

# Equity Strategy

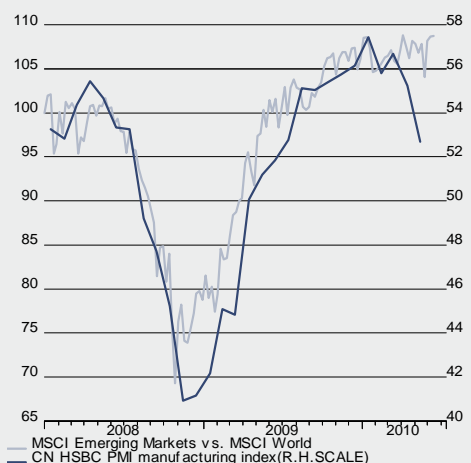
Economic & Strategy Research

17. Juni 2010

## Schwellenländeraktien befinden sich seit 4Q09 in einem volatilen Seitwärtstrend



## Schwellenländer halten sich trotz erwarteter Abschwächung in China relativ gut



### Kontakt

Philipp Bärtschi CFA

Aktienstrategie

+41 44 213 9572

Email: philipp.baertschi@sarasin.ch

## Günstige Kaufgelegenheit für robuste Emerging Markets

- **Schwellenländeraktien sind so günstig bewertet wie seit März 2009 nicht mehr**
- **Dank robustem Wachstum dürften die Unternehmen 2011 Rekordgewinne schreiben**
- **Eine Erholungsrallye der Aktienmärkte dürfte die Schwellenländer besonders beflügeln**

### China belastend für Schwellenländer

Die Aktienmärkte der Schwellenländer haben sich seit dem vierten Quartal 2009 seitwärts bewegt. Insbesondere der chinesische Aktienmarkt, welcher vom Höchststand um über 20% korrigierte, drückte auf die Performance des MSCI Emerging Markets Index (siehe Grafik links oben). Während wir im Februar noch vor einem zu frühen Einstieg in die Schwellenländer warnten (siehe Equity Strategy Feb-10), denken wir, dass sich nun nach der längeren Konsolidierungsphase wieder Chancen eröffnen.

### Schwellenländeraktien behaupten sich gut

Unsere vorsichtige Einschätzung für die Aktienmärkte der Schwellenländer zu Jahresbeginn basierte vor allem auf der erwarteten globalen Wachstumsabschwächung in der zweiten Jahreshälfte 2010. Mit der Korrektur im 2Q10 haben die Aktienmärkte nun diese Konjunkturdelle zum grössten Teil bereits vorweggenommen. Historisch betrachtet entwickelten sich die Schwellenländeraktien in solchen Korrektur-Phasen jeweils unterdurchschnittlich. In den letzten Wochen konnten sich die Schwellenländer aber sehr gut behaupten und schnitten besser ab als die entwickelten Märkte (siehe Grafik links unten). Da die Schwellenländer im Unterschied zu Euroland kaum von Staatsbudgetproblemen geplagt sind, konnten sie sich

positiv von der Euro-Krise abheben. Obwohl die erwartete Wachstumsschwäche im 2H10 auch die Schwellenländer treffen wird, dürften sie weiter von ihrem relativ höheren Wachstumspfad profitieren.

### China: Überhitzung oder harte Landung?

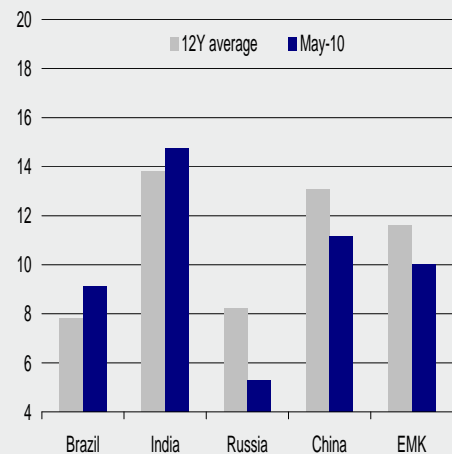
Noch im ersten Quartal 2010 trieb die Anleger die Sorge vor einer konjunkturellen Überhitzung in China um. Die Straffung der Geldpolitik durch die Erhöhung der Reservehaltung von Banken sowie die Massnahmen zur Eindämmung des Immobilienbooms drückten auf die Aktienkurse. Nun da sich erste Abschwächungstendenzen im Industriesektor zeigen (siehe Grafik links unten) und Berichte von einem starken Einbruch der Immobilientransaktionen die Runde machen, steht plötzlich die Angst vor einer harten Landung im Zentrum. Sowohl Überhitzung als auch harte Landung sind aber unwahrscheinliche Szenarien. Die chinesische Regierung möchte zwar das Wirtschaftswachstum auf das langfristige Wachstumsziel von 8% eindämmen. Darunter aber würde die Deflationsgefahr schnell ansteigen. Im Zweifelsfall wird die Regierung daher wohl eher zu viel als zu wenig Wachstum zulassen. Die Sorge um einen Staatsbankrott in Euroland und die damit einhergehenden Anspannungen an den Finanzmärkten haben weitere geld- und fiskalpolitische Massnah-

## Die Aktienbewertung auf der Basis zukünftiger Gewinne ist seit 4Q09 stark gefallen



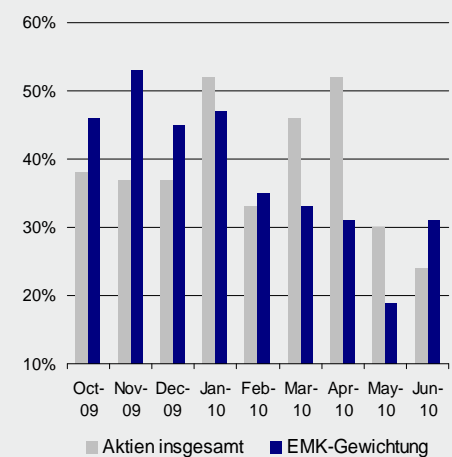
Quelle: Datastream

## Insbesondere die Aktien in China und Russland sind historisch günstig bewertet



Quelle: Datastream, Sarasin

## Umfrage zur Netto-Übergewichtung von Aktien insgesamt sowie von Schwellenländern



Quelle: Bank of America Merrill Lynch

men zeitlich nach hinten verschoben. Eine mögliche Anhebung der Zinsen im 3Q10 dürfte zwar nach ihrer Bekanntgabe zu kurzfristigen Rückschlägen führen, doch sollten Wachstumsrisiken den Ausblick für die Aktienmärkte nicht nachhaltig trüben.

### Bewertung mit deutlichem Abschlag

Das höher als erwartet ausgefallene Wachstum in den Schwellenländern hat zu deutlichen Aufwärtsrevisionen bei den Gewinnschätzungen geführt. So wurden die Schätzungen für 2010 um 7% und die Schätzungen für 2011 seit Jahresbeginn um 4% nach oben revidiert. Im selben Zeitraum stiegen die Schätzungen für die in den nächsten 12 Monaten erwarteten Gewinne um 16%. Auf Basis dieser Gewinne sind die Aktien der Schwellenländer nach der jüngsten Korrektur um ca. 30% günstiger als noch zu Beginn des 4Q09. Mit einem Kursgewinnverhältnis (KGV) von 10 ergibt sich für den Anleger heute sogar die Möglichkeit, die Schwellenländermärkte günstiger als Ende März 2009 zu kaufen (siehe Grafik oben links). Aktien der Schwellenländer sind sowohl relativ, d.h. im Vergleich zu den Aktien der entwickelten Länder, sowie absolut, d.h. im Vergleich zu ihrer eigenen Geschichte, attraktiv bewertet (siehe Grafik Mitte links). Die Schwellenländermärkte werden nun wieder zu einem deutlichen Abschlag zu ihrer historischen Bewertung gehandelt.

### Rekordgewinne in den Schwellenländern

Anleger sollten bei Bewertungen, welche auf der Schätzung von zukünftigen Gewinnen basieren, immer vorsichtig sein. Meist sind diese Schätzungen nämlich zu optimistisch, da nie mit einer Wachstumsabschwächung gerechnet wird. Die grössten Gewinnrisiken sehen wir in den Schätzungen für die Gewinne der US-Unternehmen, welche wir für 2011 aufgrund der von uns erwarteten Wachstumsschwäche als um 20% zu hoch einschätzen. Trotz des robusten Wachstums bestehen natürlich auch für die Schwellenländer Gewinnrisiken. Wir rechnen daher in unseren Modellen für 2011 mit einem Gewinnniveau, welches um 10% unter der Konsensschätzung liegt. Doch auch mit dieser konservativen Schätzung dürften die Unternehmen der Schwellenländer 2011 das vorherige Rekordniveau aus dem Jahr 2008 übertreffen. Für US-Unternehmen wird dies zwar ebenfalls erwartet, doch sind wir eher

skeptisch, dass diese bereits 2011 wieder Rekordgewinne schreiben werden.

## Konsensschätzungen für die Gewinnentwicklung von US- und EMK-Aktien



Quelle: Datastream, Sarasin

Die guten Gewinnaussichten für die Schwellenländer sollten sich auch in den Aktienbewertungen niederschlagen. Daher könnten sich die Schwellenländer auch bei einer erneuten Korrektur im 2H10 positiv von den globalen Aktienmärkten abheben.

### Aktiennachfrage dürfte wieder steigen

Bei einem Rückgang der Risikoaversion an den Finanzmärkten dürfte die Nachfrage nach Aktien wieder steigen. Bei der Positionierung von globalen Anlegern in Schwellenländern zeichnet sich eine Trendwende ab (siehe Grafik links unten). Nachdem die Gewichtung der Schwellenländer seit dem 4Q09 deutlich reduziert wurde, zeigte sich nun im Juni ein erster Anstieg. Aufgrund der positiven Wachstums- und Gewinnaussichten dürfte das Interesse an den Schwellenländern wieder zunehmen und zu deutlichen Geldzuflüssen in die Region führen.

### Aufwärtspotenzial bei Erholungsrallye

Das Aufwärtspotenzial für Schwellenländeraktien ist sowohl kurz- wie auch mittelfristig signifikant. Da unsere taktischen Indikatoren auf eine Erholungsrallye hindeuten, besteht heute ein besonders günstiger Einstiegszeitpunkt. Nach der erwarteten Sommerrallye dürften die Aktienmärkte aber im Herbst ihren im April begonnenen Abwärtstrend wieder aufnehmen. Darunter werden auch die Schwellenländer leiden. Aufgrund der äusserst attraktiven Bewertung sehen wir aber für die Aktienmärkte der Schwellenländer auf dem heutigen Niveau nur noch beschränktes Abwärtsrisiko.

# Globale Aktienstrategie

- Die Weltwirtschaft hat sich von der tiefen Rezession erholt und steht mitten in einer V-förmigen zyklischen Erholung
- Die Unternehmensgewinne folgen der Konjunktur mit einer Verzögerung; das Gewinnwachstum wird 2010 äusserst positiv sein
- Aufgrund der erwarteten Wachstumsabschwächung ist das Aufwärtspotenzial der Aktienmärkte beschränkt

## Makro Ausblick

- In den USA drückt der schwache Arbeitsmarkt weiter auf die Konsumentenstimmung und auf den Konsum. Der Industriesektor hat aber die Trendwende bestätigt und erholt sich u.a. dank den starken Exporten. Obwohl das Momentum langsam abnimmt, stehen wir noch inmitten eines zyklischen Aufschwungs.
- Europa findet nur zögerlich aus der Rezession. Das Wachstum zieht aber ebenfalls weiter an. In den kommenden Quartalen dürfte sich der schwächere Euro positiv auf die Stimmung in der Exportindustrie auswirken.
- Japan hat 2009 ebenfalls zum Wachstum zurückgefunden. Die Stimmungsindikatoren deuten weiter auf eine Erholung hin. Das restliche Asien wächst stark und dürfte mit China als Lokomotive das globale Wachstum unterstützen.

## Gewinnsituation

- Der Anstieg der Vorauslaufenden Indikatoren hat zu steigenden Gewinnerwartungen geführt. Bei den zyklischen Sektoren gibt es die grössten positiven Überraschungen.
- In den USA haben die Unternehmen im 4Q09 zu positivem Gewinnwachstum zurückgefunden. Das Gewinnmomentum dürfte weiter positiv bleiben.
- In Europa überwiegt die negative Stimmung auf Makro-Ebene die zunehmend optimistischen Meldungen der Unternehmen. Die Gewinne dürften aber im 1H10 positiv überraschen.
- In Japan hat das Gewinn-Momentum wieder nach oben gedreht und bleibt positiv. In den Emerging Markets scheint die Gewinndynamik etwas nachzulassen.

## Bewertung

- Die Bewertung der Aktienmärkte ist auf Basis der operativen Gewinne im historischen Vergleich sehr günstig. Alle Märkte handeln unter ihrem historischen Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV).
- Vergleicht man allerdings die heutigen Bewertungen mit sehr langfristigen Datenreihen, welche auf dem Reingewinn basieren, so ist die aktuelle Bewertung eher fair.
- Im Vergleich zu Obligationen sind Aktien äusserst attraktiv bewertet, und weisen eine hohe Renditedifferenz auf.

## Marktstimmung

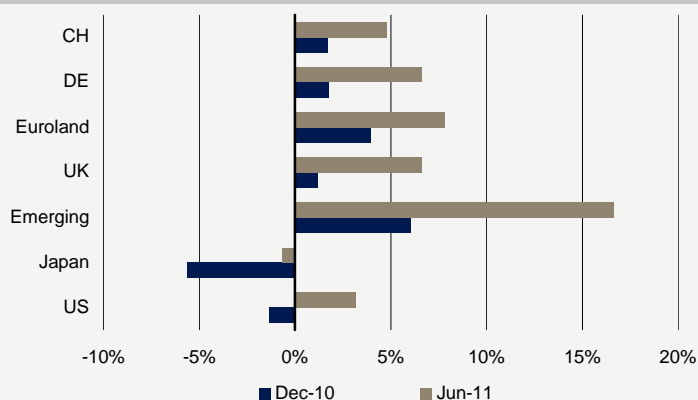
- Unser konträrer Stimmungs-Indikator ist in den letzten Wochen zwar leicht gefallen, bleibt aber überraschend auf hohem Niveau.
- Die impliziten Volatilitäten befinden sich in einem Abwärtstrend; die Risikoaversion ist aber temporär stark angesprungen.
- Das technische Bild der Märkte ist angeschlagen. Die meisten Märkte befinden sich nun in einem mittelfristigen Abwärtstrend.

## Aktienmärkte: Index-Ziele und Valuation

Markt	Index	16-Jun	Dec-10	Jun-11
US	S&P 500	1'115	1'100	1'150
Trailing p/e ratio		15.9	13.8	14.4
JP	Nikkei 225	10'067	9'500	10'000
Trailing p/e ratio		18.3	15.8	16.0
Emerging Markets	MSCI EM\$	943	1'000	1'100
Trailing p/e ratio		13.5	12.5	13.1
UK	FTSE 100	5'238	5'300	5'500
Trailing p/e ratio		13.1	10.6	10.8
Euroland	DJ E Stoxx	260	270	280
Trailing p/e ratio		11.8	11.3	11.9
DE	DAX	6'191	6'300	6'600
Trailing p/e ratio		16.3	12.1	12.9
CH	SMI	6'490	6'600	6'800
Trailing p/e ratio		15.5	12.2	12.5

Quelle: Sarasin

## Aktienmärkte: Erwartete Rendite



Quelle: Datastream

## Regionale Aktienstrategie

- Die straffere Geldpolitik in vielen Ländern könnte zu einem Problem für die Emerging Markets werden. Dennoch sehen wir aufgrund der äusserst attraktiven Bewertung in einer Erholungsrallye grosses Potenzial.
- In den USA fokussieren wir uns auf Firmen, welche vom globalen Wachstum profitieren. Die Gewinnrisiken sind ausgeglichen, der US-Aktienmarkt ist nicht günstig bewertet.
- Japan: Die Gefahr der Rückkehr in die Deflation verunsichert viele Anleger. Japanische Aktien sind zwar günstig bewertet, doch fehlen die Argumente für eine längerfristige Outperformance.
- Europäische Aktien sind attraktiv bewertet und bieten Aufholpotenzial. Der nun schwächere Euro dürfte Unterstützung bieten. Euroland dürfte bis Ende 2010 relativ gut abschneiden.
- Der Schweizer Aktienmarkt dürfte von der hohen Gewichtung defensiver Sektoren und vom stärkeren Dollar profitieren.

# Equity Strategy

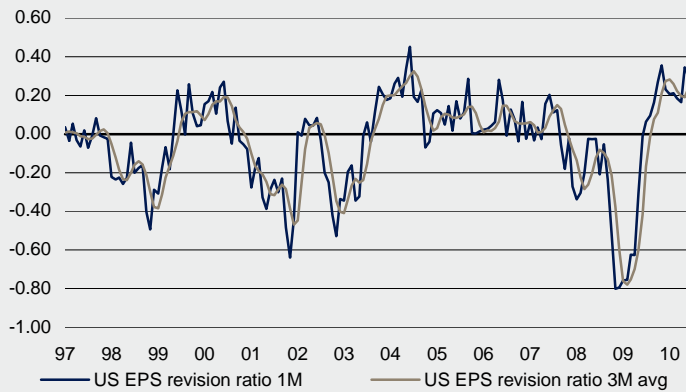
## Aktienmarktentwicklung: Global



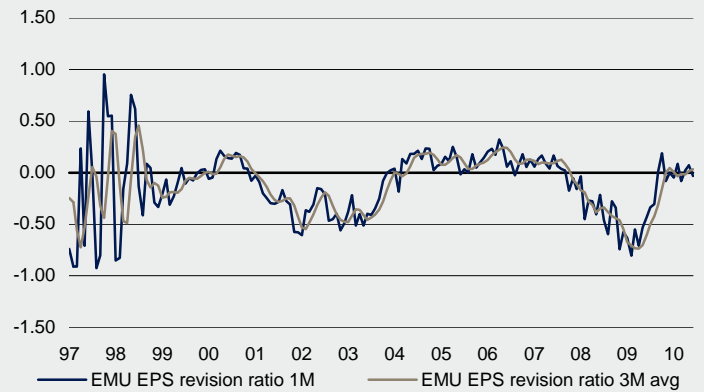
## Aktienmarktentwicklung: Europa



## Gewinnschätzungsrevisionen: USA



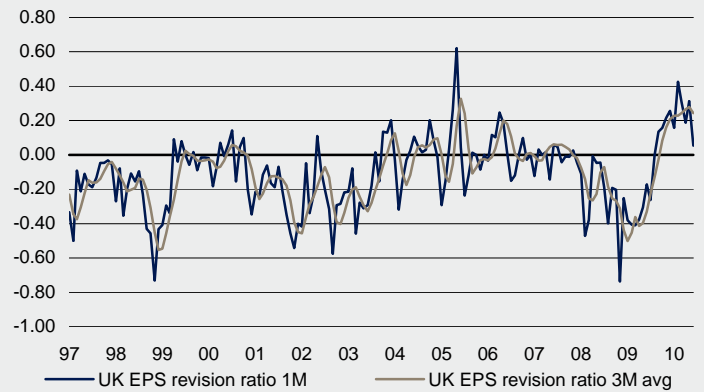
## Gewinnschätzungsrevisionen: Euroland



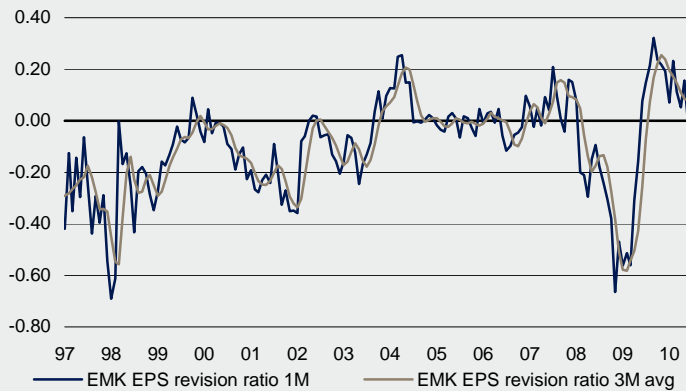
## Gewinnschätzungsrevisionen: Japan



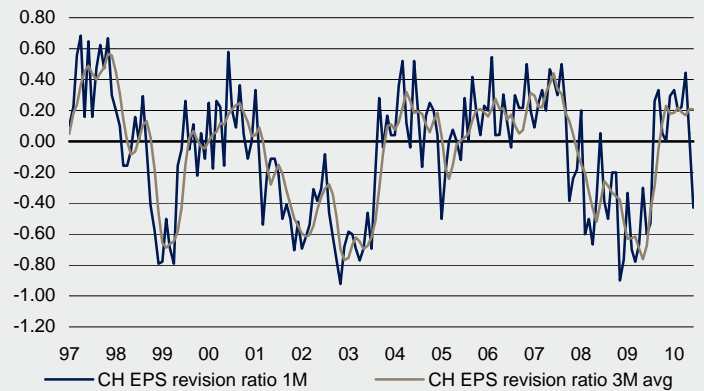
## Gewinnschätzungsrevisionen: UK



## Gewinnschätzungsrevisionen: Schwellenländer

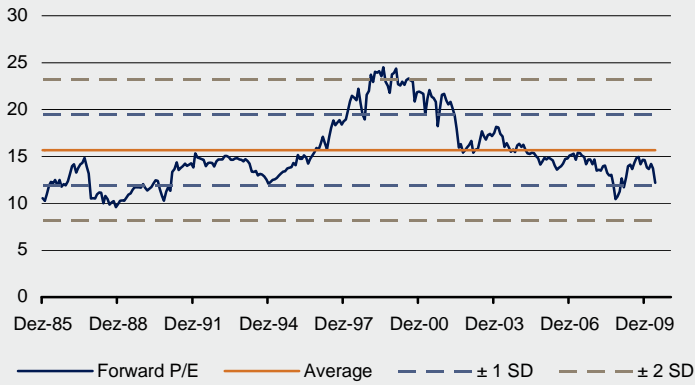


## Gewinnschätzungsrevisionen: Schweiz



# Equity Strategy

## Kurs-Gewinn-Verhältnis: USA



## Kurs-Gewinn-Verhältnis: Euroland



## Kurs-Gewinn-Verhältnis: Japan



## Kurs-Gewinn-Verhältnis: UK



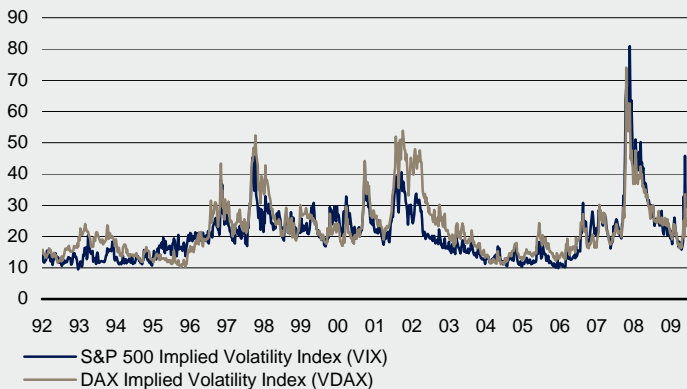
## Kurs-Gewinn-Verhältnis: Schwellenländer



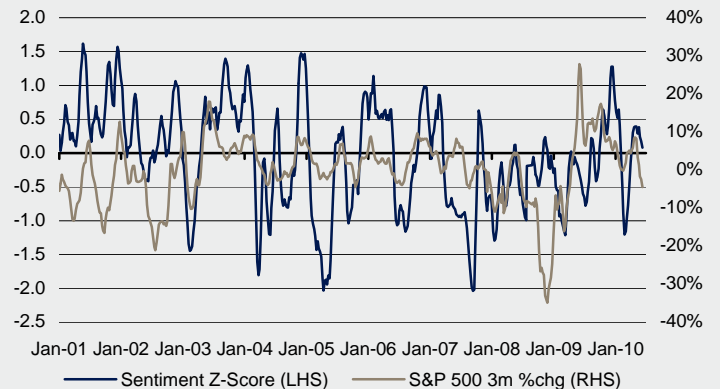
## Kurs-Gewinn-Verhältnis: Schweiz



## Implizite Volatilitäten



## Bank Sarasin Marktstimmung Indikator



---

# Equity Strategy

## Wichtiger Hinweis

Diese Publikation der Bank Sarasin & Cie AG (Schweiz) (nachfolgend «BSC») dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Das Dokument enthält ausgewählte Informationen, und es wird kein Anspruch auf Vollständigkeit erhoben. Es basiert auf öffentlich zugänglichen Informationen und Daten («Informationen»), die als richtig, zuverlässig 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 vertragliche oder stillschweigende Haftung seitens BSC für direkte-, indirekte- oder Folgeschäden. Insbesondere sind weder BSC noch deren Aktionäre oder Mitarbeiter haftbar für die hier dargelegten Meinungen, Pläne und Strategien. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen und genannten Zahlen, Daten sowie Prognosen können sich jederzeit ändern. Eine positive historische Wertentwicklung oder Simulation stellt keine Garantie für eine positive Entwicklung in der Zukunft dar. Es können sich Abweichungen zu eigenen Finanzanalysen oder anderen Publikationen der Sarasin Gruppe ergeben, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass ein analysiertes Unternehmen mit Gesellschaften der Sarasin Gruppe in Geschäftsverbindung steht, wodurch sich ein potentieller Interessenkonflikt ergeben könnte.

Dieses Dokument stellt keinerlei Anlageberatung, kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Finanzinstrumenten bzw. von sonstigen Produkten oder Dienstleistungen dar und ersetzt nicht die individuelle Beratung und Risikoauflärung durch einen qualifizierten Finanz-, Rechts- oder Steuerberater.

Dieses Dokument richtet sich an Personen in denjenigen Ländern, in welchen die Sarasin Gruppe geschäftlich präsent ist. Die BSC lehnt jede Haftung für Verluste, die sich aus der Weiterverwendung der vorliegenden Informationen (oder Teilen davon) ergeben, ab.

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

Bank Sarasin & Cie AG  
Sarasin Research  
Löwenstrasse 11  
Postfach  
CH-8022 Zürich  
Schweiz  
Telefon + 41 (0)44 213 94 76  
Fax + 41 (0)44 213 92 66  
research@sarasin.ch

## **Bank Sarasin & Cie AG**

Sarasin Research  
Löwenstrasse 11  
Postfach  
8022 Zürich  
Schweiz

Telefon +41 44 213 94 76  
Fax +41 44 213 92 66  
research@sarasin.ch