

Ausblick zweites Halbjahr 2012

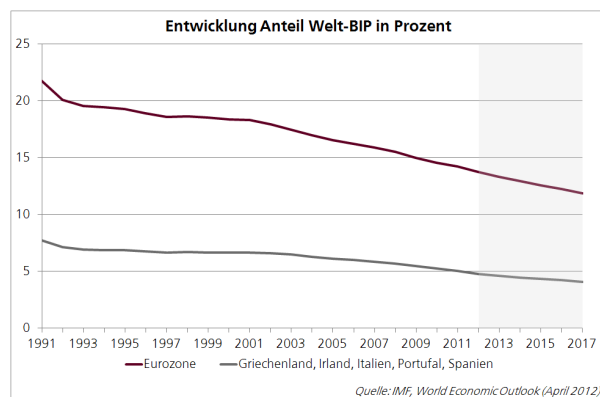
Roman von Ah, Thomas Grünenfelder

Trotz aller Unsicherheit – Weltwirtschaft wächst

Die Verunsicherung über die wirtschaftliche Entwicklung ist enorm. Das schuldenbedingte Abgleiten von Europa in eine Rezession und die damit verbundenen negativen regionalen und globalen Effekte ist ein Dauerbrenner. Zwei weitere Unsicherheitsherde sind dazugekommen. Die Erholung der USA wird in Frage gestellt und das Gespenst einer stärkeren Abschwächung der chinesischen Wirtschaft geht um. Die kurzfristigen und regionalen Wirtschaftsschwankungen dominieren das Marktgeschehen. Verloren geht der mittelfristige Ausblick, welcher eine träge und solide Weltwirtschaftsentwicklung erwarten lässt. Die Welt wächst nach dem IMF im 2012 3.5% und im 2013 4%.

Südeuropa ist nicht die Welt

Natürlich hinkt Europa dem Weltwachstum hinterher. Der einst bestimmende Kontinent droht in eine Rezession abzufallen. Aber (Süd-) Europa ist nicht die Welt.

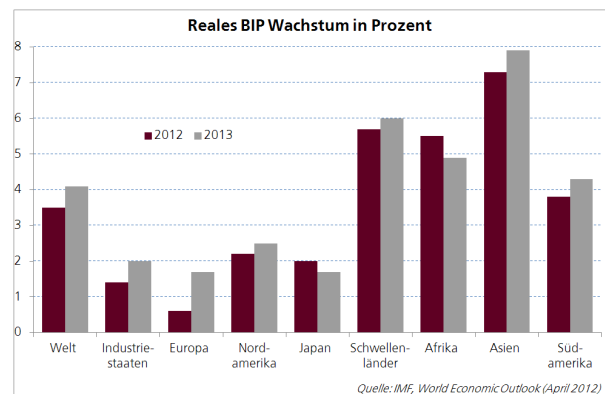


Die Wirtschaftsleistung von Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien zusammen erreicht im 2012 nicht einmal 5% der Weltwirtschaftsleistung (Welt-BIP), bei stark abnehmender Tendenz. Die Wirtschaftsleistung der Eurozone beträgt insgesamt 13.7%, Tendenz weiterhin abnehmend. Grosse Investitionsprojekte - Infrastruktur, Produktionsanlagen, Immobilien - werden nicht mehr in Europa realisiert. Kaufkraft und Anzahl der europäischen Konsumenten stagnieren oder nehmen ab. Beide steigen in anderen Weltgegenden kräftig an. Obwohl die europäische eine regionale Krise ist, kommt die Angst über eine Entfachung eines globalen Wirtschaftsbuschfeuers à la

2008 immer wieder hoch.

Bei den Anlegern ist eine schleichende Repositionierung zu beobachten. Das Engagement in europäischen Krisenländern wird seit einiger Zeit Schritt für Schritt abgebaut. Die frei werdenden Ressourcen und Kräfte werden in Märkte wie Asien und Nordamerika allokiert. Die eingeleiteten Massnahmen, namentlich die verordneten Spar- und Schrumpfkuren, werden den Bedeutungsverlust dieser Länder weiter beschleunigen. Ohne kräftige strukturelle Massnahmen ist nicht mit einem wirtschaftlichen Wiedererstarren zu rechnen. Der Bedeutungsverlust mag für Europa hart sein, aber je länger die europäische Krise andauert, desto unwahrscheinlicher dürfte sie sich zu einer globalen Krise ausweiten. Trotz der herrschenden Unsicherheit und des vorsichtigen Agierens der Firmen und Wirtschaftsakteure bleiben die Aussichten für die globale Wirtschaft intakt.

Die Wachstumsraten der Schwellenländer bleiben robust und liegen weiterhin über 5%. Dies ist umso bedeutender, als der Anteil der Schwellenländer am Welt-BIP gemäss IMF im Jahr 2013 erstmals über 50% ansteigt.



Sobald sich einige der Wolken verziehen, besteht ein grosses (Aufhol-) Potenzial betreffend Investitionen und Wachstum.

Zinsen und Inflation

Die Zinsen bewegen sich teilweise im negativen Bereich. Gleichzeitig ist das Zinsrisiko überdurchschnittlich hoch. Während Staatsanleihen früher Erträge ohne Risiken waren, sind sie heute Risiken ohne Erträge. Dies hängt mit

der extrem expansiven Geldpolitik der grossen Zentralbanken zusammen. Inflation ist vorderhand kein Thema.

In diesem anspruchsvollen Umfeld halten wir die Laufzeiten kurz. In Anbetracht der gesunden Firmenbilanzen, der hohen Margen, der enormen Liquidität und des aufgestauten Investitionsbedarfs ziehen wir weltweit Industrieschuldner vor und sind bezüglich Staats- und Finanzfirmenrisiken deutlich untergewichtet.

Aktien: Positive Erträge trotz Krisenstimmung

Die gefühlte Krise ist schlimmer als die effektiven Kursbewegungen. Obschon erneute Turbulenzen um die europäische Schuldenkrise im zweiten Quartal bestimmend waren, vermochten viele Aktienmärkte das Niveau von Anfang Jahr zu halten oder gar leicht zuzulegen. Zu verdanken ist dies in erster Linie einem starken ersten Quartal, wo alle wichtigen Aktienmärkte erfreuliche Kursgewinne erzielten. Mit einem Plus von rund 5% hinkte der SMI allen wichtigen internationalen Börsenindizes hinterher. Nach teilweise happigen Kursverlusten im zweiten Quartal schlossen die meisten Indizes für die erste Jahreshälfte mit erfreulichen Kursgewinnen. Negative Ausnahmen waren einige europäische Märkte wie Spanien und Schwellenländer wie Brasilien. Der MSCI Welt weist in der ersten Jahreshälfte eine Rendite von 7.1% aus. Auf's ganze Jahr hochgerechnet wäre das ein gutes Aktienjahr.

Ergebnisse ausgewählter Indizes (in lokaler Währung)

	Jan. – März 12	Jan. – Juni 12
DAX	17.8%	8.8%
HANG SENG	11.5%	5.5%
NIKKEI	19.3%	6.5%
SMI	5.0%	2.2%
STOXX50	6.9%	-2.2%
S&P500	12.0%	8.3%
MSCI Welt (in CHF)	7.3%	7.1%

Es ist kein Paradox, dass die weltweite Aktienentwicklung weniger enttäuschend ist als es die europäische Krisensituation annehmen lässt. Erstens ist die europäische Schuldenkrise keine globale sondern eine regionale Krise und zweitens ist die Gewinnentwicklung erfreulich.

Steigende Gewinne

Die Gewinne der 500 grössten US Unternehmungen sind seit der Finanzkrise 2008 stetig gewachsen. Das Gewinnniveau 2007, also vor dem Lehman-Kollaps, wurde bereits wieder erreicht und übertroffen. Es sind auch keine Rückschläge in der Gewinnentwicklung zu erkennen. Im Ge-

genteil: Den 500 grössten US-Firmen scheint die europäische Finanzkrise nichts anhaben zu können.

S&P500-Gewinnentwicklung pro Anteil



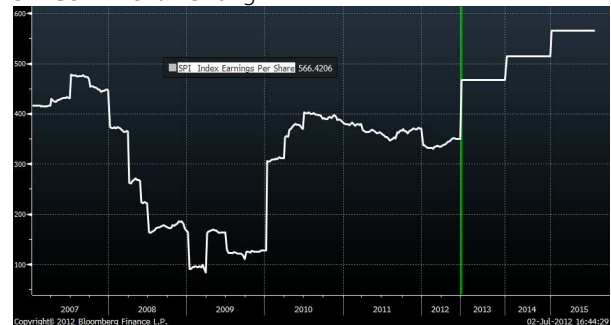
Die Gewinnentwicklung der 500 grössten europäischen Unternehmungen (Bloomberg 500) zeigt ein anderes Bild. Zwar konnten sich die Gewinne der europäischen Firmen insbesondere im 2010 sehr schnell erholen. Jedoch stagnierten die aggregierten Gewinne seit Beginn 2011 und gingen in diesem Jahr sogar zurück. Die Auswirkungen der südeuropäischen Rezession machen sich langsam in ganz Europa bemerkbar. Während Exportunternehmungen Umsatz und Gewinn Jahr für Jahr steigern können, kämpfen nationale und europäisch ausgerichtete Firmen mit stagnierenden oder sinkenden Umsätzen und Gewinnen.

Europa (Bloomberg 500) Gewinnentwicklung pro Anteil



Die Gewinnentwicklung der Schweizer Firmen im Swiss Performance Index SPI zeigt wiederum ein anderes Bild.

SPI-Gewinnentwicklung



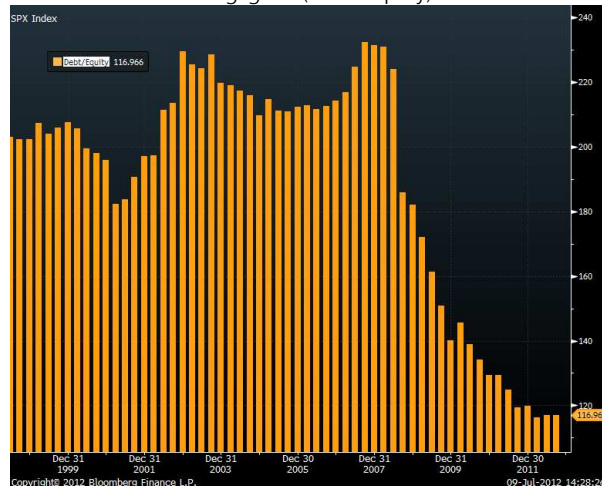
Die Stärke des Schweizer Franks machte sich früh bemerkbar. Trotz der starken Inlandkonjunktur und der boomenden Exporte begannen bereits Mitte 2010 die Gewinne in der Schweiz zu sinken. Aufgrund der Wechselkursuntergrenze von 1.20 CHF/EUR dürfte sich der Währungseffekt in der zweiten Jahreshälfte normalisieren. Der Basiseffekt könnte sogar dazu beitragen, dass die Gewinne in Schweizer Franken ab dem dritten Quartal stärker ansteigen werden als erwartet.

Gesunde Bilanzen

Ein Blick auf die Verschuldungssituation von Unternehmungen zeigt eine komfortable Situation. Während viele Staaten unter den hohen Schulden ächzen und eine Reduktion der Neuverschuldung nur schleppend vorstatten geht, kann die Unternehmenswelt mit einer erfreulichen Entwicklung aufwarten. Nach der Finanzkrise und dem Kollaps im Herbst 2008 haben die Unternehmungen ihren Verschuldungsgrad massiv reduziert. Es wurden nicht nur Schulden abgebaut, sondern auch die freien Mittel erhöht. Viele Firmen sitzen heute auf grossen Liquiditätsbeständen.

Der Verschuldungsgrad (Schulden/Aktienkapital) der S&P500-Unternehmungen hat sich von 230% auf 117% reduziert.

S&P500-Verschuldungsgrad (Debt/Equity)



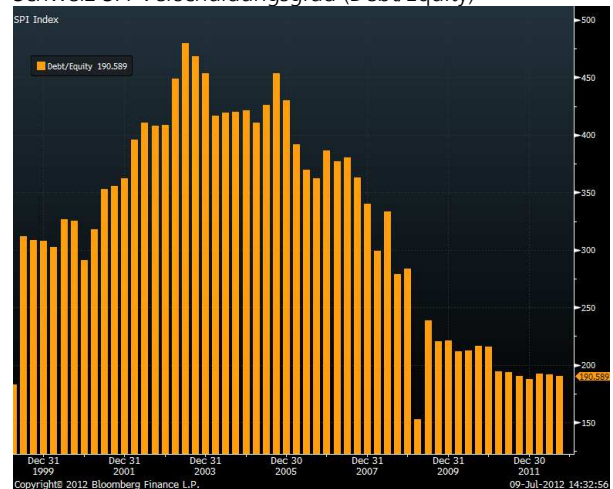
Der Verschuldungsgrad in Europa liegt noch bei ca. 230% gegenüber 400% Ende 2007. Der höhere Verschuldungsgrad in Europa im globalen Vergleich lässt sich mit der höheren Gewichtung von Banken im Index erklären. Im Europa Index haben die Banken zurzeit ein Gewicht von 11.5%. Im S&P500 (USA) bringen es die Banken dagegen nur auf einen Anteil von 5.4%. Im Swiss Performance Index haben die Bank derzeit ein Gewicht von rund 8.7%.

Europa (Bloomberg 500) Verschuldungsgrad (Debt/Equity)



Auch in der Schweiz hat sich der Verschuldungsgrad innerhalb von wenigen Jahren von über 400% auf unter 200% reduziert. Der grösste Teil der Reduzierung geht auf die Grossbanken zurück, betrifft aber alle Firmen. Givaudan hat zum Beispiel das Verhältnis von Nettoschulden zum Eigenkapital von fast 150% auf rund 40% reduziert.

Schweiz SPI-Verschuldungsgrad (Debt/Equity)



Der deutsche Autozulieferer Continental hat die Schulden von über 200% des Eigenkapitals auf 90% reduziert. Natürlich ist bei den meisten Firmen die Höhe der Schuldenreduktion nicht derart deutlich, aber die Tendenz stimmt.

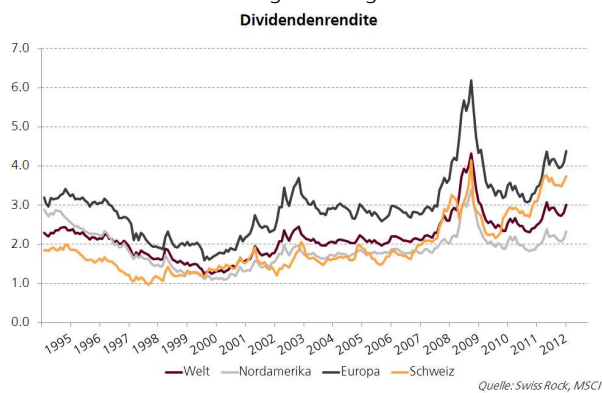
Eine tiefe Verschuldung, eine solide Bilanz sowie die finanziellen Unabhängigkeit haben eine höhere Bedeutung als reine Eigenkapitalrenditeziele.

Attraktive Bewertung

Aktien sind attraktiv bewertet. Die Dividendenrendite ist so hoch wie seit über zwanzig Jahren nicht mehr. Natur-

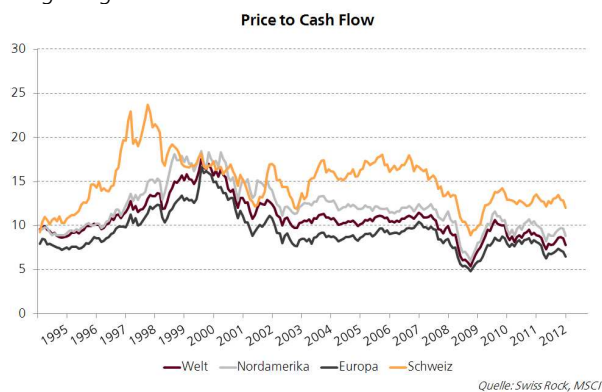
lich werden einige Sektoren Dividendenkürzungen erleiden. Diese drohen insbesondere europäischen Werten in den Sektoren Banken und Versicherungen, Versorger sowie Telekom. Das aggregierte Dividendenniveau wird sich sowohl in Europa als auch in der Welt kaum reduzieren.

Die Schweiz weist eine durchschnittliche Dividendenrendite von 3.5% auf. Das aggregierte Dividendenniveau kann mit grosser Wahrscheinlichkeit gehalten werden und dürfte über die Jahre stetig steigen. Es gibt bei den defensiven Pharma- und Nahrungsmittelwerten keine Anzeichen von Umsatz- oder Gewinneinbrüchen. Die attraktive Dividendenrendite sollte zunehmend auch als Alternative für einkommensorientierte Anleger in Frage kommen.



Die Bewertungen von Aktien sinken und sinken. Die Bewertungskennzahlen sind nicht auf dem Krisenniveau von 2008, denn die globale Wirtschaft ist nicht im Krisenmodus. Unternehmungen sind in der Lage, Gewinne und Dividenden zu steigern, Schulden abzubauen und sich finanzielle Polster anzulegen.

Das Preis/Cash Flow-Verhältnis ohne Banken und Versicherungen sinkt für alle wichtigen Indizes seit der Erholung von 2010. Die Kennzahlen für Europa, USA und global bewegen sich auf einem Niveau wie zu Beginn der neunziger Jahre. Selbst das Preis/Cash Flow-Verhältnis der Schweiz, welches durch die stabilen Werte der Pharma- und Nahrungsmittelindustrie dominiert wird, nähert sich langfristigen Tiefständen.



Ausblick Aktien: Stimmung schlechter als die Lage

Die Verunsicherung dürfte die Aktienmärkte noch einige Zeit begleiten. Die latente Angst über einen möglichen Staats- oder Bankenbankrott in Europa sowie die mögliche globale Ansteckungsgefahr lähmen. Die Erfahrungen um den Lehman-Kollaps und dem folgenden globalen Wirtschaftsinfarkt haben sich ins Gedächtnis der Anleger eingebrannt. Dies obwohl das Wachstum der Weltwirtschaft mit drei Prozent robust, die Gewinnentwicklung der Unternehmungen ermutigend, die Bilanzen konservativ und die Bewertungen attraktiv sind.

Sämtliche Kennzahlen zeigen an, dass Aktien attraktiv bewertet sind. Ob KGV, Preis/Cash Flow oder andere Kennzahlen, die Kurse nehmen wirtschaftlich anhaltende Probleme vorweg. Diese defensive Haltung könnte dazu führen, dass es wenige positive Signale, Daten oder Entwicklungen braucht, um eine stark positive Marktreaktion auszulösen.

Die Dividendenrenditen sind auf einem historischen Hoch angelangt und insbesondere Schweizer Aktien weisen aggregiert sehr attraktive Dividendenrenditen aus, welche erst noch durch genügend Cash Flow gesichert sind. Gegeben das extrem tiefe Zinsniveau müssten auch einkommensorientierte Anleger Schweizer Aktien zunehmend attraktiv empfinden.

Unabhängig von den globalen Inflations-, Zins- und Wirtschaftsentwicklungen sind Aktien die attraktivste Anlagekategorie. Aktien bieten Schutz gegen eine anziehende Inflation, Dividendenrenditen sind deutlich höher als Obligationenrenditen und die Bewertungen nehmen einen schleppenden Wirtschaftsgang vorweg. Anspruchsvolle Renditeziele können letztlich nur mittels Aktien erreicht werden. Über kurz oder lang führt an Aktien kein Weg vorbei.

Mischvermögen

Es ist nicht möglich, das Kippen der politischen Stimmung der Marktteilnehmer zu prognostizieren. In Anbetracht der robusten wirtschaftlichen Wachstumsraten, der Gewinnentwicklung und der gesunden Firmenbilanzen halten wir eine durchschnittliche Aktienquote. Viel Pessimismus ist in den Preisen der Aktien eskomptiert. Solange die Unsicherheit in Europa anhält, wird der Euro zu Schwäche neigen. Trotz der jüngsten Dollarstärke halten wir an dessen Übergewichtung fest und gehen weiterhin davon aus, dass globale Aktien besser abschneiden werden als europäische Dividendenpapiere.