relativ zur Entwicklung der Auftragseingänge scheint der Einbruch der Aktienmärkte im dritten Quartal 2011 deutlich übertrieben. Anhand der Grafik ist ersichtlich, dass der Aktienmarkt die jüngste positive Entwicklung der Auftragseingänge im vierten Quartal noch nicht mitgemacht hat. Wir rechnen damit, dass sich diese Lücke wieder schliessen wird und dass die Aktienkurse in den nächsten Monaten deutlich zulegen werden.

Bewertungen sind auf günstigem Niveau

Diese positive Einschätzung für Aktien wird auch gestützt durch die attraktive Bewertung der Aktienmärkte. Wenn wir z.B. das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) auf der Basis der zukünftigen Gewinne betrachten, so sehen wir, dass dieses in vielen Märkten trotz einer relativ widerstandsfähigen Konjunktur nahe am Niveau von Oktober 2008 ist. Die Bewertung des deutschen Aktienindexes (DAX) ist im Herbst 2011 sogar unter das Niveau von 2008 gefallen. Dies bedeutet, dass die Anleger davon ausgehen, dass das «Worst-Case»-Szenario einer weiteren schweren Re-

zession eintreffen könnte. Die Risikoprämien sind aufgrund der Unsicherheit sehr hoch und es dürfte nur wenig positive Nachrichten brauchen, um eine Trendwende einzuleiten.

Günstige Bewertung beinahe auf Niveau von 2008



Quelle: Datastream, Sarasin

Die Euro-Krise als grösstes Risiko im ersten Quartal

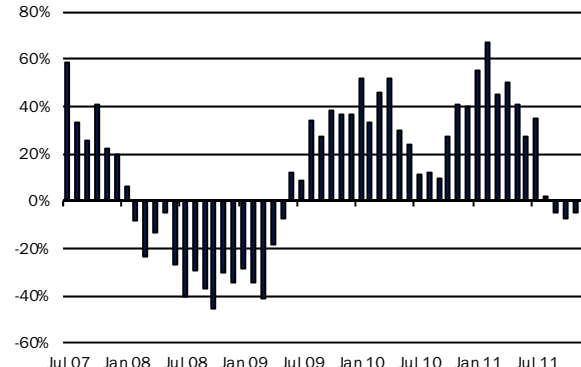
Das grösste Risiko für eine positive Entwicklung der Aktienmärkte stellt sicher die Eurokrise dar. Falls die Refinanzierung der Staatsschulden von Italien oder Spanien im ersten Quartal nicht mehr über den Kapitalmarkt möglich wäre, dann sind weitere Verwerfungen an den Aktienmärkten zu erwarten. In diesem Fall würde aber die Europäische Zentralbank schnell eingreifen, so dass es nach einem ersten Schock eine rasche Erholung geben dürfte. Wir denken, dass sich die Wahrnehmung der Euro-Krise im ersten Halbjahr mit einem Konjunkturaufschwung schnell ändern wird. Sobald der Wachstumstrend wieder nach oben zeigt, nimmt auch die Dramatik der Verschuldung ab und die Hoffnung auf einen Schuldenabbau durch Wachstum - der einzige gangbare Weg - wird wieder zunehmen.

Negative Anlegerstimmung ist positiv

Die hohe Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Euroschuldenkrise widerspiegelt sich besonders in der Vermögensallokation vieler Banken wieder. Die Mehrheit der Vermögensverwalter hat ihre Aktienpositionen seit dem Sommer deutlich reduziert. Eine monatliche Umfrage der Bank of America Merrill Lynch unter globalen Vermögensverwaltern zeigt, dass die Netto-Übergewichtung von Aktien (=Anzahl von Vermögensverwaltern mit einem Übergewicht in Aktien minus Anzahl mit einer Untergewichtung in Prozent) im Dezember deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt lag. Wie die folgende Grafik zeigt, könnten

Aktienanlagen im Falle einer globalen Rezession wie 2008/09 noch deutlich stärker abgebaut werden. Da die globalen Rezessionsrisiken aber eher abgenommen haben, dürften die Anleger bald an Zuversicht gewinnen.

Netto-Aktienübergewicht der Vermögensverwalter



Quelle: Bank of America Merrill Lynch, Sarasin

Wie die Grafik zeigt, steht die negative Stimmung in deutlichem Gegensatz zum Jahresbeginn 2011. Damals waren viele Anleger optimistisch, da die Aktienkurse im vierten Quartal 2010 stark gestiegen waren. Die aktuell vorsichtige Positionierung der Anleger ist ein weiterer Grund für ein signifikantes Aufwärtspotenzial an den Aktienmärkten. Sobald die Risikoaversion zurückgehen wird, dürfte viel Geld in Aktien fließen, nicht zuletzt aus Mangel an Alternativen in anderen Anlageklassen.

Wir erwarten für 2012 positive Renditen

Aktien dürften sich in der ersten Jahreshälfte 2012 aufgrund des positiven Wirtschaftsschwungs überdurchschnittlich entwickeln. Wir erwarten, dass die Risikoaversion deutlich zurückgehen, und dass die Aktienbewertung in den nächsten Monaten steigen wird. Da der mittelfristige Ausblick aber nicht allzu rosig ist, sollten Anleger die konjunkturellen Aussichten eng verfolgen. Bei einer allfälligen Eintrübung, welche wir bereits für die zweite Jahreshälfte erwarten, würden Aktien erneut einen Dämpfer erleiden. Somit dürfte die Achterbahnfahrt an den Aktienmärkten weitergehen. Wir denken, dass es noch mehrere Jahre dauern wird, bis sich ein längerfristiger, struktureller Bullenmarkt entwickeln wird. Daher sollten sich Anleger umso mehr auf den Zyklus fokussieren.

Philipp Bärtschi, CFA

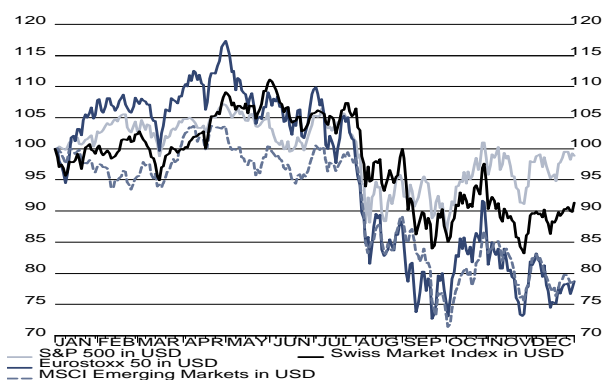
Regionale Strategie: Günstige Schwellenländer

Da die Aktienkurse 2011 trotz steigenden Gewinnen mehrheitlich gefallen sind, sind viele Aktienmärkte nun äusserst günstig bewertet. Die grösste Unterbewertung sehen wir in den Schwellenländern, welche für 2012 das grösste Aufwärtspotenzial aufweisen. Eine positive Überraschung könnten aber auch Euroland-Aktien bieten, welche deutlich günstiger sind als US-Aktien und von den Anlegern zurzeit gemieden werden. Die defensiven Qualitäten der Schweizer Aktien dürften vor allem in der zweiten Jahreshälfte wieder zum Tragen kommen.

Grosse regionale Unterschiede im 2011

Während die Performance der globalen Aktienindizes (in gleicher Währung gemessen) bis Ende Juli sehr ähnlich war, kam es ab August zu grossen regionalen Unterschieden. Unter dem Anstieg der Risikoaversion litten im dritten Quartal besonders die Aktien der zyklischen Märkte Euroland und Schwellenländer. Auf Euroland hat vor allem die Euroschuldenkrise gelastet, während die Angst vor einer harten Landung in China die Anleger dazu veranlasste, in grossem Stil Geld aus den Schwellenländermärkten abzuziehen. Der US-Aktienmarkt konnte sich relativ gut vom Rückschlag im August erholen und beendete das Jahr beinahe unverändert. Der Schweizer Aktienmarkt lag mit einem Minus von ca. 8% (in USD) als eher defensiver Markt ziemlich genau zwischen dem US-Markt und den zyklischen Märkten.

Regionale Performance im 2H11 sehr unterschiedlich



Quelle: Datastream, Sarasin

Wirtschaftliche Erholung beflügelt US-Aktien zuerst

Die relativ bessere Performance des US-Aktienmarkts seit August ist vor allem darauf zurückzuführen, dass sich die US-Wirtschaft am schnellsten von der Wachstumsdelle im Frühsommer erholte. Die Realwirtschaft war kaum vom Stimmungseinbruch nach der Herabstufung der US-

Kreditratings im August betroffen und die Endnachfrage stieg im Herbst deutlich an. So überraschten die US-Wirtschaftsdaten ab dem vierten Quartal mehrheitlich positiv. Die folgende Grafik zeigt einen gewichteten Saldo der Überraschungen der Wirtschaftsindikatoren im Vergleich zu den Erwartungen der Ökonomen für die USA sowie für Euroland. Der Unterschied liegt auf der Hand: In Euroland sind die Überraschungen noch mehrheitlich negativ, doch nicht mehr so stark wie im Sommer.

Positive Überraschungen in den US-Wirtschaftsdaten



Quelle: Datastream, Citigroup, Sarasin

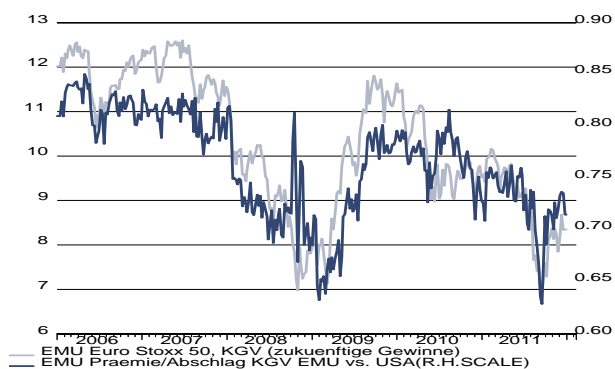
Trotz Euroschuldenkrise hat sich die Datenlage auch in Euroland stabilisiert. Die jüngst sogar steigenden Stimmungskennzeichen deuten darauf hin, dass die Überraschungen bald schon positiv werden könnten. Im Vergleich zu den USA ist das Überraschungspotenzial für Euroland also deutlich höher. Da die meisten Anleger zudem in den USA übergewichtet und in Euroland untergewichtet sind, gibt es in Euroland grössere Chancen.

Günstige Bewertung spricht für Euroland

Nicht nur die Anlegerstimmung oder die Positionierung sprechen für ein Engagement in Euroland-Aktien. Auch die Bewertung ist im Vergleich zu den USA deutlich attrakti-

ver. Da der europäische Aktienmarkt auf dem gleichen Niveau wie 2008/09 bewertet ist, ist eine Rezession bereits vorweggenommen. Obwohl wir nicht eine Rückkehr zu den Bewertungen der letzten zwanzig Jahre erwarten, besteht doch ein sehr deutliches Aufwertungspotenzial.

Bewertung und Abschlag von Euro- vs. US-Aktien



Quelle: Datastream, Sarasin

Euro-land-Aktien sind trotz der Erholung vom Tiefststand im Oktober 2011 mit einem Abschlag von 25-30% immer noch deutlich günstiger bewertet als US-Aktien. Auch unter Berücksichtigung des durchschnittlichen Abschlags der letzten 25 Jahre von 10-15% scheinen Euro-land-Aktien sowohl absolut also auch relativ zu anderen Regionen deutlich unterbewertet.

Euro-land-Kernländer weiterhin bevorzugen

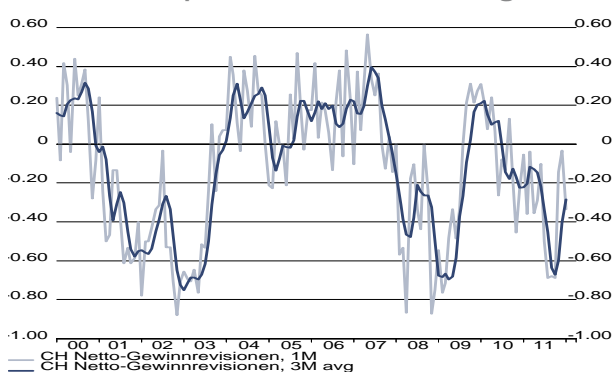
Wir halten daran fest, dass Anleger die Kernstaaten Euro-lands, allen voran Deutschland gegenüber der Peripherie bevorzugen sollten. Bei einer Entspannung der Euro-schuldenkrise dürften zwar die Ramschpapiere in einer Rallye am stärksten zulegen. Dennoch würden wir mit einer mittelfristigen Perspektive lieber auf Qualität und auf die Fundamentaldaten achten. Der deutsche Exportsektor ist international äusserst wettbewerbsfähig und dürfte am stärksten von einem globalen Aufschwung profitieren. Die Peripherieländer hingegen werden am meisten unter den Sparmassnahmen der Regierungen leiden.

Schweiz: Ein Sonderfall?

Der Schweizer Aktienmarkt hat bis in den August besonders unter der Frankenstärke gelitten. Seit dem Beginn der Interventionen der Schweizerischen Nationalbank im September hat sich die Lage etwas entspannt. Während die Gewinnrevisionen in den ersten drei Quartal noch sehr negativ waren, zeichnet sich nun eine Wende ab.

Dennoch dürften die Ergebnisse der Unternehmen weiter unter der Frankenstärke leiden. Für das Jahr 2012 erwarten wir, dass der Schweizer Aktienmarkt relativ schwach abschneiden wird. Die Überbewertung des Frankens dürfte noch länger dauern, und die schwache Konjunktur wird auf den binnenmarktorientierten Unternehmen lasten. Die besten Aussichten haben Schweizer Unternehmen, welche nicht auf Europa sondern auf die Schwellenländer fokussiert sind.

Schweiz: Wendepunkt in den Gewinnschätzungen

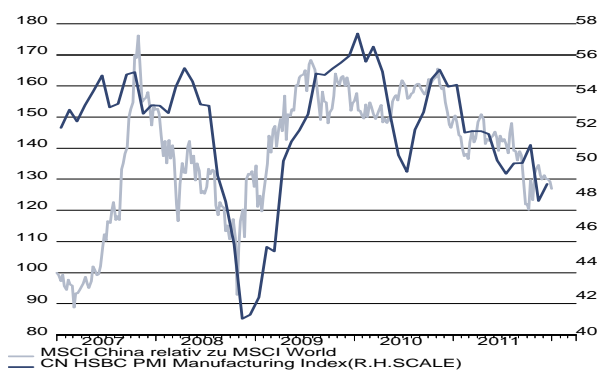


Quelle: Datastream, Sarasin

Emerging Markets: Die Überraschung im 2012?

Die Performance der Schwellenländer war 2011 enttäuschend. Da der Wachstumszyklus und auch der Inflationsdruck länger andauerte als erwartet, befinden wir uns zu Jahresbeginn noch in einer Abschwächungsphase. Es gibt aber auch in den Schwellenländern erste Signale einer bevorstehenden Trendwende. Da China über die Exportwirtschaft in den globalen Zyklus eingebunden ist, betrachten wir die jüngsten Daten als Bodenbildung.

China: Bodenbildung im Geschäftsklima und bei Aktien



Quelle: Datastream, Sarasin

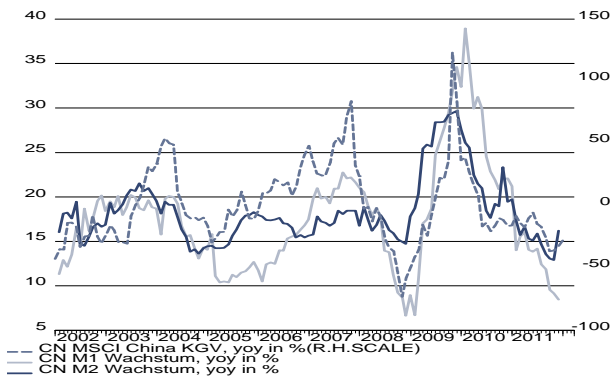
Aktien

Wie die vorhergehende Grafik zeigt, ist diese Bodenbildung entscheidend für die relative Performance der Schwellenländer gegenüber andern Märkten. Aufgrund seiner Grösse ist China der wichtigste Faktor.

China: Ein erneuter Aufschwung steht bevor

Die chinesische Wirtschaft dürfte sich im ersten Quartal stabilisieren und schon bald von den ersten Zinssenkungen profitieren. Die Expansion der Geldpolitik ist nicht nur für die Wirtschaft wichtig, sondern auch für die Performance der Aktienmärkte. Die folgende Grafik zeigt den engen Zusammenhang zwischen dem Geldmengenwachstum und der Bewertung des chinesischen Aktienmarkts.

Höhere Liquidität führt zu steigender Bewertung

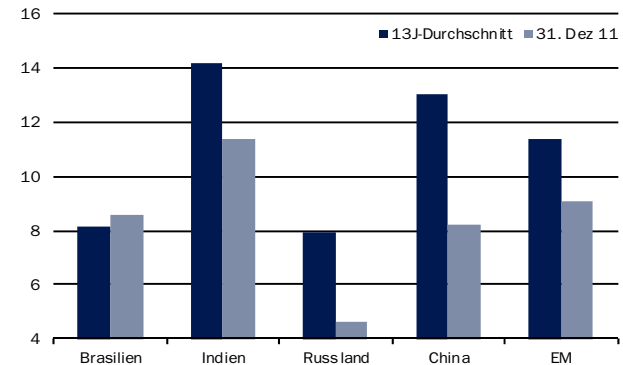


Emerging Markets: Alle BRICs sind günstig bewertet

Nicht nur der Chinesische Aktienmarkt ist zurzeit günstig bewertet, sondern auch die übrigen BRIC-Märkte (Brasilien, Russland und Indien). Mit Ausnahme von Brasilien handeln alle Aktienmärkte deutlich unter ihrem historischen Durchschnitt. Brasilien ist aufgrund der starken Währung bei einer gleichzeitigen Abschwächung der globalen Nachfrage auf der Exportseite stark herausgefordert, doch dürften die mehrfachen Zinssenkungen das inländische Wachstum stabilisieren. Mit einem KGV unter 9 ist der Aktienmarkt aus längerfristiger Perspektive günstig bewertet. Russland leidet zurzeit unter politischen Unsicherheiten, welche sich negativ auf die Bewertung auswirken. Für Anleger, welche die Volatilität aushalten, dürfte sich aber ein Einstieg auf dem heutigen Niveau lohnen. Gleiches gilt für Indien: Politische Risiken, Kapitalflucht und eine schlummernde Inflationsgefahr stehen den hohen Risikoprämien gegenüber. Im Unterschied zu Russland ist aber der indische Aktienmarkt viel breiter diversifiziert. Die relativ höhere Bewertung ist durch das stärker

re Gewinnwachstum mehr als gerechtfertigt. Wir rechnen für 2012 für alle BRIC-Märkte mit einer Rendite im zweitstelligen Bereich.

Historisch günstige Bewertung der BRICs



Quelle: Datastream, Sarasin

Zyklische Märkte in der ersten Jahreshälfte bevorzugen

Das grösste Überraschungspotenzial für 2012 bieten die Schwellenländer sowie Euroland. Die Aktienmärkte beider Regionen sind sehr günstig und die Bewertung nimmt eine signifikante Wachstumsabschwächung vorweg. Der US-Aktienmarkt dürfte vor allem in der ersten Jahreshälfte vom zyklischen Aufschwung profitieren. Für die Schweiz als relativ defensiver Markt rechnen wir in der zweiten Jahreshälfte mit einer relativen Outperformance.

Kursziele und Bewertung

Markt	Index	31. Dez.	Jun-12	Dez-12
US	S&P 500	1 258	1 450	1 350
	Trailing P/E Ratio	13.2	14.9	13.5
JP	Nikkei 225	8 455	9 500	9 000
	Trailing P/E Ratio	12.6	13.9	12.9
Emerging Mkts	MSCI EM\$	916	1 300	1 200
	Trailing P/E Ratio	10.2	13.9	12.4
Euroland	DJ E Stoxx	226	270	250
	Trailing P/E Ratio	8.9	10.8	10.0
DE	DAX	5 898	7 200	6 800
	Trailing P/E Ratio	9.8	12.0	11.3
UK	FTSE 100	5 572	6 200	6 000
	Trailing P/E Ratio	10.1	11.8	10.9
CH	SMI	5 936	6 500	6 200
	Trailing P/E Ratio	13.2	14.0	12.9

Quelle: Sarasin

Philipp Bärtschi, CFA

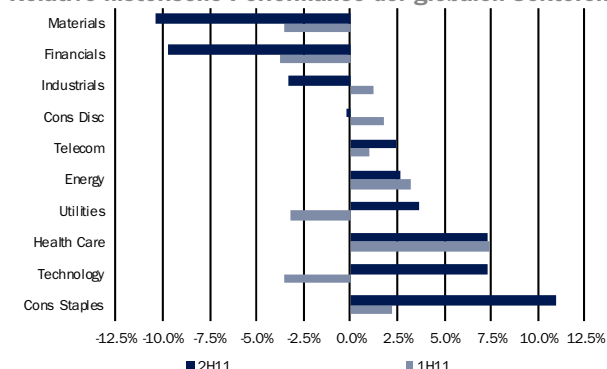
Sektorstrategie: Flexible Sektorallokation

Kürzere Konjunkturzyklen zwingen Anleger zu einer flexibleren Sektorallokation. Neben langfristigen Anlagethemen wie Gesundheit, Energie und Technologie, welche für Wachstum und Einkommen im Portfolio sorgen, sollten Anleger je nach Konjunkturphase auf zyklische Sektoren setzen, welche besonders vom Wachstum in den Schwellenländern profitieren. Aufgrund der günstigen Bewertung sehen wir das grösste Potenzial in Versicherungsaktien.

Defensive Sektoren überzeugten im 2011

Die defensiven Sektoren Gesundheit und Verbrauchsgüter, welche bereits in der ersten Jahreshälfte die beste Performance aufwiesen, konnten auch in der zweiten Jahreshälfte 2011 überzeugen. Die zyklischen Sektoren mit hohem Risiko, insbesondere die Finanztitel sowie die Roh-/Grundstoffe, kamen in der zweiten Jahreshälfte am meisten unter Druck. Beim Technologiesektor hat sich unsere These, dass er sich zu einem eher defensiven Sektor gewandelt hat, im 2H11 bewahrheitet.

Relative historische Performance der globalen Sektoren



Quelle: MSCI, Sarasin

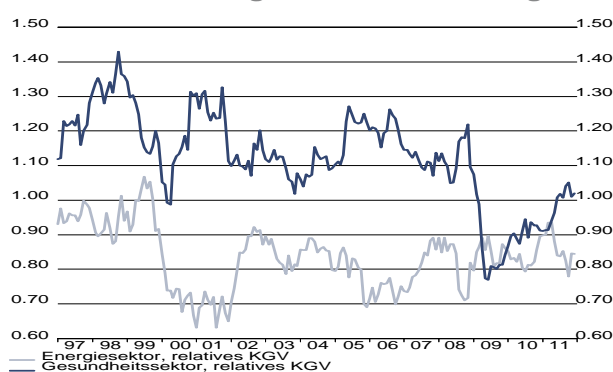
Aufgrund der Wachstumsschwäche in Europa sowie in den Schwellenländern dürften defensive Sektoren kurzfristig in der Gunst der Anleger bleiben. Wir erwarten aber, dass mit zunehmendem Wirtschaftsschwung die zyklischen Aktien wieder mehr gefragt sein werden. Im Folgenden werden einige Sektoren beleuchtet, welche wir für 2012 als «Must-Have» in einem Portfolio betrachten.

Gesundheit, Energie und Technologie für Einkommen

Die Sektoren Gesundheit, Energie und Technologie bieten stabiles Gewinnwachstum und eine relativ hohe Dividendenrendite. Diese beiden Faktoren sind im aktuellen Umfeld besonders wichtig. Die Gewinne im Sektor Gesund-

heit werden auch in Zukunft trotz staatlichen Sparanstrengungen überdurchschnittlich wachsen, da sie von der demographischen Entwicklung weiterhin stark profitieren (siehe auch Spezialthema). Trotz dem überdurchschnittlichen Gewinnwachstum ist der Gesundheitssektor nicht teurer als der Gesamtmarkt bewertet. Wir erwarten, dass sich die Bewertungsprämie von ca. 20%, welche vor 2008 Bestand hatte, mittelfristig wieder aufbauen wird.

Gesundheits- und Energiesektor: Tiefe Bewertung



Quelle: Datastream, Sarasin

Der Energiesektor handelte in der Vergangenheit mit einem Abschlag zum Gesamtmarkt. Das Wachstum des Sektors ist zwar nicht extrem hoch, dafür deutlich stabiler als für den Gesamtmarkt. Dies bedeutet, dass die erwarteten Dividenden im Gegensatz zu den als defensiv betrachteten Sektoren Versorger und Telekom 2012 sicher bezahlt werden können. Als weiteren Eckpfeiler für ein stabiles Einkommen im Portfolio erachten wir den Sektor Technologie. Das Wachstum ist überdurchschnittlich und die hohen operativen «Cash Flows» erlauben eine zunehmende Ausschüttung der Erträge. Damit wandeln sich die «Blue Chips» aus dem Technologiesektor zu den neuen Dividendenperlen. In einem Umfeld mit tiefen Zinsen sollten sich Sektoren mit einer hohen Dividendenrendite relativ aufwerten. Wichtig ist aber nicht nur das absolute Ni-

Aktien

veau der Dividenden, sondern auch ob diese in Zukunft wachsen werden. Für die Sektoren Gesundheit, Energie und Technologie sind wir optimistisch gestimmt und rechnen nicht nur mit steigenden Aktienkursen sondern auch mit steigendem Einkommen. Aktien aus diesen Sektoren gehören daher als Grundlage in jedes Portfolio.

Versicherungsaktien sind deutlich unterbewertet

Trotz guten operativen Ergebnissen konnten sich die Versicherungsaktien der Euroschuldenkrise nicht entziehen. Die hohe Risikoprämie ist verständlich, da die meisten Versicherer im Falle eines «Worst-Case»-Szenarios mit existenzbedrohenden Problemen zu kämpfen hätten. Sollte sich aber die Schuldenkrise entspannen, so bietet der Sektor beträchtliches Aufwärtspotenzial. Die Bewertung ist günstig und die Dividenden sind hoch und nachhaltig.

Versicherungen: Sektor mit höchster Dividendenrendite

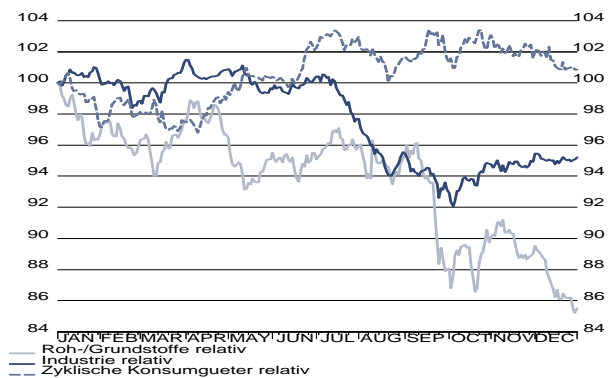


Quelle: Datastream, Sarasin

Das Portfolio zunehmend zyklisch ausrichten

Über die längere Frist spielt die Musik in den zyklischen Sektoren Konsumgüter, Industrie und Roh-/Grundstoffe, welche alle besonders vom Wachstum in den Schwellenländern profitieren. Diese Sektoren weisen aber auch die grössten Kurs- und Gewinnschwankungen im Zyklus auf. Der Sektor Roh-/Grundstoffe z.B. hat 2011 besonders stark unter den fallenden Rohstoffpreisen gelitten. Mit einer zunehmenden Wachstumsdynamik in der ersten Jahreshälfte 2012 dürften diese Sektoren wieder an Attraktivität gewinnen. Wir haben daher die beiden Sektoren Industrie und zyklische Konsumgüter bereits im vierten Quartal 2011 von Untergewichten auf Neutral heraufgestuft. Eine weitere Heraufstufung zusammen mit dem Sektor Roh-/Grundstoffe wäre in den nächsten Monaten denkbar, insbesondere sobald sich das Wachstum in den Schwellenländern wieder beschleunigen wird.

Zyklische Sektoren: Relative Performance 2011



Quelle: Datastream, Sarasin

Einkommen und Wachstum gehören ins Portfolio

Aktien aus den Sektoren Gesundheit, Energie und Technologie gehören als stabile Einkommensträger in jedes Portfolio. Mit zunehmender Wachstumsdynamik sollten die zyklischen Sektoren Industrie und Konsumgüter stärker gewichtet werden. Beim Versicherungssektor rechnen wir mit einer starken Erholung, sobald sich die Risikoprämie, welche im Zuge der Euroschuldenkrise aufgebaut wurde, wieder auflöst. Vorsichtig bleiben wir für die defensiven Sektoren Telekom, Versorger und für Bankaktien, welche nach wie vor unter strukturellen Problemen leiden und sich 2012 abgesehen von kurzfristigen Rallyes kaum nachhaltig erholen dürften. Aufgrund der kurzen Konjunkturzyklen sollten Anleger ihr Portfolio in bezug auf Sektoren dynamisch gestalten. Es dürfte sich lohnen, nicht das ganze Jahr an den gleichen Aktien festzuhalten.

Sektorstrategie für 1Q 2012

Übergewichtung	Energie Gesundheit Technologie Versicherungen
Neutral	Industrie Roh-/Grundstoffe Verbrauchsgüter Zyklische Konsumgüter
Untergewichtung	Banken Immobilien Telekom Versorger

Quelle: Sarasin

Philipp Bärtschi, CFA

Aktienfavoriten für 2012

Für das angebrochene Anlagejahr, welches ebenso viele Herausforderungen bereithalten dürfte wie das vergangene, ist eine sehr sorgfältige Auswahl von Aktienanlagen angezeigt. Neben der Berücksichtigung von Qualitätsmerkmalen – Geschäftsmodell, Marktanteile, Bilanz etc. – gilt es, längerfristige strukturelle Trends zu berücksichtigen. Von einigen der im Spezialthema besprochenen Entwicklungen können Investoren direkt mit Aktienanlagen profitieren. Wir empfehlen eine ausgewogene Mischung aus zyklisch und eher defensiv positionierten Aktien sowie eine geographisch ausgewogene Streuung. Die letzten Jahre haben gezeigt, dass es entscheidend ist, getätigte Anlagen regelmässig zu überprüfen und bei einer Veränderung der Rahmenbedingungen Anpassungen vorzunehmen.

Lehren aus der Vergangenheit

Ein Blick auf die vielfältigen und zum Teil widersprüchlichen Entwicklungen während des letzten Jahrzehnts zeigt, dass sich das Investitionsumfeld mit immer schnellerer Kadenz verändert. Anleger sind laufend gefordert, sich an neue Rahmenbedingungen anzupassen. Demzufolge ist entscheidend, dass bei der Aktienauswahl zum einen strenge Selektionskriterien angewendet, und zum andern sich ständig verändernde Rahmenbedingungen zügig in diesen Kriterien angemessen berücksichtigt werden. Das verlangt ein hohes Mass an Flexibilität.

Auf «starke» Unternehmen setzen

Aktienanlagen sind naturgemäss hohen Schwankungen ausgesetzt. Gelingt es, mehrheitlich Aktien von «starken» Unternehmen zu halten, können zwischenzeitlich erlittene Kursverluste in der Regel zügig wieder wettgemacht werden. Ein geduldiges Zuwarten bzw. Festhalten an solchen Aktienanlagen wird langfristig mit Kursgewinnen belohnt. «Starke» Unternehmen zeichnen sich durch einen hohen Erfüllungsgrad von Qualitätskriterien aus. Im aktuellen Umfeld ist es angezeigt, bei der Unternehmensselektion auf ein gewinnbringendes Geschäftsmodell, das sich in einer intakten Geschäftsentwicklung, positiven Margen und steigenden Marktanteilen äussert, sowie auf eine hohe Qualität der Bilanz zu achten. Mit Aktien, welche einer solchen Auswahl genügen, können auch in unsicheren Zeiten und trotz Gegenwind positive Renditen erwirtschaftet werden.

Strukturelle Trends als Wachstumsmotor

Im aktuellen Spezialthema «Schuldenabbau in der alten Welt» beschreiben wir einige der für die nächsten Jahre für Investoren relevanten Trends. In unsere Aktienselektion haben wir diese Entwicklungen zusätzlich zu den dar-

gelegten Qualitätsaspekten berücksichtigt. Beispielsweise entwickelt sich das Geschäft im Bereich Heimwerken wegen der Sparanstrengungen der Konsumenten positiv (Kingfisher) oder führt das Entstehen neuer Käuferschichten in den aufstrebenden Märkten zu einer stark steigenden Nachfrage nach Luxusgütern (Swatch).

- Die im Inspektions-, Prüf- und Zertifizierungsgeschäft tätige britische Gesellschaft **Intertek** profitiert vom wachsenden Welthandel und den global steigenden Regulierungsanforderungen. Rund 50% der Einnahmen und 60% des operativen Gewinns werden in den aufstrebenden Märkten generiert.
- Europas grösste Heimwerker-Kette **Kingfisher** hat eine Reihe von Eigeninitiativen ergriffen, die es ermöglichen werden auch in einem schwierigen Konsumumfeld in Europa Wachstum und ansprechende Margen zu erwirtschaften. In den tendenziell gesättigten Märkten UK, Irland und Frankreich gewinnt Kingfisher Marktanteile und ist in Europas Wachstumsregionen Polen, Russland und Türkei gut positioniert.
- Als einer der grössten Marktteilnehmer im Schweizer Immobiliengeschäft mit 128 Liegenschaften verfügt **Mobimo** über ein hohes Investitionspotenzial an attraktiven Standorten.
- **Pirelli** profitiert vom anhaltenden Anstieg der globalen Mobilität. Das Unternehmen kann heute als der Reifenhersteller mit dem höchsten «Premium-Fokus» bezeichnet werden, hat neben Europa eine ausgezeichnete Marktstellung in den rasch wachsenden Märkten Brasilien und China und verfügt über ein vielversprechendes Joint Venture in Russland.
- Nach einigen Misserfolgen hat **Roche** 2011 wieder Tritt gefasst und positive Studiendaten für mehrere Pipelinemedikamente vorstellen können. Die Basis für

Aktienfavoriten

nachhaltiges langfristiges Wachstum, das in den nächsten Jahren auch von Kosteneinsparungen gestützt werden wird, ist damit gelegt. Mit einer attraktiven Dividendenrendite und einem defensiven Profil bleibt Roche im unsicheren wirtschaftlichen Umfeld auch 2012 attraktiv.

- Der weltweit grösste Anbieter von Unternehmenssoftware **SAP** erarbeitet regelmässig über dem Markt liegende Wachstumsraten, ist im Bereich Cloud Computing durch Akquisitionen gut positioniert und verfügt über innovative, zukunftssträchtige Technologien.
- **Swatch Group** profitiert als weltgrösste Uhrenherstellerin dank einer sehr guten Marktstellung vom Entstehen einer riesigen Konsumentenschicht in den aufstrebenden Märkten.
- Der führende Rückversicherer **Swiss Re** hat sich in den letzten Jahren erfolgreich auf das Kerngeschäft zurückbesonnen. Mit einer äusserst komfortablen Bilanz profitiert Swiss Re von einem positiven Margentrend und gewinnt Marktanteile.

Ausgewogenes Portfolio

Bei der Auswahl haben wir darauf geachtet, neben Qualitätsaspekten eine Balance zwischen zyklischen Werten einerseits, welche von einer wirtschaftlichen Belebung in Amerika und einem anhaltenden Wachstum in den aufstrebenden Ländern – wenn auch mit abgeschwächter Dynamik - profitieren, und weniger zyklisch exponierten Unternehmen andererseits herzustellen. Der Geschäftsverlauf der wenig zyklischen und defensiv positionierten Unternehmen müsste von der sich immer klarer abzeichnenden Abschwächung in Europa weniger stark betroffen sein. Direkte Risiken im Zusammenhang mit der Europäischen Staatsschuldenkrise haben wir mit dem Verzicht auf Empfehlungen bei den Banken Rechnung getragen. Zudem sind alle Unternehmen in einem Geschäftsfeld tätig, das von strukturellen Wachstumsfaktoren profitiert. Die ausgewählten Unternehmen werden sich somit bis zu einem gewissen Grad vom Zyklus der wirtschaftlichen Entwicklung abkoppeln können. Schliesslich haben wir auf eine geographische Diversifikation geachtet und je zur Hälfte Schweizer und sowie internationale Aktien ausgewählt.

Ausgewogenes Portfolio

Zyklizität	Unternehmen	Sektor
Zyklisch	Swatch Group	Konsumgüter
Zyklisch	Pirelli	Konsumgüter
Wenig zyklisch	Intertek	Industrie
Wenig zyklisch	Kingfisher	Konsumgüter
Wenig zyklisch	SAP	Informationstechnologie
Finanzwert	Mobimo	Finanzwerte
Finanzwert	Swiss Re	Finanzwerte
Defensiv	Roche	Gesundheit

Attraktive Bewertung

Die Bewertungskennzahlen sind im Durchschnitt der ausgewählten Unternehmen attraktiv. Das P/E auf Basis der geschätzten Gewinne für 2012 liegt bei rund 12.8x und die Dividendenrendite bei 3.7%. Die Bewertung jedes einzelnen Unternehmens präsentiert sich innerhalb des jeweiligen Sektors als attraktiv. Vergleicht man die aktuellen Bewertungskennzahlen mit den Werten über mehrere Jahre, ergibt sich ebenfalls ein vorteilhaftes Bild.

Bewertung

	EV/ EBITDA	Kurs/ Buch	P/E 2012E	Rendite (%)
Swatch Group	7.2	2.4	13.4	4.4
Pirelli	4.3	1.4	8.3	3.6
Intertek	9.4	5.9	17.0	1.6
Kingfisher	4.9	1.0	9.4	3.4
SAP	9.1	4.0	14.0	1.7
Swiss Re	n.m.	0.7	7.9	5.9
Mobimo	n.m.	1.1	21.2	4.3
Roche	7.6	9.3	11.5	4.3
Durchschnitt	7.1	3.2	12.8	3.7

Quelle: Datastream, Daten per 31.12.2011

Die für die Zukunft und damit das Kurspotential entscheidendste Betrachtungsweise ist die aktuelle Bewertung im Verhältnis zu den Qualitätsmerkmalen jeder einzelnen Aktie. Zu diesen Merkmalen gehören unter anderem das Geschäftsmodell, Gewinnentwicklung, Margen, Marktanteilentwicklung, Gewinnstabilität, Bilanzrelationen und Dividendenpolitik. Alle von uns ausgewählten Aktien schneiden unter diesem Aspekt sehr gut ab.

Peter Casanova, CFA

Intertek

Intertek ist im Inspektions-, Prüf- und Zertifizierungsservice-Geschäft tätig. Die britische Gesellschaft ist in einem Wachstumssektor aktiv, der von den global steigenden Regulierungsanforderungen profitiert. Intertek verfügt über eine starke Marktstellung, weist ein hohes organisches Wachstum aus und das Geschäftsmodell ist nachhaltig. Das hohe strukturelle Wachstum des Sektors, die gute Positionierung von Intertek und die im Sektorvergleich attraktive Bewertung sind die Hauptpfeiler unserer Empfehlung.

Profitiert von langfristigen Trends

Intertek ist im Inspektions-, Prüf- und Zertifizierungsservice-Geschäft tätig. Die geografische Ausrichtung ist breit diversifiziert. Rund 50% der Einnahmen und 60% des operativen Gewinns werden in den aufstrebenden Märkten generiert. Intertek profitiert, wie die gesamte Prüfbranche, von wichtigen Megatrends. Die Globalisierung führt zu einer Zunahme der weltweiten Handelsströme. Daher werden immer mehr Güter getestet, inspiziert und qualitätsmässig überprüft. Noch wichtiger sind die steigenden Regulierungsanforderungen. Verlässlichkeit, Sicherheit und Qualität entscheiden heute mehr denn je über erfolgreiches Wachstum in Handel und Industrie.

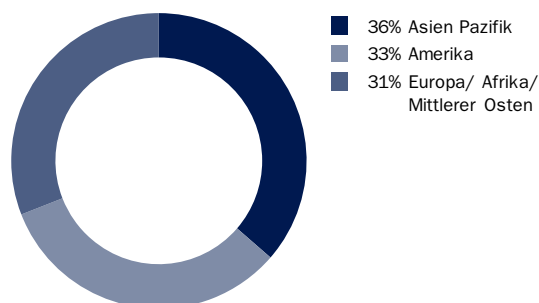
Hohes organisches Wachstum

Intertek ist das global drittgrösste Unternehmen auf den Gebieten prüfen, verifizieren, testen und zertifizieren. Die beiden Hauptkonkurrenten sind die Nr. 1 der Branche, die schweizerische SGS und die Nr. 2, die französische Bureau Veritas, die beide ebenfalls an der Börse kotiert sind. Die Wachstumsraten von SGS und Bureau Veritas bewegen sich auf einer ähnlichen Höhe wie bei Intertek, was das strukturelle Wachstum der Branche unterstreicht. Intertek wies über die letzten fünf Jahre mit 8.9% das höchste durchschnittliche organische Umsatzwachstum aus, verglichen mit SGS (8.4%) und Bureau Veritas (7.0%).

Überzeugender finanzieller Leistungsausweis

Intertek ist nicht immun gegen eine globale wirtschaftliche Krise. Allerdings hat Intertek 2009 aufgezeigt, dass die Gruppe selbst in einem widrigen wirtschaftlichen Umfeld ein solides Ergebnis ausweisen kann. Der finanzielle Leistungsausweis ist mit einem durchschnittlichen Gewinnwachstum pro Aktie von 15% p.a. über die letzten sieben Jahre überzeugend. Intertek erzielt einen substanziellen Free Cashflow und eine hohe Kapitalrentabilität.

Umsatz nach Regionen (2010)



Quelle: Intertek, Sarasin

Mit Abschlag gegenüber Branchenleader SGS bewertet

Intertek ist gegenüber SGS mit einem Abschlag von 11% (P/E 2012E) und 4% (EV/EBITDA 2012E) bewertet. Bureau Veritas ist ähnlich wie Intertek eingestuft, weist aber das tiefere organische Wachstum auf. Das hohe strukturelle Wachstum des Sektors, die gute Positionierung von Intertek und die im Sektorvergleich attraktive Bewertung sprechen für eine Anlage in den Aktien.

Bewertung und Finanzkennzahlen

Kurs GBp 2045	2010A	2011E	2012E
P/E	22.8	19.7	17.0
EPS growth (%)	9.7	15.4	16.2
EV/Sales	2.2	2.2	1.9
EV/EBITDA	10.7	11.0	9.4
Div. yield (%)	1.4	1.6	1.8

Quelle: Datastream, Daten per 31.12.2011

Patrick Hasenböhler

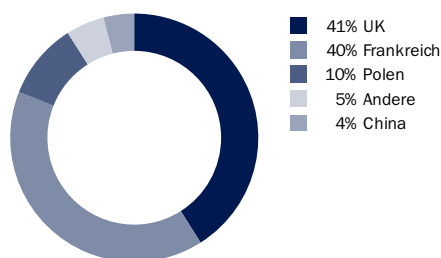
Kingfisher

Europas führender Heimwerker-Einzelhändler Kingfisher besitzt eine Reihe von Eigeninitiativen, die auch in einem schwierigen Konsumumfeld in Europa solide Margen und Gewinnwachstum bringen. Die Gruppe erzielt rund 80% des Umsatzes in tendenziell gesättigten Märkten wie UK, Irland und Frankreich. Mit B&Q, Screwfix, Castorama und Brico Dépôt verfügt Kingfisher aber über Formate, die Marktanteile gewinnen. Mit Polen, Russland und Türkei ist die Gruppe zudem in aufstrebenden Märkten mit wachsenden Umsätzen gut positioniert.

Geschäft im Herzen Europas

Kingfisher, Europas grösster und weltweit drittgrösster Baumarkt-Einzelhändler, vertreibt primär Produkte für den Wohnbedarf inklusive Gartenprodukte, Küchen-, Bad- und Schlafzimmereinrichtungen sowie allgemeine «Do-it-yourself»-Produkte. Die Gruppe besitzt verschiedene Formate und ist in acht Ländern in Europa (u.a. UK, Frankreich, Polen, Türkei, Russland) und Asien (China) direkt vertreten und betreibt auch ein Online-Geschäft. Rund je 40% des Umsatzes stammen aus den gesättigten Märkten UK/Irland (B&Q, Screwfix) und Frankreich (Castorama, Brico Dépôt). Weitere je 10% werden in den wachsenden Märkten Polen sowie in China, Türkei und Russland erzielt. Kingfisher hält zudem eine strategische Beteiligung an der deutschen Hornbach-Gruppe.

Umsatz nach Regionen (2010)



Quelle: Kingfisher, Sarasin

«Do-it-yourself»-Segment mit defensiven Eigenschaften

Das Heimwerker-Geschäft hat zwar eine gewisse Abhängigkeit von der Entwicklung am Häusermarkt. Mit Ausnahme der durch den Immobilienmarkt ausgelösten Finanzkrise in 2008/09 in den USA war das Geschäft in anderen konjunkturell bedingten Wirtschaftsrückgängen sehr solide. Dank angepeilten Effizienzsteigerungen in der Rohstoff- und Produktbeschaffung sollte Kingfisher in der Lage sein, trotz schwierigem Umfeld über die nächsten zwei Jahre das durchschnittlich angepeilte zweistellige

Gewinnwachstum zu erreichen. Kingfisher besitzt dabei eine Reihe von Eigeninitiativen, welche das kurzfristige organische Umsatzwachstum zumindest auf Margenebene abfedern sollten. Dabei plant Kingfisher bis 2013 etwa, den Anteil des direkten Produkteinkaufs von 15% auf 25% zu steigern, was 250 Basispunkte an zusätzlicher Bruttomarge generieren könnte. Nach einem überdurchschnittlichen Gewinnwachstum in 2011 (+20%), dürfte dieses 2012 unter die bis 2013 p.a. prognostizierte jährliche Rate von 10% fallen. Der Markt geht für 2012 von einem hoch einstelligen Prozentwachstum aus. Die Gefahr von Gewinnrückstufungen in 2012 erachten wir deshalb als überschaubar.

Attraktive Bewertung und Dividendenrendite

In einem fragilen Wirtschaftsumfeld erachten wir Einzelhändler in fokussierten Konsum-Segmenten wie dem Heimwerker-Markt als attraktiv. Die Bewertung von Kingfisher ist mit einem geschätzten KGV von 9x für 2012 moderat und auf Höhe der europäischen Mitbewerber, aber rund 35% unter den beiden grösseren US-Konkurrenten Home Depot und Lowe's. Dieser Abschlag scheint wenig gerechtfertigt. Die Bilanz ist solide und weist namhafte Reserven in den betrieblichen Immobilien auf. Kingfisher bietet eine attraktive Dividendenrendite von über 3.5%, was den Aktien trotz Zugehörigkeit zum Konsumsektor zusätzliche Stabilität verleiht.

Bewertung und Finanzkennzahlen

Kurs GBP 250.70	2010A	2011E	2012E
P/E	12.4	10.3	9.4
EPS growth (%)	23.9	20.0	9.9
EV/Sales	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.4	5.5	4.9
Div. yield (%)	2.8	3.4	3.8

Quelle: Datastream, Daten per 31.12.2011

Michael Romer

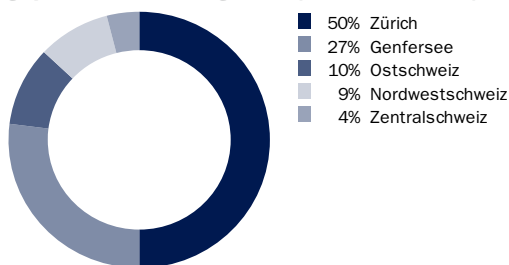
Mobimo

Mobimo zählt sowohl in der Deutsch- als auch in der Westschweiz mit einem kombinierten Immobilienportfolio per Mitte 2011 von 128 Liegenschaften im Gesamtwert von über CHF 2 Mrd. zu den grössten Marktteilnehmern im Immobiliengeschäft. Dank einem hohen Investitionspotenzial an attraktiven Standorten ist Mobimo von der zurzeit angespannten Situation auf dem Transaktionsmarkt nur gering betroffen. Mit einer vergleichsweise hohen Nettorendite von über 4% und einer daraus zu rechtfertigenden Prämie zum Net Asset Value von derzeit gerade mal 7% erachten wir die Mobimo-Aktien als attraktive Anlage.

Breit diversifiziertes Immobilienportfolio

Die Geschäftstätigkeit von Mobimo umfasst einerseits das langfristige Halten und Bewirtschaften von Geschäfts-, Gewerbe- und Wohnliegenschaften und andererseits den Bau und Verkauf von Wohneigentum sowie die Entwicklung von Geschäftsliegenschaften. Prominentestes Beispiel und das bisher grösste Projekt der Gruppe ist der Mobimo Tower in Zürich-West, wo ein Fünfsternehotel untergebracht und 53 Luxuswohnungen erstellt wurden. Mittelfristig strebt Mobimo an, zu je einem Drittel in Geschäftsliegenschaften, Wohnimmobilien sowie Gewerbeliegenschaften investiert zu sein.

Anlageportfolio nach Regionen (Ende Juni 2011)



Quelle: Mobimo, Sarasin

Operativ gut unterwegs

Mit einer Eigenkapitalquote von 43%, einem Verschuldungsgrad von 102% sowie einem Zinsdeckungsfaktor von 2.3x verfügt Mobimo über eine gesunde Finanzierungsbasis, die sich nach der jüngsten Kapitalerhöhung noch verbessert hat. Die Leerstandsquote beläuft sich auf tiefe 4.4% und die Nettorendite der Anlageobjekte betrug 5.0%. Fundamental bleiben die Voraussetzungen für Mobimo gut. Der Bedarf an hochwertigen Wohnimmobilien und Büroflächen an privilegierten städtischen Lagen bleibt hoch und begünstigt Immobiliengesellschaften mit einer überdurchschnittlich hohen Portfolioqualität.

Erhöhung des Wohnanteils

Mobimo plant und realisiert derzeit zahlreiche Projekte, welche das Anlageportfolio mittelfristig auf ca. CHF 3.0 Mrd. anwachsen lassen dürfte. Schwerpunkte bleiben darüber hinaus die Flächenvermarktung und der Verkauf von Stockwerkeigentum sowie die Weiterentwicklung der Projektpipeline. Da im Zuge der Erhöhung des Wohnanteils im Anlageportfolio einige Objekte nicht mehr als Stockwerkeigentum verkauft, sondern neu als Anlageobjekte realisiert werden, wird sich der Anteil der regelmässigen und stabilen Mieteinnahmen weiter erhöhen.

Bewertung und Finanzkennzahlen

Kurs CHF 208	2010A	2011E	2012E
P/E	25.4	19.2	21.2
EPS growth (%)	-32.6	32.2	-9.3
ROE (%)	7.1	5.4	5.0
P/NAV	1.1	1.1	1.1
Div. yield (%)	4.3	4.3	4.3

Quelle: Datastream, Daten per 31.12.2011

Ausschüttungspolitik und Kurspotenzial attraktiv

Bei Mobimo überzeugen uns die intakte Ertragskraft und die strategische Ausrichtung, mit klarer Favorisierung von Wohnimmobilien. Unseres Erachtens sollten sich dadurch das Risikoprofil, die Ertragsstabilität und damit die Dividendenfähigkeit weiter verbessern. Die Mobimo-Aktien sehen wir daher unter Beachtung aktienspezifischer Risiken als interessante, solide und gut rentierende Alternative zum direkten Immobilienbesitz. Hinzu kommt die für Schweizer Privatanleger aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik in Form von verrechnungssteuerfreien Kapitalreserve- oder Nennwertrückzahlungen mit einer vergleichsweise hohen Nettorendite von über 4%.

Rainer Skierka

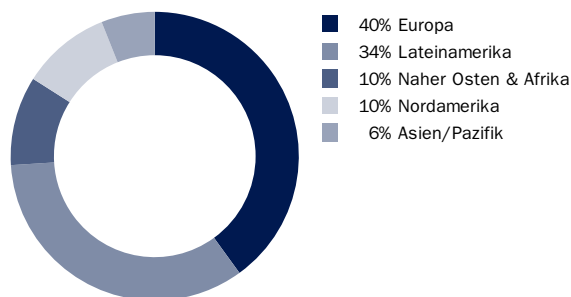
Pirelli

Die von Giovanni Battista Pirelli gegründete Gummiwarenfabrik legte bereits 1872 den Grundstein des Pirelli Konzerns. Seit Ende 2010 profiliert sich das Unternehmen als reiner Reifenhersteller. Pirelli darf mittlerweile als die Reifenmarke mit dem höchsten Premium-Fokus bezeichnet werden. Neben Europa hat Pirelli eine ausgezeichnete Marktstellung in den rasch wachsenden Märkten von Brasilien und China. Zudem konnte das Unternehmen ein viel versprechendes Joint Venture in Russland eingehen. 2010 erwirtschaftete Pirelli einen Umsatz von EUR 4.85 Mrd. sowie einen operativen Gewinn von EUR 408 Mio. Für die Jahre 2011 und 2012 wird das Unternehmen weitere bedeutende Umsatz- und Gewinnsteigerungen ausweisen können.

Starke Marke operiert in einem attraktiven Markt

Durch eine konsequente Markenpflege und Produktinnovationen darf Pirelli heute als Reifenmarke mit dem höchsten Premium-Fokus bezeichnet werden. Sie hat sich vor allem mit Niederquerschnitt- und Breitreifen hervorragend im Markt positioniert. Bei Autoherstellern der Premium Klasse wie BMW, Mercedes-Benz, Porsche, Audi oder Range Rover ist Pirelli besonders beliebt. Pirelli ist mit einem weltweiten Marktanteil von 5% ein erfolgreicher Nischenplayer. Der Reifenmarkt ist äusserst attraktiv, da er nicht nur von der dynamischen Erstbereifung profitiert, sondern insbesondere auch vom Margen starken Ersatzreifengeschäft, das aufgrund der stetig steigenden weltweiten Automobil- und Lastwagenflotte ein solides Wachstum aufweist, bei gleichzeitig geringeren Absatzschwankungen als beim Erstbereifungsgeschäft. Während der globale Reifenmarkt 2010 einen Absatz von 1.2 Mrd. Reifen erreichte, dürften es 2012 bereits 1.4 Mrd. Reifen sein, was einer jährlichen Wachstumsrate von 8% entspricht.

Umsatz nach Marktregion



Quelle: Pirelli, Sarasin

Ausserordentliche Positionen in Brasilien und China

Pirelli erzielt 34% des Umsatzes in Lateinamerika und besitzt in dieser attraktiven Wachstumsregion eine ausserordentliche Position. Insbesondere in Brasilien ist das Unternehmen die unangefochtene Nummer Eins mit einem Marktanteil von über 30%. Des Weiteren ist Pirelli auch in Argentinien stark vertreten. Mit der ersten lokalen Fabrik eines westlichen Premium Reifenherstellers in China hat sich Pirelli frühzeitig eine aussichtsreiche Position in diesem rasch wachsenden Premium Markt erarbeitet. Mit dem 2010 bekannt gegebenen Joint Venture in Russland öffnet sich ein weiterer interessanter Markt.

Bewertung und Finanzkennzahlen

Kurs EUR 6.50	2010	2011E	2012E
P/E	13.4	10.1	8.3
EPS Wachstum (%)	n.m.	32.0	22.7
EV/EBITDA	5.9	4.9	4.3
EV/Sales	0.8	0.7	0.7
Dividendenrendite (%)	2.5	3.6	4.5

Quelle: Datastream, Daten per 31.12.2011

Klare Geschäftsstrategie wird Aktienkurs beflügeln

Das Unternehmen verfolgt eine fokussierte Geschäftsstrategie. Nicht zuletzt die exklusive Partnerschaft im Formel 1 Rennsport unterstreicht die Leistungsfähigkeit von Pirelli. Mit der Cinturato Reifenfamilie ist Pirelli auch bei umweltfreundlichen Autoreifen führend. Zudem werden an den Einsatz von Rohmaterialien in Bezug auf Nachhaltigkeit hohe Ansprüche gestellt. Die Bewertung der Aktien ist attraktiv. Pirelli verfügt über eine grundsätzliche Bilanz und zahlt eine attraktive Dividende.

Dr. Philipp Gamper

Roche

Nach einigen Misserfolgen in 2010 hat Roche 2011 wieder Tritt gefasst und positive Studiendaten für mehrere Pipelinemedikamente vorstellen können. Die Basis für nachhaltiges langfristiges Wachstum, das in den nächsten Jahren auch von Kosteneinsparungen gestützt werden wird, ist damit gelegt. Mit einer beachtlichen Dividendenrendite und einem defensiven Profil bleibt Roche im unsicheren wirtschaftlichen Umfeld auch 2012 attraktiv.

Krebs- und Personalisierte Medizin als Stärken

Als global aufgestelltes Pharmaunternehmen verfügt Roche mit den Medikamenten Avastin, Herceptin und Rituxan über drei Multimilliarden-Produkte, die das Unternehmen zum Marktführer in der Krebsmedizin machen. Ebenfalls marktführend ist die Diagnostiksparte. Damit hat Roche die Chancen, die in der Synergie zwischen der Diagnostiksparte und dem Medikamentenbereich zur Entwicklung von massgeschneiderten Therapien (sog. «Personalisierte Medizin») liegen, früher als die meisten seiner Konkurrenten erkannt und konsequent verfolgt. Es beginnt sich jetzt abzuzeichnen, dass diese Strategie Früchte tragen wird.

Positive Studiendaten bringen Marktvertrauen zurück

Nachdem eine Serie von negativen Zulassungsentscheidungen 2010 zu einem richtiggehenden «Annus Horibilis» für Roche gemacht hat, hat das Unternehmen 2011 wieder Tritt gefasst. Positive Studiendaten haben dazu geführt, dass der Markt wieder Zutrauen in die Fähigkeit von Roche, nachhaltiges Umsatzwachstum zu generieren, aufgebaut hat. Am stärksten dazu beigetragen haben Studien, die zeigen, dass das Pipelineprodukt Pertuzumab das Potenzial hat, das Wachstum des Brustkrebsgeschäfts auch über den Patenablauf von Herceptin (2014) hinaus aufrecht zu erhalten.

Neues Cholesterinmedikament als Joker in 2011

Das Medikament Dalcetrapib soll der Atherosklerose über die Erhöhung des «guten» (HDL) Cholesterin vorbeugen. Medikamente aus der Klasse der Statine, die über die Senkung des «schlechten» (LDL) Cholesterins zur Prävention von Atherosklerose beitragen, gehören zu den umsatzstärksten Produkten der Branche. Es ist deshalb klar, dass das Umsatzpotential von Dalcetrapib mehrere Milliarden Schweizer Franken beträgt. Da verschiedene frühere Medikamente, die den Spiegel des HDL Cholesterins erhöhen, in der Entwicklungsphase gescheitert waren,

muss das Projekt noch immer als überdurchschnittlich riskant betrachtet werden. Allerdings ist unser Vertrauen in die Chancen von Dalcetrapib nach der Präsentation von Daten, die einen positiven Einfluss auf verschiedene Parameter der Atherosklerose und ein günstiges Nebenwirkungsprofil gezeigt haben, gestiegen. Eine bessere Einschätzung werden Phase III Daten erlauben, die den Einfluss auf den Krankheitsverlauf untersuchen werden und im ersten Halbjahr 2012 vorliegen sollten. Da die Erwartungen für dieses Programm nach wie vor tief sind, besteht positives Überraschungspotenzial.

Bewertung und Finanzkennzahlen

Kurs CHF 159.20	2010A	2011E	2012E
P/E	12.5	12.8	11.5
EPS growth (%)	12.6	-2.9	11.4
EV/Sales	3.2	3.4	3.1
EV/EBITDA	8.3	8.6	7.6
Div. yield (%)	4.1	4.3	4.7

Quelle: Datastream, Daten per 31.12.2011

Bewertungsprämie nach wie vor bescheiden

Aufgrund der guten Studiendaten hat Roche gegenüber seinen Europäischen Konkurrenten wieder eine bescheidene Bewertungsprämie von rund 10% aufgebaut. Neben dem Umsatzwachstum, das im mittleren einstelligen Bereich liegen sollte, werden auch die Kosteneinsparungen, die der neue CFO Alan Hippe in Aussicht gestellt hat, und der Abbau der beim Kauf von Genentech eingegangenen Schulden in den nächsten Jahren das Gewinnwachstum antreiben. Angesichts dieser Wachstumsaussichten halten wir die Bewertung noch immer für attraktiv.

Dr. sc. nat. ETH David Kägi

SAP

SAP ist der weltweit grösste Anbieter von Unternehmenssoftware und das viertgrösste Unternehmen gemessen an der Marktkapitalisierung aller notierten Software-Hersteller. SAP entwickelt und vertreibt betriebswirtschaftliche Standardsoftware, Technologielösungen und branchenspezifische Applikationen. Die jüngsten Akquisitionen von Sybase und SuccessFactors haben die Basis für die mobile Nutzung eigener Lösungen sowie für eine rasche Verbreitung «Cloud» basierter Modelle gelegt. Die innovative in-Memory-Technologie (HANA) und die Mittelstandssoftware Business ByDesign (BYD) dürften zusätzliches, über dem Markt liegendes Wachstum generieren. SAP's solide Bilanz, das überdurchschnittliche Gewinnwachstum und der bisherige Leistungsausweis machen die Aktie attraktiv.

Die Nummer Eins für Unternehmenssoftware

SAP erzielte 2010 mit 54'000 Mitarbeitern einen Umsatz von EUR 12.5 Mrd. und einen Gewinn von EUR 2.7 Mrd. SAP ist das weltweit grösste Softwareunternehmen für Grosskonzerne. Über 180'000 Kunden in rund 120 Ländern vertrauen täglich auf SAP-Applikationen.

Was macht SAP interessant

SAP bedient viele der grössten internationalen Konzerne mit SW und Dienstleistungen und schafft damit die Basis für weitere Internationalisierung sowie die Nachfrage für neue Applikationen, Support und Wartung. Insbesondere in den letzten Jahren konnte SAP in Nordamerika gute Zuwachsraten erzielen, was letztendlich zur weiteren Verbreitung der von SAP angebotenen Lösungen geführt hat bzw. führen wird. Nach anfänglichen Schwierigkeiten einer KMU-Software ist SAP seit 2011 mit BYD in der Lage, auch kleinen Unternehmen eine Unternehmensapplikation mit einer «On Demand Lösung» zu bieten. Um das Produkt im Markt schnell einzuführen, hat sich SAP für ein Distributionsmodell entschieden. So soll z.B. der Verkauf des Produkts in China via China Telecom zusammen mit deren Kommunikationsdiensten erfolgen. Dank der Akquisition von Sybase dürften die mobilen Applikationen in den nächsten Jahren deutlich wachsen.

SAP-Umsatz nach Branche

Mio. EUR	Umsatz	Wachstum
Dienstleistungen	2'788	11%
Finanzdienstleistungen	1'058	16%
Öffentlicher Sektor	1'302	15%
Prozessindustrie	2'529	26%
Fertigungsindustrie	2'420	14%
Verbraucherindustrie	2'367	20%

Quelle: SAP; Jahreswerte 2010

Defensiver solider Wert

Das Umsatzmodell von SAP basiert zu über 50% auf wiederkehrenden Erträgen wie Lizenzen, Wartung und Software-Updates. Zudem setzt SAP auf ein umfassendes Leistungsangebot für bestehende Kunden. Produkte und Dienstleistungen werden in schneller Folge ergänzt.

SAP hat nach den jüngsten grossen Akquisitionen von Sybase und SuccessFactors weiterhin eine solide Bilanz mit flüssigen Mitteln von ca. EUR 2.0 Mrd. und nur eine leichte Netto-Verschuldung von EUR 1 Mrd., welche bis Jahresende 2011 wieder in eine Nettoliquidität zurückgeführt werden konnten.

Bewertung und Finanzkennzahlen

Kurs EUR 41.60	2010A	2011E	2012E
P/E	18.3	15.4	14.0
EPS growth (%)	22.7	19.4	10.0
EV/Sales	3.7	3.6	3.2
EV/EBITDA	10.3	10.0	9.1
Div. yield (%)	1.4	1.7	1.8

Quelle: Datastream, Daten per 31.12.2011

Obwohl SAP einer starken Konkurrenz (Oracle, Microsoft etc.) ausgesetzt ist, gehen wir davon aus, dass das Unternehmen dank Milliarden-Investitionen überproportional wachsen kann und das gesteckte Ziel von EUR 20 Mrd. Umsatz bis zum Jahr 2015 mit einer operativen Marge von 35% erreichen wird. Helfen werden das In-Memory Computing, Cloud Applikationen und Mobile Services, als neue, innovative Applikationen. SAP bekennt sich zur Nachhaltigkeit. SAP ist Vorbild für Wandel und gilt als zuverlässiger Partner, was unserem Investitionsfokus entspricht.

Oskar Schenker

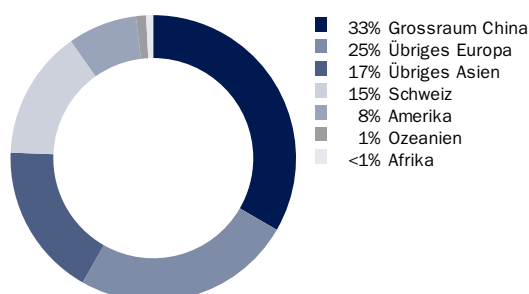
Swatch Group

Swatch Group verfügt mit der Produktionssparte und der Positionierung in allen Preissegmenten über eine einmalige Stellung in der Uhrenindustrie. Der Konzern wird für das Geschäftsjahr 2011 ein Rekordergebnis ausweisen können, obwohl der starke CHF das Resultat belastet. Mit der ausgezeichneten Positionierung in Asien verfügt Swatch Group über weiterhin hohes Wachstumspotenzial. Swatch Group gehören zu den Aktien, welche die höchsten Qualitätsansprüche erfüllen.

Einmalige Position in der Uhrenindustrie

Swatch Group verfügt als weltgrößte Uhrenherstellerin über eine sehr gute Marktstellung. Wertmässig repräsentiert die Gruppe rund ein Viertel der weltweiten Uhrenproduktion. Der Konzern ist im Fertighuhrenbereich mit 18 Marken (exkl. Tiffany) in allen Markt- und Preissegmenten vertreten. Hinzu kommt eine starke industrielle Position mit einem hohen Grad an Vertikalisierung im Bereich Uhrwerke und Komponenten sowie dem strategisch wichtigen Bereich Elektronische Systeme.

Umsatz nach Regionen (2010)



Quelle: Swatch Group, Sarasin

Starke Präsenz im Wachstumsmarkt Asien

Bis in fünf Jahren strebt Swatch Group einen Umsatz von CHF 10 Mrd. an (2010: CHF 6.4 Mrd.). Unseres Erachtens ist dies ein ambitioniertes, aber realistisches Ziel unter der Voraussetzung einer nicht weiteren Aufwertung des CHF. Die Bilanz mit einer Nettogeldposition von CHF 2.3 Mrd. und einer Eigenkapitalquote von 82.4% per Ende 2010 ist äusserst solide. Die Schweizer Uhrenexporte zeigen mit einem Plus von 19% trotz des starken CHF in den ersten elf Monaten 2011 im Vergleich zum Vorjahr die starke Nachfrage nach Schweizer Uhren. Von der langfristig ansteigenden Nachfrage nach Schweizer Uhren

wird die Gruppe überproportional profitieren. Swatch Group hat in den letzten drei Jahren substantiell Marktanteile gewonnen. Das Unternehmen ist im Wachstumsmarkt Asien – insbesondere in China – ausgezeichnet positioniert. Der Umsatzanteil in Asien betrug 2010 51% (rund 4% in Japan), was höher ist als bei den meisten anderen Luxusgüterunternehmen.

Aktien deutlich tiefer als Anfang 2011 bewertet

2011 verloren die Swatch Group Aktien 16% an Wert, obwohl das Unternehmen erneut ein Rekordergebnis ausweisen wird und die Konsensgewinnschätzungen seit Anfang Jahr angehoben wurden. Der Kursrückgang ist auf die gedämpften globalen konjunkturellen Aussichten und insbesondere Befürchtungen zurückzuführen, dass sich das Wachstum der chinesischen Wirtschaft stark abschwächen könnte. Wir rechnen nicht mit einem solchen Szenario, gehen aber 2012 vorübergehend von einer leichten Abschwächung der chinesischen Wirtschaft aus. Auch das Wachstumstempo der Uhrenexporte der vergangenen zwei Jahre dürfte sich - auch aus Kapazitätsgründen - nicht aufrechterhalten lassen. Dies ist unseres Erachtens jedoch im Kurs eingepreist. Die Bewertung der Aktien ist mit einem P/E 12E von 13.4 gemessen am Wachstumspotenzial attraktiv.

Bewertung und Finanzkennzahlen

Kurs CHF 351	2010A	2011E	2012E
P/E	17.7	15.1	13.4
EPS growth (%)	39.1	17.3	13.0
EV/Sales	3.3	2.3	2.0
EV/EBITDA	12.0	8.4	7.2
Div. yield (%)	1.4	1.8	2.0

Quelle: Datastream, Daten per 31.12.2011

Patrick Hasenböhler

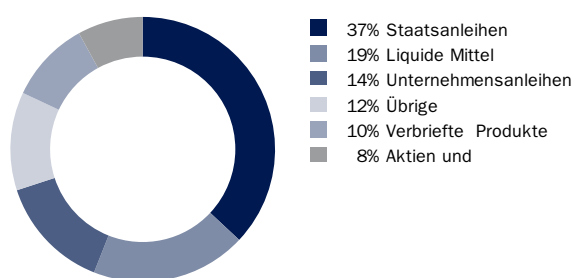
Swiss Re

Swiss Re hält als breit diversifizierter global tätiger Rückversicherer in den Bereichen Lebens- und Sachrückversicherungen eine starke Marktstellung. Zudem bietet das Unternehmen verbundene Dienstleistungen im Krankengeschäft an. Nachdem die Finanzkrise dem Rückversicherer stark zugesetzt und grosse Verluste ausserhalb des Kerngeschäfts beschert hatte, wurde die Fokussierung auf das Kerngeschäfts erfolgreich vorangetrieben. Swiss Re ist äusserst komfortabel kapitalisiert, verfügt über gute Wachstumsperspektiven und besticht durch eine attraktive Dividendenrendite.

Attraktive Rendite bei moderatem Risikoprofil

Mit einer mittlerweile konservativen Anlagepolitik und einem zunehmend profitableren Rückversicherungsgeschäft gewinnt Swiss Re sukzessive das Vertrauen der Kunden und Anleger zurück, welches während der Finanzkrise verloren gegangen war. Die kürzlich erfolgte Heraufstufung des S&P Ratings auf AA- war letztlich eine Folge der wiedererlangten Finanzstärke und der reduzierten Bilanzrisiken des Rückversicherers. Swiss Re gilt heute mit einem Überschusskapital von mehr als USD 5 Mrd. als der bestkapitalisierte Rückversicherer weltweit und verfügt über eine vernachlässigbar tiefes Engagement in Südeuropa. Das Anlageportfolio ist defensiv strukturiert – die Aktienquote wurde seit Mitte letzten Jahres nochmals zurückgefahren.

Anlageportfolio nach Kategorien (per Ende Juni 2011)



Quelle: Datastream, Sarasin

Breit diversifiziert

Swiss Re hat ihre Geschäftsaktivitäten global ausgerichtet. Die wichtigsten Märkte stellen die USA, Grossbritannien, Kontinentaleuropa sowie Asien/Ozeanien dar. Insbesondere in China erwartet Swiss Re für die Zukunft hohe Wachstumsraten. Wie das vergangene Jahr deutlich gezeigt hat, sind die Grossschadenereignisse ein wichtiger Werttreiber des Rückversicherungssektors. Die durch Erdbeben, Stürme und Überschwemmungen verursachten

Schäden führten 2011 bei den Rückversicherern zu hohen Schadenzahlungen. Diese belasten zwar die Gewinnausweise, werden aber dem Geschäftsmodell entsprechend über Rückstellungen zumindest teilweise aufgefangen. Zudem hat ein grosses Schadenaufkommen einen positiven Preiseffekt, da die Nachfrage nach Versicherungen in solchen Situationen zu- und das Angebot (aufgrund fehlender Kapitalreserven einiger Versicherer) abnimmt, wodurch bei den verbleibenden Versicherern die Margen und das Geschäftsvolumen ansteigen.

Bewertung und Finanzkennzahlen

Kurs CHF 47.90	2010A	2011E	2012E
P/E	20.3	10.0	7.9
EPS growth (%)	59.5	103.4	25.6
ROE (%)	5.6	6.8	8.6
P/B	0.7	0.7	0.6
Div. yield (%)	5.7	5.9	6.5

Quelle: Datastream, Daten per 31.12.2011

Gut positioniert für zukünftiges Wachstum

Die kürzlich erfolgte Umstrukturierung in die drei Geschäftseinheiten Rückversicherung, Corporate Solutions und Admin Re hat sowohl die Transparenz verbessert, als auch eine erhöhte operative Flexibilität zur Folge. Swiss Re's ausserordentlich hohe Kapitalisierung, gekoppelt mit der starken Präsenz im Wachstumsmarkt Asien und dem per Ende 2012 auslaufenden Quota-Share Agreement mit Berkshire Hathaway (Risikoübernahme für 20% des Property/Casualty-Geschäfts von Swiss Re während 5 Jahren) versprechen hohe künftige Wachstumsraten. Mit Blick auf die gängigen Bewertungsparameter Price/Book, Price/Earnings und der Dividendenrendite ist die Swiss Re-Aktie im Konkurrenzvergleich attraktiv bewertet und verfügt über ein erhebliches Kurspotenzial.

Martin Schwab, CFA, CAIA

Abkürzungen

A	Aktuelle Preisdaten
abs. Veränderung	absolute Veränderung
ASW	Asset Swap Spread
avg.	average = Durchschnitt
BIP	Bruttoinlandprodukt
Bp	Basispunkt
CDS	Credit Default Swap = Kreditausfall-Swap
corp.	corporate
CPI	Consumer Price Index = Konsumentenpreisindex
Credit spread	Kreditrisikoprämie
BSP	Bruttosozialprodukt
Div. Yield oder DY	Dividend Yield = Dividendenertrag
E	Estimate = Schätzung
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes = Gewinn vor Zinsen und Steuern
EPS	Earnings Per Share = Gewinn pro Aktie
EV/EBITDA	Enterprise Value to Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation = Verhältnis des Unternehmenswertes zu Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisation
F&E	Forschung & Entwicklung
exkl.	exklusiv
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles = Allgemein anerkannte Rechnungsgrundsätze der Vereinigten Staaten
ggü Vj.	gegenüber Vorjahr
GJ	Geschäftsjahr
gov.	government
M&A	Mergers & Acquisitions = Fusionen und Übernahmen
mavg	moving average = gleitender Durchschnitt
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
N.A.	Not Available = nicht verfügbar
p.a.	per annum = pro Jahr
P/B	price-to-book ratio = Kurs-Buchwert-Verhältnis
P/E oder KGV	Price-to-Earnings Ratio = Kurs-Gewinn-Verhältnis
P/NAV	price/net asset value = Preis/Nettoinventarwert
R.H. Scale	Right Hand Scale = rechte Skala
ROE	return on Equity = Eigenkapitalrendite
SAA	Strategic Asset Allocation = langfristige Strategie aufgrund des Anlageprofils
TAA	Tactical Asset Allocation = kurzfristige Strategie aufgrund der Rendite-Risiko-Erwartung
vgl.	vergleichen
vs.	versus
yoy	year over year = gegenüber Vorjahr

Research

Dr. Jan Amrit Poser
Leiter Research

Tel. +41 44 213 92 81
jan.poser@sarasin.ch

Economic Research

Dr. Jan Amrit Poser
Chefökonom

Tel. +41 44 213 92 81
jan.poser@sarasin.ch

Dr. Alessandro Bee
Zinsstrategie

Tel. +41 44 213 92 83
alessandro.bee@sarasin.ch

Ursina Kubli
Währungsstrategin

Tel. +41 44 213 92 80
ursina.kubli@sarasin.ch

Strategy Research

Philipp Bärtschi, CFA
Chefstrategie

Tel. +41 44 213 95 72
philipp.baertschi@sarasin.ch

Peter Bezak
Portfoliostrategie

Tel. +41 44 213 90 80
peter.bezak@sarasin.ch

Dr. Jianyong Wen
Quantitativer Analyst

Tel. +41 44 213 97 40
jianyong.wen@sarasin.ch

Credit Research

Benoît Robaux
Leiter Credit Research

Tel. +41 44 213 97 91
benoit.roboux@sarasin.ch

Stevan Bajic
Kreditstrategie

Tel. +41 44 213 95 33
stevan.bajic@sarasin.ch

Fund Research

Irene Huber, CFA
Fund Research

Tel. +41 44 213 93 13
irene.huber@sarasin.ch

Equity Research

Peter Casanova, CFA
Leiter Aktienresearch

Tel. +41 44 213 94 99
peter.casanova@sarasin.ch

Patrick Hasenböhler
Stv. Leiter Aktienresearch
Konsumgüter, Medien, Diverse Dienstleistungen

Tel. +41 44 213 94 81
patrick.hasenboehler@sarasin.ch

Dr. Philipp Gamper
Industrie, Chemie, Bau und Automobil

Tel. +41 44 213 94 97
philipp.gamper@sarasin.ch

Ute Haibach, CEFA
Metalle & Bergbau, Telekom, Immobilien

Tel. +41 44 213 96 76
ute.haibach@sarasin.ch

Dr. David Kägi
Gesundheitswesen

Tel. +41 44 213 94 82
david.kaegi@sarasin.ch

Michael Romer
Energie, Versorger, Konsumgüter

Tel. +41 44 213 94 84
michael.romer@sarasin.ch

Oskar Schenker
Informationstechnologie, Industrie

Tel. +41 44 213 94 88
oskar.schenker@sarasin.ch

Martin Schwab, CFA, CAIA
Versicherungen, Erneuerbare Energie

Tel. +41 44 213 97 45
martin.schwab@sarasin.ch

Rainer Skierka
Banken, Immobilien

Tel. +41 44 213 94 98
rainer.skierka@sarasin.ch

Allgemeiner Offenlegungshinweis:

Für detaillierte Informationen hinsichtlich der Offenlegungspflichten zu den in dieser Publikation erwähnten Unternehmen verweisen wir auf unsere Publikationen «EquityNote» sowie auf das «Fact Sheet» des «Equity Research».

Wichtiger Hinweis

Diese Publikation der Bank Sarasin & Cie AG («BSC») wurde aus öffentlich zugänglichen Informationen, Quellen und Daten («Informationen») erstellt, an deren Zuverlässigkeit keine Zweifel bestehen. Trotzdem kann die BSC weder eine vertragliche noch eine stillschweigende Haftung dafür übernehmen, dass diese Informationen korrekt und vollständig sind. Mögliche Fehler dieser Informationen bilden keine Grundlage für eine direkte oder indirekte Haftung der BSC. Insbesondere sind weder die BSC, noch die Aktionäre der Bank oder die Mitarbeiter dafür verantwortlich, dass die hier geäußerten Meinungen, Einschätzungen, Schlussfolgerungen, Pläne oder Details über Anlagefonds, die Strategien derselben, das volkswirtschaftliche Umfeld, das Markt-, Konkurrenz- oder regulatorische Umfeld etc. zutreffend sind und unverändert bleiben. Selbst wenn diese Publikation im Zusammenhang mit einem bestehenden Vertragsverhältnis abgegeben wurde, ist die Haftung der BSC auf grobe Fahrlässigkeit oder Absicht beschränkt. Darüber hinaus lehnt die BSC die Haftung für geringfügige Unkorrektheiten ab. In jedem Falle ist die Haftung der BSC auf denjenigen Betrag beschränkt, wie er üblicherweise zu erwarten wäre. Die Haftung für indirekte Schäden wird ausdrücklich abgelehnt.

Soweit Angaben über Tatsachen sowie Werturteile Dritter (Interpretationen und Schätzungen) dargestellt werden, sind diese mit den jeweiligen Quellen versehen. Eigene Werturteile (Hochrechnungen und Vorhersagen), die das Ergebnis der Arbeit der Research-Abteilung der BSC reflektiert, werden nicht gesondert gekennzeichnet oder hervorgehoben. Die wesentlichen Grundlagen und Maßstäbe eigener Werturteile sind in den Grundlagen der Research Methodologie dargelegt.

Bei der Erstellung des Researchs wurden folgende Bewertungsgrundlagen und -methoden genutzt:

Die Anlageentscheidungen der Analysten basieren auf der Analyse des Geschäftsmodells des jeweiligen Unternehmens, des Marktes, an dem es vertreten ist, und allgemeiner Marktcharakteristika (Porteranalyse: Markteintrittsbarrieren, Verhandlungsmacht der Zulieferer, Verhandlungsmacht der Käufer, Substitutionsgefahr und Wettbewerbsstärke). Die Analysten vergleichen ihre Ergebnisse mit den aktuellen Markterwartungen und den entsprechenden Daten für die Vergleichsgruppe des Unternehmens. Je nach Branche werden unterschiedliche Bewertungskennzahlen verwendet. Zu den wichtigsten zählen KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis), KBV (Kurs-Buch-Verhältnis), EV/Umsatz (Verhältnis des Unternehmenswertes zu Umsatz), EV/EBITDA (Verhältnis des Unternehmenswertes zu Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisation auf materielle sowie immaterielle Vermögenswerte), EV/EBIT (Verhältnis des Unternehmenswertes zu Gewinn vor Zinsen und Steuern) und Dividendenrendite (Verhältnis von Dividende zu gegenwärtigem Aktienkurs). Wir setzen keine Kursziele für die durch unser Equity Research abgedeckten Unternehmen. Die vorliegende Finanzanalyse wurde gemäss den «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» erstellt, die im Januar 2008 von der Schweizerischen Bankiervereinigung herausgegeben wurde. Die vorliegenden Finanzanalysen/Researchergebnisse wurden vor deren Weitergabe oder Veröffentlichung dem Emittenten nicht zugänglich gemacht.

Bei dieser Publikation handelt es sich um eine Marketing-Kommunikation der BSC, die zu reinen Informationszwecken dient und nicht den Anspruch, die vollständige Darstellung der Produkteigenschaften zu enthalten, erhebt. Diese Publikation stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar und ersetzt nicht die unerlässliche Beratung und Risikoaufklärung – die wir Ihnen vor jeder Anlageentscheidung ausdrücklich empfehlen – durch Ihren persönlichen Berater. Die BSC kann jederzeit für die in dieser Publikation erwähnten Anlagefonds eine Kaufs-, Verkaufs-, Zeichnungs- oder Rückgabeposition einnehmen oder als Auftraggeber bzw. Mandatsträger auftreten. Es ist möglich, dass BSC für gewisse hierin bezeichnete Anlagefonds Vertriebsentschädigungen oder Bestandespflegekommissionen vereinnahmen kann. Diese stellen Entschä-

digungen für die Benutzung des Vertriebskanals von BSC dar und stehen grundsätzlich nicht den Investoren zu. Soweit im Rahmen dieser Publikation zukünftige Wertentwicklungen dargestellt werden, beruhen diese und/oder die diesbezüglichen Empfehlungen unter anderem auf Prognosen für die zukünftige Entwicklung der Finanzmärkte und entsprechenden Simulationen. Diese Prognosen und Simulationen wiederum beruhen vor allem auf Erfahrungen und konkreten Wertentwicklungsdaten der Vergangenheit. Wir möchten Sie ausdrücklich darauf hinweisen, dass historische Wertentwicklungsdaten, Prognoseberechnungen und sonstige Simulationen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind. Eine Garantie für das Eintreten der prognostizierten Werte der Modellrechnungen können wir daher nicht übernehmen. Bei der Performanceberechnung wurden allfällige Gebühren und Kosten nicht berücksichtigt. Wenngleich bei der BSC Massnahmen getroffen wurden, damit Interessenkonflikte vermieden oder offengelegt werden, so kann BSC dies nicht zusichern. Folglich kann BSC keine Haftung aus solchen Interessenkonflikten übernehmen. Sollten die von der Bank getroffenen organisatorischen bzw. verwaltungstechnischen Massnahmen nicht ausreichen, um nach vernünftigem Ermessen zu gewährleisten, dass das Risiko der Beeinträchtigung von Kundeninteressen vermieden wird, wird die Bank dem Kunden die Art und/oder Ursache der Konflikte eindeutig darlegen. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass ein analysiertes Unternehmen mit Unternehmen der Sarasin Gruppe in Geschäftsverbindung steht, woraus sich ein potenzieller Interessenkonflikt ergeben könnte. In von der Bank verbreiteten Finanzanalysen werden Sie als Kunde über relevante potenzielle Interessenkonflikte informiert.

Es können sich Abweichungen zu eigenen Finanzanalysen ergeben, aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen.

Die BSC untersteht der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA).

Investition

Wir empfehlen Ihnen vor einer Investition detaillierte Informationen über das jeweilige Produkt einzuholen. Sämtliche Investitionen sollten nur auf der Basis des aktuellen Prospekts vorgenommen werden. Dieses Dokument darf nicht an Personen in ein Land übermittelt werden, ausserhalb welchem Sie es empfangen haben. Sollten Personen mit Domizil in anderen Staaten diesen Report erhalten, haben sie die geltenden Verkaufsbeschränkungen für die entsprechenden Produkte zu beachten.

Diese Publikation wurde am 04. Januar 2012 veröffentlicht. Aktualisierungen sind nicht vorgesehen. In der Publikation geäußerte Meinungen und Preise können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden.

Der gesamte Inhalt dieser Publikation ist urheberrechtlich geschützt (alle Rechte vorbehalten). Das Verwenden, Modifizieren oder Vervielfältigen im Ganzen sowie in Teilen darf allein zum privaten, nicht kommerziellen Gebrauch des Interessenten erfolgen. Dabei dürfen Urheberrechtshinweise und Markenbezeichnungen weder verändert noch entfernt werden. Jede darüber hinausgehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die BSC. Dies gilt auch für die Weitergabe dieser Publikation.

Bank Sarasin & Cie AG
Sarasin Research
Löwenstrasse 11
Postfach
CH-8022 Zürich
Schweiz
Telefon +41 44 213 94 76
Fax +41 44 213 92 66
research@sarasin.ch

© Copyright Bank Sarasin & Cie AG. Alle Rechte vorbehalten.



SARASIN

Investieren

Sie in die Zukunft.

In ihr werden Sie
leben.

Zukunft ist der Ort, wo Sie sehr wahrscheinlich den Rest Ihres Lebens verbringen werden. Wie gut, das können Sie bestimmen.

In nachhaltige Technologien investieren können Sie schon heute und mit niemand Berufenerem als mit der Bank Sarasin, die nachhaltiges Investieren bereits seit 20 Jahren vorantreibt.

www.sarasin.com

Nachhaltiges Schweizer Private Banking seit 1841.