



SARASIN

# Strategieausblick

Quartals-Newsletter

Nr. 05 | März 2010

## Editorial



**Burkhard Varnholt**  
Chief Investment  
Officer



**Guy Monson**  
Vorsitzender des  
Investment  
Policy Committee

Die Märkte werden derzeit offenbar von makroökonomischen und politischen Strömungen und nicht von robusten Unternehmensgewinnen getrieben. Meldungen über die Griechenlandkrise, eine politische Straffung in China und die symbolische Anhebung des US-Diskontsatzes füllen zwar die Schlagzeilen, lenken aber davon ab, dass sich die Unternehmen weltweit gesunder Gewinne erfreuen. Wir empfehlen daher reale, ertragsstarke und inflationsgeschützte Anlagen, d.h. globale Blue Chips mit starken Cashflows, deren Renditen derzeit in der Nähe bzw. auf dem Niveau von Staatsanleihen liegen. Unsere Vision ist ein neues «Nifty Fifty»-Universum internationaler Super-Cap-Aktien, die von einer Renaissance der Aktienbewertungen profitieren, welche in erster Linie von institutionellen Investoren ausgeht, die das Risiko von Staatsanleihen umgehen möchten. Unser Fokus auf Dividenden im Zusammenhang mit dem globalen Wachstum soll auch vor Inflation schützen – ein Dauerrisiko für längerfristig angelegte Stiftungs- und Privatkundengelder.

## Konjunkturausblick

# Auf den Cashflow der Unternehmen setzen – selten war dies billiger möglich

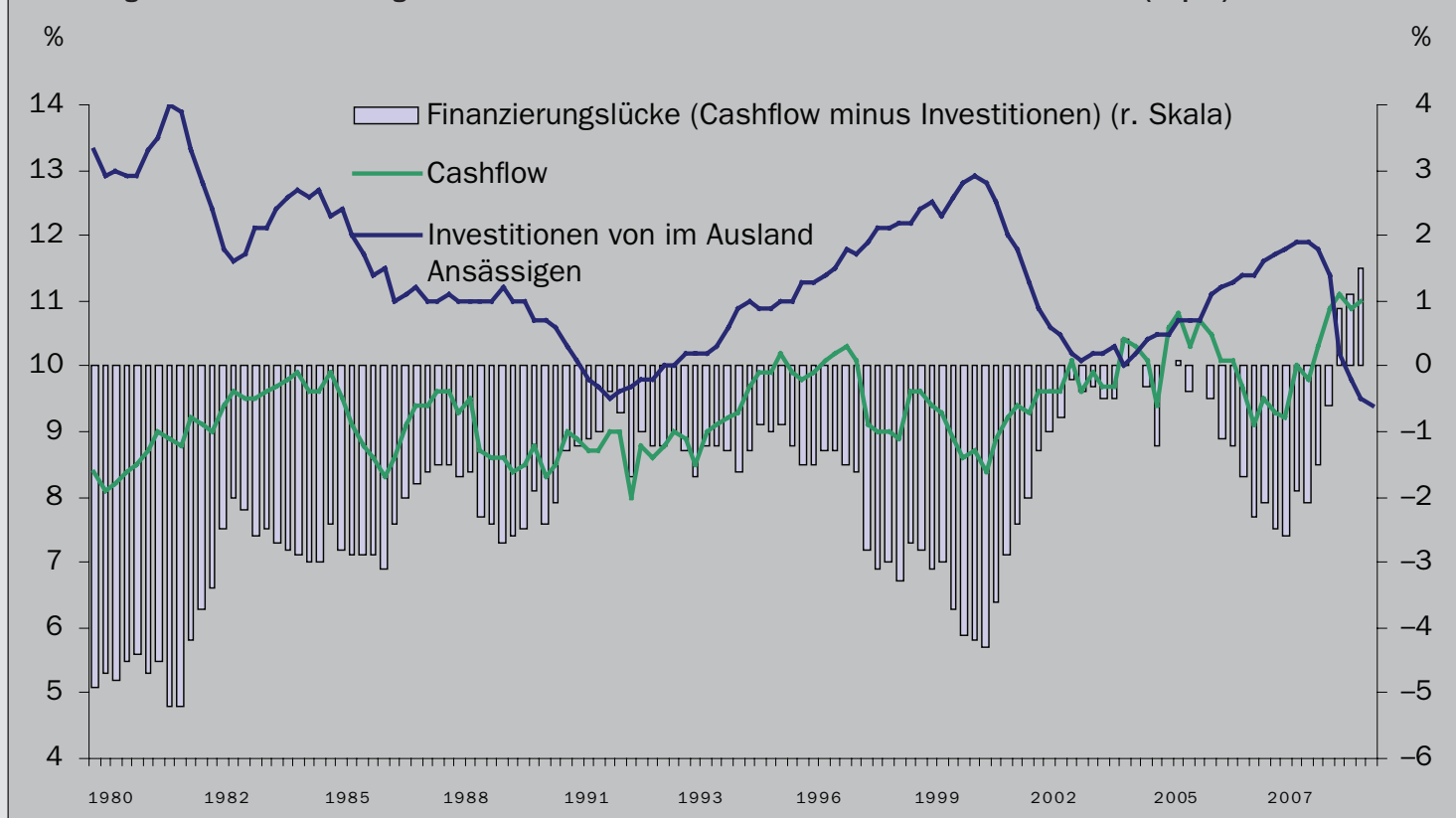
Die Finanzmärkte werden derzeit stärker von makroökonomischen und politischen Strömungen getrieben als von den zunehmend stabilen und robusten Gewinnausweisen der Unternehmen, die sich an den globalen Märkten auf immer breiterer Basis abzeichnen. Die anhaltenden Sorgen in Bezug auf den griechischen Staatshaushalt, Gerüchte über eine straffere Politik in China (vielleicht ein Vorläufer für eine Aufwertung der chinesischen Währung?) und die grösstenteils symbolische Anhebung des Diskontsatzes in den USA füllen die Schlagzeilen besser als Berichte über eine stetige Erholung der Unternehmensgewinne, rekordhohe Cashflows und ein ambitioniertes Dividendenwachstum bei vielen unserer thematischen Blue Chips. Wir sehen darin eine Chance für die Anleger und einen Wegbereiter für eine Renaissance der Aktienbewertungen einer neuen globalen «Nifty Fifty»-Gruppe internationaler Super Caps. Die Tatsache, dass die Cashflows der Unternehmen die Erwartungen übertreffen, dürfte die Anleger angesichts der anhaltenden globalen Erholung nicht überraschen. Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat seine Wachstumschätzungen für 2010 von 3,1% auf 3,9% angehoben. Das US-BIP ist im 4. Quartal 2009 – zugegebenermassen bestandsbedingt – um ganze 5,9% gestiegen, und zu-

dem ist der Index des Institute of Supply Management (ISM-Index) deutlich stärker als erwartet auf 58,4 Punkte und damit auf den höchsten Stand seit April 2004 gestiegen. Auch in anderen Wirtschaftsräumen brachten Umfragen im verarbeitenden Gewerbe ähnliche Ergebnisse. In Anbetracht dieses robusten industriellen Hintergrunds erklärt sich die vergleichsweise enttäuschende Entwicklung der globalen Aktienmärkte in diesem Jahr mit der Sorge über eine straffere Geldpolitik und die Rücknahme der ausserordentlichen politischen Anreize. Realistischerweise besteht das Risiko von Veränderungen der Kernzinsen nur in den Schwellenländern und anderen rohstoffbezogenen Volkswirtschaften. Strengere Mindestreserveanforderungen an die Banken werden umgesetzt bzw. erwartet in China, Indien und einigen kleineren asiatischen Volkswirtschaften, die allesamt eine steigende Gesamtinflation verzeichnen. Vor allem gilt dies dort, wo die Währungen an den US-Dollar gekoppelt sind.

**In den entwickelten Ländern wird weiter eine ultralockere Geldpolitik verfolgt werden**

Für einen gewissen Ausgleich sorgt dabei, dass in Europa noch längere Zeit mit einem lockeren geldpolitischen Umfeld gerechnet

**Abbildung 1: Positive Finanzierungslücke erhöht Cashflow-Dividenden und letztlich auch Investitionen (Capex)**



wird. Die Märkte gehen davon aus, dass die Europäische Zentralbank (EZB) davor zurückschrecken wird, die Zinsen im Zuge der sich manifestierenden Haushaltskrisen in den Peripherieländern anzuheben. So ist z.B. die Rendite zweijähriger deutscher Anleihen in den letzten drei Monaten um 24 Bp gesunken. In Japan sind die Deflationsängste zurückgekehrt. Der BIP-Deflator ist im letzten Monat um 3% und damit stärker als je zuvor gesunken. Der neue Finanzminister Naoto Kan hat dem deflationären Umfeld den Kampf angesagt. Vergangene Woche erklärte er gegenüber der Zeitung Yomiuri, dass es viele Wege gibt, dieses Ziel zu erreichen, und dass die Regierung alles in ihrer Macht stehende tun wird. Zudem äusserte er die Hoffnung, dass die Bank of Japan eine angemessene Geldpolitik verfolgen wird. Mit anderen Worten: Die ultralockere Geldpolitik, die quantitative Lockerung und die massiven Liquiditätsspritzen werden in Japan noch viele Monate lang an der Tagesordnung bleiben.

**Cashflows der Unternehmen verbessern sich weiter**

Vor diesem Hintergrund raten wir weiterhin zu einem Schwerpunkt auf reale, ertragsstarke und inflationsgeschützte Anlagen.

Dabei handelt es sich grösstenteils um globale Blue Chips, die sich durch starke Cashflows auszeichnen, und deren Renditen derzeit in der Nähe bzw. auf dem Niveau von Staatsanleihen liegen. Da die Währungsaufwertung in der Region weiter anhält, verstärken wir zudem unser Engagement in Anleihen der Schwellenländer. Gleichzeitig weisen unsere Anleihenpositionen an den westlichen Märkten nach wie vor kurze Laufzeiten auf, um so Krisen in strukturell schwachen Ländern – einschliesslich Grossbritannien – zu umgehen, bis wir auf Seiten der Politik eine echte Entschlossenheit zu Haushaltskürzungen über Jahre hinweg ausmachen. Unsere gezielte Fokussierung auf Unternehmen mit starken Cash- und Dividenden-Strömen, die in Bezug zum Wirtschaftswachstum stehen, soll aber vornehmlich vor einer Inflation schützen, die einen einfachen Ausweg für in Bedrängnis geratene Politiker darstellen würde. Sogar der IWF-Chefvolkswirt hat sich kürzlich dazu geäussert, wie wünschenswert höhere Inflationsraten sind. Vor 20 Jahren sagte der damalige Bundesbankpräsident Otmar Enninger: «Wer mit der Inflation flirtet, wird von ihr geheiratet». Unseres Erachtens ist die Inflation über den Rest des Jahrzehnts nach wie vor ein ernst-

haftes Risiko für langfristig ausgerichtete Stiftungs- und Privatkundenanlagen.

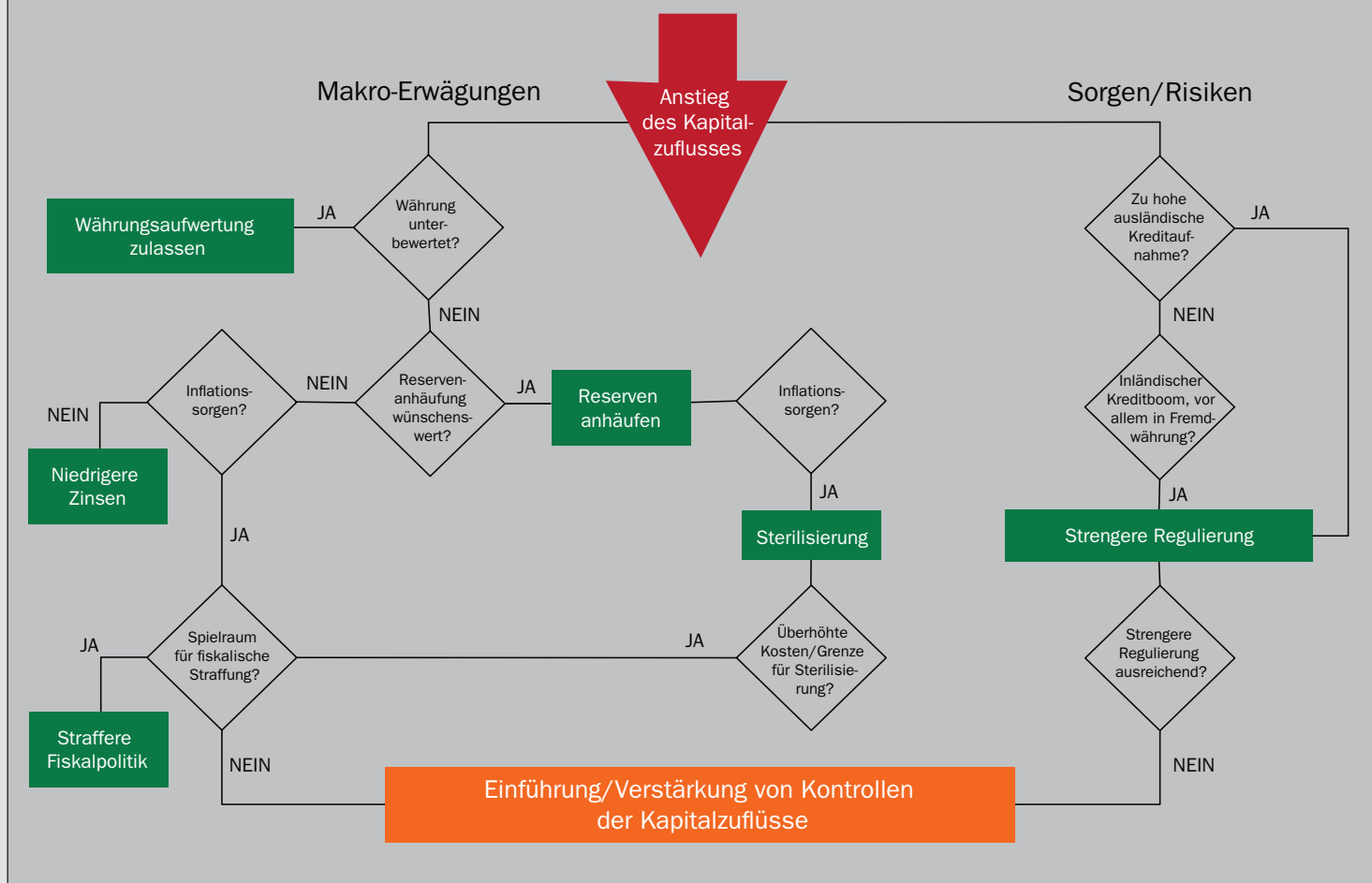
**Wirtschaftlicher Hintergrund: Eine Welt mit vielen Geschwindigkeiten ...**

Die Weltwirtschaft verzeichnet weiterhin auf breiter Basis eine Erholung, die sich mit verschiedenen Geschwindigkeiten manifestiert. In den Industrieländern hat das ultraniedrige Zinsniveau nicht nur schädliche Schulden- und Entschuldungszyklen ausgelöst, sondern auch den Grundstein für eine nachhaltige – wenn auch gedämpfte – Erholung gelegt. Gleichzeitig sorgen in vielen Schwellenländern feste Wechselkursregime dafür, dass die äusserst tiefen G7-Zinsen auf die starken inländischen Wirtschaftsräume durchschlagen. Das Wachstum dieser Schwellenländer erlebt eine robuste Erholung verbunden mit dem dringenden Bedarf an monetärer Unabhängigkeit oder flexibleren bzw. besseren Wechselkurssystemen.

**... die sich allmählich von einem Lager- zu einem Investitionszyklus hin bewegt**

In den USA ist der Lagerzyklus in eine investitionsbedingte Erholung übergegangen. Dies zeigt der annualisierte Anstieg der Anlageinvestitionen in den USA im 4. Quartal

Abbildung 2: Es wird kompliziert: Das nicht gerade einfache IWF-Rezept zur Behandlung von Kapitalzuflüssen



2009 von 18,2% gegenüber dem Vorquartal. Aufgrund der schnellen Wertminderung von IT-Gütern und des massiven Investitionsrückgangs auf dem Höhepunkt der Krise müssen die Unternehmen nunmehr dringend veraltete Anlagen ersetzen. Insgesamt verfügen die Unternehmen über ausreichende interne Mittel für die Finanzierung dieser Investitionen. Als Folge der Massnahmen zur Kostensenkung bewegt sich die US-Finanzierungslücke (Differenz zwischen Cashflow und Investitionen) derzeit auf einem historischen Hoch von 1,5% des BIP. Allerdings sind positive Signale vom Arbeitsmarkt und den Verbrauchern nach wie vor die fehlenden Glieder der Kette einer rascheren Erholung.

In Europa scheint die Entwicklung derzeit im Zeitlupentempo zu verlaufen, denn die Hypotheken der Vergangenheit sind hoch: Die überschuldeten Haushalte in Spanien und Irland müssen entschuldet und die Wettbewerbsfähigkeit sowie die öffentlichen Finanzen in den Peripherieländern der Eurozone wieder hergestellt werden. Die vergleichs-

weise bessere Situation in Deutschland und – in geringerem Masse – auch in Frankreich sowie die jüngste Abwertung des Euro können dies nur zum Teil ausgleichen.

#### Europäische Exporteure applaudieren dem griechischen Finanzminister

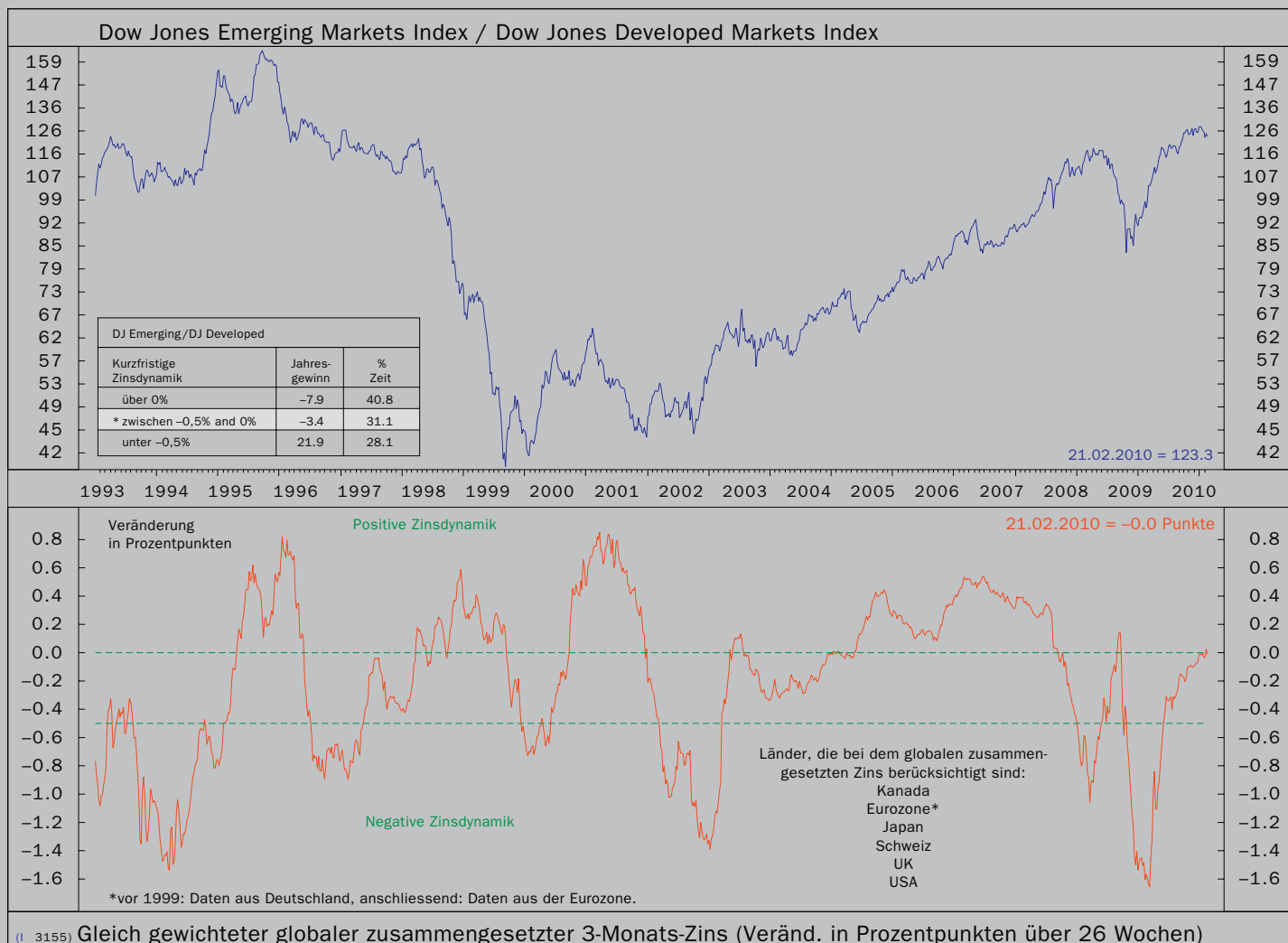
Auf Unternehmensebene zeigt sich ein anderes Bild. Die Bewertungen sind extrem niedrig, sodass die deutschen und französischen Exporteure dem griechischen Finanzminister zweifelsohne applaudieren, da infolge der im November begonnenen Haushaltskrise ein dringend erforderlicher Rückgang des gewogenen Aussenwerts des Euro um 5,5% verzeichnet wurde. Wir halten weiterhin eine Rettung («Bailout») für den leichtesten und kostengünstigsten Weg, das Risiko des Übergreifens auf andere Peripherieländer einzudämmen. In dieser Hinsicht erscheint Griechenland gewissermassen zu klein zum Scheitern («too small to fail»). Zudem wäre die Euro-Abschwächung den Unternehmensgewinnen förderlich.

Asien und vor allem China sind dem Rest der Welt einen Schritt voraus. Massive fiskalische Anreize und ein rapides Kreditwachstum bewirkten bereits im 2. Quartal 2009 eine Erholung der Investitionstätigkeit, sodass die chinesischen Investitionsausgaben in der 2. Jahreshälfte 2009 um 32,5% im Vorjahresvergleich stiegen.

#### Die Fed demonstriert ihre Unabhängigkeit vom Kongress

Einen Monat nach der dramatischen Wiederwahl von Ben Bernanke sorgte – während der Kongress weiterhin über das künftige Ausmass seiner Macht debattierte – der plötzliche Rücktritt des Vizepräsidenten der US-Notenbank, Donald Kohn (67), am 1. März für weitere Unsicherheit hinsichtlich der US-Geldpolitik. Die geldpolitischen Entscheidungen der Fed werden erneut durch die Regierung beeinflusst werden, da neben dem Nachfolger von Kohn zwei weitere Mitglieder des Federal Open Market Committee (FOMC) ernannt werden müssen. Allerdings hat die Fed bereits mit der Umsetzung ihrer «Exit»-

**Abbildung 3: Schwellenmärkte zeigen bei steigenden Zinsen üblicherweise eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung**



©Copyright 2010 Ned Davis Research, Inc. Weitere Verbreitung ohne vorherige Zustimmung untersagt. Alle Rechte vorbehalten. Vgl. NDR Disclaimer unter [www.ndr.com/copyright.html](http://www.ndr.com/copyright.html). Datenanbieter-Disclaimers unter [www.ndr.com/vendorinfo/](http://www.ndr.com/vendorinfo/).

Strategie begonnen und das Ende einiger aussergewöhnlicher Liquiditätsprogramme angekündigt sowie in einem beherzten Schritt den Diskontsatz um 25 Bp auf 0,75% angehoben.

Letzteres war zweifelsohne eine Demonstration der nach wie vor intakten Unabhängigkeit der Fed. Es handelt sich zudem um ein Zeichen des Vertrauens in die grundlegende Stärke der US-Konjunkturerholung. Da zahlreiche Fed-Vertreter den Anlegern versichert haben, dass mit der Anhebung ausschliesslich ein Ausstieg aus den aussergewöhnlichen Kreditfazilitäten angestrebt wird, dürfte sie durch die globalen Märkte zunehmend positiv aufgenommen werden. Kurzfristig wird die unkonventionelle Straffungsmassnahme voraussichtlich aber für weitere mak-

roökonomische Herausforderungen in Ländern mit starker Dollar-Bindung sorgen, die auf konventionellere politische Instrumente, wie die Fed Funds Rate, ansprechen. Bleiben die Zinsen niedrig, werden die Schwellenmärkte weiter mit Liquidität überschwemmt werden.

In Europa werden angesichts der Schwierigkeiten in den Peripherieländern aggressive Massnahmen zur Haushaltskonsolidierung eingeleitet, sodass mit einer ersten Zinsstrafung nicht vor Anfang 2011 zu rechnen ist.

**Eine Neubewertung des Renminbi dürfte den Druck verringern**

In einem Umfeld, das von einem Übermass an Liquidität, starkem Kreditwachstum und zunehmendem Inflationsdruck geprägt ist,

sind erneut Gerüchte über eine bevorstehende Neubewertung des Renminbi durch die Verantwortlichen in China aufgekommen. Der genaue Zeitpunkt solch einer folgenreichen Massnahme ist unklar.

In der Theorie dürfte eine stärkere chinesische Währung zu einem ausgewogeneren globalen Wachstum führen. Ein schwächerer Dollar würde dem US-Export zugutekommen, und der stärkere Renminbi sollte zu einer Verlangsamung von Liquiditätszuflüssen führen, was den Kreditzyklus beruhigen und das Risiko von spekulativer Überhitzung verringern würde.

Während diese Entwicklung mittelfristig vielversprechend für die Aktienmärkte ist, sind auf kurze Sicht höhere Volatilität und erneu-

ter Abwärtsdruck auf die Aktienkurse nicht auszuschliessen. In der Vergangenheit verzeichneten Schwellenmarktaktien tendenziell eine deutlich geringere Wertentwicklung (i) in einem Umfeld steigender Zinsen und (ii) in Phasen von Wechselkursvolatilität.

Andere asiatische Währungen dürften dem Beispiel des Renminbi folgen, insbesondere jene aus Ländern mit solider Aussenbilanz. Dies hätte einen Wettbewerbsverlust der regionalen Exporteure und somit einen negativen Effekt auf die lokalen Aktienmärkte zur Folge. Von dieser Entwicklung profitieren dürften dagegen nicht nur die Unternehmen aus den USA, sondern auch jene aus Ländern, die zuletzt Marktanteile gegenüber China verloren haben – Grenzmärkte («frontier markets») wie Mexiko, Marokko und sogar Vietnam. Möglicherweise empfiehlt sich eine Umschichtung von BRIC-Ländern hin zu diesen Märkten.

#### **Wird Grossbritannien unter Zweittrundeneffekten leiden?**

Die globalen Finanzmärkte haben seit Ende letzten Jahres unter den Zweittrundeneffekten der Krise zu leiden: erst die dramatische Dubai-Umschuldung und dann die griechische Tragödie. Die anfälligsten – und am stärksten verschuldeten – Volkswirtschaften werden künftig genau durch den Markt beobachtet werden. Während die Hauptaufmerksamkeit bis auf Weiteres den Peripherieländern der Eurozone gilt, könnte auch Grossbritannien im Vorfeld der Wahlen auf den Prüfstand gestellt werden, zumal das Risiko steigt, dass ein Parlament ohne klare Mehrheitsverhältnisse gewählt wird. Die Gilt-Renditen haben das Niveau von 4% deutlich überschritten und werden voraussichtlich, anders als 2009, vorerst nicht wieder sinken. Letztes Jahr waren die zehnjährigen Gilt-Renditen bei jedem ihrer vier Anstiege auf ca. 4% anschliessend infolge der Ankündigung quantitativer Lockerungsmassnahmen wieder gesunken. Da die quantitative Lockerung mittlerweile beendet ist, stellt sich nun die Frage, welches Niveau die Renditen ohne die Unterstützung der Bank of England erreichen werden. Wir sehen zwar allmählich Wertpotenzial bei einigen britischen Inlandstiteln. Angesichts der Risiken am Häusermarkt, des nach wie vor fragilen Banksystems und der instabilen Geldmärkte besteht im 1. Halbjahr 2010 jedoch weiter-

hin ein erhebliches Event-Risiko in Grossbritannien.

#### **Gewinne und Investitionen (Capex)**

In Europa haben fast 29% der massgebenden Unternehmen ihre Ergebnisse für das 4. Quartal bereits bekannt gegeben. Insgesamt übertrafen die positiven die negativen Überraschungen um 19%; der historische Durchschnitt liegt bei +16%. Dies ähnelt im Wesentlichen der Berichtssaison für das 4. Quartal in den USA, wo 73% der Unternehmen aus dem S&P 500 die Erwartungen übertrafen; ein Wert, der bisher nur im 3. Quartal 2009 übertroffen wurde (78,7%). Das Wachstum bei Gewinnen und Umsätzen (ohne Finanzsektor) belief sich auf 13,8% bzw. 3,6% und übertraf damit die Erwartungen um 9,6% bzw. 1,9%, was – neben den strengen Kostenkontrollen – für den starken globalen Cashflow verantwortlich ist.

Der Technologiesektor erlebte eine besonders bemerkenswerte Entwicklung und erzielte im 4. Quartal ein Gewinnwachstum von 57% (erwartet: 24%) und eine Umsatzsteigerung von 9,3%, da die Branche überdurchschnittlich stark von dem Übergang von einer bestands- zu einer investitionsbasierten Erholung profitierte. IT-Investitionen lassen sich eine Weile aufschieben, das Vertragsvolumen kann reduziert werden und Berater können basierend auf den durch die Investitionen erzielten Einsparungen entlohnt werden, was eine Glättung der Investitionen im Zyklusverlauf zur Folge hat. Dies ist jedoch nicht zwangsläufig der Fall. So erwarten die Telekomunternehmen derzeit umfangreiche Software-Umstellungen von Festnetz- zu Mobiltechnologie, die sich möglicherweise als Nullsummenspiel oder aber als Beginn einer neuen Welle von Verbesserungen erweisen werden. Die Finanzdienstleister verfügen trotz der gestiegenen Nachfrage noch nicht über ausreichend Ressourcen, um alte Systeme durch neue Anlagen zu ersetzen. Von besonderem Interesse erscheinen Business Information Tools und die ersten virtuellen Desktops.

#### **Die CEOs unserer Kern-Aktienanlagen zeigen sich zunehmend zuversichtlich ...**

Das Management der Unternehmen, in die wir investieren, liefert vielleicht die besten Hinweise auf die Gewinnchancen in unseren Portfolios. So kommentierte John Chambers

die jüngsten Ergebnisse von Cisco (unser Thema «Starke werden Stärker») wie folgt:

«Im Quartalsverlauf erlebten wir allgemein eine dramatische Beschleunigung und beinahe in allen Bereichen eine schrittweise Verbesserung... Wir sind zuversichtlich, dass unsere aggressive Strategie, während des Abschwungs zu investieren, sowie unser Fokus auf Innovation, operative Exzellenz und Produktivität unserer Dynamik und unserem Wachstum zugutekommen. Wir sind unseres Erachtens – auf geografischer Ebene sowie bezüglich unserer Kundensegmente und Hauptproduktkategorien – hervorragend positioniert, um von der anhaltenden globalen Konjunkturerholung und den steigenden Technologieinvestitionen zu profitieren.»

Nissan's Carlos Ghosn äusserte sich folgendermassen zu der jüngsten Aufwärtskorrektur der Unternehmenserwartungen für 2010 und den Ergebnissen für das letzte Quartal: «Die Abwrackinitiativen an massgebenden Märkten, der steigende Absatz in China und die effiziente Umsetzung der Massnahmen gegen die globale Finanz- und Wirtschaftskrise haben zu höheren Verkaufszahlen geführt.»

Angesichts der hervorragenden Ergebnisse von John Deere für das 4. Quartal erklärte Samuel R. Allen:

«Wir machen bei unserem Ziel, mit hoch entwickelten, innovativen Produkten neue Kunden anzuziehen, deutliche Fortschritte, während wir gleichzeitig unsere Kosten- und Kapitalbewirtschaftung weiter verbessern.»

Die Steigerung der Gewinne, Cashflows und letztlich auch der Dividenden, welche die globalen Unternehmen in unseren Portfolios mit ihren diversifizierten Aktivitäten erzielen können, bilden weiterhin den Mittelpunkt der globalen Anlagestrategie von Sarasin.

#### **«Nifty Fifty»**

Die 50 am meisten favorisierten Aktien von institutionellen Investoren. Unternehmen dieser Gruppe zeichnen sich durch ein konsistentes Vertragswachstum und ein hohes Kurs-Gewinn-Verhältnis aus.

# Die Herausforderungen einer Welt mit zwei Geschwindigkeiten

1. Wir halten an dem Thema «Nifty Fifty» fest. Während alle Voraussetzungen für eine Wiederkehr der «Nifty Fifty» erfüllt sind, dürfte das Phänomen künftig nicht auf die USA beschränkt bleiben, sondern auf globaler Ebene auftreten. Einige Aktien ausgewählter, gut kapitalisierter Unternehmen, die in den letzten beiden Jahren vernachlässigt wurden und Bewertungsabschläge hinnehmen mussten, erscheinen basierend auf Ertrag, Risiken, Cashflow und Rendite äusserst attraktiv im Vergleich zu AAA- und AA-Anleihen, die sich gut entwickelt haben und derzeit teuer bewertet sind. Gerät die Wirtschaftsaktivität ins Stocken, profitieren diese Titel von einem defensiven Wachstumsprofil. Da allein der Markt für AAA-Anleihen grösser ist als die Aktienmärkte der USA, Europas und Japans zusammen, hätte bereits eine moderate Kapitalumschichtung signifikante Auswirkungen.
2. Aufgrund der Risiken im Zusammenhang mit einer stärkeren Inflation und den Folgen einer monetären Straffung in den USA sind wir in Bezug auf die Aktienmärkte der Schwellenländer, allen voran Chinas, vorsichtig eingestellt. Wir bevorzugen Unternehmen aus den Sektoren Konsum, Gesundheit, Bildung und Lebensversicherer mit Binnenmarktfokus. Längerfristig sehen wir Wertschöpfungspotenzial bei Schwellenmarktaktien und -anleihen und werden folglich eine signifikante Korrektur zum Positionsaufbau nutzen.
3. Wir haben bislang davon profitiert, dass wir uns in Unternehmen engagiert haben, denen das ressourcenintensive Schwellenmarktwachstum zugutegekommen ist. Insbesondere im Energie- und Rohstoffsektor wird die Stimmung jedoch mittlerweile durch Sorgen über eine Zinsstraffung belastet. Angesichts der möglichen Reaktion von der Angebotsseite auf die höheren Preise – insbesondere im Energiesektor (z.B. Shale-Gas, Tiefseeöl, Atomkraft) – steigen die kurzfristigen Risiken. Wir empfehlen den Anlegern daher, ihre Positionen in Rohstoff-, Energie- und zyklischen Sektoren zu reduzieren.
4. Obwohl ein Inflationsanstieg nicht unserem zentralen Szenario entspricht, bevorzugen wir verschiedene Anlagen und Strategien zur Absicherung gegen dieses Risiko. Da das Dividendenwachstum in der Vergangenheit mittelfristig die Inflation übertroffen hat, favorisieren wir gut kapitalisierte Aktien mit steigenden Renditen. Zur Absicherung gegen eine Teuerung infolge struktureller Faktoren (z.B. Nachfrage nach proteinreicher Ernährung) und Angebotschocks (z.B. Energie) empfehlen wir Anlagen mit Rohstoffbezug, wie Rohstofffonds, gezielte Investitionen in ETFs (z.B. Platin) und Unternehmen, die ein überproportionales Engagement in Rohstoffe ermöglichen (z.B. Exploration und Produktion, Goldminen). Für attraktiv halten wir zudem Infrastrukturunternehmen, welche Zugang zu Erträgen aus Strassen- oder Schiffstransport bieten, die von einem Anstieg des Verbraucherpreisindex (CPI) profitieren.
5. Bei festverzinslichen Wertpapieren bevorzugen wir angesichts der Spread-Verringerung nunmehr vielversprechende Staatsanleihen gegenüber Unternehmensbonds. Attraktive Länder zeichnen sich durch niedrige Verschuldung, starken primären Haushaltsüberschuss, ressourcenbezogene Einnahmen und nachhaltige Exporte aus (z.B. Norwegen, Kanada und, in den Schwellenländern, Brasilien und Indonesien). Unser Vorzug gilt auch den Währungen dieser Staaten. Wir meiden Länder, die vor grösseren Herausforderungen stehen, eine hohe und weiter steigende Verschuldung aufweisen und auf internationale Finanzierung angewiesen sind. In manchen Staaten, die bereits unter einem Ausverkauf gelitten haben, werden mittlerweile strenge und unpopuläre Massnahmen zur Reduzierung von Defizit und Schulden umgesetzt (z.B. Irland und Griechenland), sodass ihre Bewertungen wieder attraktiv erscheinen und unter Umständen begrenzte und vorsichtige Anlagen erlauben.
6. Bei einer starken Emissionstätigkeit eines Staates kommen nicht nur Zweifel bezüglich des Anlegerinteresses auf, sondern langfristig auch sogar hinsichtlich der Sicherheit der entsprechenden Währung. Wir bevorzugen weiterhin Gold als unabhängigen Wertspeicher und Absicherung gegen steigende Anleiherenditen und Markt- bzw. geopolitische Schocks.
7. Unseres Erachtens wird die Rally des US-Dollar ausgehend von überverkauften Niveaus an Fahrt gewinnen, da das Wachstum weiterhin besser als erwartet ausfällt und eine geldpolitische Straffung erwartet wird. Ungeachtet der aktuellen Schwäche im Vergleich zum US-Dollar gibt es bei Euro und Yen keine überzeugenden Kaufargumente. Der Euroraum wie auch Japan weisen eine starke Verschuldung auf, und in beiden Regionen dürften die Zinsen niedrig gehalten werden, um die Konjunkturerholung zu unterstützen. Wir streben eine weitere Verringerung der Positionen an. Überdies schätzen wir das Pfund negativer ein, da in Grossbritannien eine ähnlich problematische Verschuldung herrscht und im Vorfeld der Wahlen im Frühling keine fiskalpolitischen Veränderungen vorgenommen werden dürften.

## Kontakt

### **Burkhard Varnholt**

Chief Investment Officer

Telefon +41 (0)44 213 97 38

E-Mail burkhard.varnholt@sarasin.ch

### **Guy Monson**

Vorsitzender des Investment

Policy Committee

Telefon +44 20 7038 7023

E-mail guy.monson@sarasin.co.uk

---

## Disclaimer

Der vorliegende Newsletter wurde von Bank Sarasin & Cie AG (Schweiz) und Sarasin & Partners LLP (UK) (nachfolgend «BSC») ausschliesslich zu Informationszwecken erstellt. Er enthält ausgewählte Informationen, und es wird kein Anspruch auf Vollständigkeit erhoben. Die vorliegende Publikation wurde aus öffentlich zugänglichen Informationen und Daten («Informationen») erstellt, die als richtig und vollständig erachtet werden. BSC hat die Richtigkeit und Vollständigkeit der dargestellten Informationen nicht überprüft und kann diese nicht garantieren. Mögliche Fehler oder die Unvollständigkeit der Informationen bilden keine Grundlage für eine Haftung seitens BSC für direkte, indirekte oder Folgeschäden. Insbesondere ist BSC nicht haftbar für die hier dargelegten Meinungen, Pläne und Details über die untersuchten Unternehmen, die mit ihnen verbundenen Unternehmen, ihre Strategien, das volkswirtschaftliche Umfeld, das Markt-, Konkurrenz- oder regulatorische Umfeld usw. Obwohl BSC sich nach besten Kräften bemüht hat, eine zuverlässige Publikation zu erstellen, kann nicht ausgeschlossen werden, dass diese Publikation Fehler enthält oder unvollständig ist. Weder BSC noch dessen Aktionäre oder Mitarbeiter sind dafür verantwortlich, dass die hier abgegebenen Meinungen, Einschätzungen und Schlussfolgerungen aus den in der Publikation dargestellten Informationen richtig und vollständig sind. BSC kann Investment-Banking- und andere Dienstleistungen für die untersuchten Unternehmen erbringen. Partner, Direktoren und Mitarbeiter von BSC können in den Verwaltungsräten der genannten Unternehmen vertreten sein. Wenngleich bei BSC Massnahmen getroffen wurden, damit Interessenkonflikte im Zusammenhang mit diesen Dienstleistungen bzw. bedingt durch die Beziehungen zu Partnern, Direktoren oder Mitarbeitern vermieden werden, so kann BSC dies nicht zusichern. Folglich kann BSC keine Haftung für direkte oder indirekte sowie für Folgeschäden aus solchen Interessenkonflikten übernehmen. In der vorliegenden Publikation geäusserte Meinungen und genannte Preise können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Insbesondere können die aktuelle Anlagepolitik sowie der Anlageentscheidungsprozess verändert werden, ohne vorherige Information bzw. Zustimmung. Bitte beachten Sie, dass die vorliegende Publikation nicht durch die Abteilung Research der BSC erstellt wurde. Folglich kommen die von der Schweizerischen Bankiervereinigung herausgegebenen «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» nicht zur Anwendung. Privatanleger sollten das vorliegende Dokument nicht als Entscheidungs- oder Handlungsgrundlage heranziehen, sondern stattdessen einen professionellen Berater konsultieren. Der vorliegende Newsletter darf nur für den Eigenbedarf verwendet und nicht weitervertrieben werden.

### **Bank Sarasin & Cie AG**

Elisabethenstrasse 62

Postfach

CH-4002 Basel

Telefon +41 (0)61 277 77 77

Fax +41 (0)61 272 02 05

[www.sarasin.ch](http://www.sarasin.ch)



SARASIN

---

Langfristig  
ist nicht gleich  
nachhaltig.  
Aber  
nachhaltig  
ist gleich langfristig.

Nicht jede langfristige Investition dient automatisch der Nachhaltigkeit. Nachhaltige Investments hingegen, wie die Bank Sarasin sie bereits seit 20 Jahren anbietet, sind immer eine langfristige Investition in eine bessere Zukunft. Eine Selbstverständlichkeit für uns, die wir grossen Wert auf sozialverantwortliche und ökologisch wie ökonomisch optimierte Prozesse setzen. Schön, wenn noch mehr Unternehmen unserem Beispiel folgen.

[www.sarasin.com](http://www.sarasin.com)

---

**Nachhaltiges Schweizer Private Banking seit 1841.**