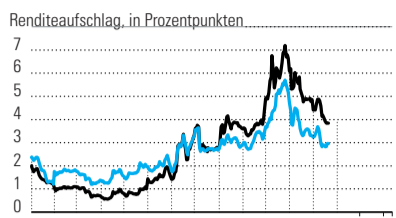
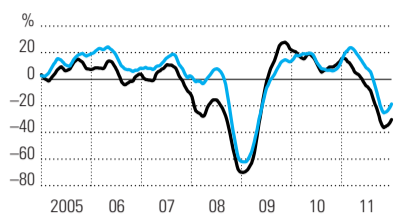


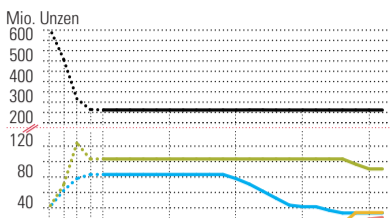
BÖRSE UND KONJUNKTUR



Stärke Reaktion span. und ital. Staatsanleihen  
■ Zwischen zweijährigen italienischen und deutschen Bonds  
■ Zwischen zweijährigen spanischen und deutschen Bonds  
QUELLE: SARASIN NZZ-INFOGRAFIK/sbi.



Entwicklung der Unternehmensgewinne  
Anteil der Analytiker, die ihre Schätzung erhöhen (netto), in %  
■ Netto-Änderung der Gewinnsschätzung  
■ Netto-Änderung der Umsatzzschätzung  
QUELLE: DATASTREAM, CREDIT SUISSE NZZ-INFOGRAFIK/ctf.



Offizielle staatliche Goldreserven  
■ USA ■ IMF ■ China ■ Schweiz ■ Russland  
QUELLE: EFG FP NZZ-INFOGRAFIK/cke.

**Liquiditäts-Vergabe zeigt Effekte**  
feb. · Die grosszügige Vergabe von Liquidität durch die Europäische Zentralbank (EZB) hat in den letzten Wochen erhebliche Auswirkungen auf italienische und spanische Staatsanleihen gehabt. Aus Sicht der Analytiker der Bank Sarasin ist der Schritt der EZB, dass die Geschäftsbanken im Rahmen einer sogenannten LTRO (long-term refinancing operation) für die kommenden drei Jahre Liquidität in unbegrenzter Höhe aufnehmen durften, nicht zu unterschätzen. Kurz vor Weihnachten borgten sich 523 Banken bei der Zentralbank rund 489 Mrd. € für die Laufzeit von 1134 Tagen. «Durch die Hintertür» habe die LTRO auch den Effekt gehabt, dass die Auktionen für kurz laufende spanische und italienische Bonds sehr erfolgreich verlaufen seien, teilten die Sarasin-Vetreter mit. Stärkere Banken hätten Chancen gesehen, von den höheren Renditen der Papiere zu profitieren.

**Gewinnerwartungen ziehen an**  
sev. · Seit dem Zwischentief im November haben die Aktienmärkte kräftig zugelegt. Dominierte zuvor die Angst, so war in den letzten zwei Monaten «Risiko» wieder unerwartet stark gefragt. Obwohl das Wachstum der Wirtschaft in Europa schwach ist, sind die Bewertungen der Aktien laut Credit Suisse gemessen an den gängigen Kennzahlen immer noch attraktiv. Ein Gradmesser für die Stimmungsentwicklung an den Finanzmärkten ist das «Gewinnmomentum». Es misst, in welchem Ausmass Finanzanalytiker ihre Gewinn- und Umsatzzschätzungen für Unternehmen revidieren. Als sich die globale Wirtschaft Mitte 2011 abschwächte, sackte die Gewinndynamik scharf ab. Derzeit sieht es so aus, als sei die Talsohle bei den Anpassungen durchschritten. Allerdings ist die Entwicklung je nach Region recht unterschiedlich. So geht der Trend beispielsweise in Osteuropa noch immer nach unten.

**Schwellenländer bunkern Gold**  
gat. · Bei Gold scheiden sich die Geister. Die einen halten es schon jetzt für deutlich überbewertet. Die anderen erwarten weiterhin kräftig steigende Preise. Vertreter des Derivate-Emittenten EFG Financial Products zählen zur zweiten Gruppe – wohl schon aufgrund des breiten eigenen Angebots an Gold-Zertifikaten. Einen Grund für weitere Preisanstiege sieht man im Ausbau staatlicher Goldreserven in vielen Schwellenländern, allen voran in China und Russland. Nach offiziellen Angaben sind die chinesischen Reserven seit 2008 um mehr als 75% auf zuletzt 33,9 Mio. Unzen gewachsen. Russlands Bestände legten um 64% auf 27,4 Mio. Unzen zu. Dennoch mache Gold in den beiden Ländern erst 1,7% bzw. 8,6% der Gesamtreserven aus – in den USA dagegen fast 76%. Selbst in der Schweiz liege dieser Anteil noch bei 14,3%, auch wenn die Goldreserven seit 1999 um 60% zurückgegangen seien.

Anleger vermissen die «Aktien-Risikoprämie»

Langfristig haben sich Dividendenpapiere deutlich besser entwickelt als Obligationen

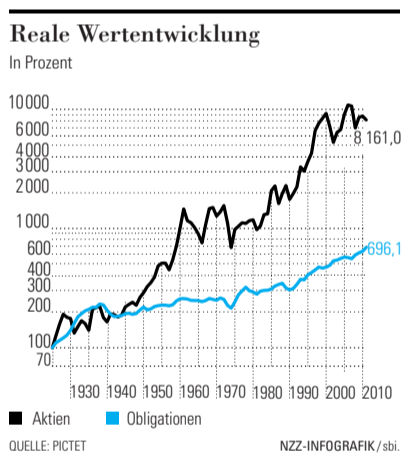
Im Zeitraum 2002 bis 2011 haben sich Schweizer Obligationen deutlich besser entwickelt als Aktien. Langfristig haben aber die Dividendenpapiere bei der Rendite die Nase vorn.

Michael Ferber

In den vergangenen zehn Jahren haben Anleger in der Schweiz mit Obligationen höhere Renditen erzielt als mit Aktien. Die deutlich höhere Volatilität der Dividendenpapiere gegenüber Anleihen ist im Zeitraum 2002 bis 2011 also nicht mit einer «Aktien-Risikoprämie» vergütet worden, wie eine in der vergangenen Woche vorgestellte Studie der Privatbank Pictet zeigt. Während Aktien in dieser Periode eine durchschnittliche reale bzw. inflationsadjustierte Rendite von nur 1,27% pro Jahr erbrachten, waren es bei den Obligationen 3,55% – und das bei deutlich niedrigerem Risiko.

Bezogen auf längere Zeiträume sieht die Rechnung allerdings anders aus. Schon bei einer 15-Jahre-Periode führen Anleger mit Schweizer Aktien besser als mit Anleihen. Bei den noch längerfristigen Zeiträumen liegen die Dividendenpapiere ebenfalls vorne. In der längsten von der Privatbank errechneten Zeitspanne 1926 bis 2011 kommen Aktien auf eine reale Rendite von 5,25% im Schnitt pro Jahr, Obligationen hingegen nur auf 2,28%. Eine Investition von 100 Fr. in Schweizer Aktien im Jahr 1926 wuchs bis Dezember 2011 real auf 8161 Fr. an – allfällige Transaktions- oder Verwaltungskosten allerdings nicht eingerechnet. Aus in Anleihen angelegten 100 Fr. wurden in dieser Zeit hingegen «nur» 696 Fr. Gemäss Pictet war das Risiko bei den Aktien in diesem Zeitraum real aber rund viermal so hoch wie bei den Obligationen.

Auch die Auswertung der Renditen von Aktien und Obligationen in 19 Ländern über den Zeitraum 1900 bis 2010 durch die Wissenschaftler Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton von der London Business School hat ergeben, dass die Anleger in der langen Frist eine beträchtliche Aktien-Risikoprämie erhalten haben. Im Zeitraum 1900 bis 2010 erzielten Schweizer Aktien gemäss der in Kooperation mit der



Reale Wertentwicklung  
In Prozent  
■ Aktien ■ Obligationen  
QUELLE: PICTET NZZ-INFOGRAFIK/sbi.

Credit Suisse erstellten Studie eine jährliche reale Rendite von 4,2%, Obligationen hingegen nur eine solche von 2,1%. Im Zeitraum 2000 bis 2010 hinkten Schweizer Aktien allerdings auch bei der Studie der Managementschule den Obligationen hinterher. Dividendentitel kamen hier auf eine durchschnittliche reale Jahresrendite von 0,3%, während Bonds 3,7% pro Jahr erzielten.

In den USA und im Welt-Aktienmarkt sah die Entwicklung ähnlich aus. In den USA erzielten Aktien 1900 bis 2010 eine durchschnittliche reale Jahresrendite von 6,3%, während Obligationen nur auf 1,8% kamen. Im Welt-Aktienmarkt waren es 5,5% gegenüber 1,6%. Ihre neueste Auswertung, die Zahlen für das Jahr 2011 enthält, stellen die Professoren nächste Woche vor.

Die Studien zeigen, dass sich Aktienanlagen gerade auf längere Sicht lohnen sollten. Eine Garantie hierfür gibt es aber nicht, und Anleihen können durchaus über einen längeren Zeitraum hinweg Aktien schlagen. Deshalb sollten vor allem kurzfristig ausgerichtete Investoren sich der Risiken von Dividendenpapieren bewusst sein. In Zeiten der Schuldenkrise, in denen auch Staatsanleihen grosse Risiken offenbart haben, ist es allerdings nicht einfach, auf «Nummer sicher» zu gehen.

Die starke Entwicklung von Obligationen in den vergangenen Jahrzehnten könnte indessen durch ein spezielles Szenario zustande gekommen sein, argumentiert Peng Chen von der Rating- und Research-Firma Morningstar in einem Fachartikel. Die hohen Anleihenrenditen der letzten Jahre seien ein Resultat der hohen Leitzinssätze in den 1970er Jahren und der sinkenden Zinsen der Folgejahre. Angesichts des heutigen Niedrigstzinsumfelds sei es sehr unwahrscheinlich, dass sich dieses Szenario wiederhole. Auch Dimson rechnet im Gespräch mit der NZZ nicht mit einer Fortsetzung der jüngsten Entwicklung der Obligationen. Hierfür müssten die Renditen der Papiere deutlich in den negativen Bereich fallen. Seiner Ansicht nach kommt die Auswahl der richtigen Anlageklassen und Währungen für ein Portfolio derzeit einem «Hässlichkeits-Wettbewerb» gleich. Attraktiv wirke fast keine der Anlagemöglichkeiten. Dimson rät, grosse Anstrengungen in die Diversifikation zu stecken.

Annualisierte Performance von Aktien und Obligationen

In der Schweiz, verschiedene Perioden					
Periode	Anzahl Jahre	Performance Aktien (real)	Performance Obligationen (real)	Mehr-Performance von Aktien (real)	Inflation (KPI)
2011	1	-7,06%	7,84%	-14,90%	-0,71%
2010-2011	2	-2,45%	5,43%	-7,88%	-0,10%
2009-2011	3	5,34%	5,06%	0,28%	0,03%
2008-2011	4	-6,46%	5,66%	-12,12%	0,20%
2007-2011	5	-5,59%	4,02%	-9,61%	0,55%
2002-2011	10	1,27%	3,55%	-2,28%	0,72%
1997-2011	15	4,39%	3,30%	1,08%	0,74%
1992-2011	20	7,38%	4,06%	3,32%	1,01%
1982-2011	30	7,33%	3,07%	4,26%	1,77%
1972-2011	40	4,55%	2,48%	2,07%	2,53%
1962-2011	50	3,50%	2,00%	1,50%	2,80%
1952-2011	60	5,52%	2,04%	3,48%	2,52%
1942-2011	70	5,50%	1,87%	3,63%	2,51%
1926-2011	86	5,25%	2,28%	2,97%	2,16%

QUELLE: PICTET

MÄRKTE UND MEINUNGEN

Selbst die Schweiz sollte für Kredit bezahlen

bet. · Sogar die Geduld sicherheitsorientierter Anleger hat Grenzen. In der vergangenen Woche ist es der Eidgenossenschaft erstmals seit Ende August nicht mehr gelungen, dreimonatige Geldmarktpapiere zu einer negativen Emissionsrendite zu placieren. Zuvor hatten die Investoren annualisierte Renditen von bis zu -1,0% akzeptiert, um ihr Geld kurzfristig absolut sicher zu «parkieren». Jetzt gaben sie sich «erst» mit einer Nullrendite zufrieden. Wenn man bereit ist, Geld zu zahlen, um einem Schuldner Kredit geben zu dürfen – und sei es auch die Eidgenossenschaft –, stimmt etwas nicht. Es ist zu hoffen, dass die Investoren demnächst noch mehr Rückgrat zeigen und mit ihren Geboten markieren, dass man für geliehenes Kapital auch einen Zins erwarten darf.

Oft haben Analytiker seit der Finanzkrise die «Zinswende» am Kapitalmarkt erhofft; doch das Auflodern der Euro-Schuldenkrise hat sie stets verhindert. Seit Jahresbeginn gibt es in der Schweiz wieder Anlass, auf eine Wende zu hoffen: Bei den mittleren Laufzeiten von zwei bis fünf Jahren sind die Renditen der eidgenössischen Anleihen im Vergleich mit Ende Dezember um bis zu 20 Basispunkte gestiegen. Das verwandelt die «Eidgenossen» noch längst nicht in Renditeperlen, aber immerhin rentieren auch sie nun nicht mehr negativ.

Schweizer Bondinvestoren mussten inzwischen sehr lange im «Rendite-Winter» verharren. Zweijährige «Eidgenossen» warfen seit Anfang 2010 sehr selten mehr als 1,0% ab. Es wäre gerechtfertigt, wenn die Anleger ihrer Unzufriedenheit nun mit Preissignalen Ausdruck verliehen. «Freiwillig» werden sich die Marktkonditionen nämlich nicht ändern: Ein Ausstieg der Schweizerischen Nationalbank (SNB) aus der expansiven Geldpolitik ist angesichts von Deflationsrisiko und Frankenstärke nicht absehbar. In den USA hat das Fed erst am Mittwoch signalisiert, bis Ende 2014 den Leitzins extrem tief zu halten. Diese betonierte Geldpolitik hat für Investoren auch einen Vorteil: Die Opportunitätskosten der risikoreicheren Geldanlage sinken. Das bedeutet nicht, dass «Eidgenossen»-Besitzer jetzt ihr Kapital in Aktien malaysischer Informatik-Startups umschichten sollten. Aber es ist Anlass für Überlegungen, ob nicht innerhalb des Bondspektrums eine risiko- freudigere Allokation sinnvoll sein könnte. Handeln genug Anleger nach diesem Gedanken, gerät auch das «Eidgenossen»-Hoch unter Druck.

AGENDA

Konjunktur und Politik

- 30.1. **Europäischer Rat**  
Treffen Staats- und Regierungschefs, Brüssel  
**Konsumentenvertrauen Euro-Zone**  
Januar (E): -20,6 (Vormonat: -20,6)
- 31.1. **UBS-Konsumindikator**  
Dezember (Vormonat: 0,81)  
**Arbeitslosenquote Deutschland**  
Januar (E): 6,8% (Vormonat: 6,8%)  
**Arbeitslosenquote Euro-Zone**  
Dezember (E): 10,4% (Vormonat: 10,3%)  
**S&P/Case-Shiller-Hauspreisindex USA**  
November (Vormonat: 140,30)  
**Konsumentenvertrauen USA**  
Januar (E): 68,0 (Vormonat: 64,5)
- 1.2. **ISM-Index verarb. Gewerbe USA**  
Januar (E): 54,5 (Vormonat: 53,9)
- 2.2. **Handelsbilanz Schweiz**  
Dezember (Vormonat: 3 Mrd. Fr.)  
**Produzentenpreise Euro-Zone**  
Dezember (E): -0,1% (Vormonat: 0,2%)
- 3.2. **UBS-Immobilienblasen-Index Schweiz**  
4. Quartal (Vorquartal: 0,58)  
**Arbeitslosenquote USA**  
Januar (E): 8,5% (Vormonat: 8,5%)  
**ISM-Index nicht verarb. Gewerbe USA**  
Januar (E): 53,3 (Vormonat: 52,6)

7.2. **Industrieproduktion Deutschland**  
Dezember (Vormonat: 0,2%)

Unternehmen und Märkte

- 31.1. **Tornos**  
G/A (E): Fr. 18,98 (i. V.: Fr. 17,96)  
**Luzerner Kantonalbank**  
G/A (E): k. A. (i. V.: Fr. 74,09)
- 1.2. **Roche GJ 2011**  
G/A (E): Fr. 12,47 (i. V.: Fr. 9,81)  
**Rieter**  
Umsatz 2011  
**Petroplus GJ 2011**  
G/A (E): \$ -2,96 (i. V.: \$ -2,85)  
**Bucher**  
Umsatz 2011
- 2.2. **Emmi**  
Umsatz 2011
- 3.2. **Schweizerischer Versicherungsverband**  
Jahresmedienkonferenz  
**Graubündner Kantonalbank**  
G/A (E): Fr. 76,71 (i. V.: 64,66)

E: Erwarteter Wert; G/A: Gewinn pro Aktie; GJ: Geschäftsjahr; i. V.: in der Vorperiode; Q: Quartal.  
QUELLE: BLOOMBERG, REUTERS, SDA, DIV. BANKEN.  
(OHNE GEWÄHR UND ANSPRUCH AUF VOLLSTÄNDIGKEIT)

ANZEIGE

Die Lösung kauft Bio-Äpfel und Energiespar-Birnen.

Was, wenn Sie die Lösung wären?  
Inspirationen für ein nachhaltiges Leben:  
wwf.ch/lösung