



Zyklischer Ausblick und Anlagestrategie

Wie weiter in der Finanzkrise?

November 2008

Dr. Jan Amrit Poser
Chefökonom und Leiter Research



SARASIN

Subprime-, Kredit-, Finanz- und Systemkrise

Das Zeitalter der Turbulenzen

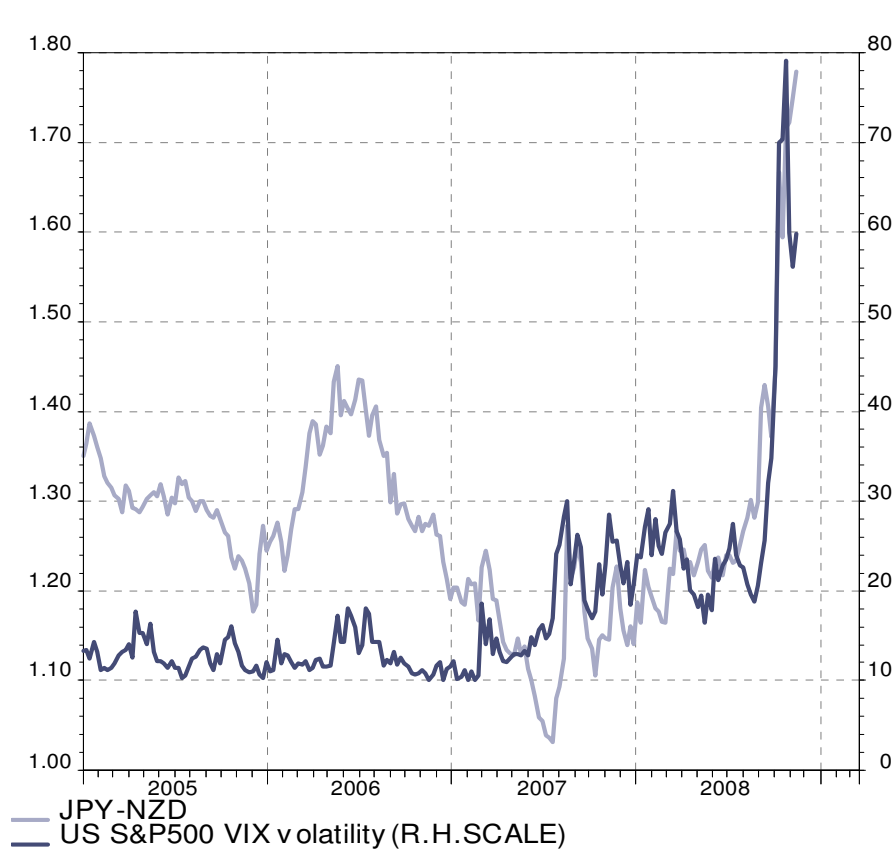
November 2008

Dr. Jan Amrit Poser
Chefökonom und Leiter Research

Marktverwerfungen nach dem Lehman-Bankrott

Volatilität auf exorbitantem Niveau

- Carry Trades werden panikartig aufgelöst



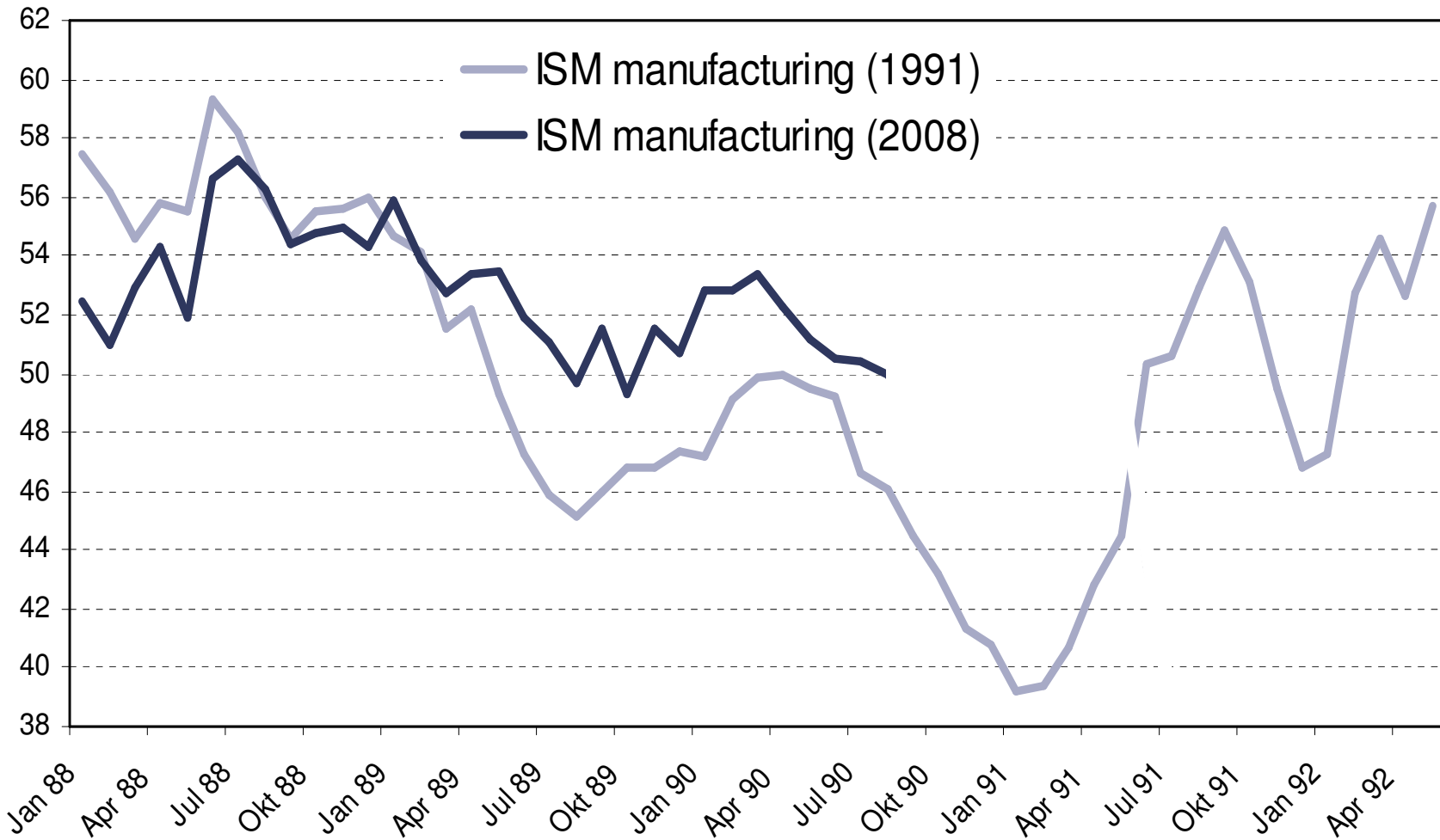
Rohstoffe, Frachtraten brechen ein

- Aktienmärkte im Crash um den gesamten Globus



US-Geschäftsklima: Befinden wir uns im Jahr 1991?

Vergleich heutiger Geschäftsklima-Daten mit der harten Landung 1991

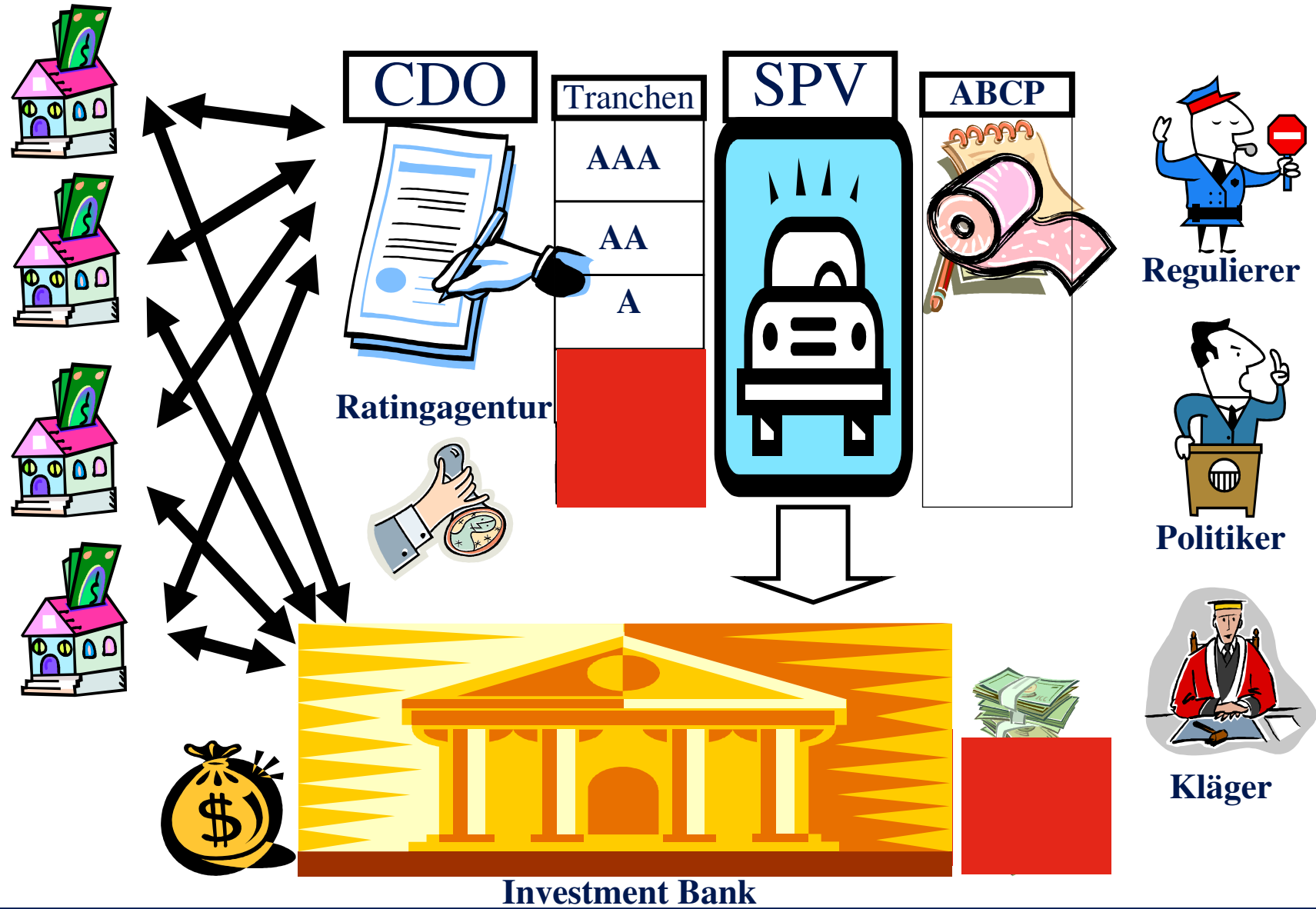


Die Kreditkrise: In der Alphabet-Suppe

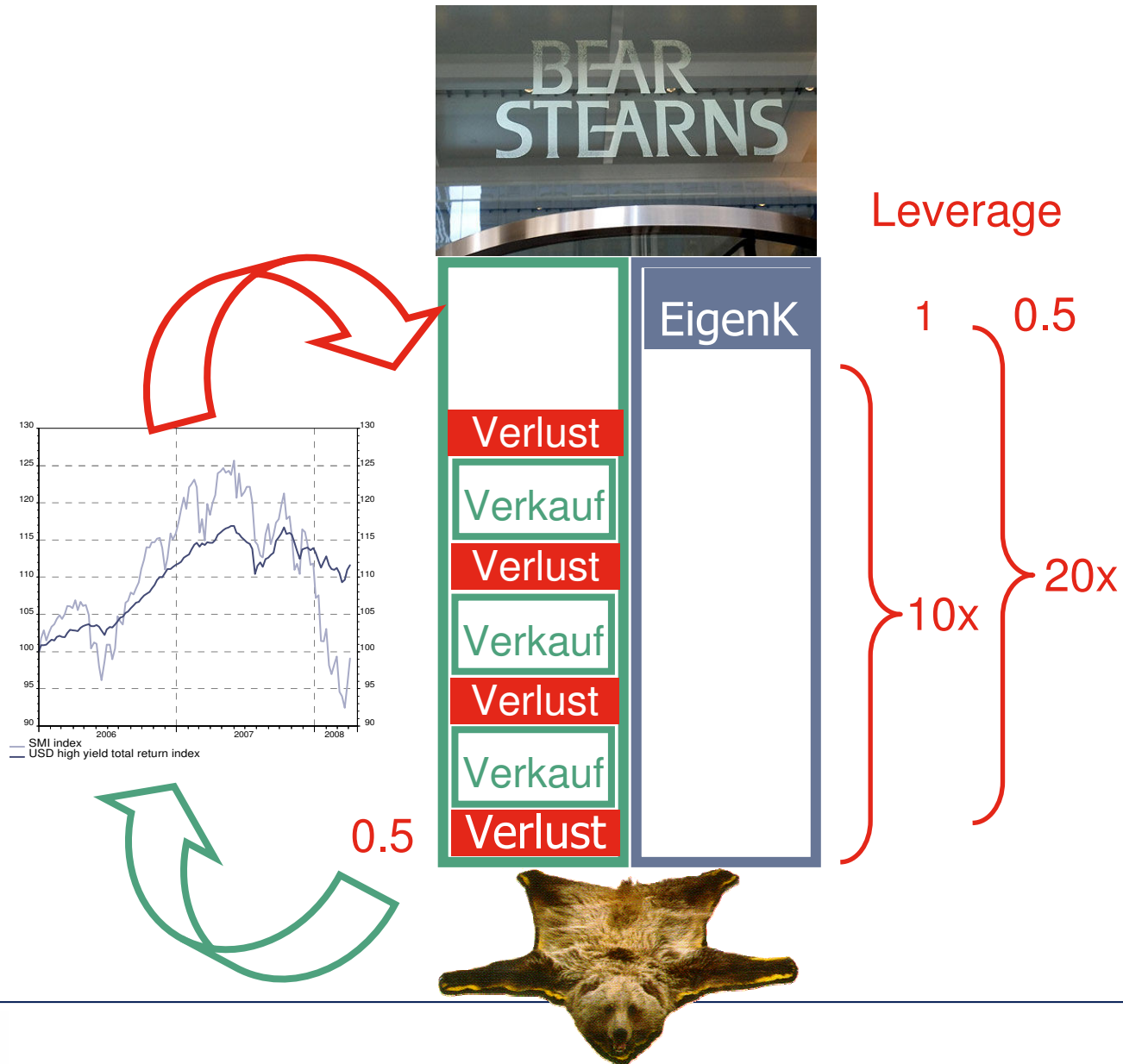


- **CDO:** Collateralised Debt Obligation
- **SPV:** Special Purpose Vehicle
- **SIV:** Structured Investment Vehicle
- **RMBS:** Residential Mortgage-Backed Securities
- **ABS:** Asset-Backed Securities
- **ABCP:** Asset-Backed Commercial Paper
- **Subprime** Hypothek: Schuldner hat eine Bonität unter Investment-Grade, wegen früherer Zahlungsverzüge
- **Alt-A** Hypothek: zwischen prime und subprime, aufgrund unvollständiger Dokumente oder Kreditgeschichte

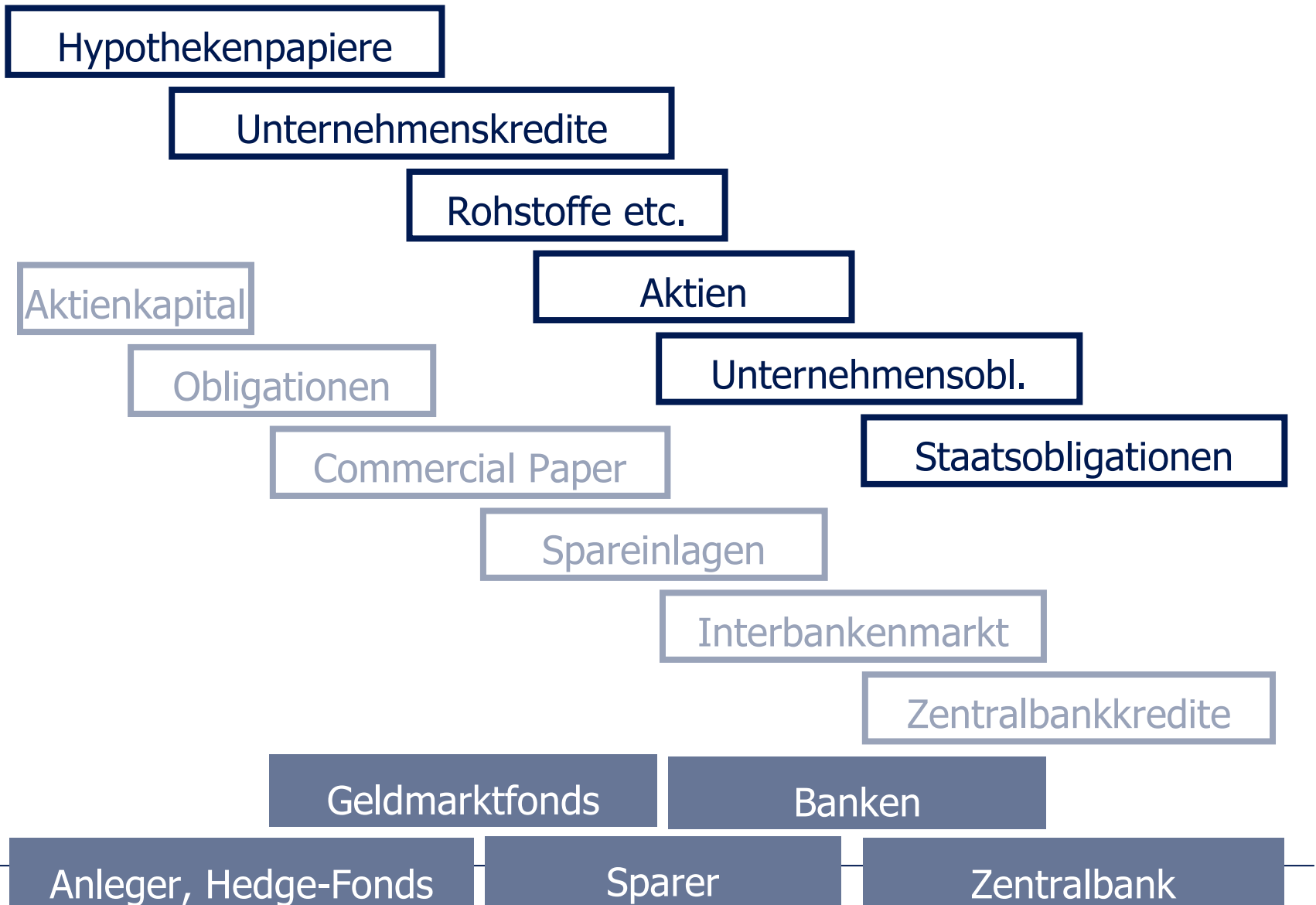
Die Ursachen der Kreditkrise



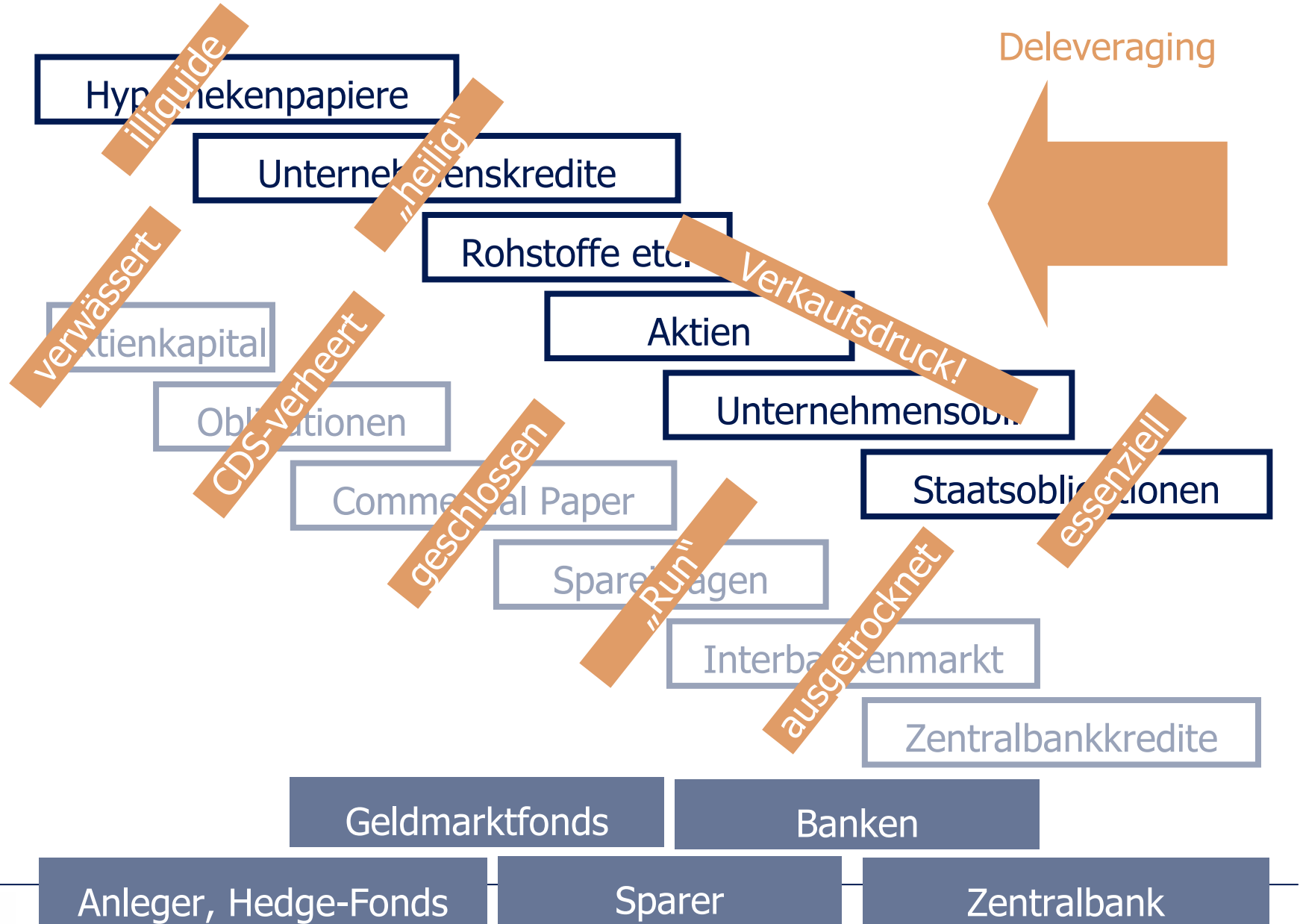
Deleveraging and the Crash



Die Bilanz des Bankensystems



Das Austrocknen der Geldmärkte

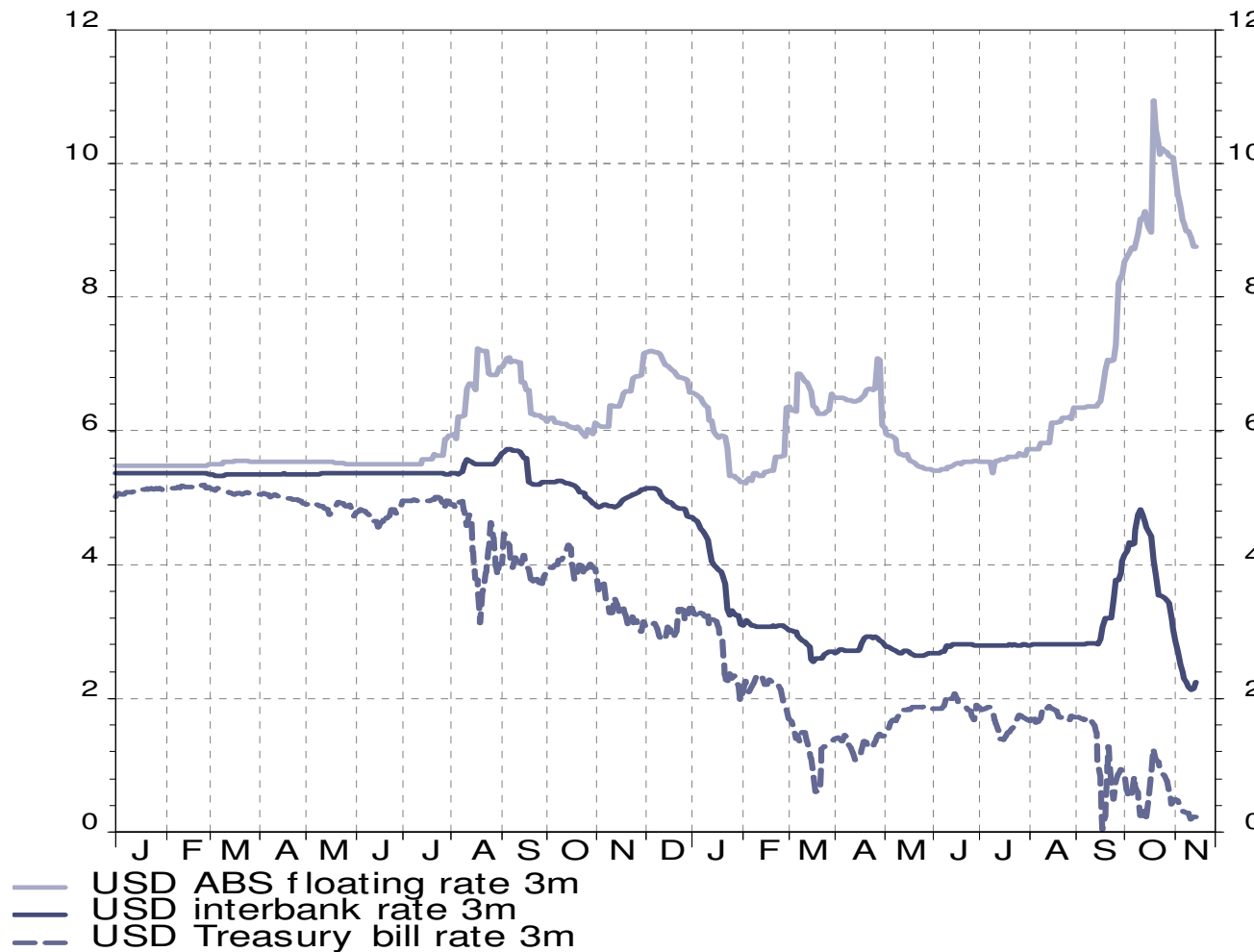


Geldmarktkrise schnürt die Schlagadern ab

Dreimonatszinsen nicht mehr im Gleichgewicht

Unruhe!

- Asset-backed Securities mit Risikoaufschlag
- Geldmarkt reflektiert Illiquidität
- Treasuries zeigen Flucht in sichere Häfen an



Wie stark greift die Kreditklemme?

15

US-Unternehmenssektor: Ausfallraten steigen



Robuste Firmen?

- Ausfallraten von Bonds auf Rekordtief

- Keine Überinvestitionen

...doch...

- Finanzierungskosten steigen

- Kreditzugang eingeschränkt

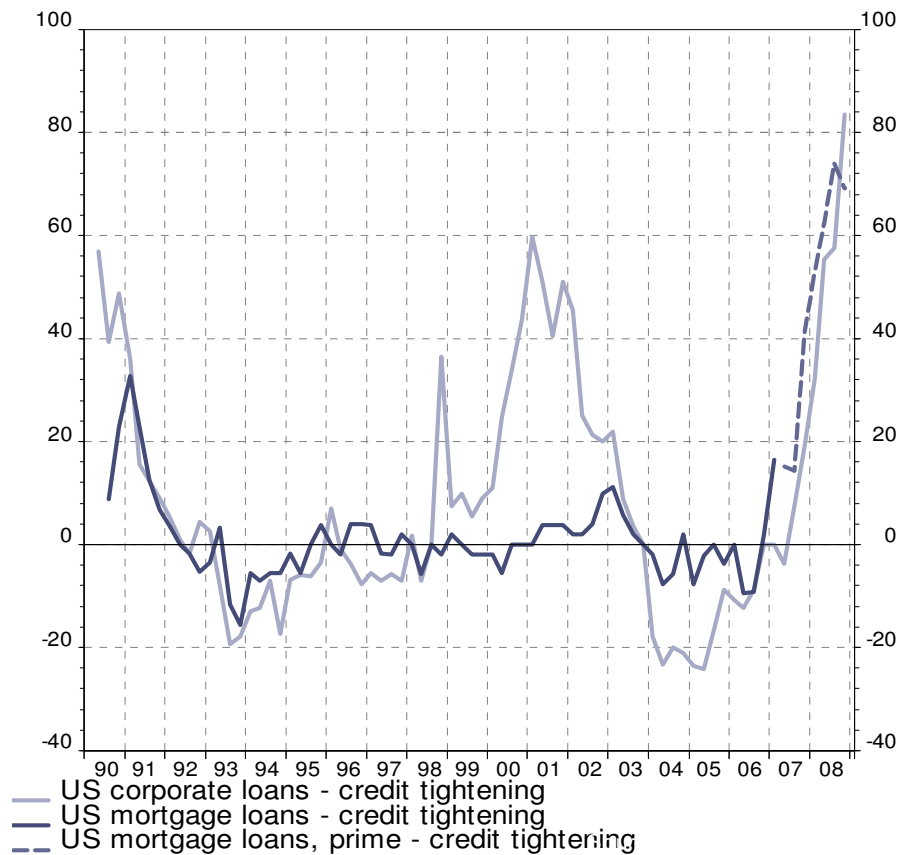
- Ausfälle werden zunehmen



Kreditzyklus: Banken werden vorsichtiger

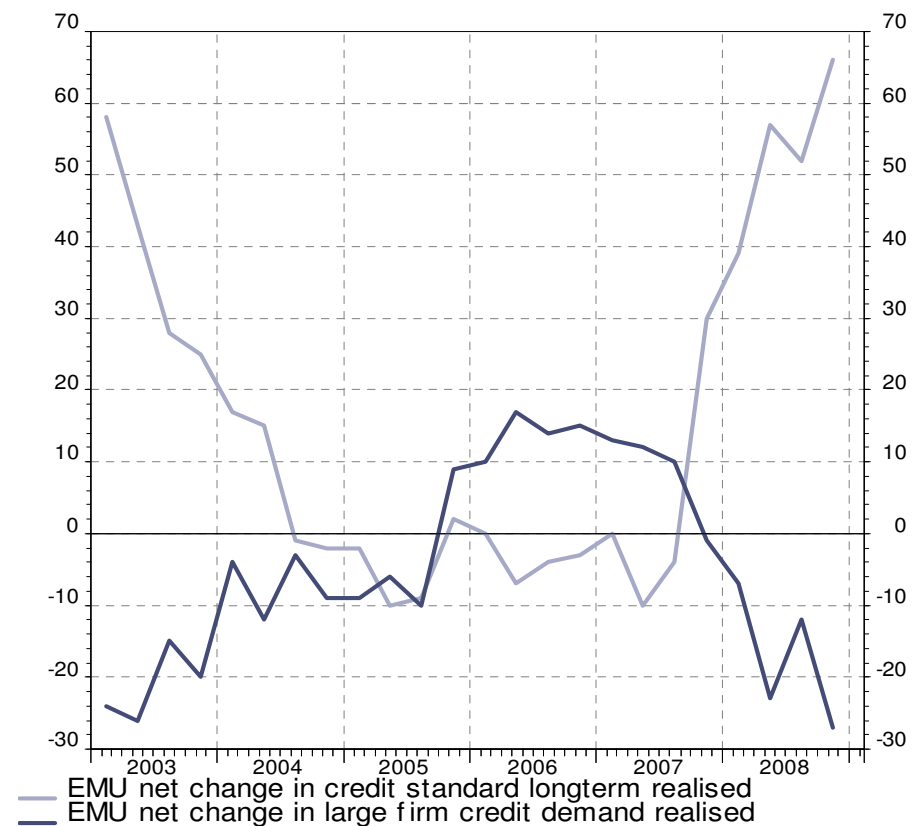
US: Kreditstandards angehoben

- ...nicht nur für Hypotheken, sondern auch für Unternehmen



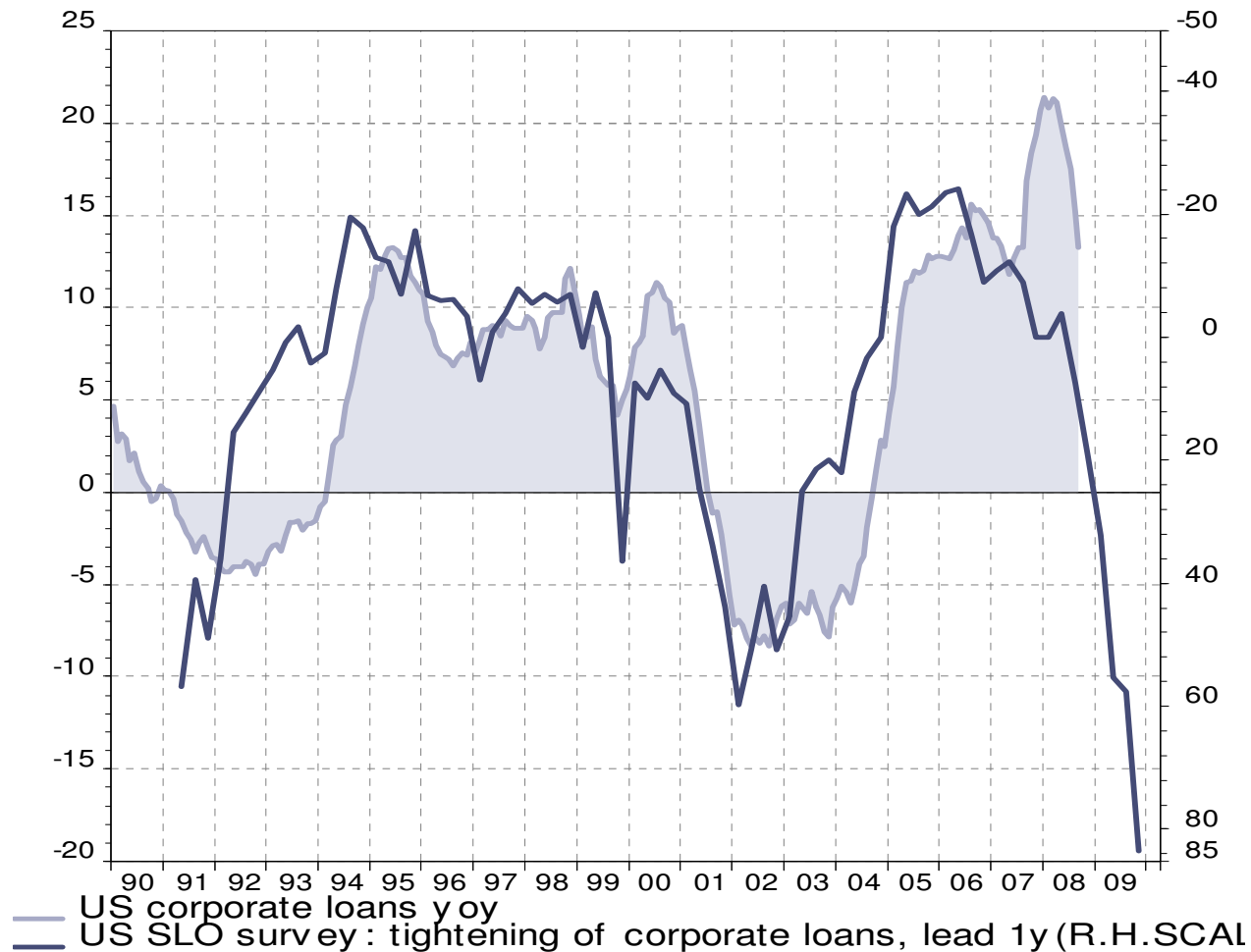
EMU: Kreditangebot nimmt ab

- Kreditstandards von Unternehmen wurden stark verschärft



Sorgen vor der Kreditklemme

Fed-Umfrage deutet auf starke Kreditkontraktion hin



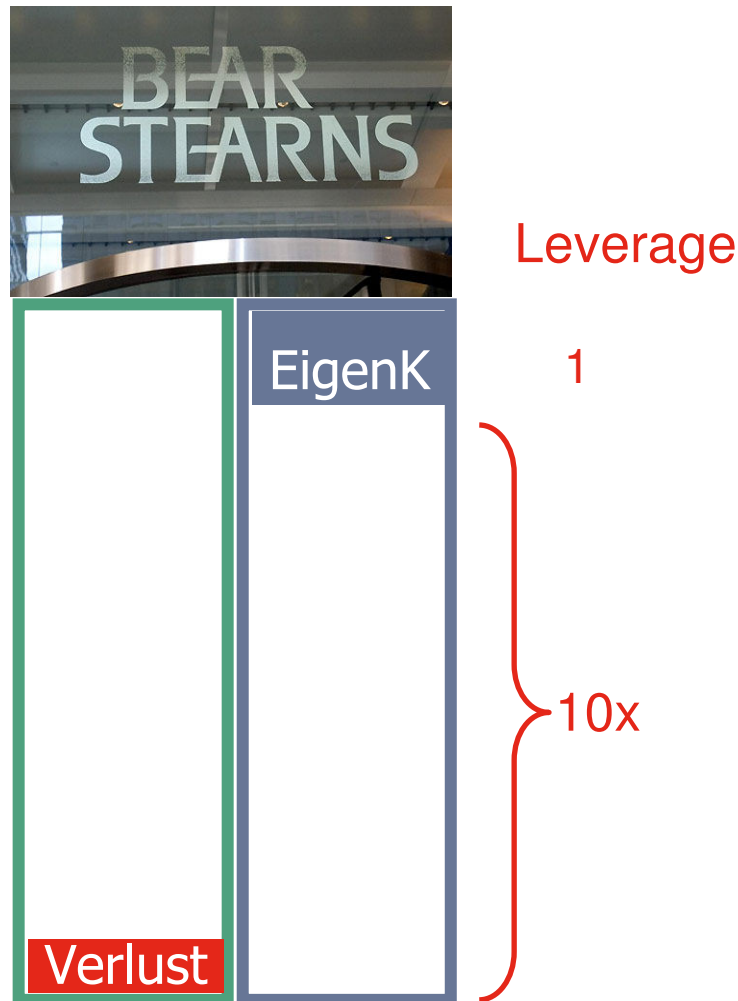
Abwärts?

- Seit Beginn der Kreditkrise, melden die Banken eine Verschärfung der Standards
- Diese ist konsistent mit einer langen Kreditrezession
- Wird die Kreditklemme noch rechtzeitig abgewendet?

Deleveraging als längerfristige Abwärtsspirale

Schwächere Aktiven

- Wieviele Verluste auf Hypo-Papieren?
- Wieviele Verluste auf Privat- und Unternehmenskrediten?



Leverage

1

10x

Erhöhter Kapitalbedarf

- Verschlechterung der Kreditqualität
- Basel II: Prozyklische Kapitalhinterlegung
- Stärkere Regulierung

Ängstliche Gläubiger

- Wieviel Leverage erträgt der Markt?
- Wieviel Liquidität ist notwendig?

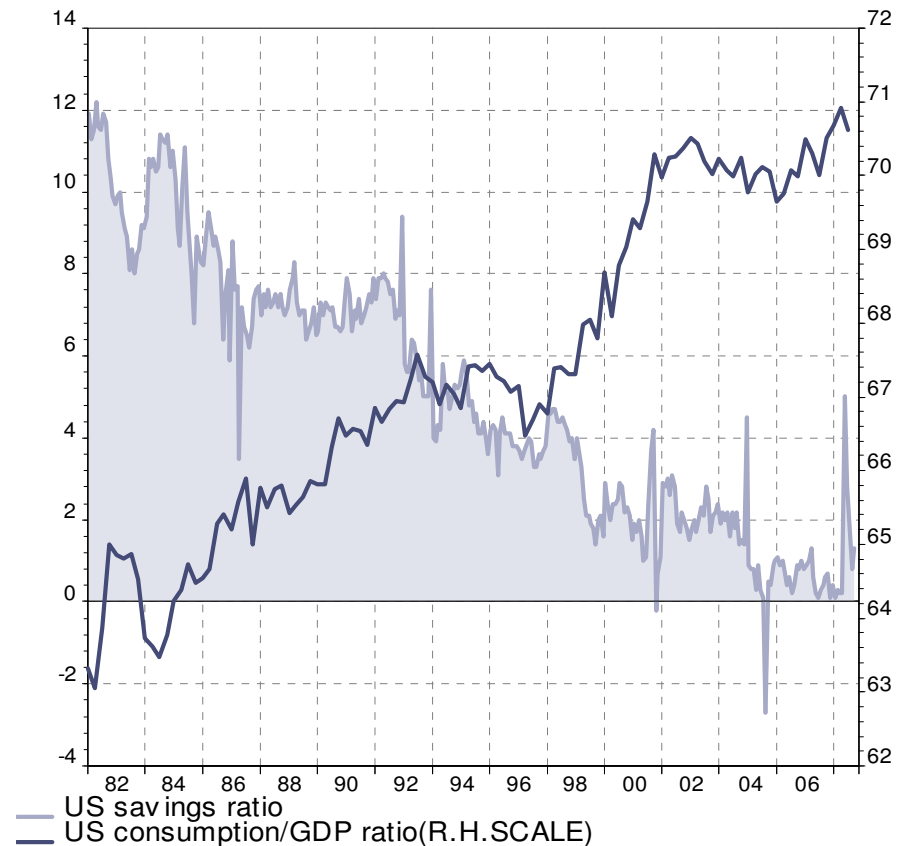
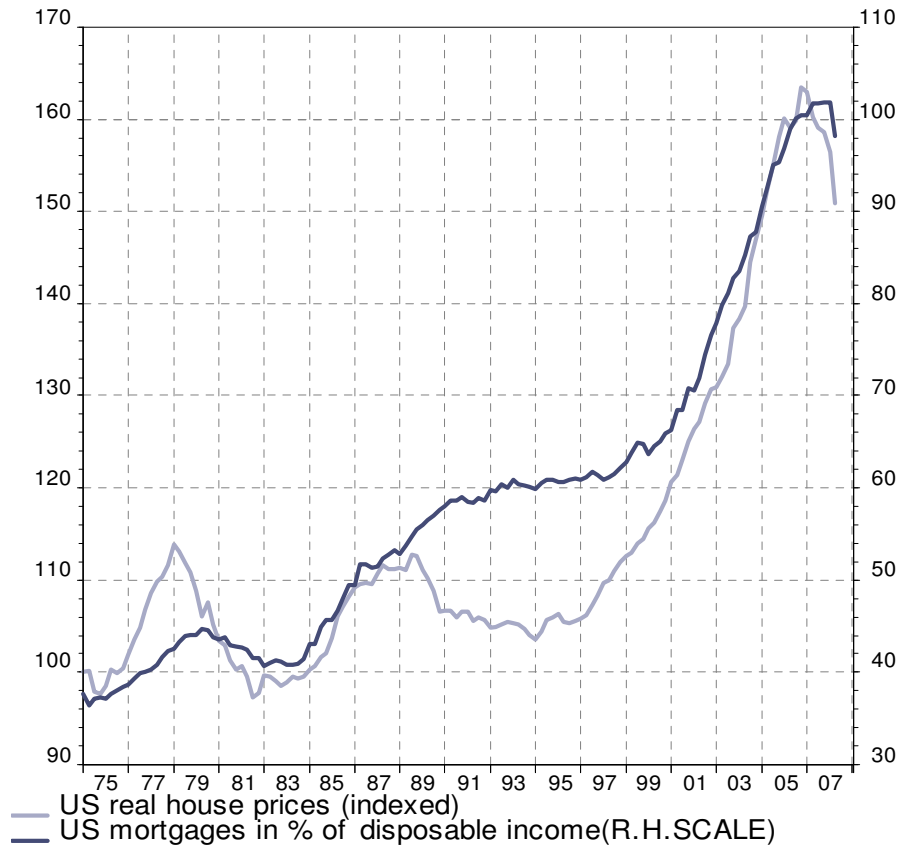
US-Ungleichgewichte müssen sich zurückbilden

US-Immobilienpreise stiegen 60%

■ Hypothekarschuld = Einkommen

US-Sparquote fiel 2004 auf Null

■ Konsumquote blähte sich auf



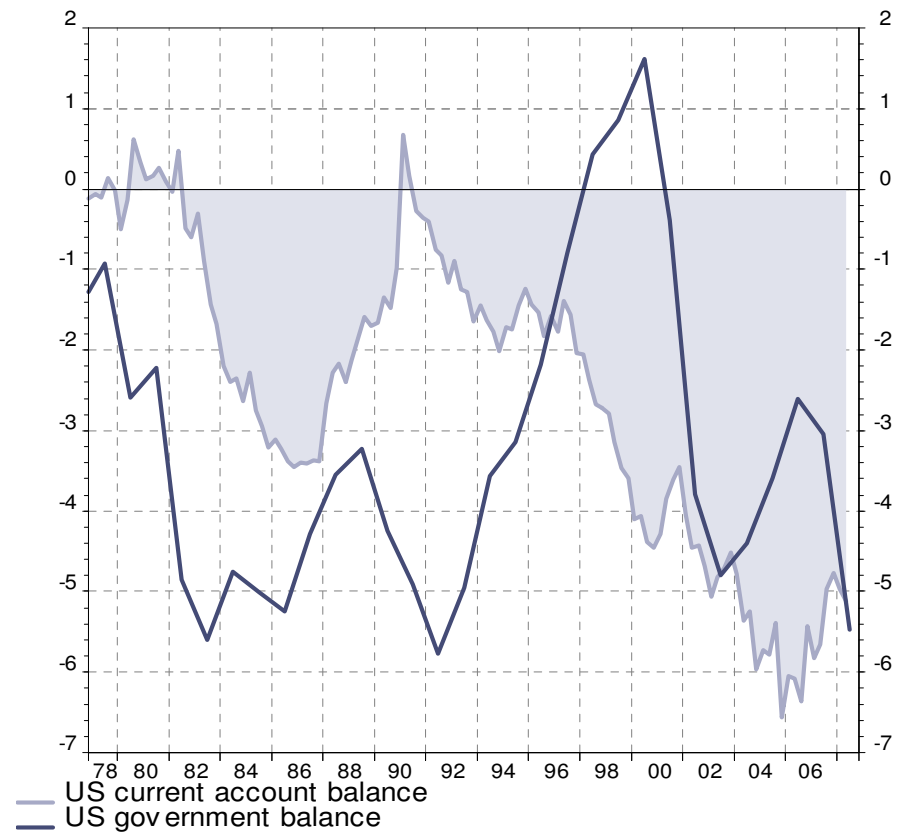
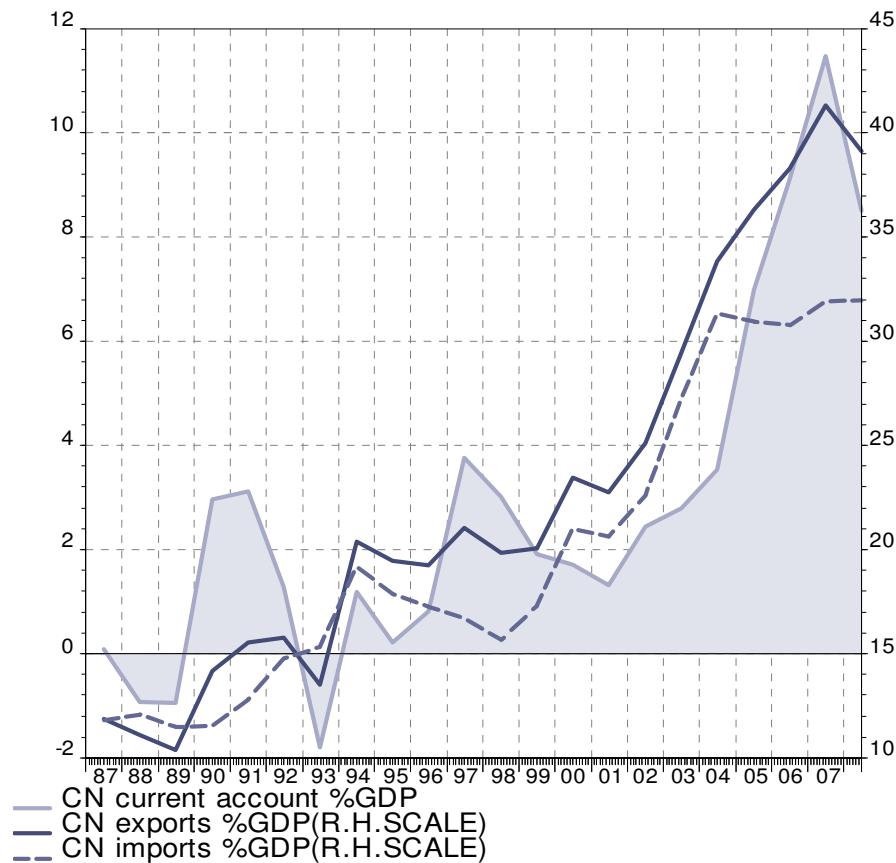
Ungleichgewichte: Auswirkungen im Rest der Welt

Chinas Leistungsbilanzüberschuss

■ Abbau über schwächere Exporte?

...ist verknüpft mit dem US-Defizit

■ Doch die USA brauchen Kapital





SARASIN

Rückkopplungen auf die Realwirtschaft

November 2008

Dr. Jan Amrit Poser

Chefökonom und Leiter Research

US-Häuserpreise: Fall setzt sich fort, Unsicherheit bleibt

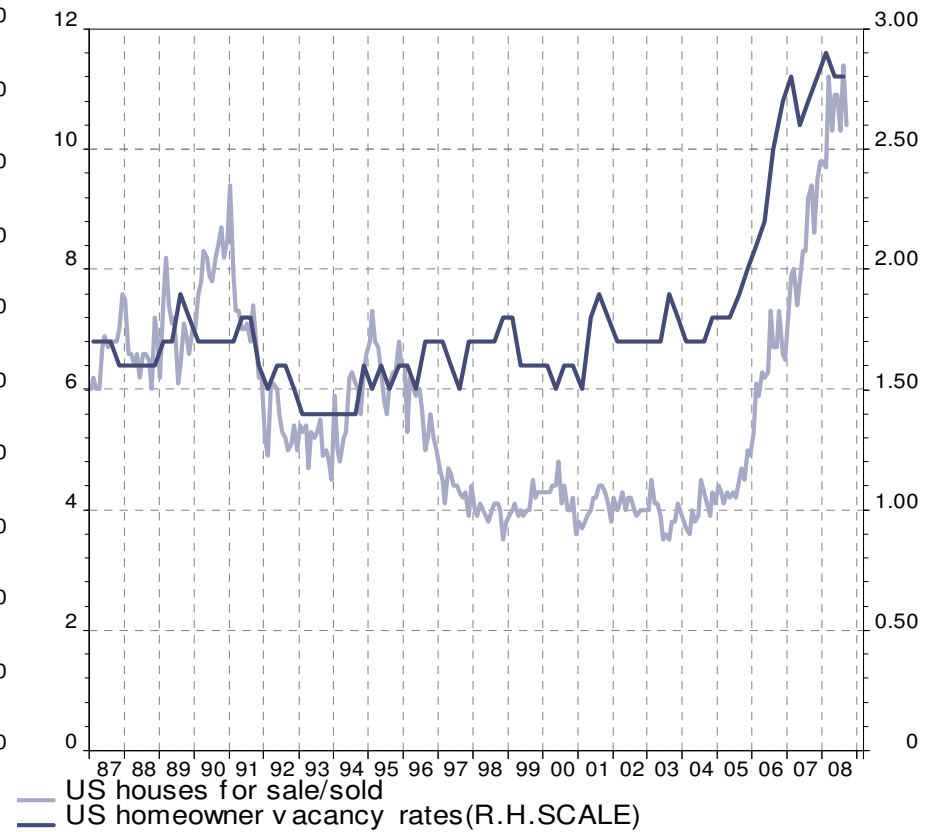
US: Preise folgen Nachfrage

- Immo.-Umsätze sind schon um 30% gefallen. Folgen die Preise?



US: Leerstände auf Rekordniveau

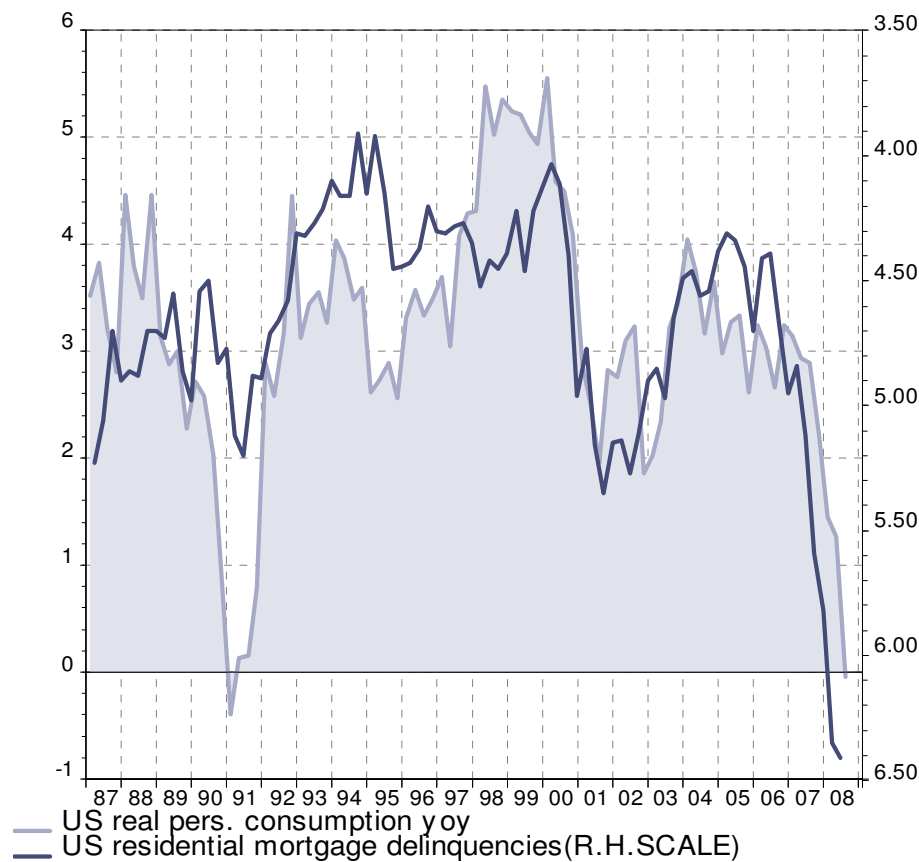
- Massen unverkaufte Häuser drücken auf den Markt



US: Immobilienmarkt drückt auf den Konsum

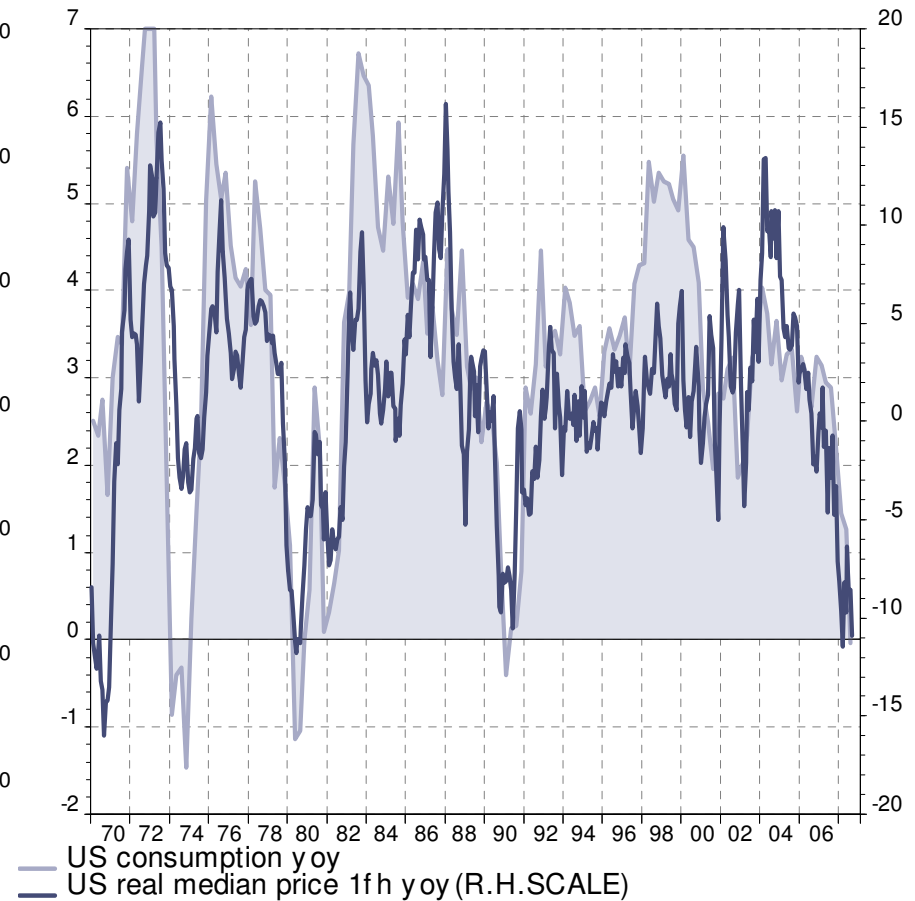
US: Hypothekenausfälle dämpfen

■ Realkonsum unter Druck



US-Konsum ist direkt betroffen

■ ...durch Hauspreisrückgänge



Euroland: Rezession ist unvermeidbar

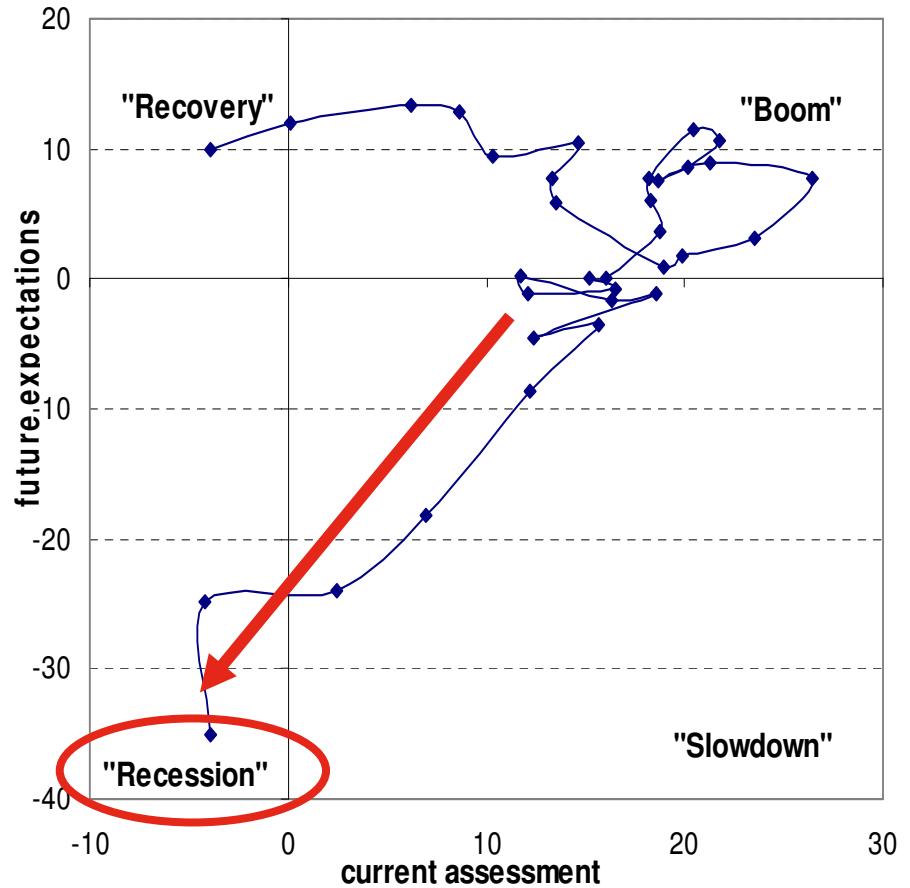
EMU Geldmengenwachstum fällt

■ ...und zeigt eine Rezession an



Deutsche ifo-Geschäftsklima-Uhr

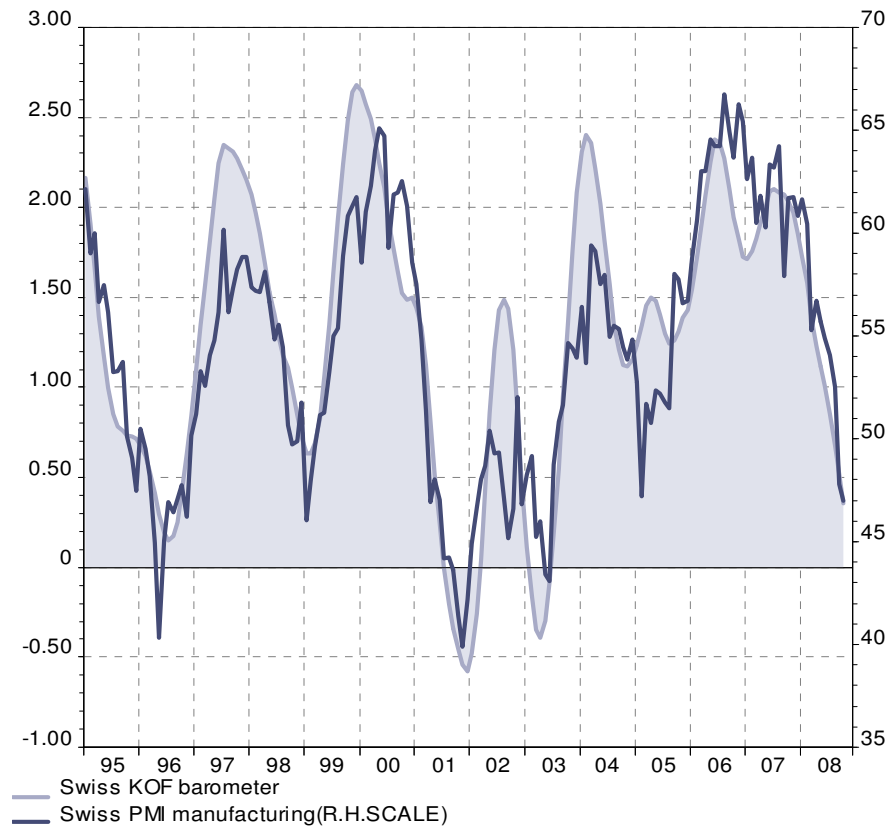
■ ...im Rezessionsterritorium



Schweiz: KOF und PMI im Rückwärtsgang

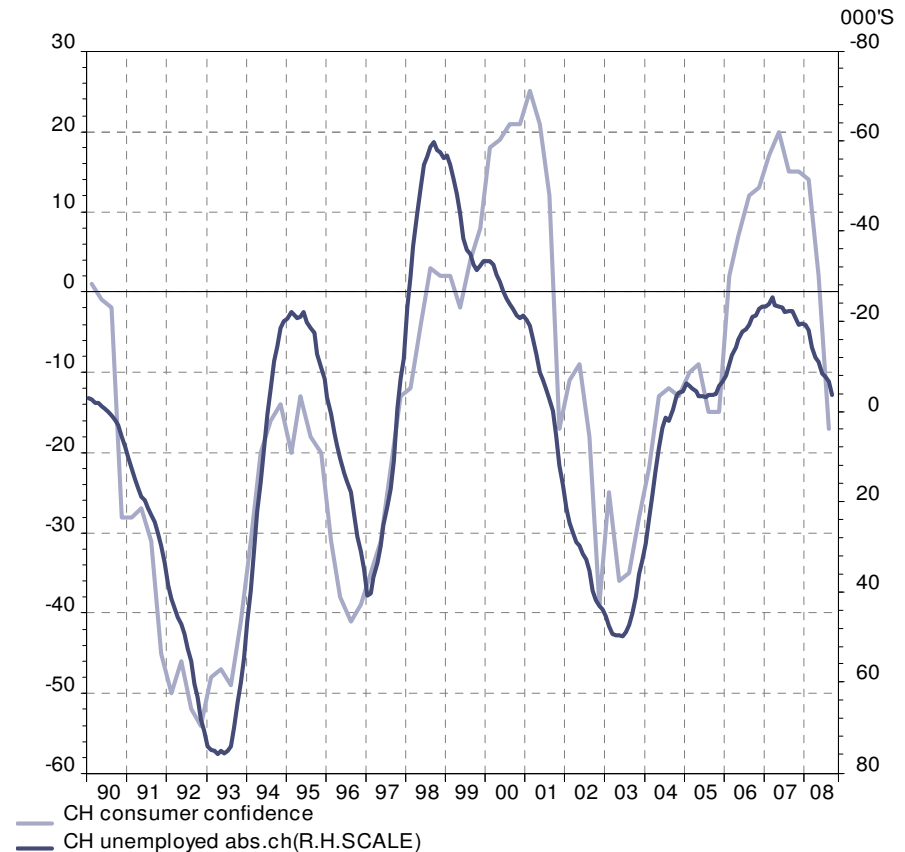
CH KOF bricht dramatisch ein

- ...und auch der PMI deutet auf steigende Rezessionsgefahr hin



Wende am Arbeitsmarkt steht bevor

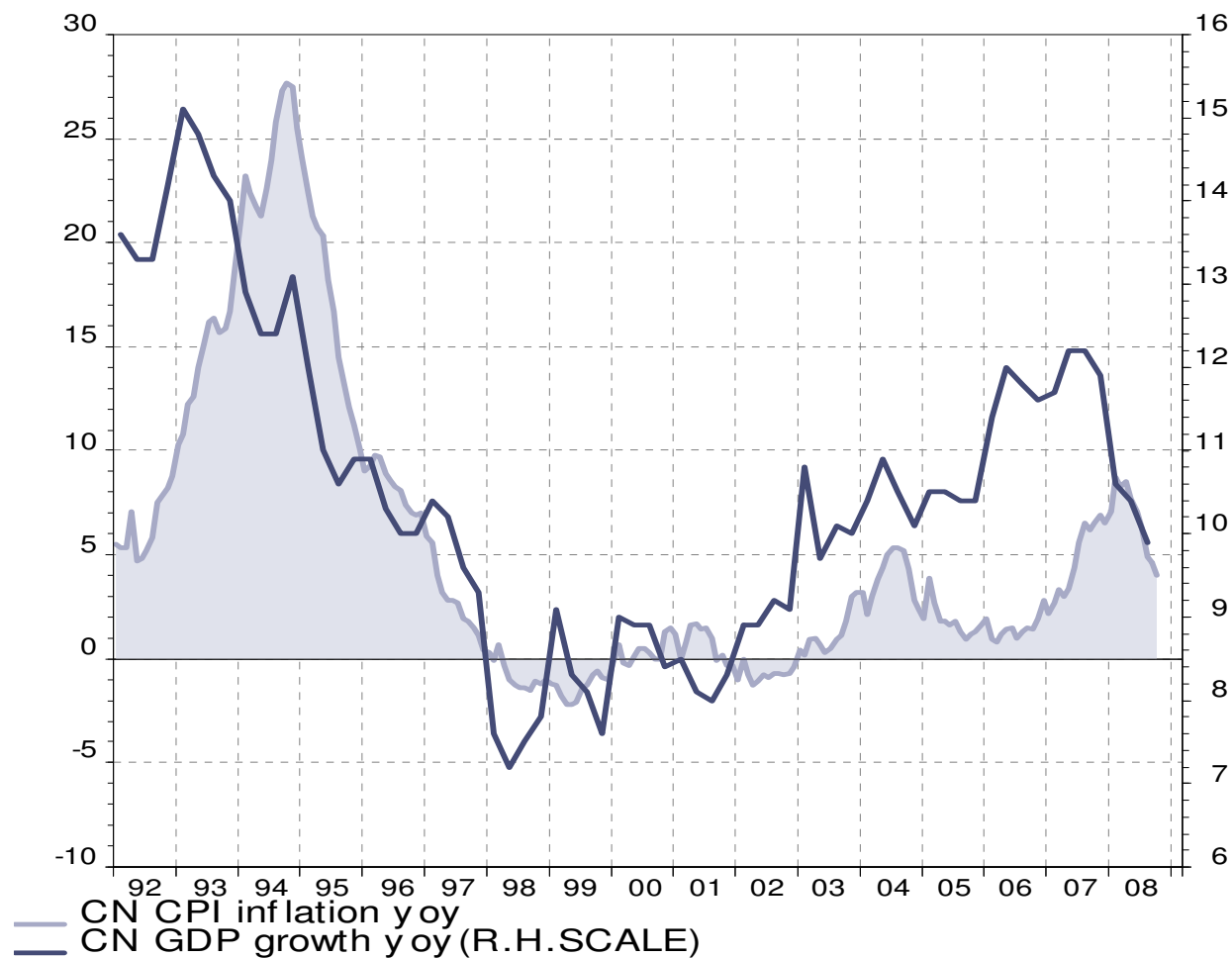
- Konsumentenstimmung befindet sich schon im Abwärtstrend



Source: Thomson Datastream

Schwellenländer leiden mehr unter Inflation

China: Inflationsanstieg und Wachstumsdämpfung



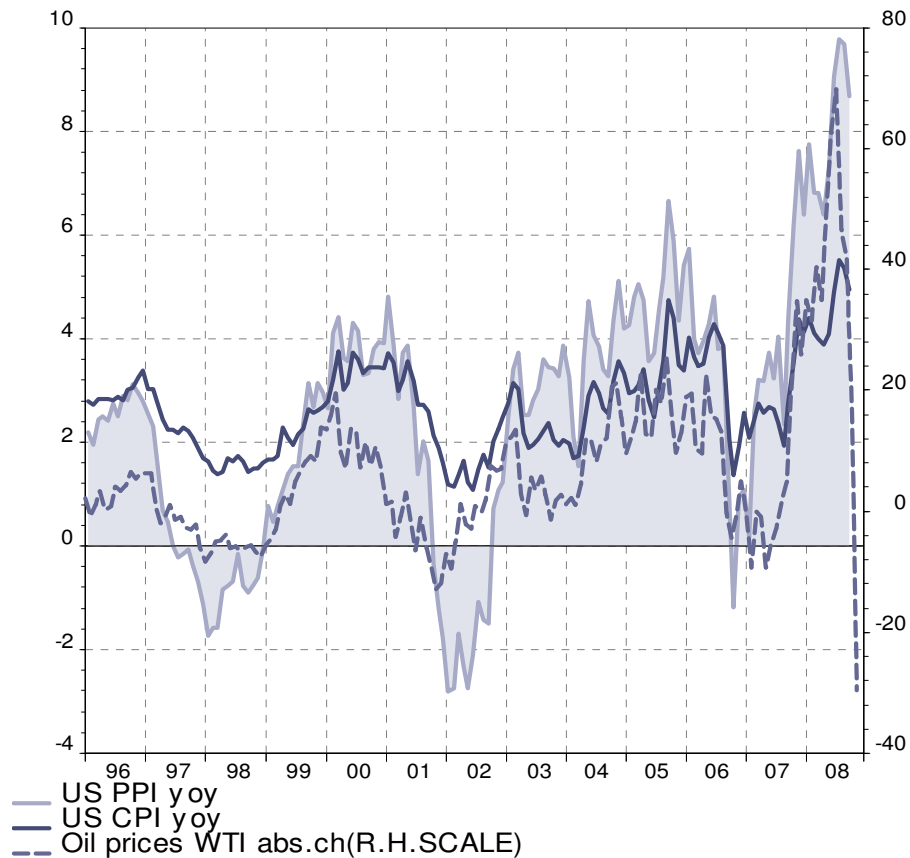
Verwundbarer!

- Gefahr einer Lohn/Preis-Spirale ist grösser
- Warenkorb eines Chinesen enthält mehr Energie und Nahrungsmittel
- Wachstum sinkt, aber von hohem Niveau
- ...doch warum hat die PBoC die Zinsen gesenkt?

Gesamtinflation hat den Zenith erreicht

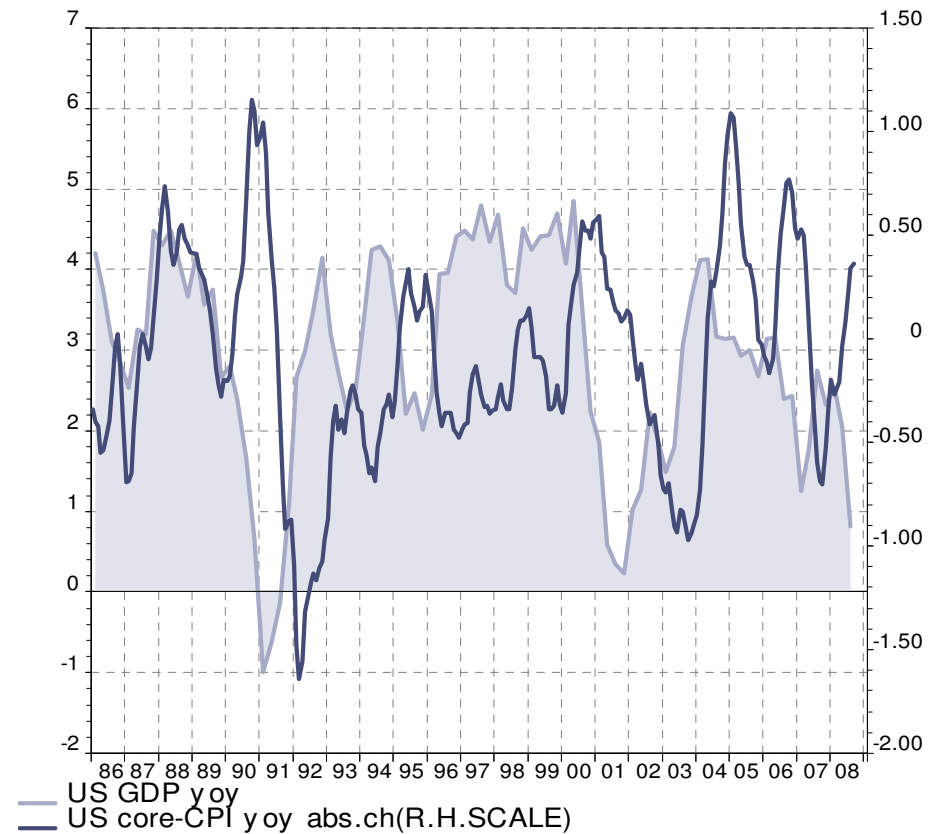
US Kons.- & Produzentenpreise

- ...schwingen zusammen mit den Ölpreisen



US Kerninflation schwächt sich ab

- ...weil das Wachstum unter seinem Potenzial bleiben wird



Wie tief wird die Rezession?

November 2008

Dr. Jan Amrit Poser
Chefökonom und Leiter Research

Sarasin: Makroökonomische Prognosen

Wachstums- & Inflationsprognosen

	2008	2009	2010
US BIP	1.4	-0.6	1.8
US Inflation	4.1	0.8	0.3
JP BIP	0.4	-1.0	1.1
JP Inflation	1.4	-0.2	-0.2
EU BIP	1.1	-0.5	2.2
EU Inflation	3.4	1.3	0.3
CH BIP	1.8	-0.2	1.4
CH Inflation	2.5	0.7	0.5

US-Stabilisierung bricht ab

- Verschärfung der Rezession, Erholung erst ab 3Q09
- Konsum muss sich über die nächsten 10 Jahre anpassen
- Potenzial-Wachstum tiefer

EU folgt USA in die Rezession

- ...im 2H08. Erholung mit Verzögerung auf USA 2010
- Schweiz fällt in Rezession

Japan schwingt stärker mit

- ...wegen Exportabhängigkeit
- Deflation bleibt endemisch



Typologie früherer Rezessionen

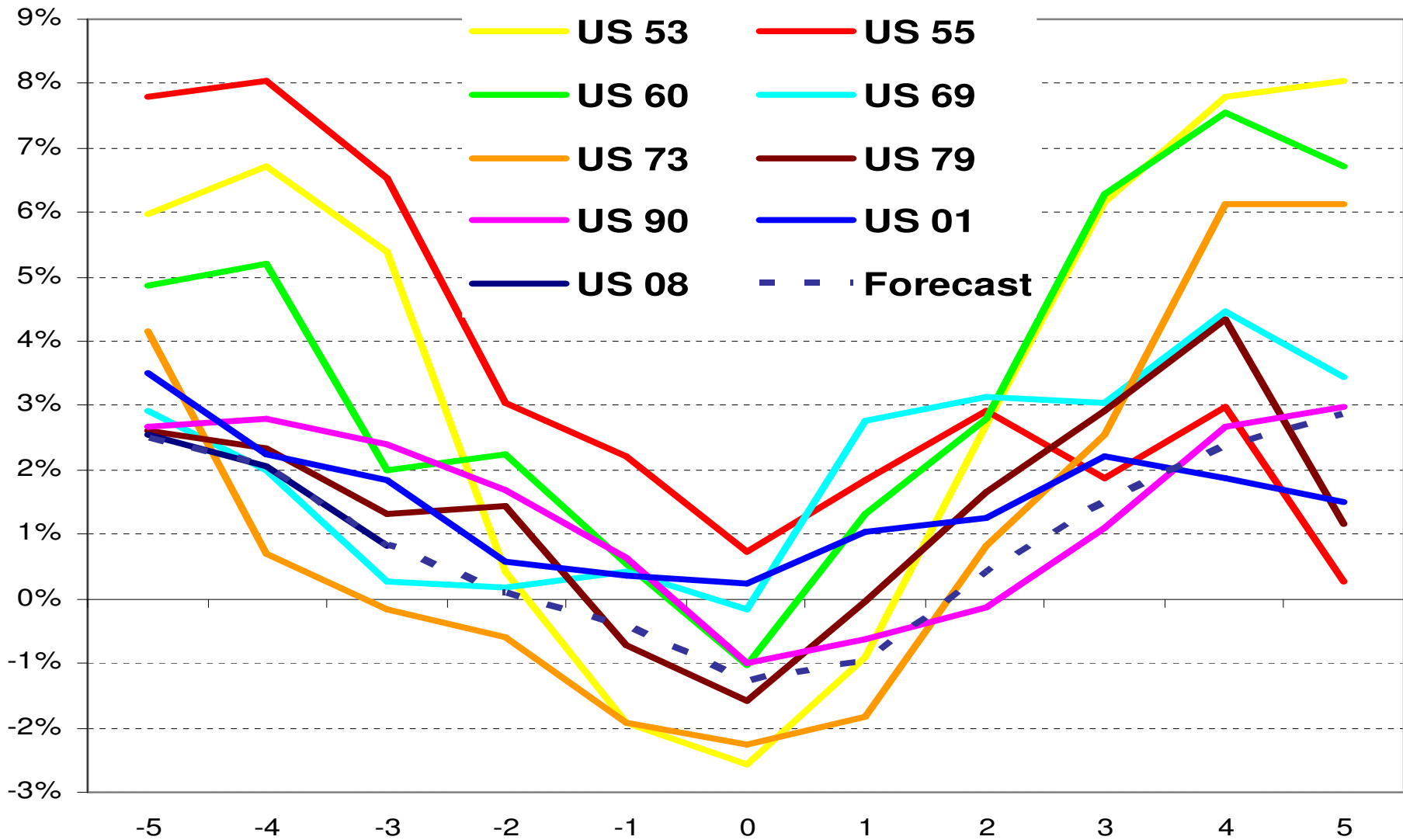
Stärke der Finanzturbulenzen

Reaktion der politischen Behörden

adäquat
inadäquat

	niedrig	hoch
adäquat	<p>USA 1990, USA 2001</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Kurze, flache Rezession ■ Keine Deflation 	<p>Schweiz '91, Schweden '93</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Scharfe Rezession ■ Längere Anpassung ■ Keine Deflation
inadäquat	<p>USA 1980</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Scharfe Rezession ■ Rasche Erholung 	<p>USA 1929, Japan 1990</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Depression ■ Deflation

US-Rezessionen im Vergleich



US-Rezessionen im Durchschnitt

Stärke der Rezession

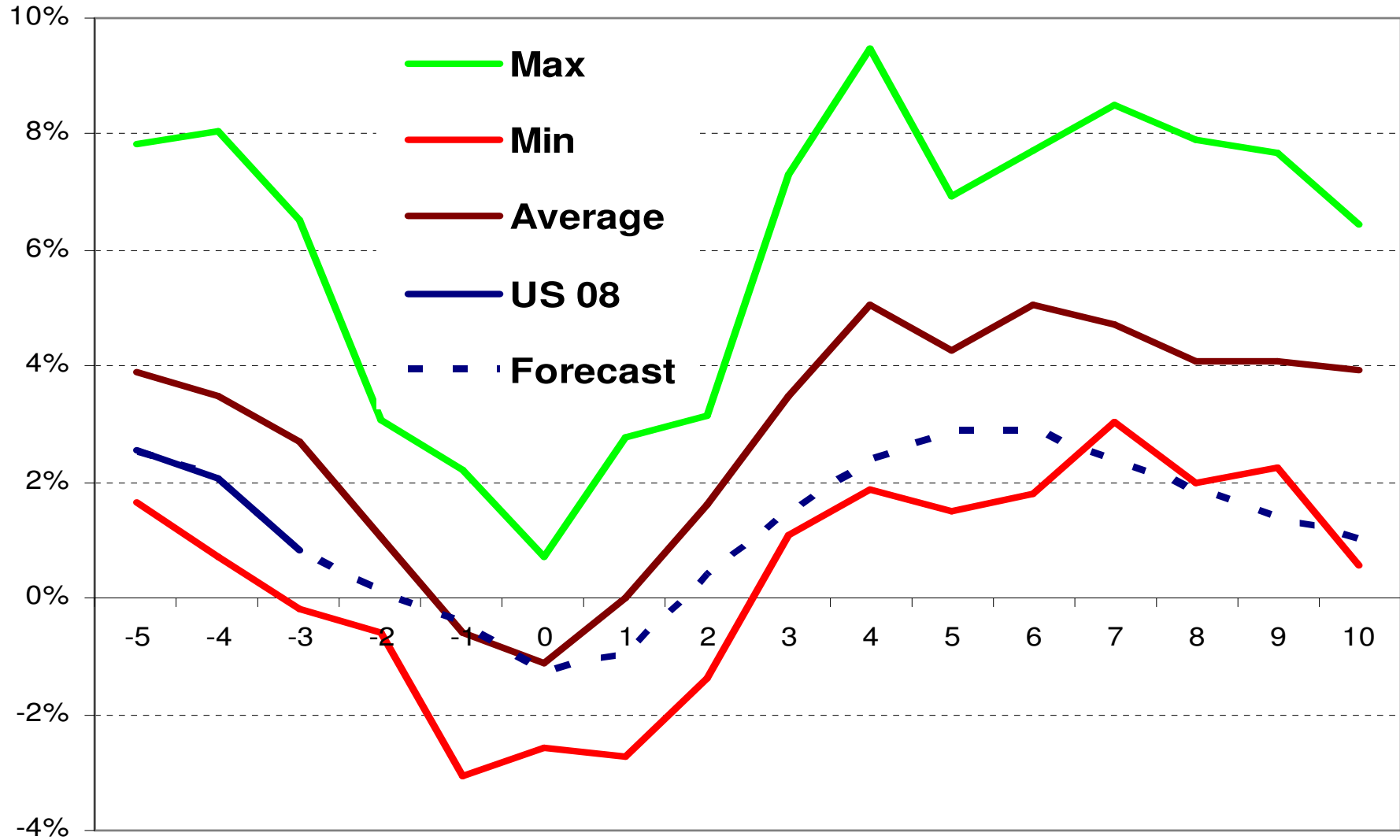
tief

Durchschnitt

flach

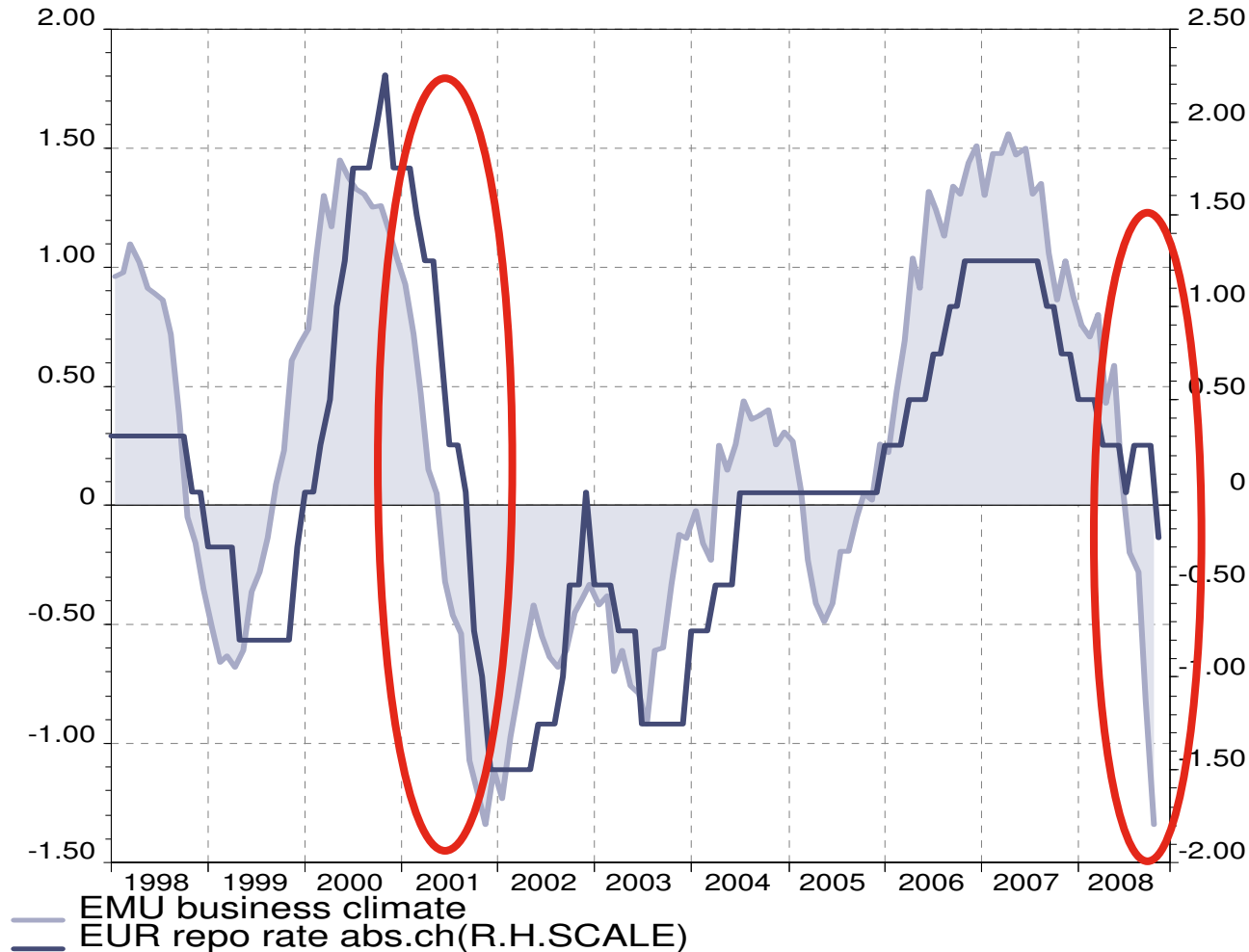
Kumulierter Verlust (BIP)	-2.8%	-1.2%	-0.5%
Kontraktion	2Q	2Q	3Q
Wachstum unter Potenzial	3Q	4Q	5Q
Rückkehr zum vorherigen Peak	5Q	4Q	3Q

USA: Vergleich mit den Maxima und Minima



Euroland: EZB wird den Abschwung abfedern müssen

Geschäftsklima als Reaktionsfunktion für die EZB

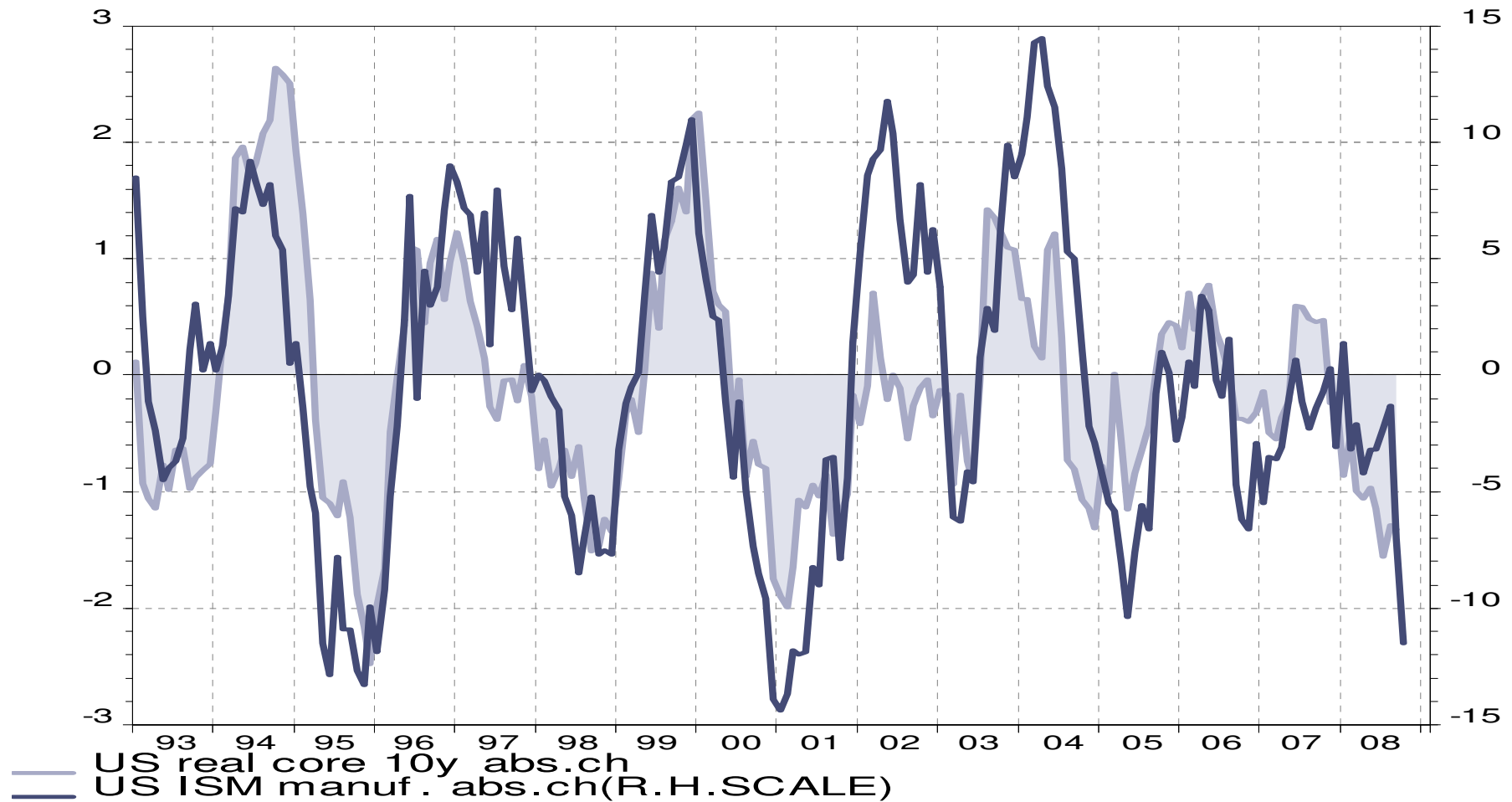


Falsche Richtung!

- Die Vergangenheit zeigt: die EZB reagiert mehr auf die Wirtschaft als auf Inflation
- Zinsanhebung im Juni war eine Warnung für die Tarifparteien
- Das war ein Fehler
- Nun müssen rasche Zinssenkungen folgen...
- ...um die Wirtschaft zu stützen

Langfristige Zinsen werden noch weiter fallen

Fallender ISM deutet auf einen Rückgang der Realzinsen hin



Sarasin: Finanzmarktprognosen

Zins- & Währungsprognosen

	31/10/08	1Q09	4Q09
US Zins	1.00	0.50	0.50
US Bonds	3.90	2.50	3.75
EU Zins	3.75	2.25	1.75
EU Bonds	3.91	2.50	3.75
CH Zins	2.50	1.00	1.00
CH Bonds	2.76	2.00	2.50
EUR-USD	1.2734	1.3000	1.4000
USD-JPY	98.49	95.00	105.00
USD-CHF	1.1591	1.1538	1.1071
EUR-CHF	1.4759	1.5000	1.5500

- **US** Leitzinsen fallen weiter
- **US** Zinskurve verflacht sich
wird steiler im 2H09
- **EU** EZB muss Zinsen senken
- **EU** Renditen antizipieren es
- **CH** SNB senkt Zinsen ebenfalls
- **JP** BoJ bleibt expansiv

- **CHF** als Safe Haven gefragt
- **JPY** stärker, aufgrund des
Deleveraging
- **EUR** mit Abwärtsrisiken wegen
EZB-Zinssenkungen
- **USD**-Erholung nicht nachhaltig;
Rückfall im 2009



Anlagestrategie

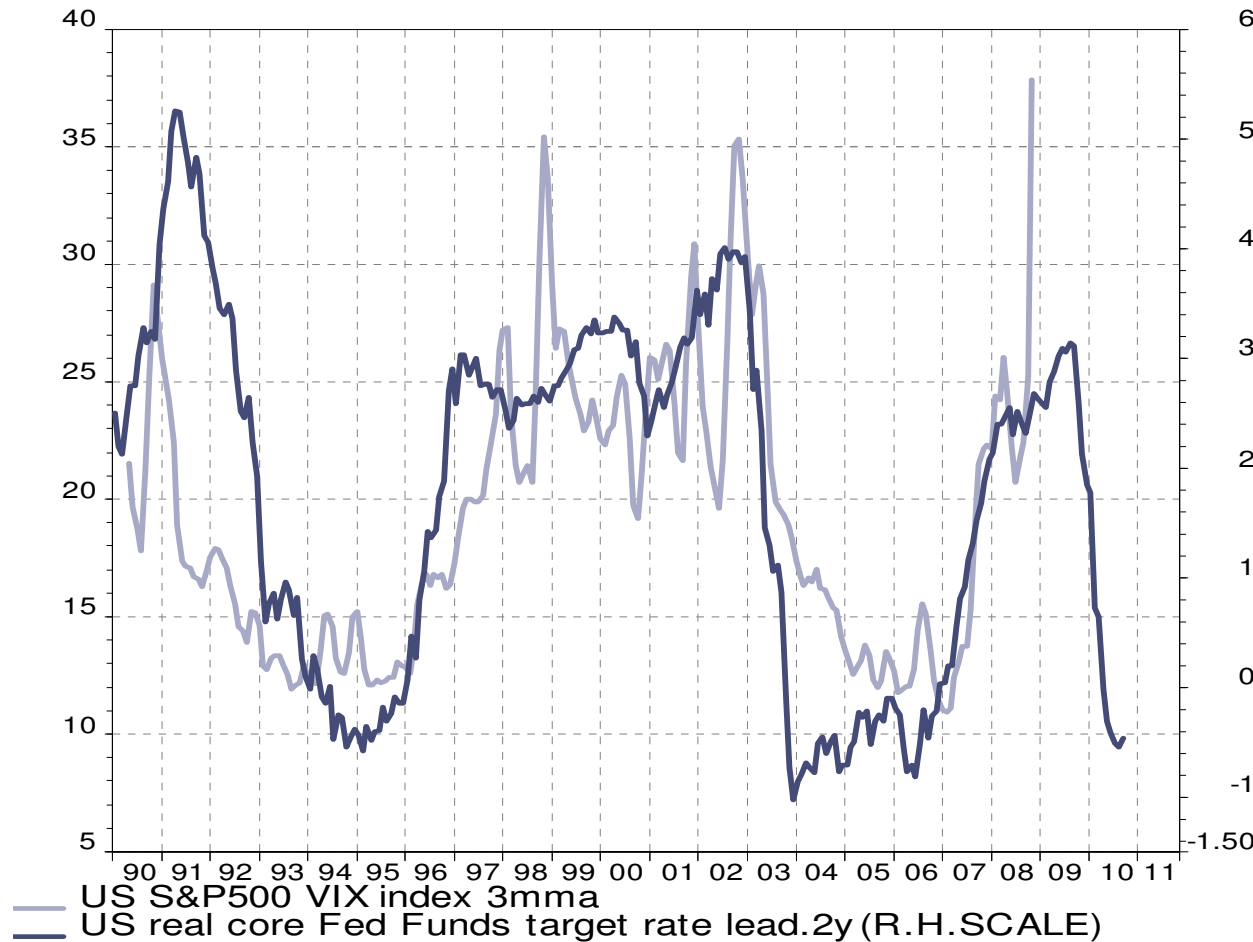
Zurück zu den Grundlagen

November 2008

Dr. Jan Amrit Poser
Chefökonom und Leiter Research

Volatilität wird hoch bleiben Ende 2009

Finanzmarktvolatilität folgt dem Zinsniveau

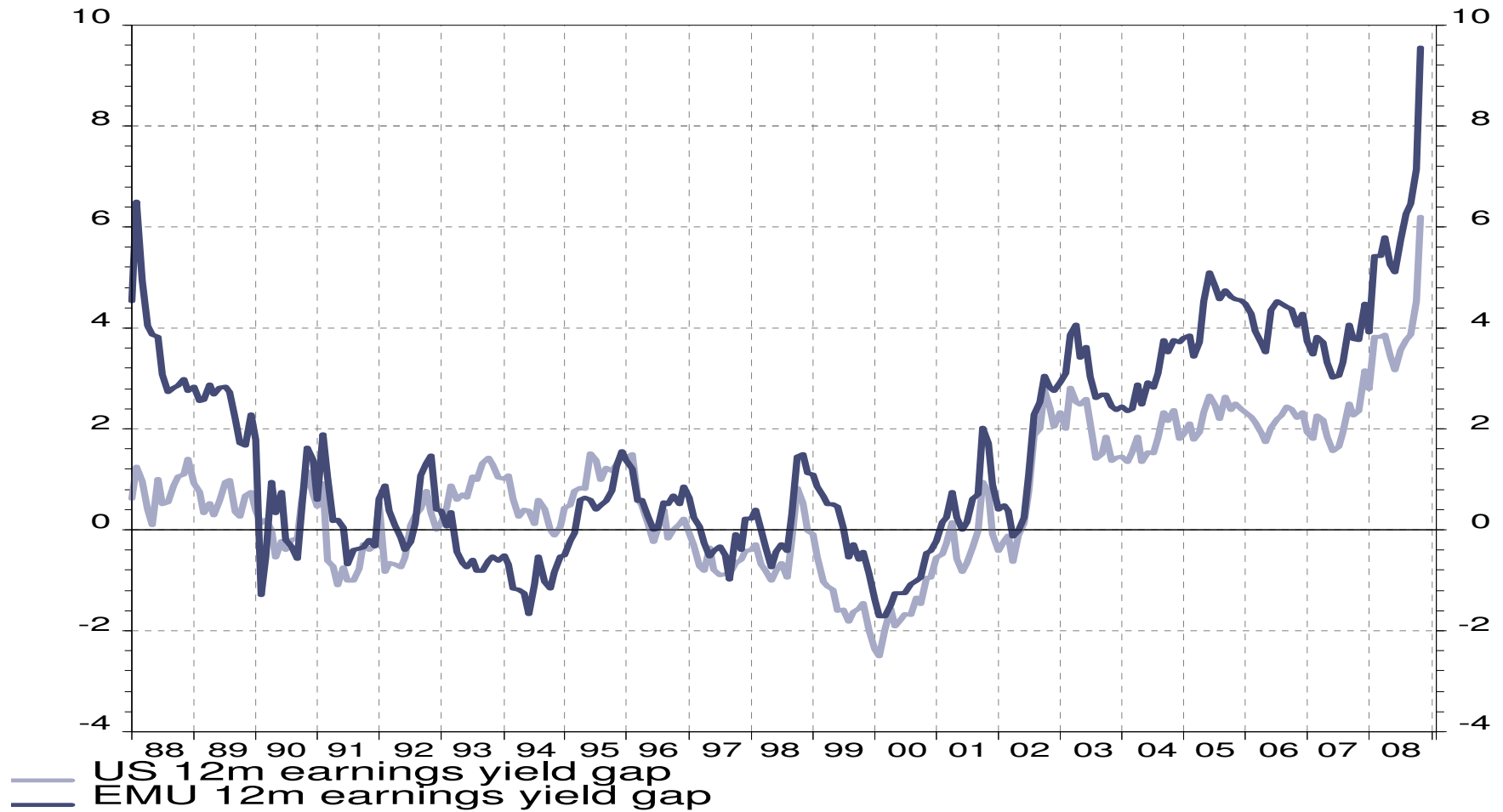


Turbulenzen!

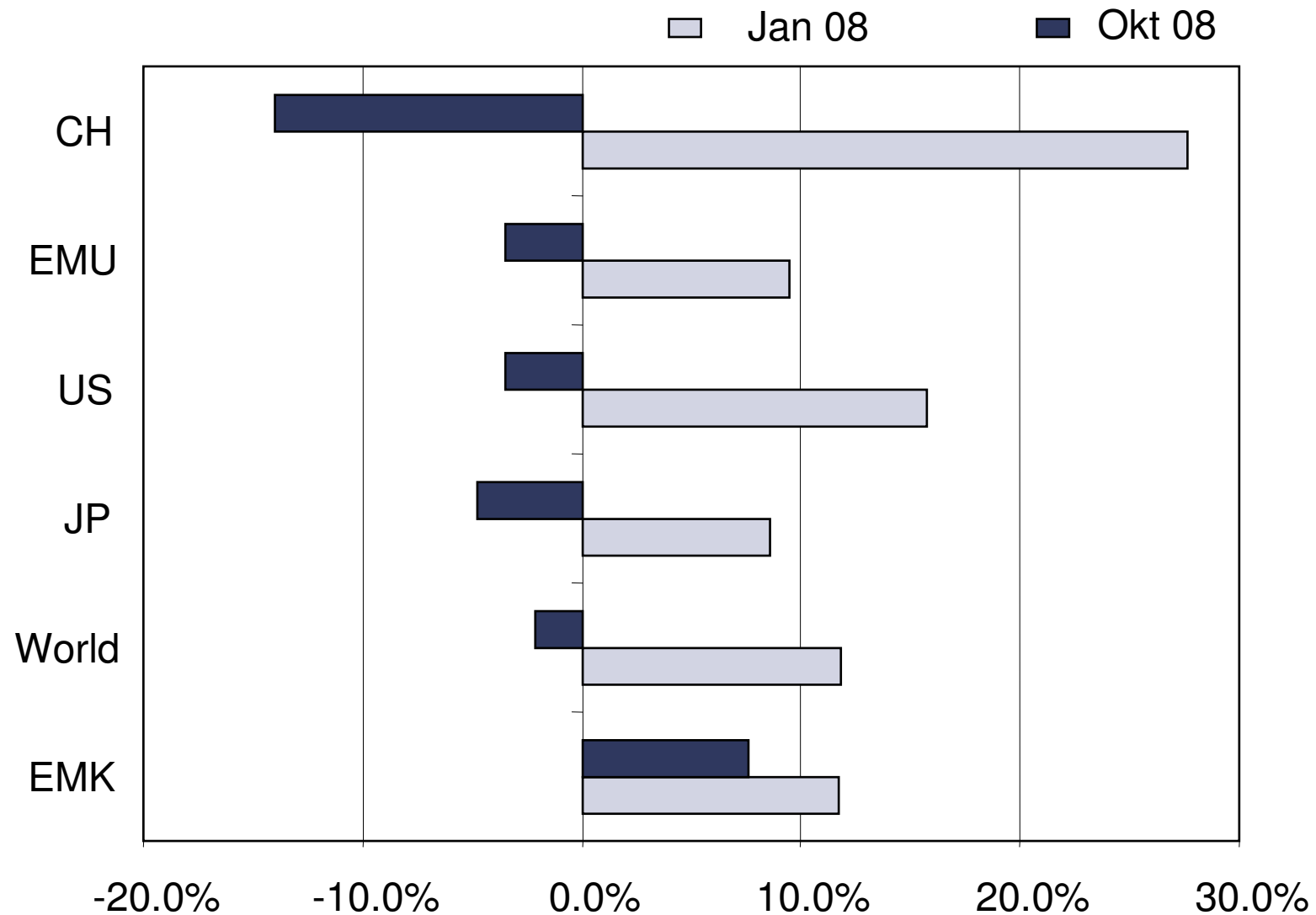
- Volatilität hinkt dem Zinsniveau mit 2 Jahren Verzögerung hinterher
- Höhere Zinsen dämpfen das Wachstum und die Gewinne
- Unsicherheit betreffend fairem Wert einer Anlage ist hoch

Risikoprämien sind so hoch wie seit 30 Jahren nicht mehr

Gewinnrendite minus Anleihenrendite zeigt. Aktien sind attraktiv



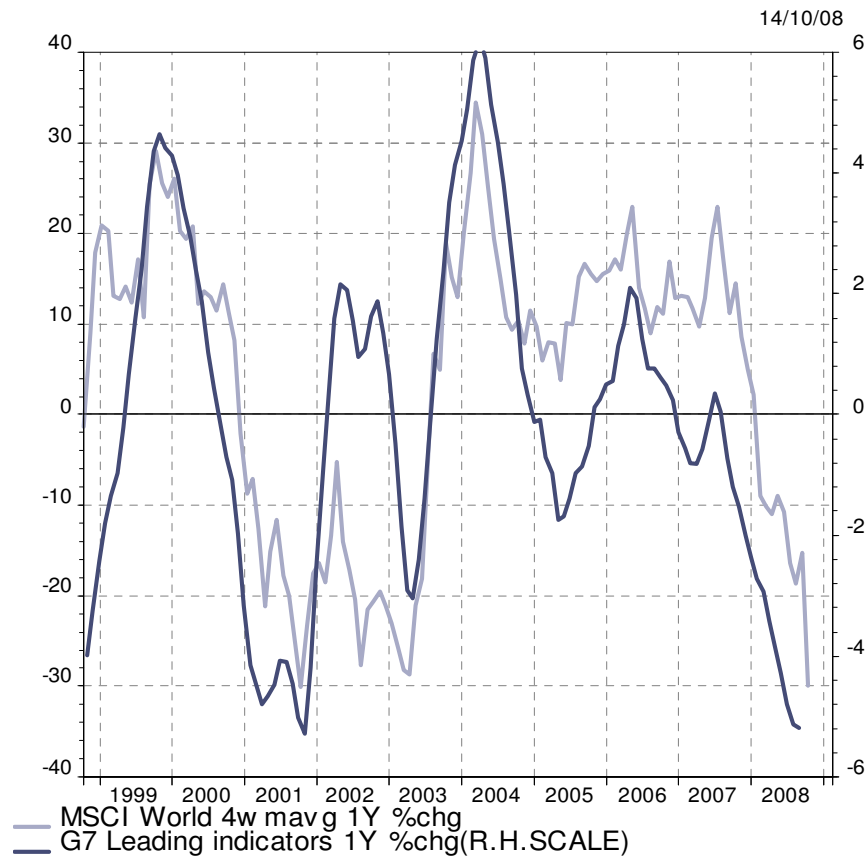
Gewinnschätzungen realistischer als zu Jahresbeginn



Zyklus steht der Aktienerholung entgegen

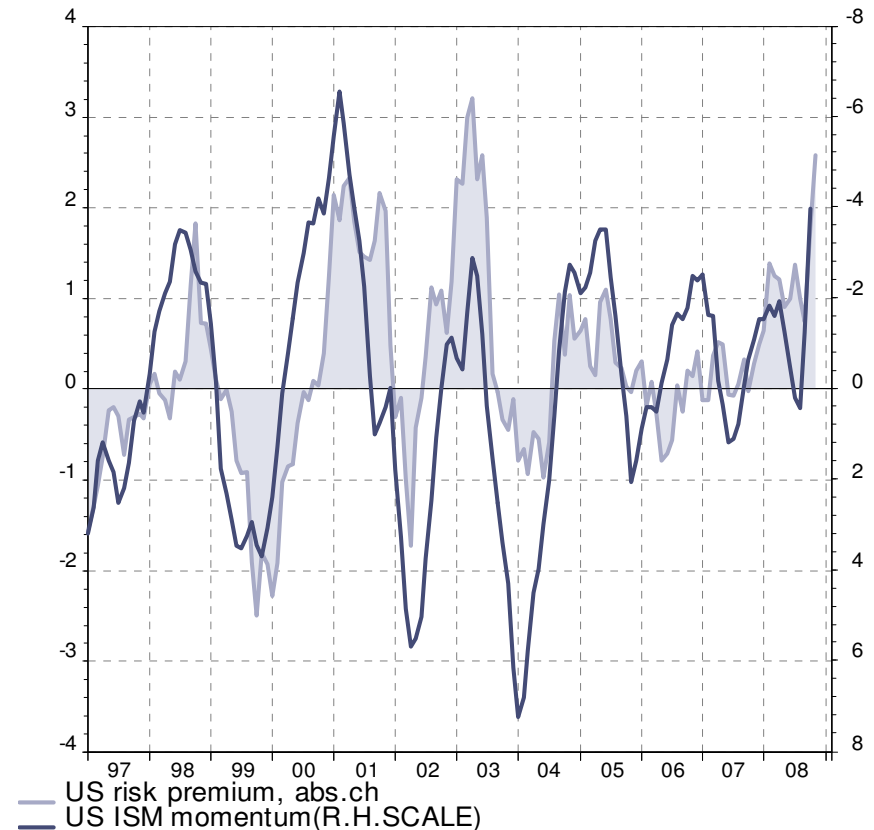
Leading Indicators im Abschwung

- ...und deutet auf weiteren Korrekturbedarf hin



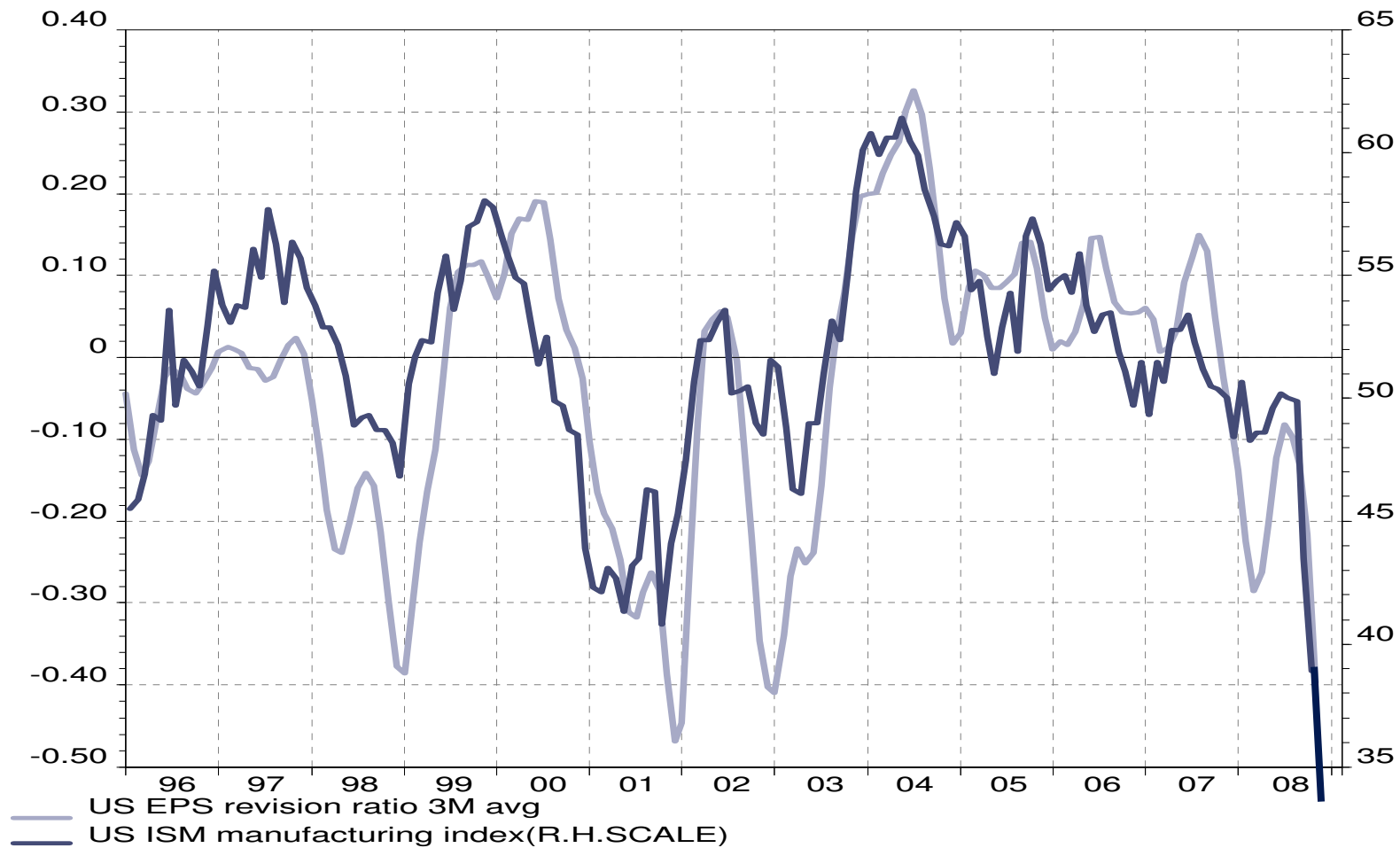
Risikoprämie läuft mit dem Zyklus

- Risikoprämie fällt erst, wenn das ISM Momentum dreht (Q2 2009?)



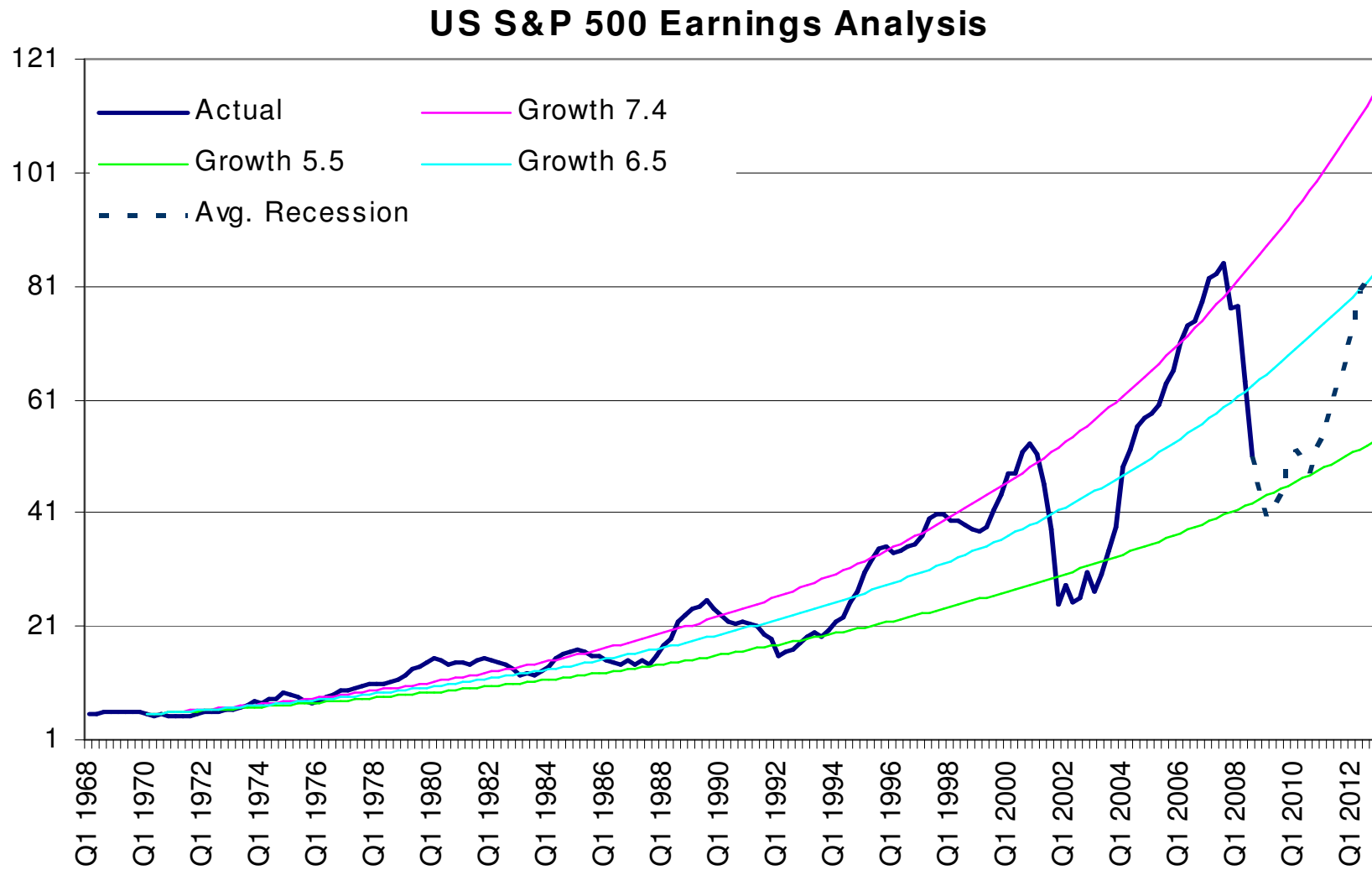
Gewinne werden weiter revidiert werden müssen

US-Geschäftsklima und Revision-Ratio der Gewinne sind korreliert



Source: Thomson Datastream

Wie lange dauert die Normalisierung der Gewinne?



Wann ist der Boden erreicht?

Ein Blick auf verschiedene Bewertungsmodelle

	EPS 2009	Average p/e ratio	Fair Value S&P 500	Trough PE p/e ratio <	Downside S&P 500 <
Shiller	60	16.3	978	10	600
LT avg	60	14.9	895	10	600
GAAP	60	17.8	1065	12	720
IBES TR	78	17.9	1399	12	936
IBES FW	85	15.5	1321	10	850

Ökonomische Betrachtung

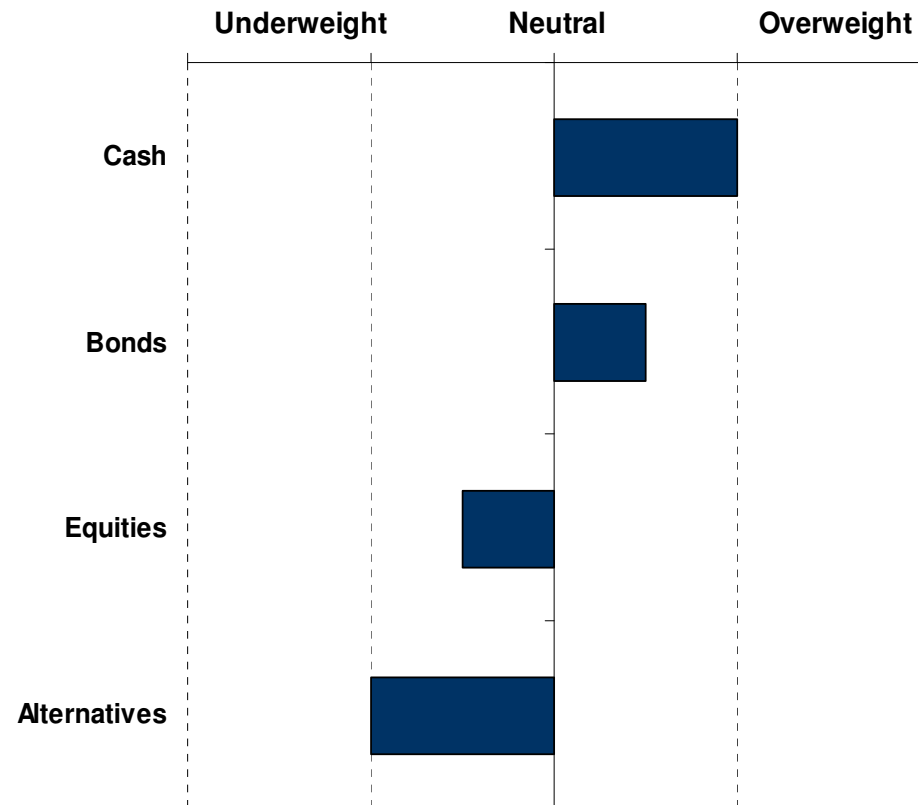
Marktbetrachtung

Mittelfristige Perspektiven

Aktienmarktentwicklung bei Normalisierung von Gewinnen und KGV (P/E)

	Aktuell	2009	2010	2011	2012	
GAAP	EPS p/e ratio	EPS p/e ratio	EPS p/e ratio	EPS p/e ratio	EPS p/e ratio	Performance
US-Markt	60 15.8	44 16.3	51 16.8	62 17.3	80 17.8	Total p.a.
S&P 500	948	717	857	1073	1424	50% 11%
	Aktuell	2009	2010	2011	2012	
Trailing	EPS p/e ratio	EPS p/e ratio	EPS p/e ratio	EPS p/e ratio	EPS p/e ratio	Performance
CH-Markt	380 16.2	350 16.5	400 16.8	450 17.2	500 17.6	Total p.a.
SM	6156	5775	6720	7740	8800	43% 9%

Asset Allocation – Defensive Portfoliostrategie



Defensive Positionierung

- Welt steht am Rande einer Rezession, Cash is King
- Obligationen sind durch sinkende Inflations-erwartungen unterstützt
- Gewinnschätzungen müssen weiter sinken, doch die Bewertung wird immer attraktiver
- Risiken sind weiterhin hoch; Aktien nach dem Crash leicht untergewichtet
- Deleveraging: Alternative Anlagen auf Untergewicht



Besten Dank für die
Aufmerksamkeit und viel Glück!