

# Strategieausblick

Quartals-Newsletter

Nr. 04 | Oktober 2009

## Editorial



**Burkhard Varnholt**  
Chief Investment  
Officer



**Guy Monson**  
Vorsitzender des  
Investment  
Policy Committee

Die äusserst grosszügig vorhandene Liquidität stimmt die Anleger mittlerweile zuversichtlich, Zinsen nahe Null für Bareinlagen und «ungerechtfertigt» niedrigen Renditen an den globalen Anleihemärkten (infolge von Verzerrungen aufgrund wiederholter Zentralbankkäufe) entgehen zu können. Die Mittel fliessen zunehmend in die globalen Aktienmärkte, was sich in der aussergewöhnlichen Rallye des letzten Quartals und dem rekordhohen Engagement der Privatanleger zeigt.

Sicherlich besteht weiter Anlass zur Sorge. Der US-Häusermarkt hängt noch immer in einem zu hohen Masse von den staatlichen Unterstützungsprogrammen ab, und die Diskussion über die Rekordhöhe der ungenutzten Produktionskapazitäten in den globalen Volkswirtschaften hält weiter an. Ironischerweise macht die Vorstellung, die Stimulusprogramme könnten zu früh beendet werden, die politischen Entscheidungsträger zunehmend nervös.

(Fortsetzung auf Seite 2)

## Öl ins Feuer

Trotz der Anzeichen für eine Beschleunigung der globalen Konjunkturerholung wollen nervöse Notenbanker und eingeschüchterte Politiker das geldpolitische Umfeld noch günstiger gestalten. Somit könnten globale Aktien trotz der jüngsten Gewinne weiter zulegen, da die Anleger Bareinlagen mit Zinsen nahe Null meiden und zudem das Risiko sehen, dass die Zentralbanken ihre Unterstützung der globalen Anleihemärkte beenden...

Da die Notenbanker weltweit offensichtlich konkretere Aussagen darüber, wann und wie das derzeitige aussergewöhnliche Liquiditätsumfeld rückgängig gemacht werden soll, scheuen, erleben wir eine der stärksten Rallyes bei riskanteren Anlagen der jüngsten Marktgeschichte. Neben den extrem niedrigen Zinsen wird die Rallye durch eine kontinuierliche Verbesserung der düsteren Wirtschaftsdaten vom Jahresbeginn verstärkt. So haben die exportorientierten Volkswirtschaften einen massiven bestandsbasiereten Anstieg der Industrieproduktion erlebt. In vielen Ländern weltweit blieb die Arbeitslosigkeit sogar hinter den niedrigsten Schätzungen der Ökonomen zurück und selbst die Einzelhandelsumsätze stabilisieren sich. Sicherlich besteht weiter Anlass zur Sorge. Der US-Häusermarkt hängt noch immer in einem zu hohen Masse von den staatlichen Unterstützungsprogrammen ab, und die Diskussion über die Rekordhöhe der ungenutzten Produktionskapazitäten in den globalen Volkswirtschaften hält weiter an. Ironischer-

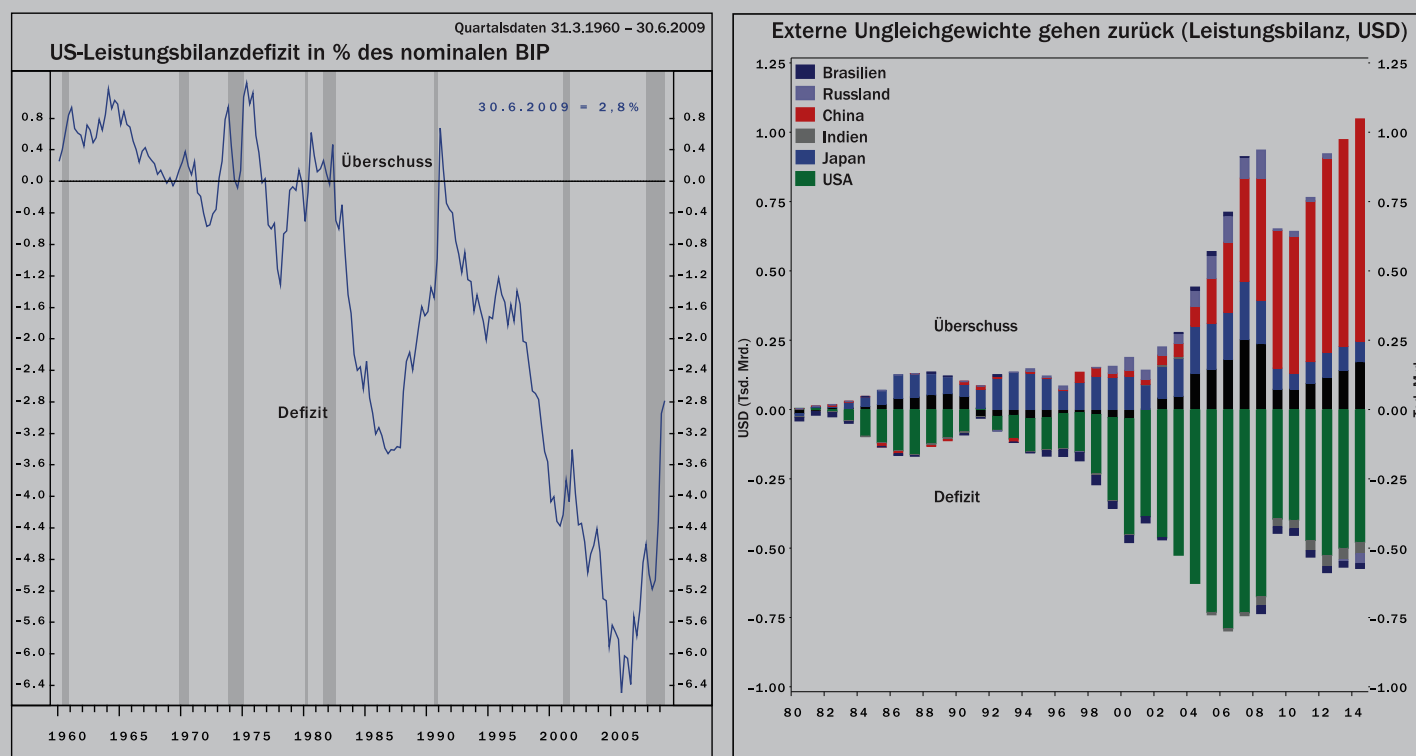
weise macht die Vorstellung, die Stimulusprogramme könnten zu früh beendet werden, die politischen Entscheidungsträger zunehmend nervös, denn man will die Fehler der Bank of Japan von Mitte der 1990er-Jahre keinesfalls wiederholen.

Das äusserst grosszügige Liquiditätsumfeld stimmt die Anleger mittlerweile zuversichtlich, Zinsen nahe Null für Bareinlagen entgegen zu können. Zudem werden renditehungrige Anleger motiviert, ihre Engagements zulasten der globalen Anleihemärkte, die (aufgrund der Verzerrungen infolge wiederholter Zentralbankkäufe) «ungerechtfertigt» niedrige Renditen aufweisen, in Aktien umzuschichten. Das «Goldilocks»-ähnliche Szenario (bei dem das Wachstum stark genug ist, um die Unternehmensgewinne zu steigern, gleichzeitig aber ausreichend schwach ist, um die Notenbanken von einer Zinsstraffung abzuhalten), auf das wir in der letzten Ausgabe – mit der gebotenen Vorsicht – verwiesen hatten, bestimmt weiterhin Richtung und Schwerpunkt unserer Strategie.

**Der Konjunkturausblick ist zwar nach wie vor fragil, doch die Verbesserung der globalen Wirtschaftsdaten hält an...**

Die globale Wirtschaftslage verbessert sich weiter – der anerkannte Philadelphia-Geschäftsklimaindex hat die Erwartungen deutlich übertroffen, indem er auf das höchste Niveau der letzten zwei Jahre anstieg, und nahezu alle anderen regionalen

**Abbildung 1: Das günstige globale Liquiditätsumfeld bietet den Aktiegewinnen weiterhin starke Unterstützung ...**



Wir geben in diesem Umfeld – über sämtliche unserer Anlagethemen hinweg – globalen Aktien weiterhin den Vorzug vor Anleihen und Liquidität. Wir verringern zudem allmählich unsere Positionen in Unternehmensanleihen, da sich die Spreads verengen, und verlagern den Schwerpunkt unserer bisher stark auf China ausgerichteten Schwellenmarktstrategie.

Volkswirtschaften zeigen ähnliche Erholungen. Die globale Industrieproduktion erlebte in den letzten drei Monaten einen rasanten annualisierten Anstieg um 11%. Selbst in den düstersten Gefilden der Weltwirtschaft gibt es Lichtblicke. So wiesen die Immobilienmarktdaten für Grossbritannien die ersten Preissteigerungen für gewerbliche Immobilien seit Juni 2007 aus und nach Einschätzung von Rupert Murdoch gibt es Anzeichen für eine deutliche Erholung des globalen Werbemarktes.

Der wirtschaftliche Einbruch und die Kreditkrise der letzten zwölf Monate haben eine Reihe deflationärer Narben hinterlassen. In den USA, Japan, China, Kanada, der Schweiz und dem Euroraum fällt die Gesamtrate der Verbraucherpreisinflation im Vorjahresver-

gleich negativ aus. Grossbritannien gehört zu den wenigen Industriemärkten mit positiven Daten. Die Bankausleihungen an den privaten Sektor sind nach wie vor niedrig und trotz einiger positiver Monate bleiben die Häuserpreise in den meisten westlichen Volkswirtschaften fragil. Vor diesem unsicheren Hintergrund sehen sich die Notenbanker umso mehr veranlasst, weiterhin alle erdenklichen reflationären Mittel auszuschöpfen. Am entschlossensten hat sich die Schweizerische Nationalbank geäußert. Sie möchte sämtliche mögliche Massnahmen in ihrem geldpolitischen Arsenal nutzen, um das Liquiditätsumfeld so günstig wie möglich zu halten.

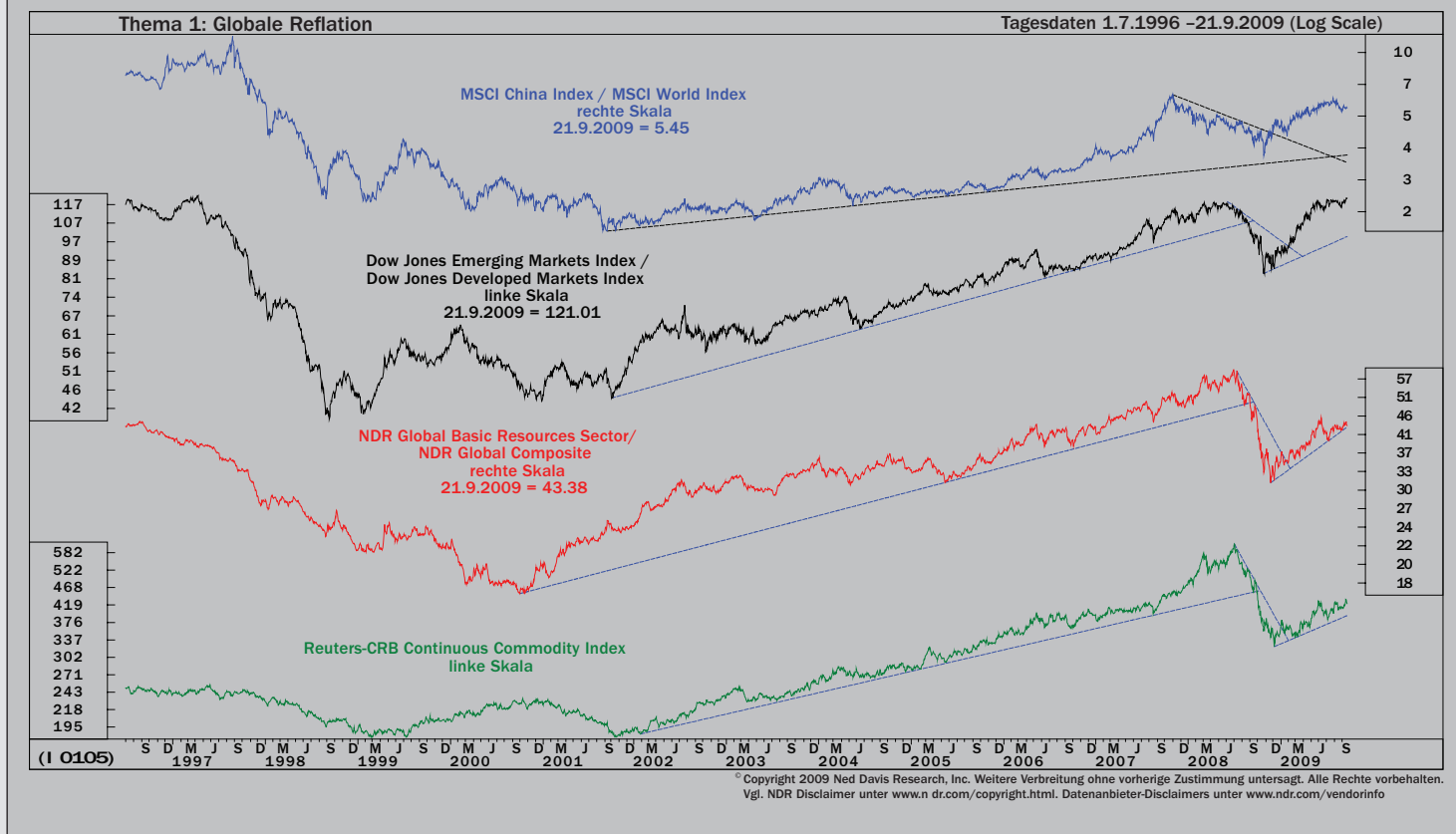
«Die Schweizerische Nationalbank hält an ihrer im März eingeleiteten expansiven Geldpolitik fest. Auch wenn in letzter Zeit vermehrt ermutigende Konjunktursignale festzustellen waren, bleibt die Unsicherheit über die künftige Entwicklung gross. Unter diesen Umständen lässt die Nationalbank Vorsicht walten und führt ihren gegenwärtigen geldpolitischen Kurs unverändert fort ... Sie wird die Wirtschaft weiterhin grosszügig mit Liquidität versorgen. Sie wird wenn nötig auch mit ihren Käufen von Schweizerfran-

ken-Obligationen fortfahren, um die Risikoprämien auf langfristigen Anleihen von privaten Schuldern zu reduzieren. Zudem wird sie einer Aufwertung des Schweizer Francs gegenüber dem Euro weiterhin entschieden entgegenwirken.» (SNB, Geldpolitische Lagebeurteilung vom 17. September 2009)

Janet Yellen, die Präsidentin der Federal Reserve Bank of San Francisco, äusserte sich zum Monatsbeginn ähnlich und kündigte erneut an, für längere Zeit und nahezu ungeachtet des Erholungspotenzials an einer extrem expansiven Geldpolitik festhalten zu wollen.

«Da die Schwäche wahrscheinlich die nächsten Jahre anhalten wird, dürfte die Kerninflation weiter sinken und sich weiter von unserem Preisstabilitätsziel entfernen. Der Leitzins wurde bereits so weit wie möglich gesenkt. Somit überrascht es wenig, dass das FOMC in seiner letzten Stellungnahme darauf hingewiesen hat, dass das wirtschaftliche Umfeld wahrscheinlich für einen längeren Zeitraum eine aussergewöhnlich niedrige Fed Funds Rate erfordern wird.» ([http://www.frbsf.org/news/speeches/2009/janet\\_yellen0914.html](http://www.frbsf.org/news/speeches/2009/janet_yellen0914.html))

**Abbildung 2: Der Handel hat sich zwar jüngst verbessert; es bestehen jedoch noch immer Ungleichgewichte, die längerfristig beseitigt werden müssen**



Mit anderen Worten: Die Notenbanker haben trotz zunehmender Anzeichen für eine wirtschaftliche Erholung deutlich signalisiert, dass sie an den derzeitigen Anreizen festhalten wollen, bis sie davon überzeugt sind, dass Entschuldung und Arbeitslosigkeit keine Bedrohung mehr darstellen. Zunächst dürften sie versuchsweise einige ihrer extremen Kaufprogramme reduzieren (z.B. hat die Fed bereits die Auktionen 3-monatiger Schatzwechsel im Rahmen der Term Auction Facility (TAF) verringert, jedoch die Käufe längerfristiger Wertpapiere unverändert gelassen). Solange die Angst, den Fehler der Bank of Japan zu wiederholen und die Zinspolitik zu früh wieder zu strafen, im Vordergrund steht (sodass die breitere Wirtschaft für ein weiteres Jahrzehnt einer «Semi-Deflation» ausgesetzt sein würde), dürften die massiven politischen Anreize als Absicherung gegen einen erneuten Wirtschaftseinbruch länger als erforderlich aufrechterhalten werden.

### **Gibt es konjunkturelle Risiken, die wir bisher nicht wahrgenommen haben?**

Derzeit sehen wir bei Sarasin eindeutig zwei Hauptrisiken für die globale Erholung. Das erste wurde durch Dominique Strauss-Kahn, den Direktor des IWF, in einem aktuellen Interview in der Financial Times äußerst treffend beschrieben. Er verwies darauf, dass der niedrige US-Konsum und damit verbunden der dringend erforderliche Anstieg der US-Sparquote letztendlich durch eine neue Quelle des globalen Wachstums ersetzt werden müssen.

«Die US-Verbraucher werden weniger konsumieren. Chinesische, indische und brasilianische Verbraucher werden wahrscheinlich mehr konsumieren. Aber wird dies ausreichen, um den Rückgang in den USA auszugleichen? Die Antwort ist unklar», so Strauss-Kahn.

Was sind mögliche Treiber für einen deutlichen Anstieg der marginalen Konsumneigung in China bzw. den Schwellenmärkten? Der einfachste Anpassungsmechanismus wäre sicherlich eine Neubewertung der Schwellenmarktwährungen. Stärkere Wäh-

rungen würden die Kaufkraft steigern und die sparsamen Verbraucher zu Käufen anregen. Bessere soziale Sicherheitsnetze und die Entwicklung des Finanzsystems dürften ebenfalls zur Verringerung der Sparquoten beitragen, erfordern jedoch einen weitaus längeren Zeitraum. Wie wahrscheinlich ist es, dass die Schwellenmärkte und insbesondere China von ihren merkantilistischen Wechselkurssystemen abrücken? Die Lage der Dinge lässt nicht gerade hoffen. Anstatt die Debatte auf die unterbewerteten Währungen zu richten, die für die globalen Ungleichgewichte verantwortlich sind, beschränkt sich der globale Dialog derzeit auf protektionistische Massnahmen à la «Wie du mir, so ich dir». Man denke nur an chinesische Reifen- und US-Hühnerexporte. Einiges spricht dafür, dass der Dollar-Block im nächsten Jahr weiterhin durch diese nicht dauerhaft haltbaren Wechselkurse eingeschränkt bleibt. Dies lässt darauf schließen, dass das Ungleichgewicht an den Märkten anhalten wird. Die künstlich erhöhten chinesischen Fertigungskapazitäten werden gleichzeitig eine Deflation der Güterpreise und eine Inflation der Rohstoffpreise



SARASIN

---

Fossiles  
**Denken**  
schadet noch mehr  
als fossile  
**Brennstoffe.**

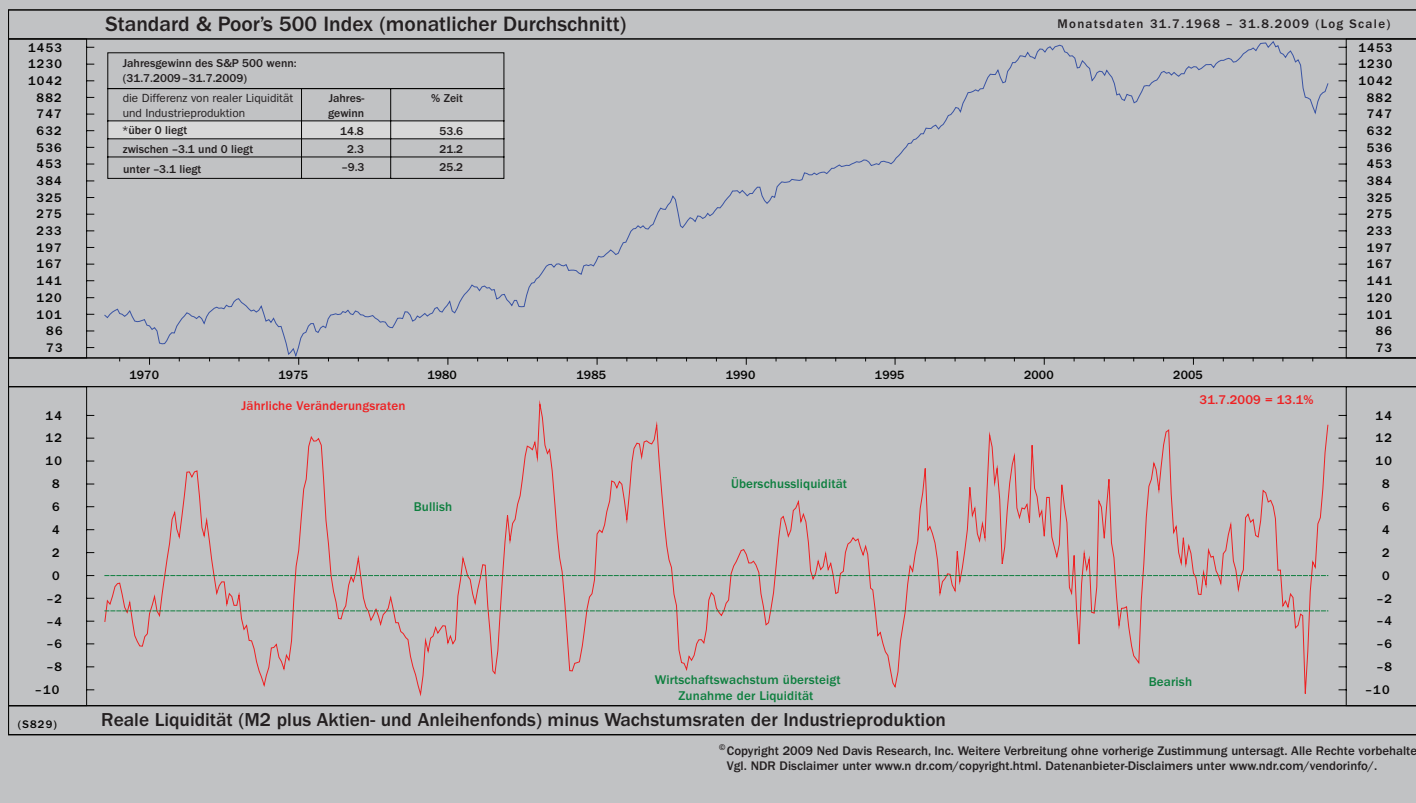
Vor 20 Jahren hat die Bank Sarasin mit der Einführung der Nachhaltigkeitsanalyse Pionierarbeit geleistet und in der Folge ganze Industriezweige zu nachhaltigerer Produktion angeregt. Die Welt verändert sich vielleicht nicht von heute auf morgen. Aber aus Erfahrung wissen wir, dass gezielte Investitionen neue Denk- und Produktionsprozesse auslösen und zu Innovationen führen, die sich auszahlen werden. Für alle.

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

---

**Nachhaltiges Schweizer Private Banking seit 1841.**

**Abbildung 3: Allmähliche Wende bei den am stärksten von der Reflation betroffenen Anlagen (chinesische Indizes und Industrierohstoffe)**



herbeiführen. Die Herausforderung für die G20-Notenbanken wird darin bestehen, in einem Umfeld politisch zu agieren, in dem die inflationären Impulse grösstenteils gegenläufig sind und ausserhalb ihres Einflussbereichs liegen. Darüber hinaus müssen die fiskal- und geldpolitischen Anreize verstärkt werden, da die inländischen Stimuluspakete in den G7 aufgrund der höheren Importnachfrage zum Teil ins Leere laufen.

Das zweite wesentliche Risiko, das wir ausmachen, ist daher eine ungeordnete Dollar-Abwertung, denn die US-Währung spielt nicht mehr die Rolle einer globalen Reservewährung, sondern die einer globalen Carry-Trade- bzw. Finanzierungswährung (vielleicht wird sie über weite Strecken des laufenden Jahrzehnts die bisherige Position des Yen einnehmen). Diesen Risiken begegnen wir unter anderem durch das Halten von physischem Gold, die Untergewichtung von Dollar-Positionen und einen Schwerpunkt auf US-Exporteure (vgl. unten).

### Auswirkungen auf die Anlagepolitik

Eine ausschliesslich reflationsbasierte Asset Allocation wäre verlockend. In Anbetracht des Ausmasses und der Dauer der laufenden Rallye, des Anstiegs der Bewertungsniveaus und der einzigartigen Aufwärts- und Abwärtsrisiken halten wir jedoch einen breiteren taktischeren Ansatz für angemessener.

1. Wir haben zaghafte mit der Reduzierung der Unternehmensanleihebestände begonnen. Die Spreads von Investment-Grade-Unternehmensanleihen haben sich seit den Post-Lehman-Tiefs am Jahresanfang nahezu halbiert (bei AA-Emissionen bewegte sich der Rückgang zwischen 400 Bp und 200 Bp). Die Spreads liegen zwar noch immer höher als vor der Krise. Wir halten dennoch den Spielraum für eine weitere Verengung für begrenzt und schliessen einen Renditeanstieg auf absoluter Basis nicht völlig aus. Langfristig erkennen wir strategische Chancen bei Schwellenmarktanleihen. Ein positiver Kreditzyklus, sinkende Zinsen und Währungsaufwertungen machen die lokalen Anleihemärkte zunehmend attraktiv, zu-

mal Differenziertheit und Liquidität zuzunehmen. Wir setzen auf Staatsanleihen und Schwellenmarkt-Anleihefonds von Drittanbietern.

2. Sorgen über die Dauerhaftigkeit der aussergewöhnlichen chinesischen Stimuluspakete und das übertriebene Kreditwachstum im lokalen Bankensystem veranlassen uns zu einer Diversifizierung unseres Schwellenmarktengagements. Wir werden von einem auf China fokussierten Portfolio auf eine ausgewogenere und erweiterte Marktdeckung umstellen, die auch Südamerika (Large- und Mid-Caps), Osteuropa, die Golf-Staaten und gegebenenfalls Afrika umfasst. Der Schwerpunkt des verbleibenden China-Exposure wird auf inländischen Wachstumsthemen liegen, wobei vor allem die inländische Konsumnachfrage, Bildung und Gesundheit zu nennen sind. Unsere Strategie meidet absichtlich export- und finanzbezogene Elemente der Wirtschaft, die momentan die Aktienmärkte dominieren und vermutlich von einer plötzlichen Verkaufswelle bei den globalen Anlegern am stärksten betroffen wären.

3. Unser Engagement in globalen Aktien bleibt trotz der jüngsten Gewinne an der Grenze des maximal zulässigen Niveaus, wobei im Rahmen unseres Themas Unternehmensrestrukturierung ein besonderer Schwerpunkt auf Finanzwerten liegt. Einerseits wirken die Erholung und der Aufschwung der Kapitalmärkte in einem gewissen Rahmen «selbsteilend» (weniger faule Kredite und höhere Kapitalbewertungen sorgen automatisch für gesündere Bilanzen). Andererseits können die Banken bei einem starken Anstieg der Renditekurve Zinsdifferenzen ausnutzen. Dieses Chancenfenster dürfte so lange offen bleiben, bis die Notenbanken jeweils ihre eigenen privaten Bankensysteme unterstützen.

4. Auf relativer Basis ist es teilweise schwierig, die volatilen Bewegungen bei Small- und Mid-Cap-Aktien sowie die hohen Gewinne bei Substanzwerten und Unternehmen deutlich schwächerer Qualität bestmöglich auszunutzen. Unsere themenorientierten Aktienmanager halten tendenziell weiter an längerfristigen Gewinnern fest, und tatsächlich scheinen Werte wie «Wachstum» und «Qualität» allmählich wieder in Mode zu kommen. Auch einige lokale Märkte, vor allem die Schweiz und England, haben insbesondere bei Small- und Mid-Caps besser abgeschnitten als unsere weitgehend ausgewogenen globalen Portfolios. Zum Teil könnte dies an dem höheren Gewinnhebel zu Beginn des Zyklus liegen. Ein anderer Grund ist das rekordhohe Enga-

gement kleinerer Privatanleger, das z.B. in Grossbritannien Niveaus erreicht hat, die wir letztmals gegen Ende der «dotcom»-Blase erlebt haben.

5. Unserer Nervosität hinsichtlich der längerfristigen Folgen der gegenwärtigen ungewöhnlichen fiskal- und geldpolitischen Massnahmen tragen wir Rechnung, indem wir unsere physischen Goldpositionen aufstocken, wobei der Goldpreis die Marke von USD 1000 bereits deutlich überschritten hat. Daneben reduzieren wir die Gewichtung von Staatsanleihen weiter bis in die Nähe historisch tiefer Niveaus (zum Teil nutzen wir Call-Optionen auf Staatsanleihen, die derzeit günstig gepreist sind und eine Alternative zu physischen Positionen darstellen). Unsere Engagements in indexgekoppelten Emissionen nehmen stetig zu.

6. Zentraler Bestandteil unserer Reflationspolitik ist die Aufstockung der globalen Immobilienpositionen, die seit März einen deutlichen Aufschwung erleben. Während einige Sektoren derzeit mit einer Prämie auf den Nettoinventarwert gehandelt werden, antizipieren die Börsenkurse die Bewertungen physischer Immobilien, die ebenfalls allmählich anziehen. Der Sektor ist noch immer 42% von seinem 2007 verzeichneten Hoch entfernt. Die Rendite liegt derzeit bei 3,8%, was eine gesunde Marge von 2,4% auf den S&P 500 bedeutet. Der Spread gegenüber 10-jährigen US-Anleihen beträgt 92 Bp und entspricht damit seinem

langfristigen Durchschnitt. Die Zinsen dürften auf globaler Ebene vorerst nahe Null verharren, und die quantitativen Lockerungsprogramme sorgen weiter für eine Belebung der Konjunktur. Vor diesem Hintergrund erscheint der globale Immobiliensektor als eine attraktive Alternative zu Anleihen. Da die zugrunde liegenden Volkswirtschaften zudem Anzeichen einer Erholung zeigen, könnten sich die Leerstände vergleichsweise schnell verringern.

#### **Burkhard Varnholt**

Chief Investment Officer

#### **Guy Monson**

Vorsitzender des Investment Policy Committee

## 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.**