

Ausblick 2007

Notwendige Korrekturen

Zentralbanken auf dem Prüfstand

Schwieriger Start, fulminantes Finale

Dr. Jan Amrit Poser, Chefökonom

Januar 2007



SARASIN

Ausblick 2007: Zentralbanken auf dem Prüfstand



Geldpolitik zu locker, weil...

- Geldmengenwachstum hoch...
- ...was Inflationsgefahren schürt
- Historisch niedrige Realzinsen verzerren Investitionsentscheide
- Grassierende Inflation bei Vermögengstiteln, Rohstoffen...
- ...blähen Blase um Blase auf

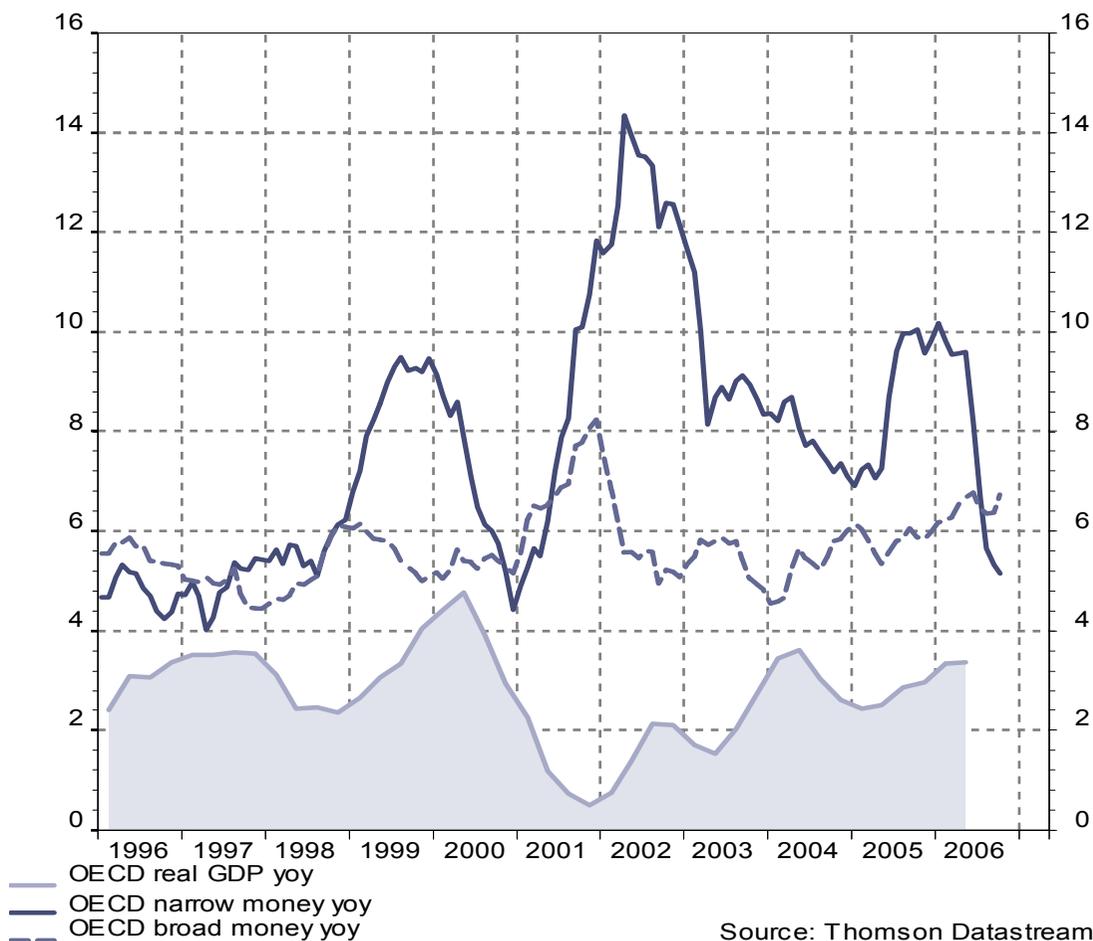
Geldpolitik zu restriktiv, weil...

- Inflationsdruck ist niedrig ausserhalb der Rohstoffe
- Die Korrektur des Immobilienmarktes schwappt auf den Rest der Wirtschaft über
- Langfristige Zinsen signalisieren möglicherweise schlimmeres



OECD Zentralbanken pumpen Liquidität

OECD BIP- und Geldmengenwachstum

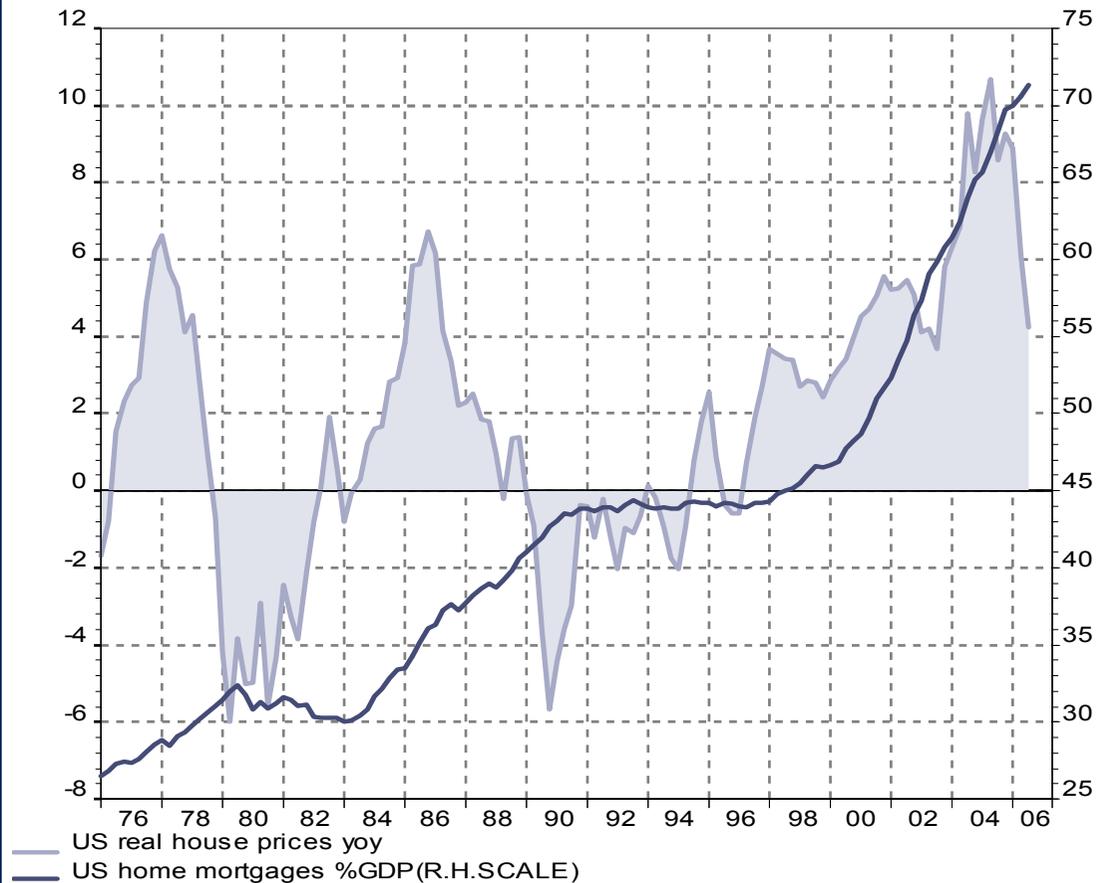


Geldmengenanstieg!

- Geldmengenwachstum war extrem hoch...
- ...verglichen mit BIP-Wachstum
- Gemäss der Quantitätstheorie wird die Differenz mittelfristig zu Inflation
- Liquidität ging in Vermögenstitel: Bonds, Rohstoffe, Kunstobjekte...

Haben tiefe Zinsen zu Exzessen geführt?

US Hauspreise und Hypotheken

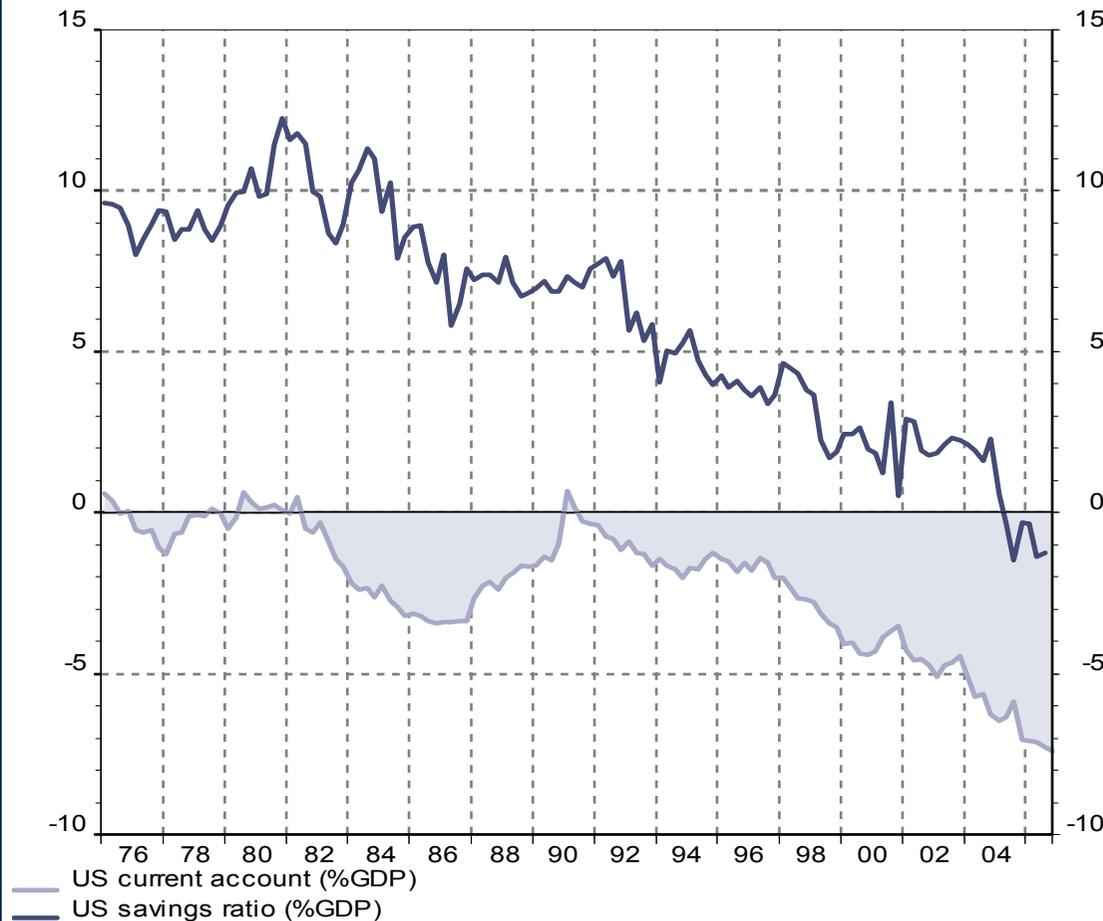


Immobilienboom!

- Tiefe Zinsen haben einen Refinanzierungsboom angeheizt
- ...der die Häuserpreise steigen liess...
- ...und zur Aufnahme weiterer Hypotheken führte
- Schuldenstände sind auf einem Allzeithöchst

Makroökonomische Ungleichgewichte als Folge

US Sparquote & Leistungsbilanzdefizit



Source: Thomson Datastream

Konsumboom!

- Tiefe Zinsen und Immobilienboom...
- ...reduzieren die Notwendigkeit zu sparen...
- ...und haben einen Konsumboom ausgelöst...
- ...der sich im steigenden Aussenhandelsdefizit entladen hat

Wer trägt die Verantwortung für die Ungleichgewichte?

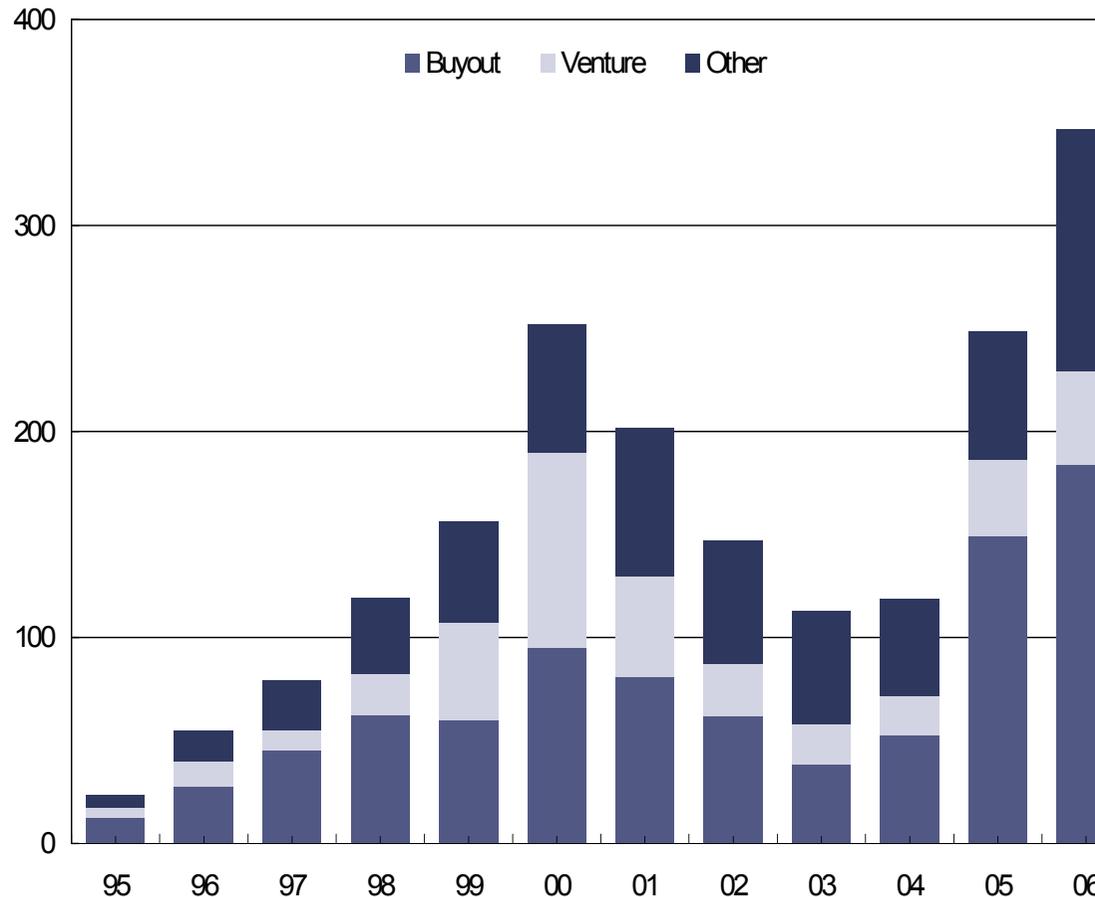


Sparexcess!

- Petrodollars
- Dollar-Peg
- Devisenreserven werden rezykliert
- ...an Finanz- und Realkapitalmärkten

Goldgräberstimmung im Private-Equity-Geschäft

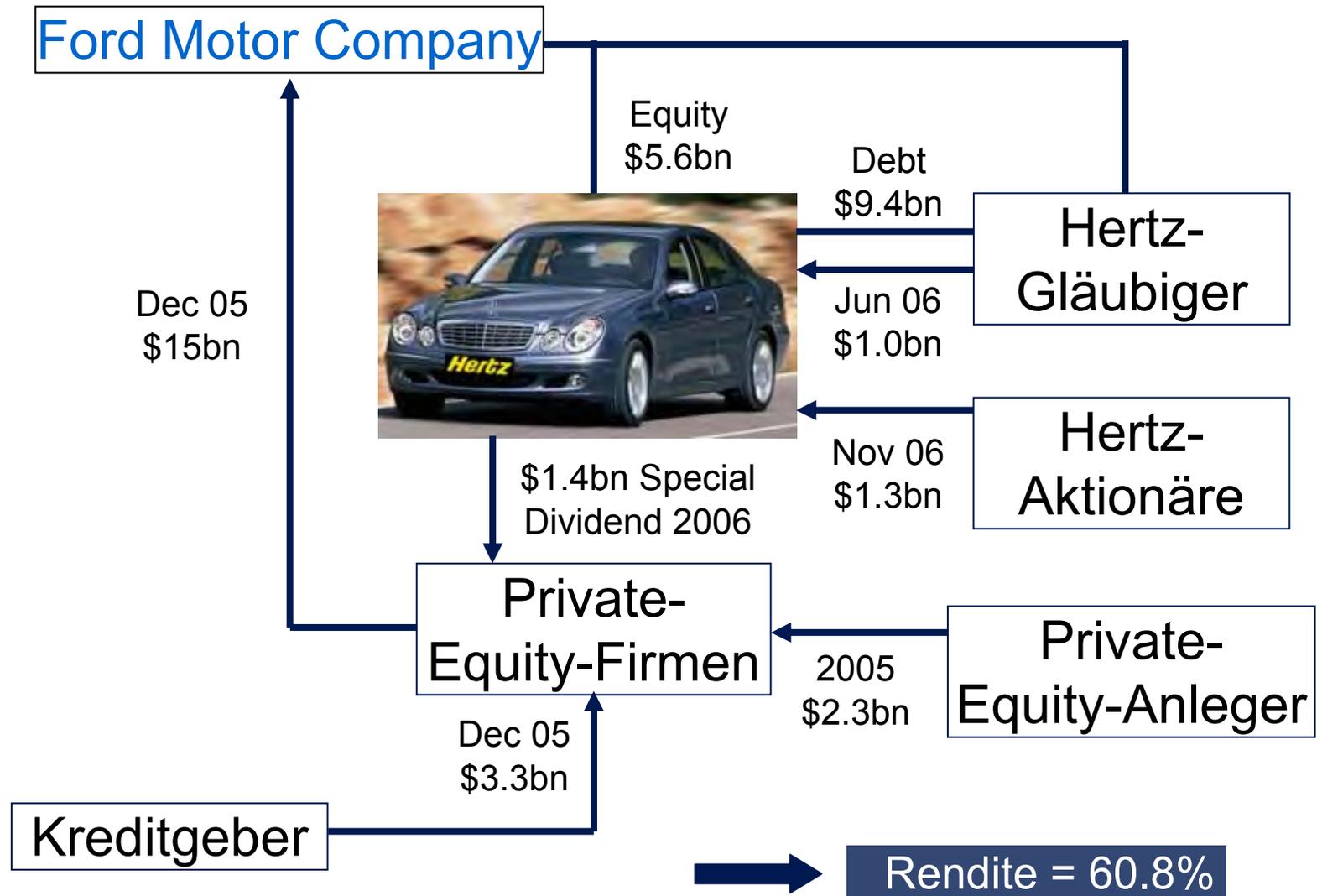
Rekord-Zufluss in Private-Equity-Fonds



PE-Fonds-Boom

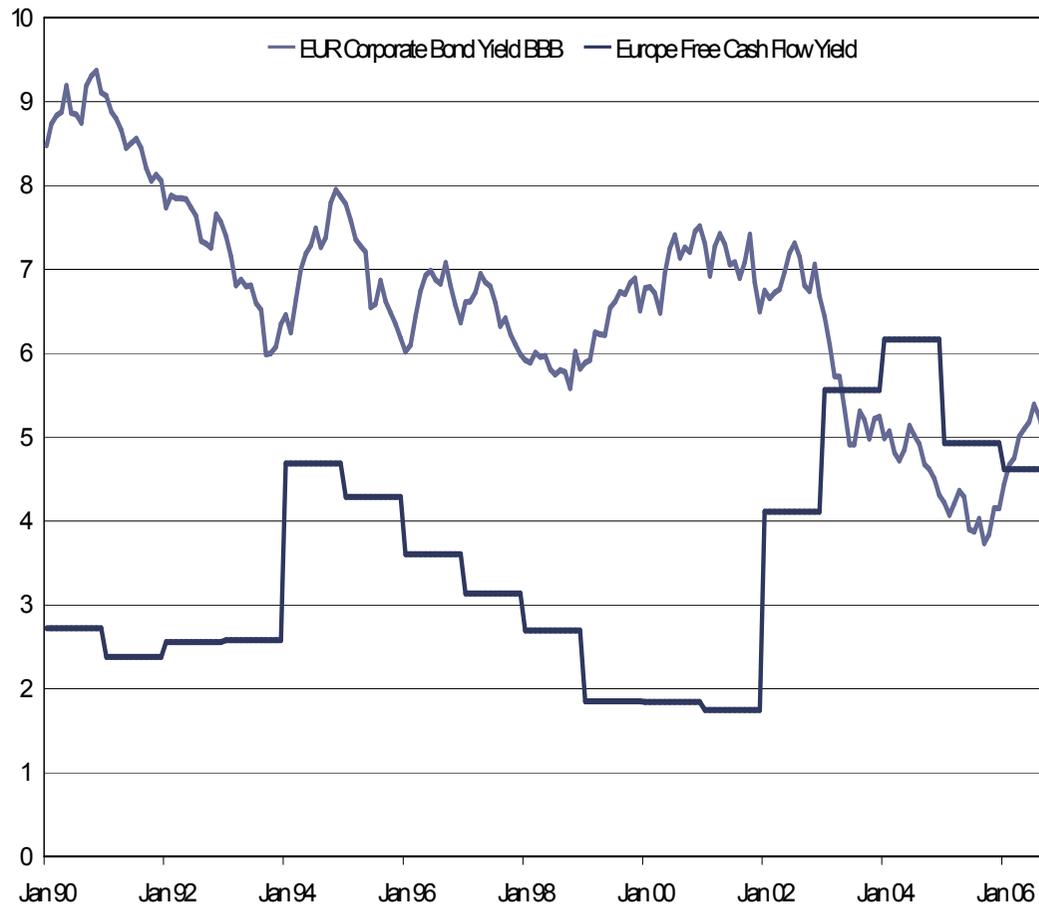
- Suche nach Alternativen zu Aktien...
- ...bringt hohe Geldzuflüsse in Alternative Anlagen
- Fokus der PE-Fonds hat sich von "Venture Capital" auf "Buyout" verschoben

Beispiel einer Private-Equity-Transaktion



Leverage als Treiber des M&A-Booms

Schneller Gewinn durch Leverage

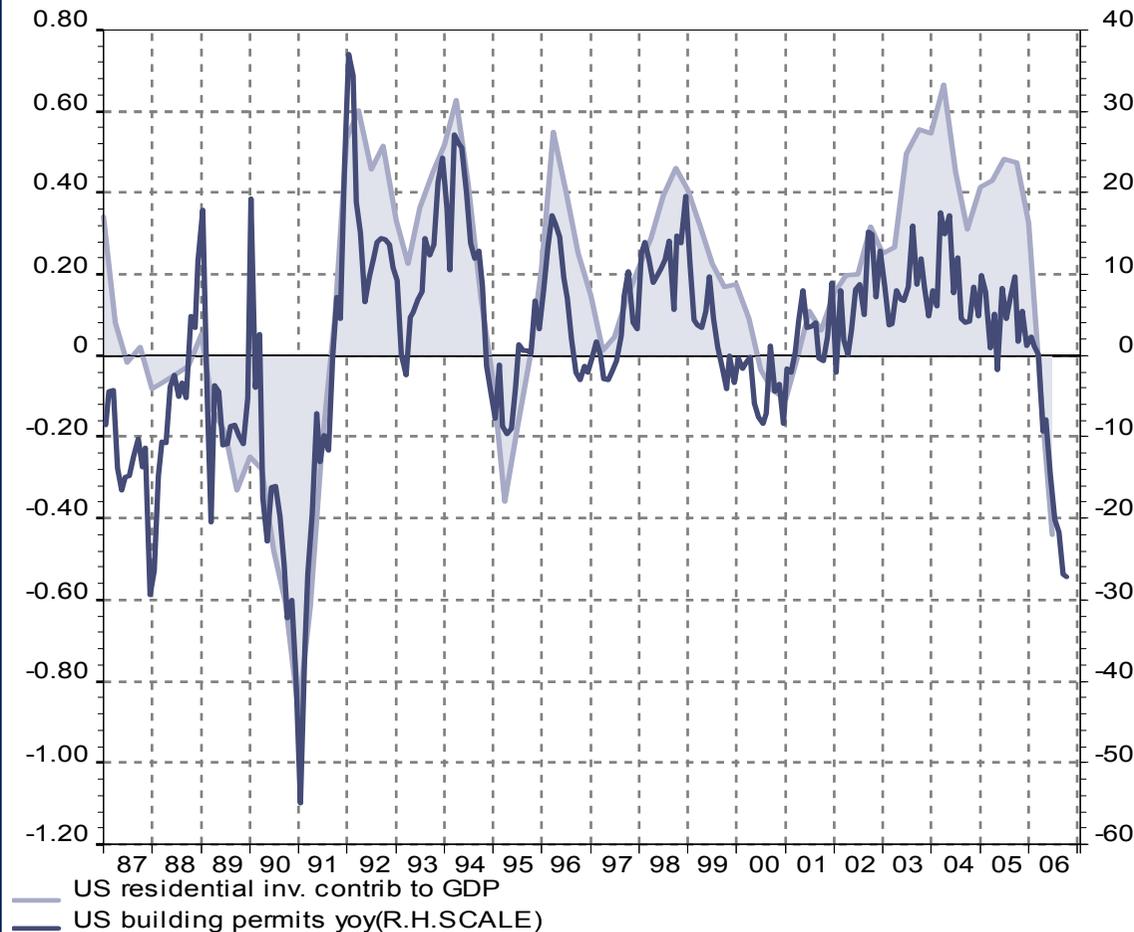


Bewertungsvorteil!

- Cash-Flow-Rendite ist höher...
- ...als die Kosten des Fremdkapitals
- Leveraged Buy-Out bleibt das Gebot der Stunde...
- ...denn die Zentralbanken werden die Leitzinsen nicht anheben können!

US: Immobilienmarkt im Abschwung

US Bausektor zieht vom Wachstum ab



Source: Thomson Datastream

Häuserpreiscrash?

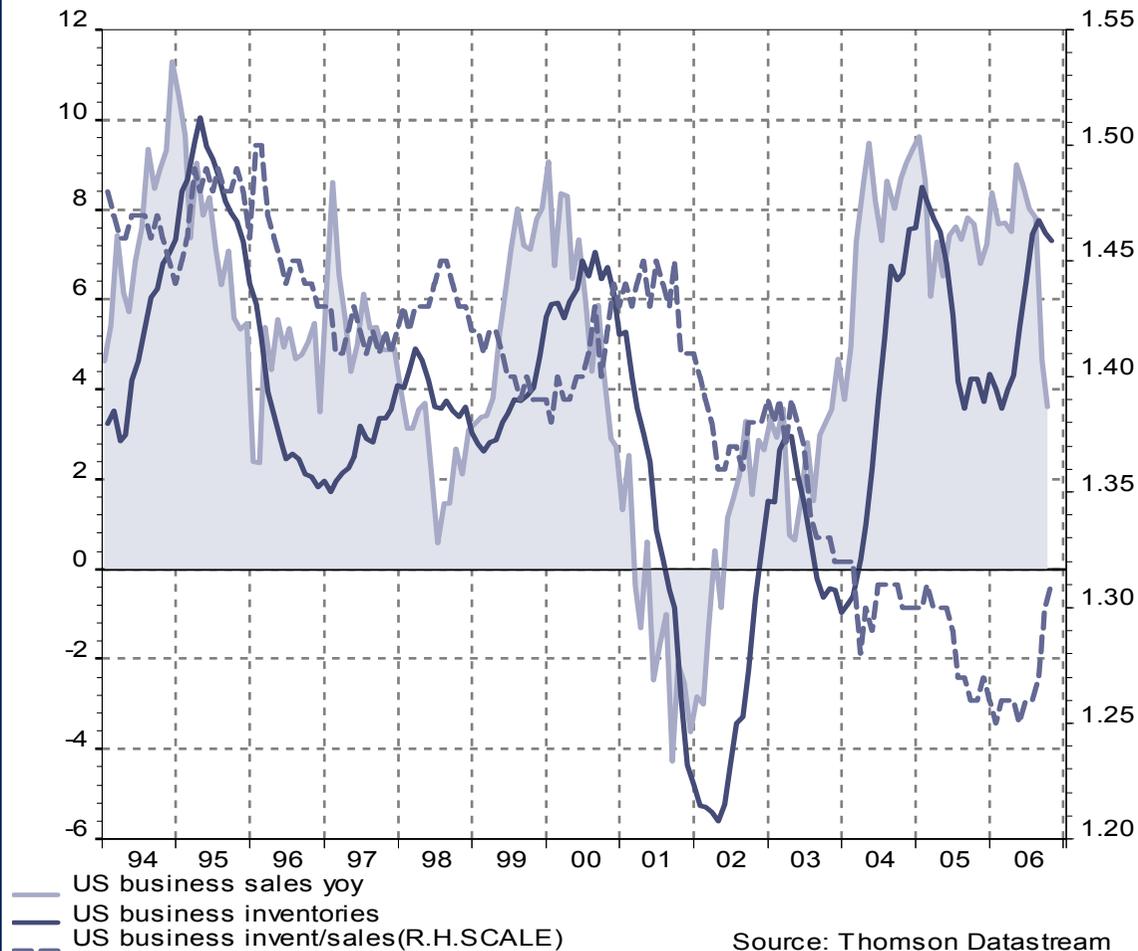
- Bauzulassungen sind 30% tiefer...
- ...und der Bau zieht 0.5 Prozentpunkte vom BIP ab
- Der Rückgang der Nachfrage nach Immobilien...
- ...könnte die Häuserpreise unter Druck setzen
- ...und einen Vermögenseffekt auslösen



US-Industrie: Triebwerk zwei vor der Korrektur

Umsätze sinken, Lagerbestände steigen

Frühindikatoren!

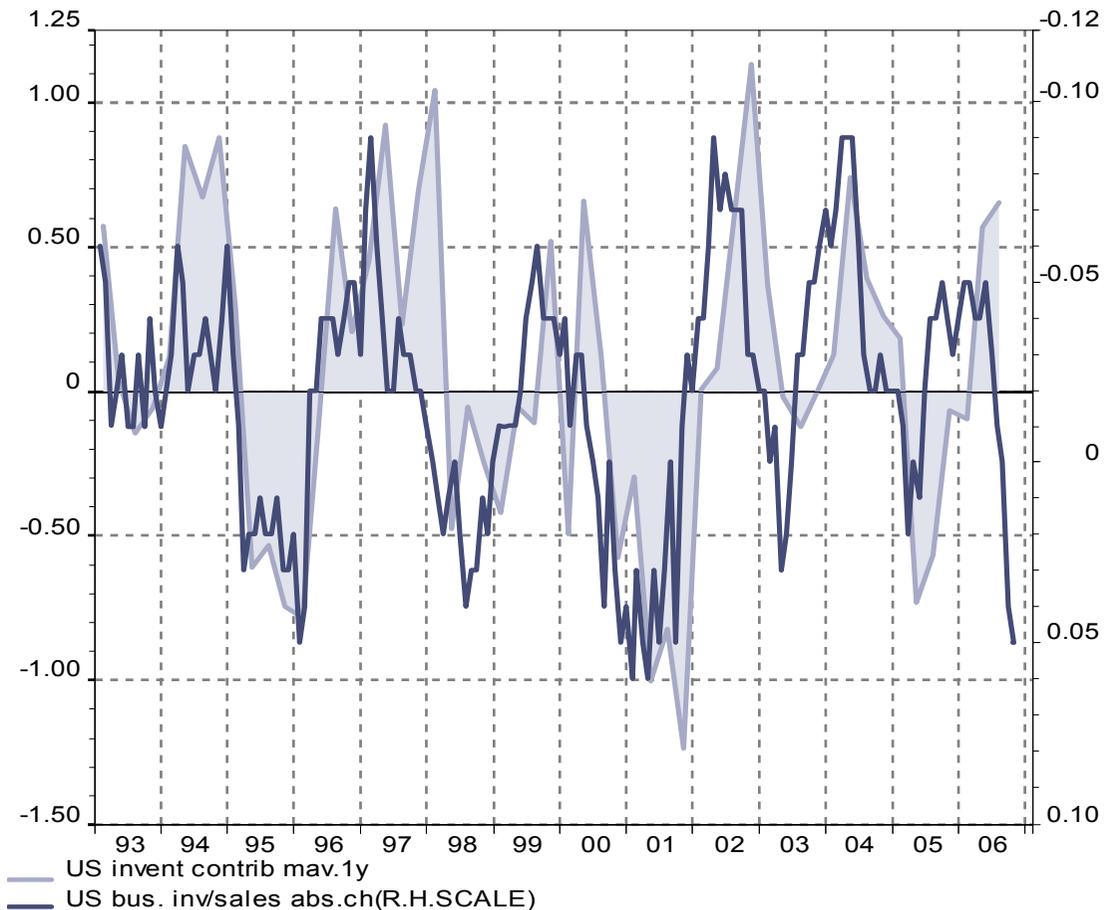


- Umsatzwachstum verlangsamt sich...
- ...Lagerbestände wachsen weiter...
- ...so dass das Lager/Umsatz-Verh. stark steigt
- Dies ist ein sicherer Indikator für baldige Produktionschwäche

US: Lagerzyklus läuft in eine Korrektur

US Lagerbestände ziehen BIP herunter

Wende im Zyklus!



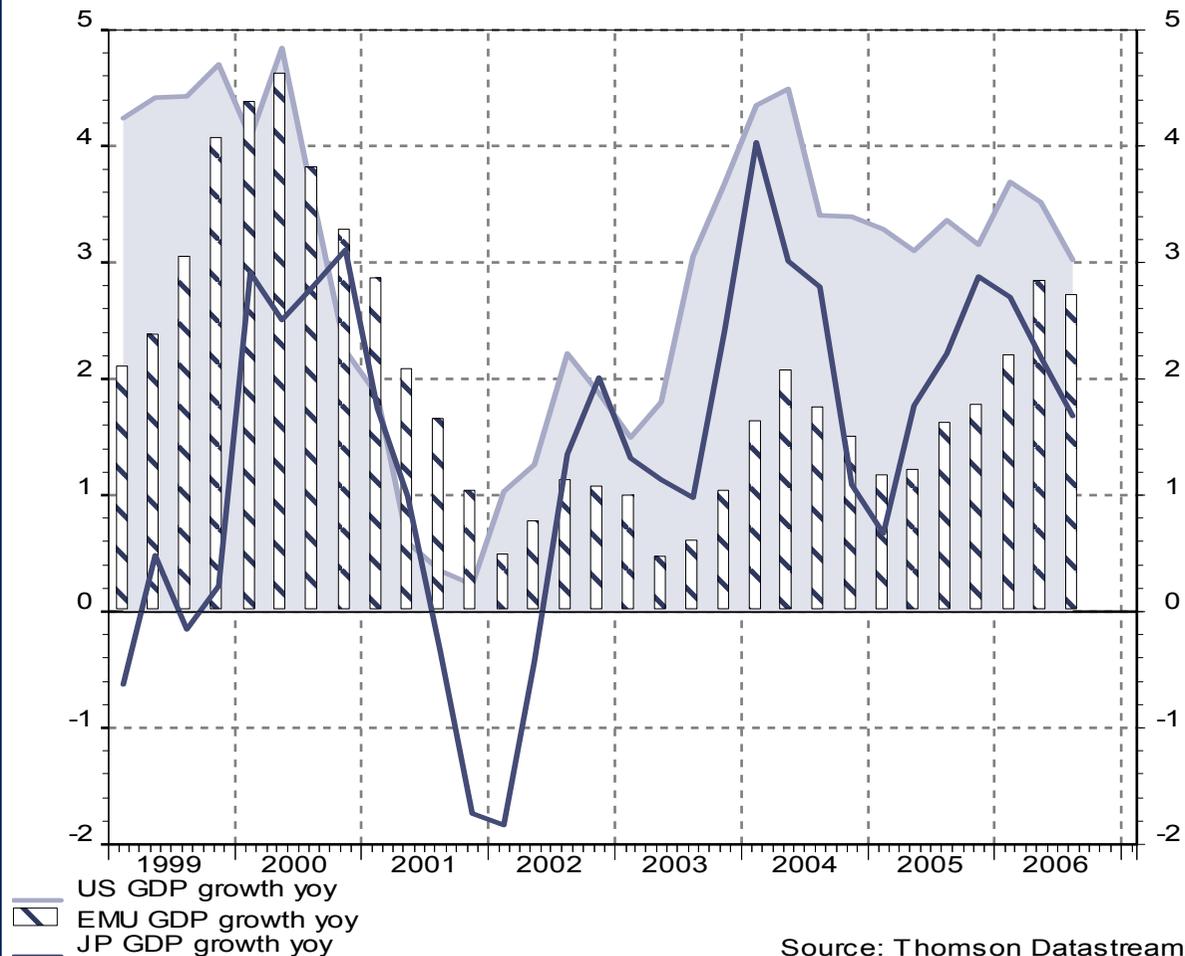
Source: Thomson Datastream

- Veränderung des Lager/Umsatz-Verhältnisses...
- ...läuft dem kumulativen BIP-Wachstumsbeitrag der Lager voraus
- Lagerbestände werden vom Wachstum abziehen
- ...bis zu einer Höhe von 0.8 Prozentpunkten pro Quartal!



Die Weltwirtschaft ist eng miteinander verwoben

G3: Zyklen verbunden durch Exporte



Globaler Zyklus!

- Durch die Exporte sind die Zyklen global korreliert
- Das frühzyklische Japan ist schon im Abschwung
- Euroland folgt mit einer kurzen Verzögerung

Schwellenländer werden nicht einspringen können

China – globaler Produktionsstandort

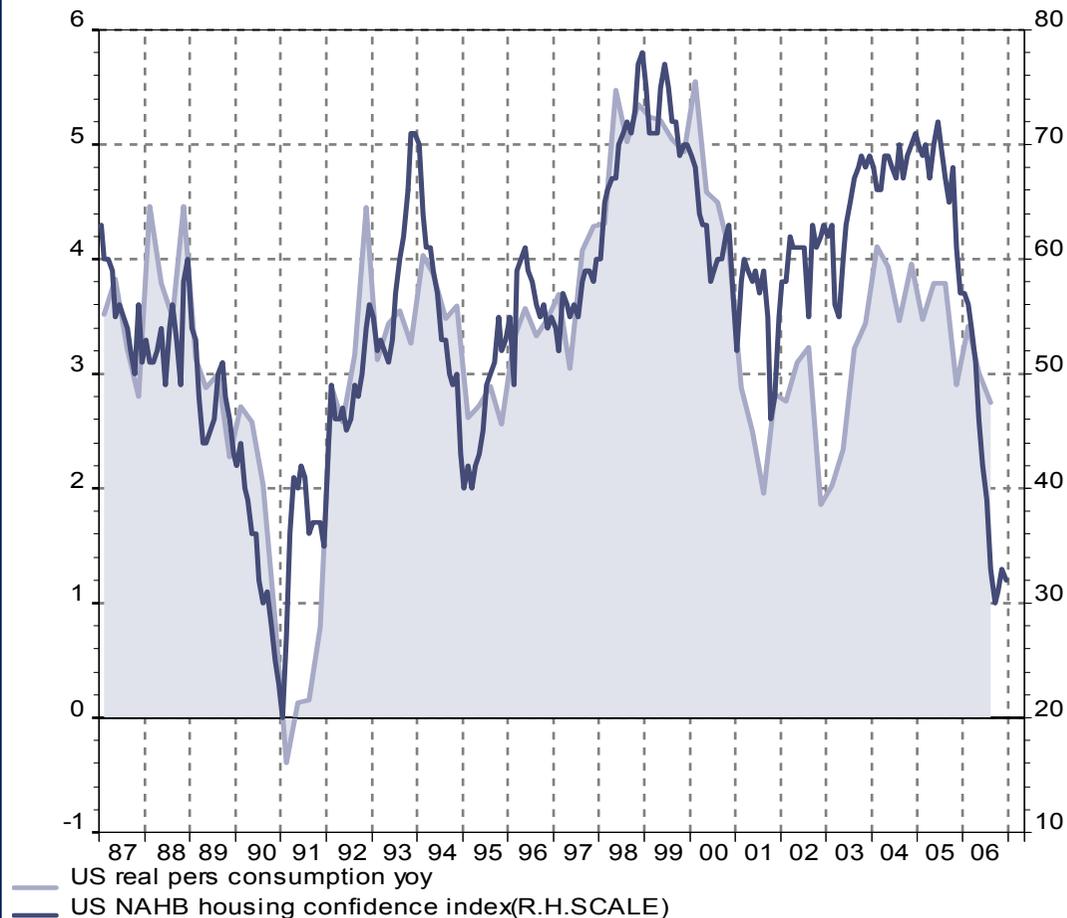


Korrelierte Exporte

- China importiert Vorprodukte aus Asien...
- ...verarbeitet diese weiter und...
- ...exportiert sie in die USA
- Verlangsamen sich die USA, wird auch Asien leiden
- Abkopplung unwahrscheinlich

USA – Wird der Konsum verschont bleiben?

US: Immobilienvertrauen und Konsum



Source: Thomson Datastream

Verbraucher gestützt!

- Fallende Ölpreise
- Sinkende Inflation
- Fallende Langfristzinsen
- Hohe Beschäftigung
- Steigende Löhne

Fazit

- Konsum übersteht Korrekturen...
- ...wenn Hauspreise stabil bleiben
- ...und das Fed die Zinsen senkt

Sarasin: Makroökonomische Prognosen

Prognosen: Wachstum & Inflation

	2006	2007	2008
US BIP	3.3	2.1	3.5
US Inflation	3.6	2.4	2.4
JP BIP	2.0	1.5	2.5
JP Inflation	0.3	0.2	0.9
EU BIP	2.6	1.7	2.5
EU Inflation	2.1	2.0	1.9
CH BIP	2.6	1.6	2.9
CH Inflation	1.1	0.8	1.0

US Verlangsamung im 1H07

- Fed-Zinssenkung unterstützt den Konsum...
- ...leitet Aufschwung 2H07 ein
- Inflation bleibt gemässigt

EU und CH folgen den USA

- ...mit 2Q-Verzögerung
- Konsum reicht für Abkoppelung noch nicht aus
- Inflation erhöht durch MWSt

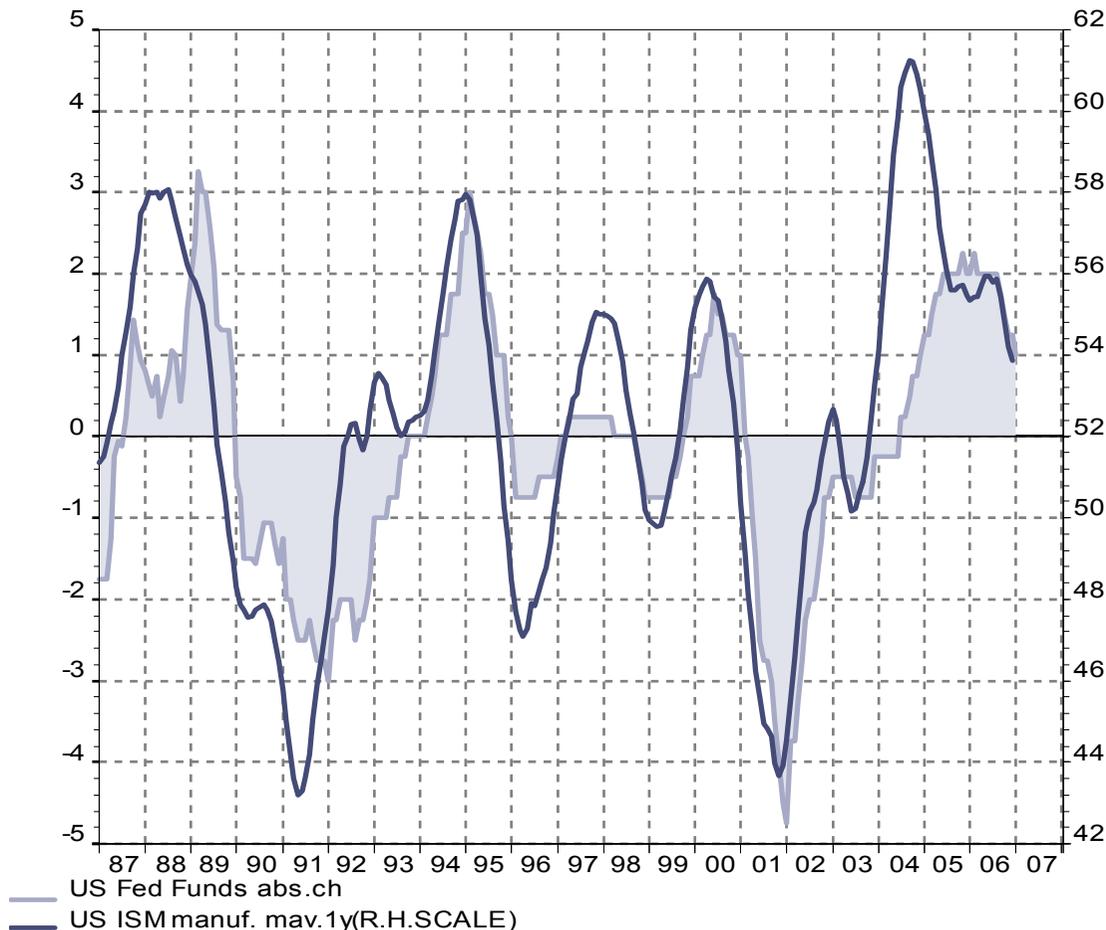
Japan schwingt stärker mit

- ...wegen Exportabhängigkeit
- Kein Inflationsproblem zu erwarten



US: Wann senkt die US-Notenbank die Leitzinsen?

US: ISM-Manufacturing und Leitzinsen



Source: Thomson Datastream

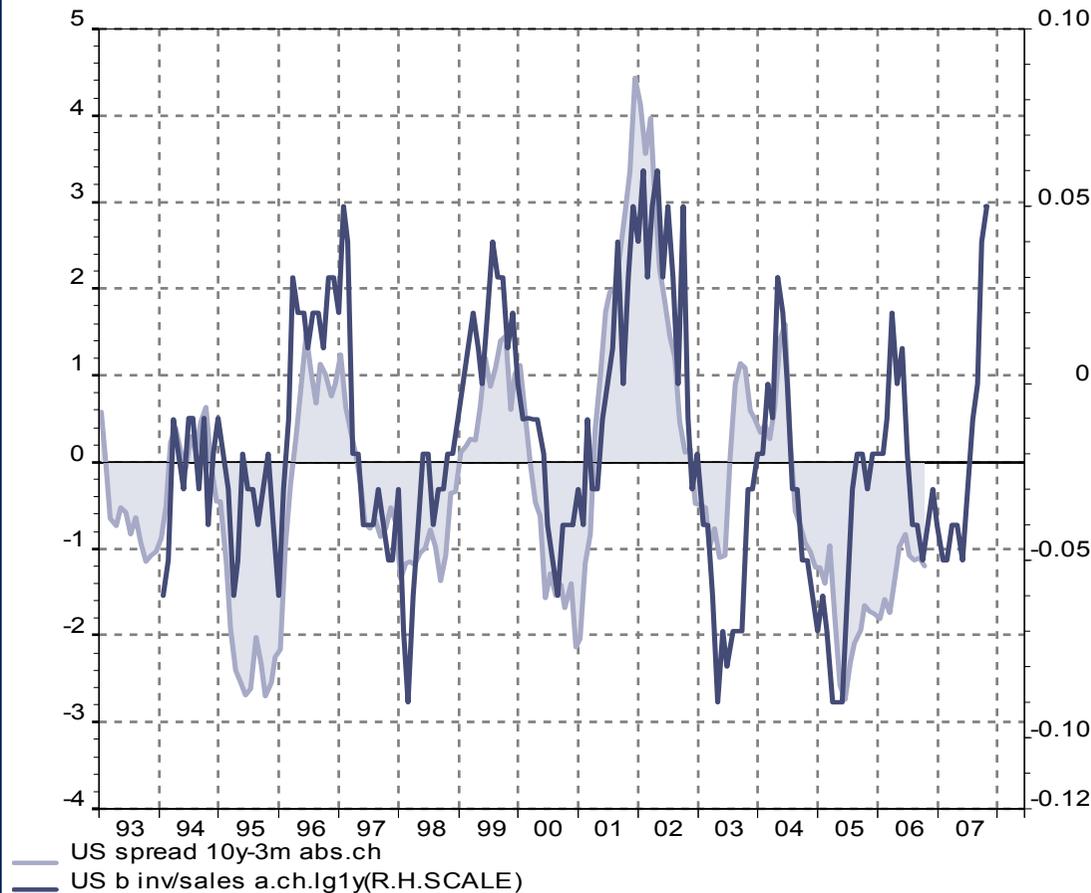
Das Fed schreitet ein!

- Weil ISM sinkt...
- ...wird der geldpol. Straffungsimpuls
- ...gemessen als kumulative (1 Jahr) Zinserhöhung...
- ...bald zurückgehen müssen
- Wir erwarten, dass das Fed die Zinsen im 2Q und 3Q um jeweils 25bp senkt

Zinsspanne (10j-3m) wird im 2H07 stark steigen

US Lager/Umsatz-Verh. und Zinskurve

Enge Korrelation!



Source: Thomson Datastream

- Änderung des Lager/Umsatz-Verh.
- ...läuft der Zinsspanne voraus
- ...mit einem Jahr
- Zinsspanne wird im 2H07 steigen...
- Wer gibt nach?
- **Fallende Bonds und Leitzinssenkungen**

Sarasin: Finanzmarktprognosen

Zins- & Währungsprognosen

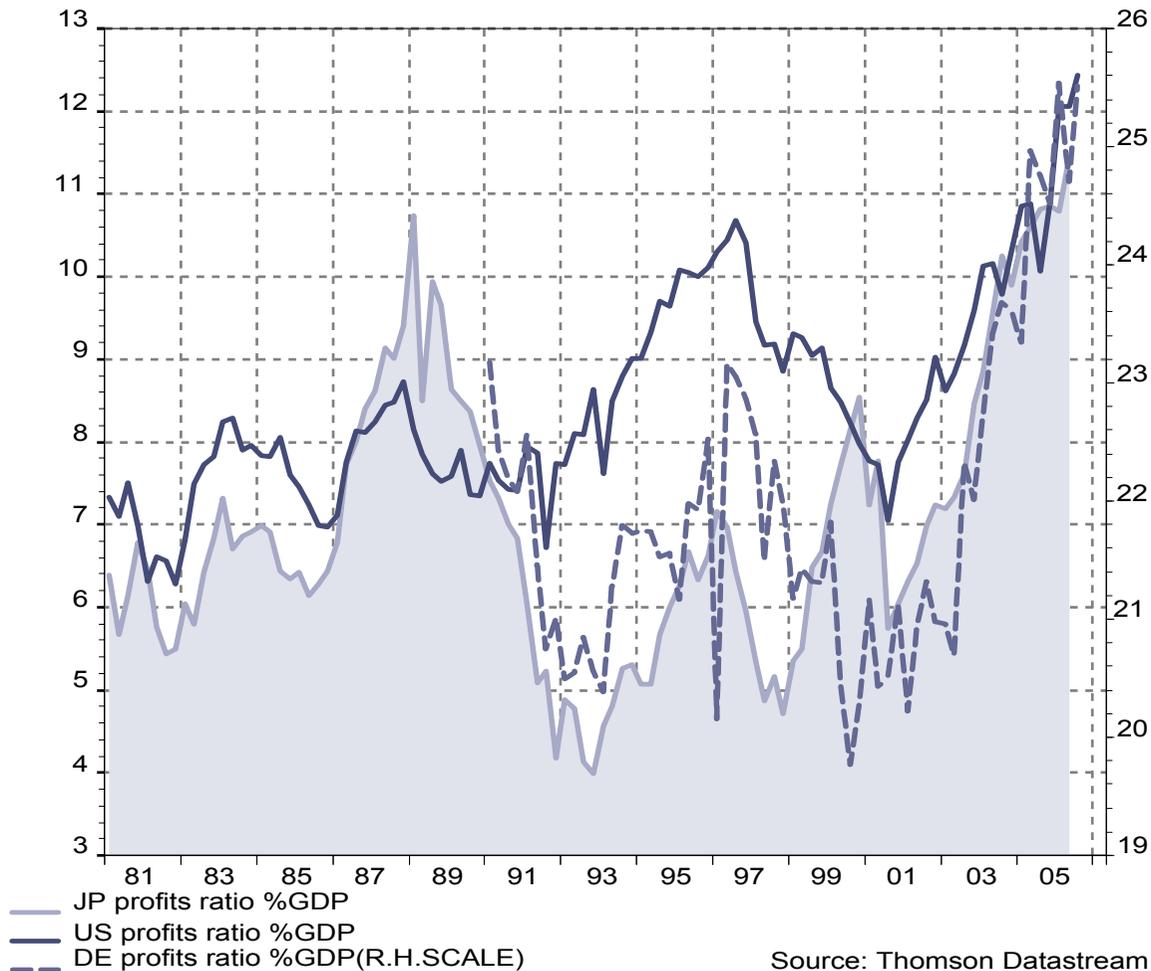
	02/01/07	1Q07	4Q07
US Zins	5.25	5.25	4.75
US Bonds	4.68	4.25	5.00
EU Zins	3.50	3.75	3.75
EU Bonds	3.96	3.50	4.00
CH Zins	2.00	2.25	2.25
CH Bonds	2.41	2.25	2.75
EUR-USD	1.3246	1.3250	1.2500
USD-JPY	119.23	112.50	110.00
USD-CHF	1.2188	1.1890	1.2400
EUR-CHF	1.6123	1.5750	1.5500

- **US** Fed Zinssenkung um 50bp
- **US** Renditen tiefer bis 2Q07
- **US** Zinskurve steigt stark im 2H
- **EU** EZB macht Pause ab 2Q
- **EU** Renditen steigen weniger stark an
- **JP** Zins bleibt expansiv
- **CH** SNB synchron mit ECB
- **CHF** im engen Band mit EUR
- **JPY** unterbewertet
- **EUR** fällt aufgrund von Zinsdiff.
- **USD** stärker im 2007, wenn das Fed die Zinsen senkt



Aktienstrategie: Können die Gewinne weiter steigen?

Gewinnquoten (% BIP) explodieren

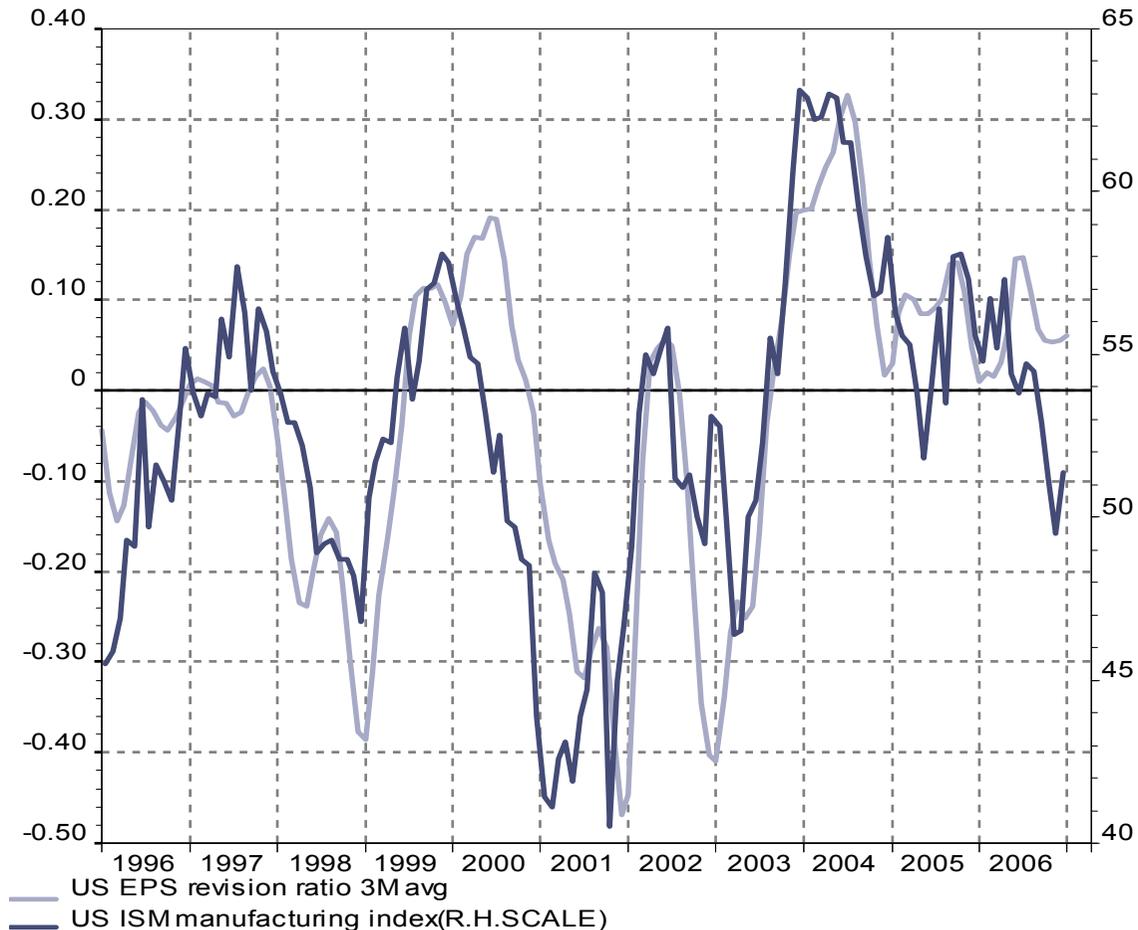


Aktien unterstützt!

- ...durch tiefe Realzinsen
- ...eine Welle von M&A-Transaktionen
- ...steigende Unternehmensgewinne

Gewinnaussichten trüben sich ein

Revisionen folgen dem ISM-Manufacturing



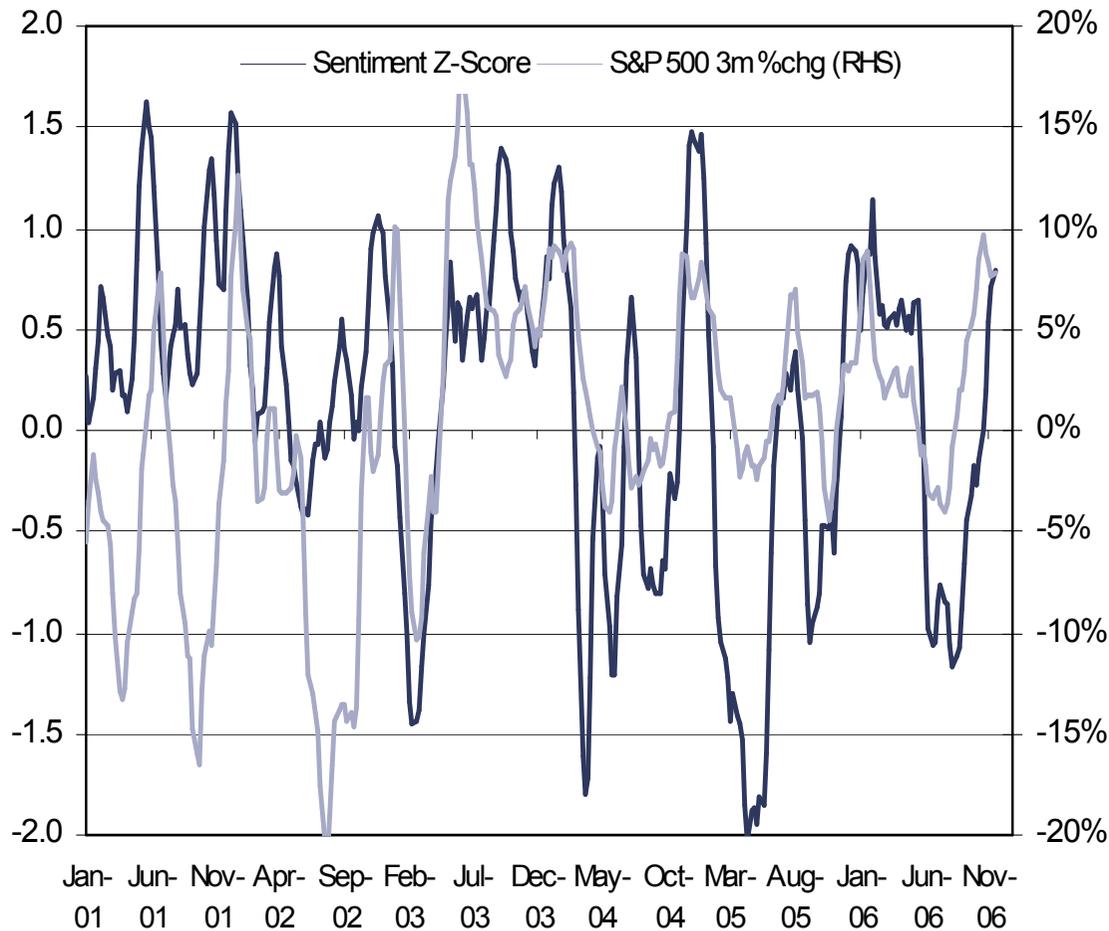
Source: Thomson Datastream

Gegenwind!

- ISM unter 54 konsistent mit enttäuschenden Unternehmensergebnissen
- Gewinn-Revisionen werden bald nach unten drehen

Werden die Anleger zu unachtsam?

Stimmung nahe am Verkaufssignal



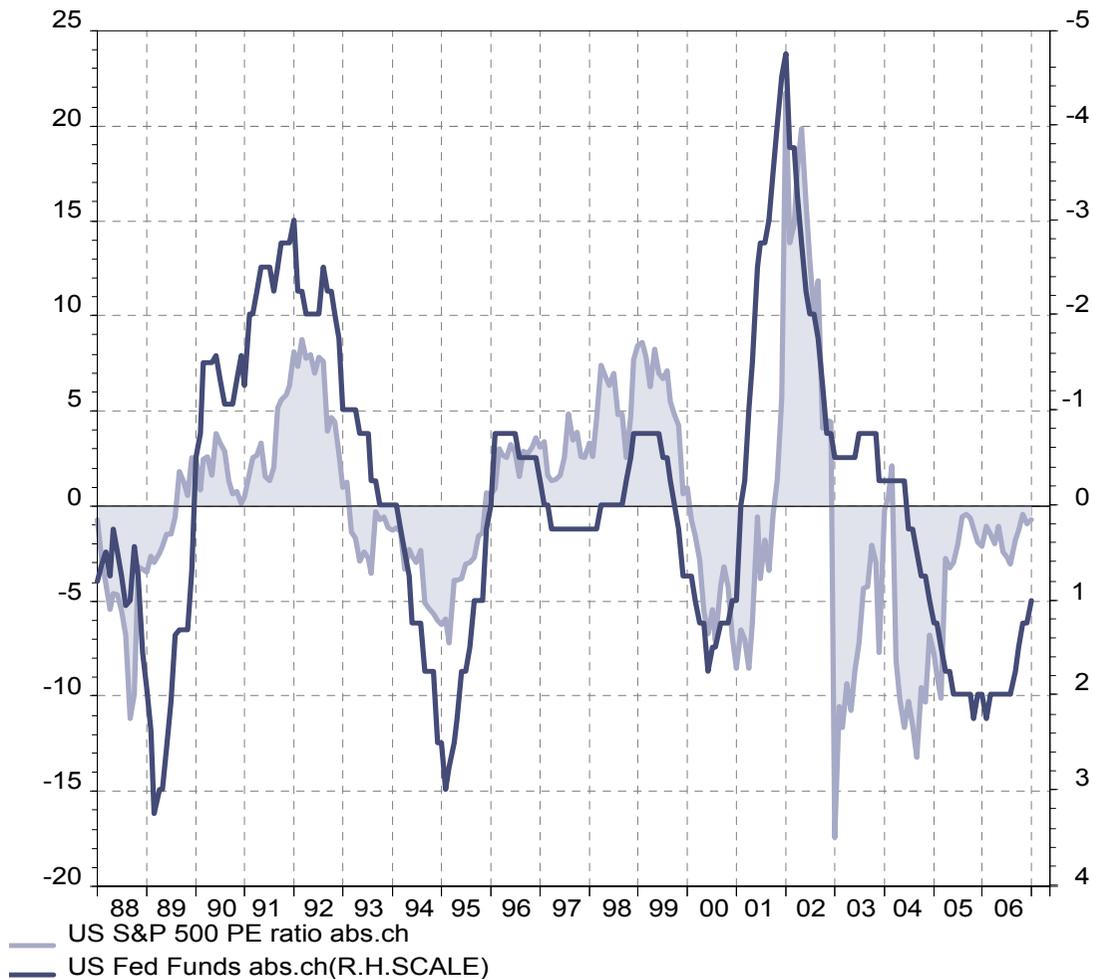
Source: Bloomberg, Bank Sarasin

Hoher Risikoappetit!

- Volatilität tief
- Anleger optimistisch
- Long-Positionen überwiegen
- Märkte sind überhitzt

KGV-Expansion aufgrund tieferer US-Leitzinsen

Korrelation zwischen P/E und Zinsen



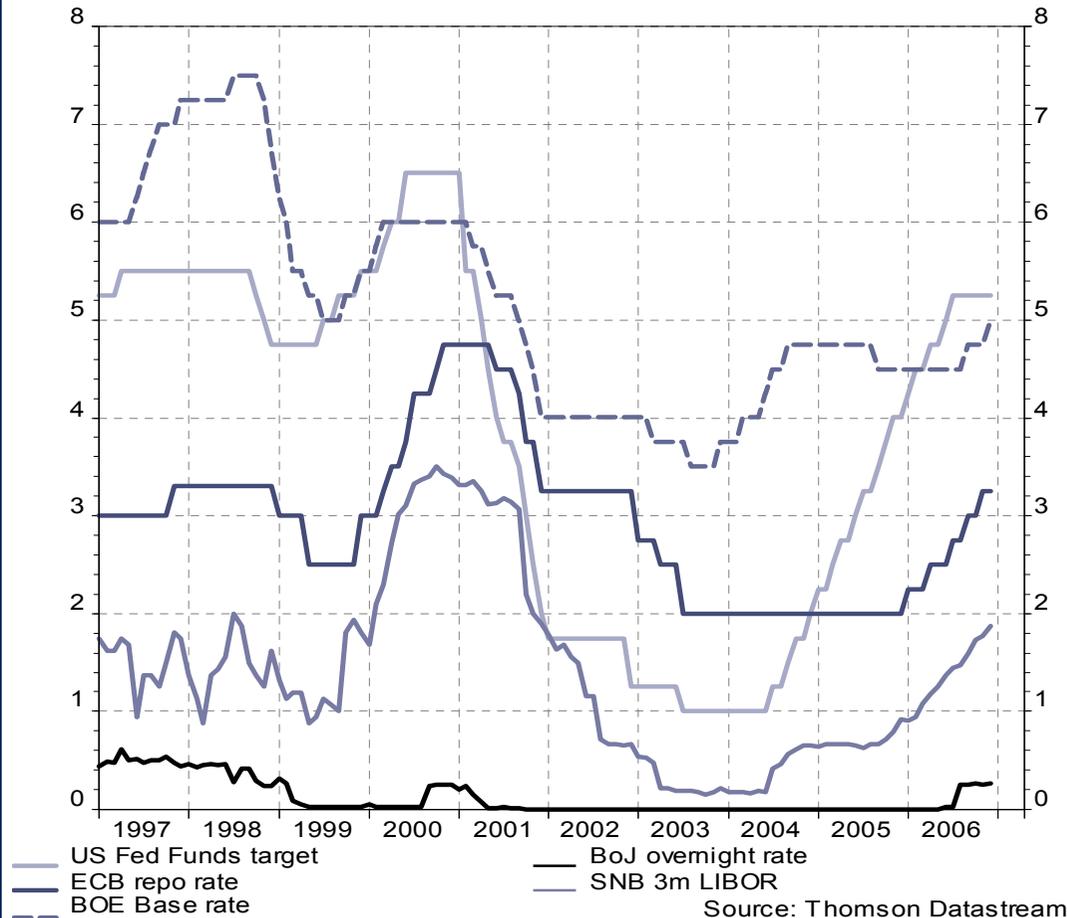
Source: Thomson Datastream

Kann KGV steigen?

- KGVs sind über die letzten Jahre gefallen...
- ...weil Leitzinsen angehoben wurden
- Leitzinssenkungen sollten das KGV in 2H07 erhöhen...
- ...und zu einem fulminanten Finale an den Märkten führen

Ausblick 2007 – schwieriger Start, fulminantes Finale

G5 – Ende des Zinserhöhungszyklus



Unsere Prognosen 07

- Wirtschaftsverlangsamung im 1H07
- Fed senkt ab 2Q07 die Leitzinsen
- Andere Zentralbanken pausieren
- Zinspause leitet Aufschwung und Rally im 2H07 ein
- Landung weich, aber holprig im '07
- ...gefolgt im '08 von Inflations Sorgen?

Responsibly yours



SARASIN