

# Marktbericht 4. Quartal 2011



**Baloise Asset Management AG**  
Aeschengraben 21, 4002 Basel  
www.baloise-asset-management.com

Dominik Schmidlin  
dominik.schmidlin@baloise.com

Baloise Asset Management AG übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit des Inhaltes dieser Publikation, insbesondere für die darin aufgeführten Kennzahlen und Performance-Angaben sowie allfällige Empfehlungen und Meinungen zur Marktentwicklung. Baloise Asset Management AG lehnt jegliche Haftungsansprüche ab, welche sich aus der Verwendung der vorliegenden Publikation ergeben.

## Konjunktur: Tiefes Wachstum und grosse Risiken

### Schweiz: Deutlich schwächeres Wachstum

Die Konjunkturdynamik hat sich im 3. Quartal mit einem realen Wachstum von 0.2% gegenüber dem Vorquartal stark abgeschwächt. Die anhaltende Schuldenkrise im wichtigsten Schweizer Absatzmarkt Europa und die damit verbundene Frankenstärke hinterliessen wenig überraschend deutliche Spuren. So sanken die Warenexporte um 0.9% und die Dienstleistungsexporte um 2.7%. Die Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen waren ebenso deutlich rückläufig. Auch wenn über die Wintermonate eine rezessive Entwicklung droht, ist aufgrund der relativ robusten Binnenkonjunktur die Situation noch nicht als übermässig kritisch anzusehen. So lieferten die Bauinvestitionen, der private Konsum sowie auch der öffentliche Konsum positive Wachstumsbeiträge. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich jüngst wieder etwas verschlechtert. Die Arbeitslosenrate stieg von 2.9% im Oktober auf 3.1% im November und die Anzahl Stellensuchender pro gemeldete offene Stelle hat sich gleichzeitig von 9 auf 10.2 erhöht. Die Inflationsrate entwickelte sich im November weiter rückläufig und betrug im Jahresvergleich -0.5% (siehe Grafik 4). Das Risiko einer deflationären Entwicklung und die zunehmende Arbeitslosigkeit werden den Druck auf die Schweizerische Nationalbank erhöhen. Eine weitere Verschlechterung der Konjunktur würde die Wahrscheinlichkeit einer Anhebung der Wechselkursuntergrenze ansteigen lassen. Die Konsensprognose geht für das Jahr 2012 von einem Wachstum von 0.6% aus. Die Bandbreite der Prognosen reicht allerdings, aufgrund der hohen Unsicherheit in Bezug auf die Schuldenkrise, von -1.1% bis +1.6%.

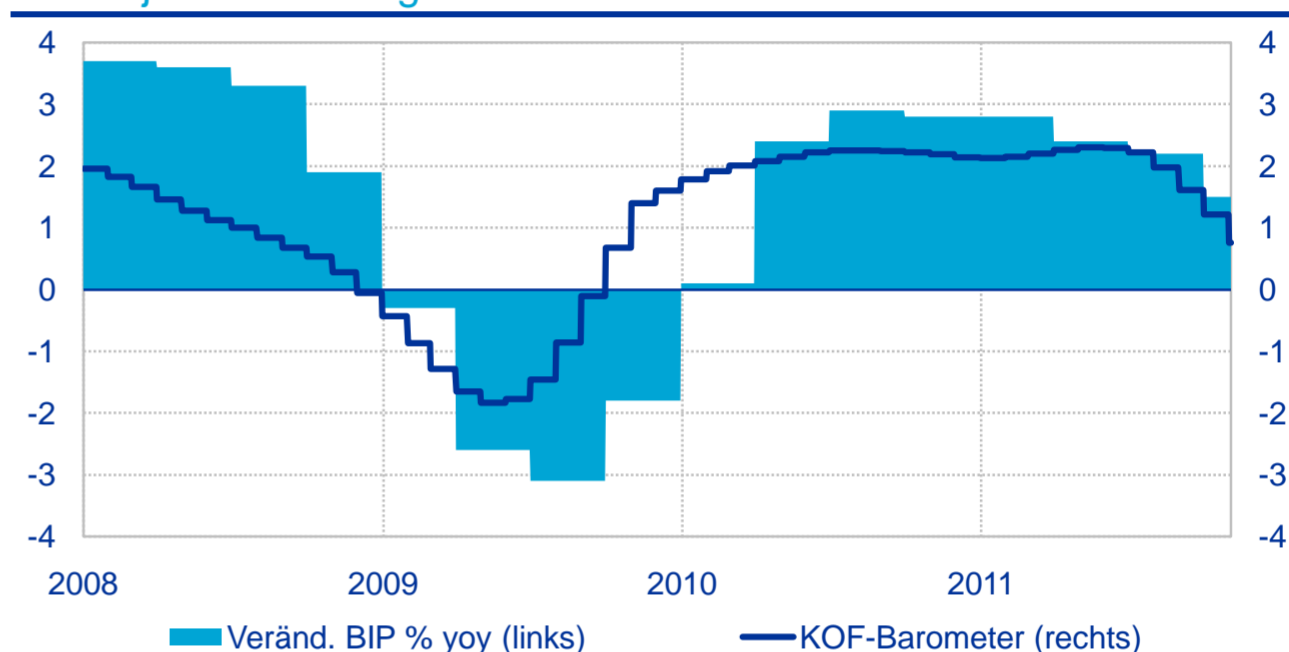
### Eurozone: Erneute Rezession wahrscheinlich

Die europäische Schulden- und Bankenkrise widerspiegelte sich auch in der jüngst publizierten Schätzung des Wachstums des Bruttoinlandprodukts im 3. Quartal. Dass überhaupt ein minimales Wachstum von real 0.2% im Vergleich zum Vorquartal erzielt werden konnte, ist der Belebung des privaten Konsums und den gestiegenen Exporten zu verdanken. Währendem Deutschland mit 0.5% und Frankreich mit 0.4% noch ein solides Wachstum aufweisen, verzeichneten Italien mit -0.2% und die Niederlande mit -0.3% negative Wachstumsraten. Da sich auch im 4. Quartal keine Besserung abzeichnet, dürften die Niederlande als erstes Kernland in eine formale Rezession (=mindestens zwei Quartale mit negativen Wachstumsraten in Folge) geraten. Aufgrund eines starken Anstiegs der Energiepreise verharrte die jährliche Inflationsrate im Euroraum im November bei 3.0%. Die saisonbereinigte Arbeitslosenrate der Eurozone ist hingegen von 10.2% im September auf 10.3% im Oktober angestiegen. Mit 4.1% wies Österreich die tiefste und Spanien mit 22.8% die höchste Arbeitslosenrate auf. Für die Eurozone geht die Konsensprognose 2012 von einem negativen Wachstum von -0.3% aus. Die europäische Schulden- und Bankenkrise hat mittlerweile nicht nur innerhalb der Eurozone eine konjunkturelle Abwärtsspirale ausgelöst, sondern widerspiegelt sich auch in den jüngsten Exportzahlen Chinas, dessen Notenbank sich infolge der weltweit spürbaren Konjunkturverlangsamung zu einer geldpolitischen Lockerung veranlasst sah.

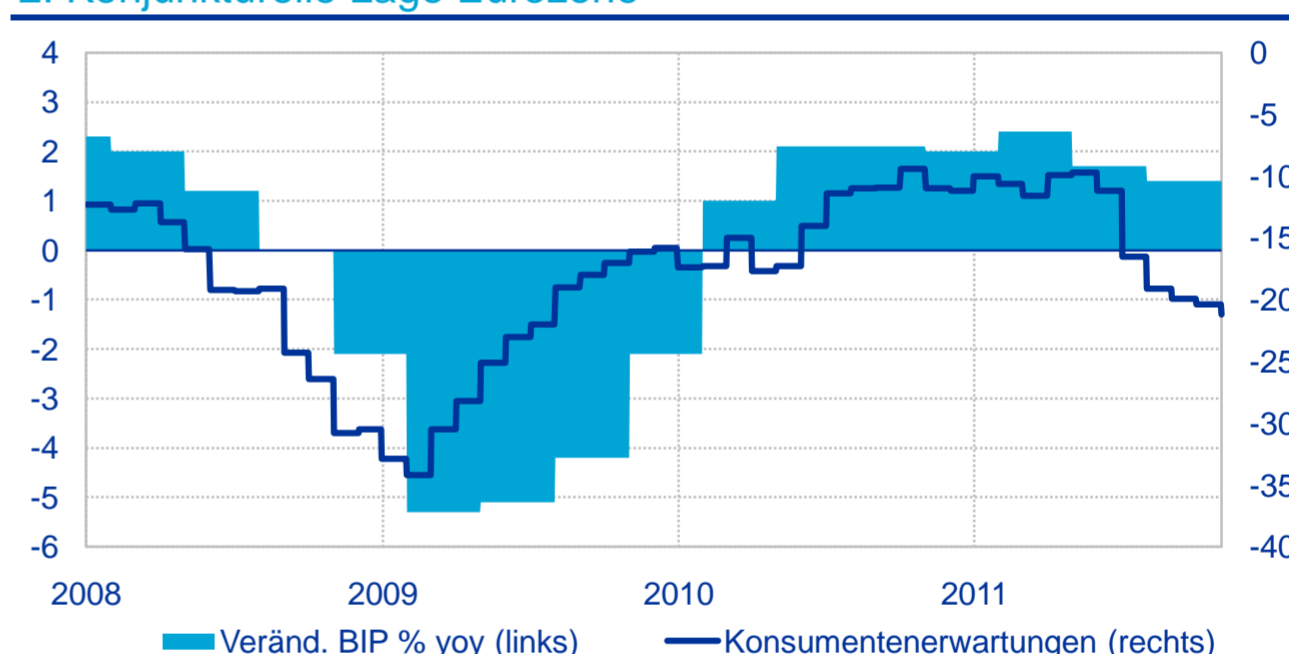
### USA: Konjunkturelle Lichtblicke

Trotz der schlechten Wirtschaftsentwicklung in Europa gibt es auf der anderen Seite des Atlantiks auch kleinere konjunkturelle Lichtblicke. Auch wenn die Lage auf dem Arbeits- und Immobilienmarkt weiterhin schlecht ist, hat sich die amerikanische Volkswirtschaft, mit einem realen Wachstum von 0.5% gegenüber dem Vorquartal, vergleichsweise solide entwickelt. Der private Konsum, welcher rund 70% der amerikanischen Wirtschaftsleistung ausmacht, ist dabei um 0.4% angestiegen. Die bis anhin publizierten Konjunkturdaten lassen auch im 4. Quartal eine relativ solide Wirtschaftsdynamik erwarten. So deuten die Zunahme der Industrieproduktion und die gestiegene Kapazitätsauslastung anders als in China und Europa auf eine moderate Erholung der Industrieaktivitäten hin. Primär aufgrund eines Rückgangs bei den Benzinpreisen hat sich die jährliche Inflationsrate leicht auf 3.4% im November abgeschwächt. Die Arbeitslosenrate ist von 9.0% im Oktober auf 8.6% im November deutlich gesunken, die Hälfte dieses Rückgangs ist allerdings darauf zurückzuführen, dass weniger Leute aktiv auf dem Arbeitsmarkt nach Stellen suchen. Gemäss der Konsensprognose ist 2012 mit einem Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts von 1.9% zu rechnen.

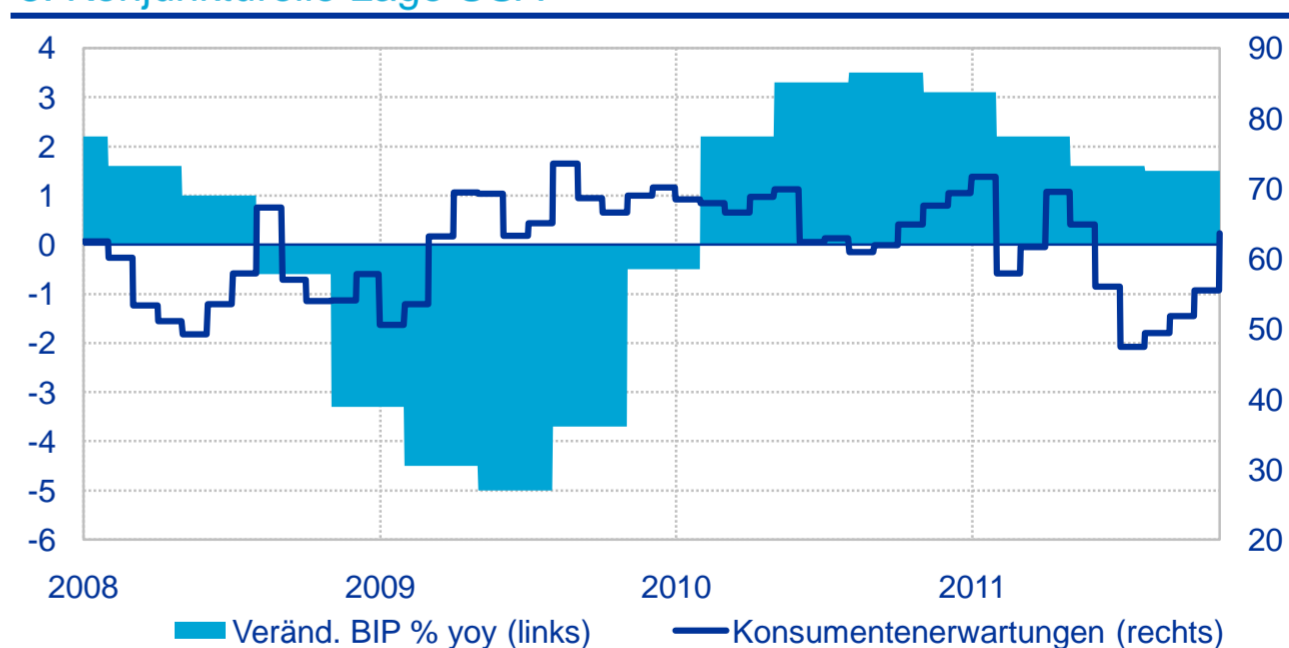
### 1. Konjunkturelle Lage Schweiz



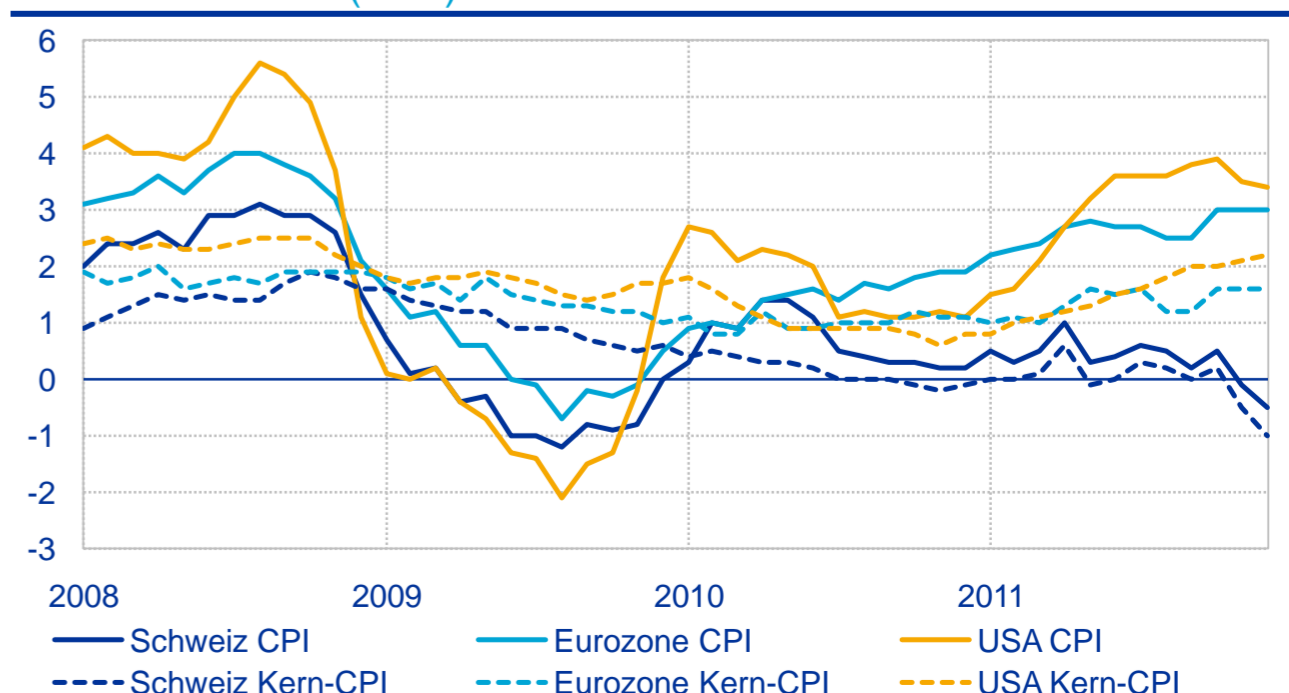
### 2. Konjunkturelle Lage Eurozone



### 3. Konjunkturelle Lage USA



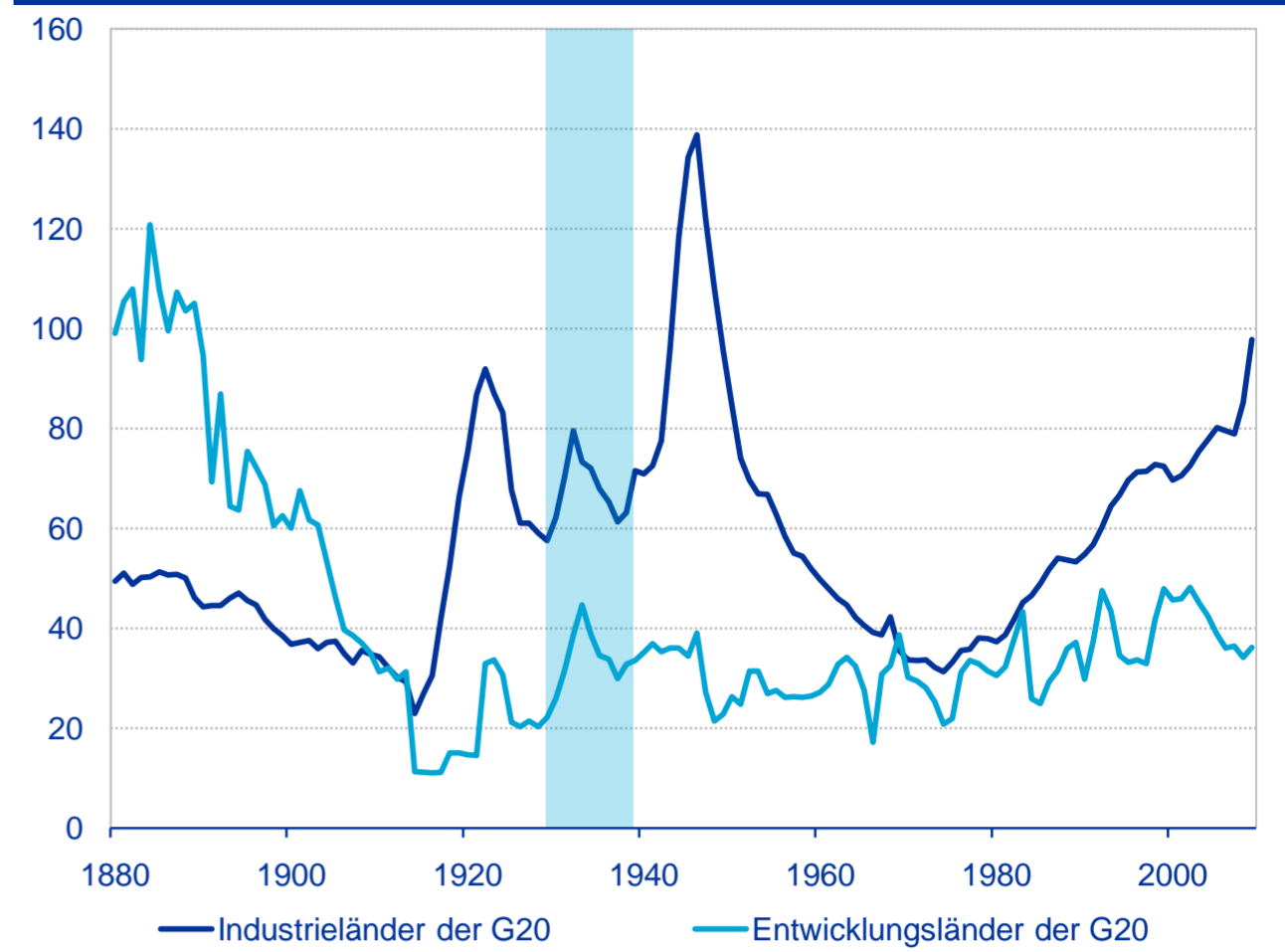
### 4. Inflationsraten (in %)



**Staatsverschuldung im historischen Kontext**

Die Entwicklung der Staatsverschuldung in den Industrieländern ist seit dem Ausbruch der globalen Finanzkrise vermehrt in den Fokus gerückt. Die Finanzkrise wird dabei oftmals mit der Grossen Depression (hellblaue Fläche in Grafik 5) verglichen. Die Auswirkungen der aktuellen Krise auf die Staatsverschuldung in den Industrieländern der G20-Gruppe sind allerdings wesentlich grösser, obwohl der Rückgang des Wachstums im Vergleich zur Grossen Depression weniger dramatisch ausfiel. Teilweise ist dies auf die zum Ausbruch der Finanzkrise bereits um durchschnittlich 20%-Punkte höhere kaufkraftgewichtete Staatsverschuldung zurückzuführen. Der in beiden Krisen aufgetretene Einbruch der Staatseinnahmen, die wirtschaftlichen Stimulierungsmassnahmen sowie die Unterstützung des Finanzsektors sind jedoch als Haupttreiber anzusehen. Die durchschnittliche Verschuldungsquote der Industrieländer der G20-Gruppe liegt derzeit mit rund 100% auf dem zweithöchsten Niveau. Lediglich nach dem 2. Weltkrieg lag die Verschuldung mit durchschnittlich 140% noch höher. Bis Mitte der siebziger Jahre sank sie aufgrund des starken Wachstums und der Inflation wieder bis auf knapp 30%. Mit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems und den zwei darauffolgenden Erdölpreisschocks setzte jedoch eine Trendumkehr ein, welche seitdem anhält. Die durchschnittliche Staatsverschuldung der Entwicklungsländer der G20-Gruppe weist zwar eine höhere Volatilität auf, liegt aber seit Beginn des 20. Jahrhunderts unter derjenigen der Industrieländer.

**5. Historischer Verlauf der Staatsverschuldung**



**Aktienmärkte: Volatiler Kursverlauf**

**Schweiz: Im Bann der Schuldenkrise**

Nach dem Einbruch der Aktienmärkte im 3. Quartal war auch das 4. Quartal von hoher Volatilität gekennzeichnet (Grafik 7). Immerhin konnten die Verluste des Vorquartals etwas aufgeholt werden. So verzeichneten der Swiss Market Index (SMI) und der breiter gefasste Swiss Performance Index (SPI) im 4. Quartal ein Plus von 7.3% beziehungsweise 6.7%. In der zweiten Novemberhälfte hat die Ratingagentur Fitch mit der wenig überraschenden Aussage, dass die Gefahr eines Schocks steigt, falls die Europäer ihre Probleme nicht in den Griff kriegen, einen kurzzeitigen Kurssturz an den Börsen ausgelöst. Das Gros der Analysten ging zu Beginn des Jahres von einem guten Aktienjahr aus. Bis Mitte Mai war diese Hoffnung trotz der Erdbebenkatastrophe in Japan auch berechtigt, dann führte allerdings die Verschärfung der Schuldenkrise zu einer raschen Trendwende. Wie in Grafik 6 ersichtlich, haben 2011 sowohl SMI als auch SPI Verluste von -7.8% respektive -7.7% erlitten, was im internationalen Vergleich noch relativ wenig ist. Kleinkapitalisierte Werte entwickelten sich 2011 mit einer Performance von -19.1% deutlich schlechter als die Blue-Chip-Titel. Unter den SMI-Titeln zeigte im 4. Quartal Givaudan mit +25.9% die beste Performance. Schlusslichter waren Transocean mit -18.3% und CS mit -8.0%. Über das Gesamtjahr konnten mit Synthos und Roche nur zwei Konzerne nennenswerte Kursgewinne verzeichnen. Am anderen Ende der Skala finden sich wiederum Transocean mit einem Minus von 43.4% sowie CS mit 39.4%.

**6. Entwicklung Aktienmärkte**

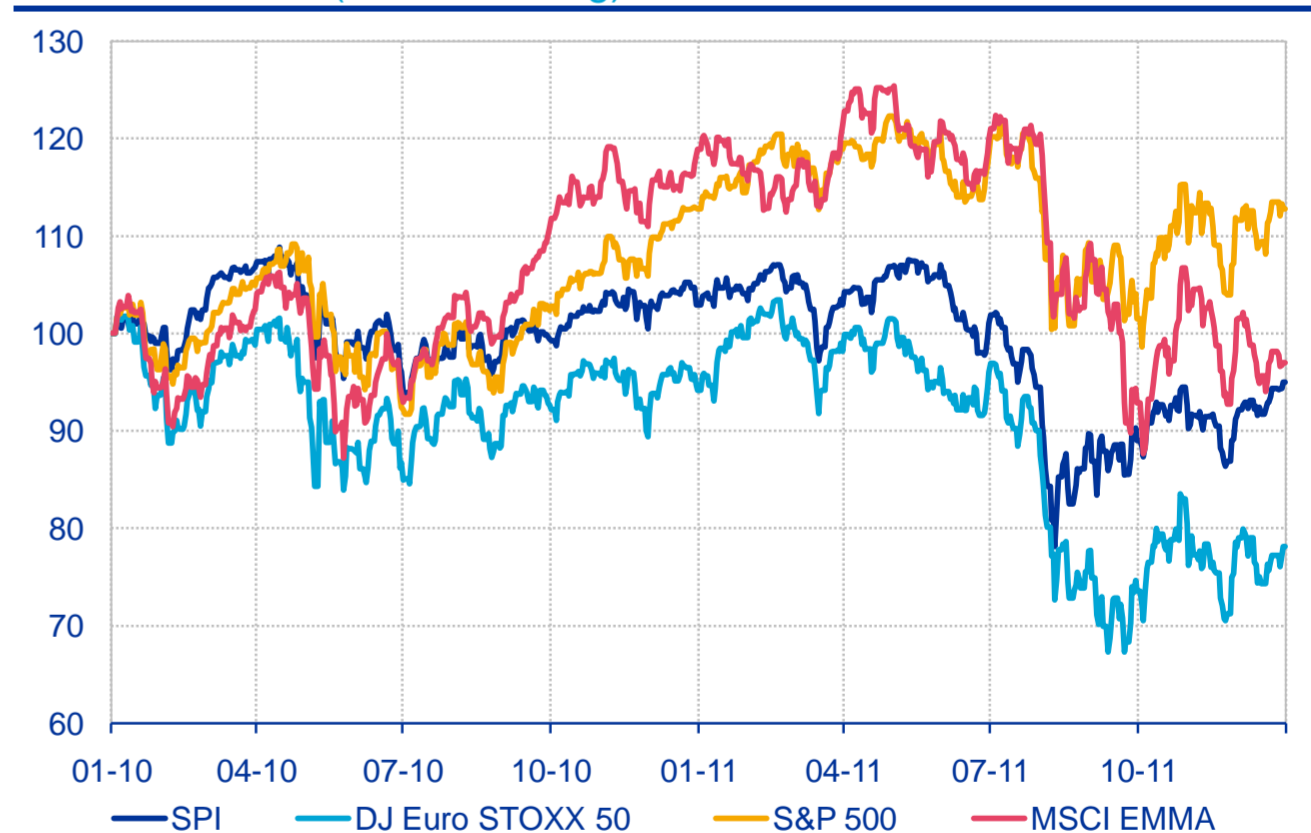
per 31.12.2011

	Index	Q4	Q3	2011	2011
	31.12.2011	qtd, lokal	qtd, lokal	ytd, lokal	ytd, in CHF
<b>Schweiz</b>					
SMI	5936	7.3%	-10.6%	-7.8%	-7.8%
SPI	5344	6.7%	-11.9%	-7.7%	-7.7%
SPI Small & Mid Cap	6842	2.8%	-17.5%	-19.1%	-19.1%
<b>Europa</b>					
DJ Euro STOXX 50	2317	6.3%	-23.5%	-17.1%	-19.2%
DAX	5898	7.2%	-25.4%	-14.7%	-16.5%
FTSE 100	5572	8.7%	-13.7%	-5.6%	-5.6%
<b>USA</b>					
S&P 500	1258	11.2%	-14.3%	0.0%	0.5%
Dow Jones Industrial	12218	12.0%	-12.1%	5.5%	6.1%
NASDAQ Composite	2605	7.9%	-12.9%	-1.8%	-1.3%
<b>Asien</b>					
Topix	729	-4.3%	-10.4%	-18.9%	-13.8%
Hang Seng	18434	4.8%	-21.5%	-20.0%	-19.5%
<b>Emerging Markets</b>					
MSCI EMMA	357	4.4%	-22.6%	-18.4%	-18.0%

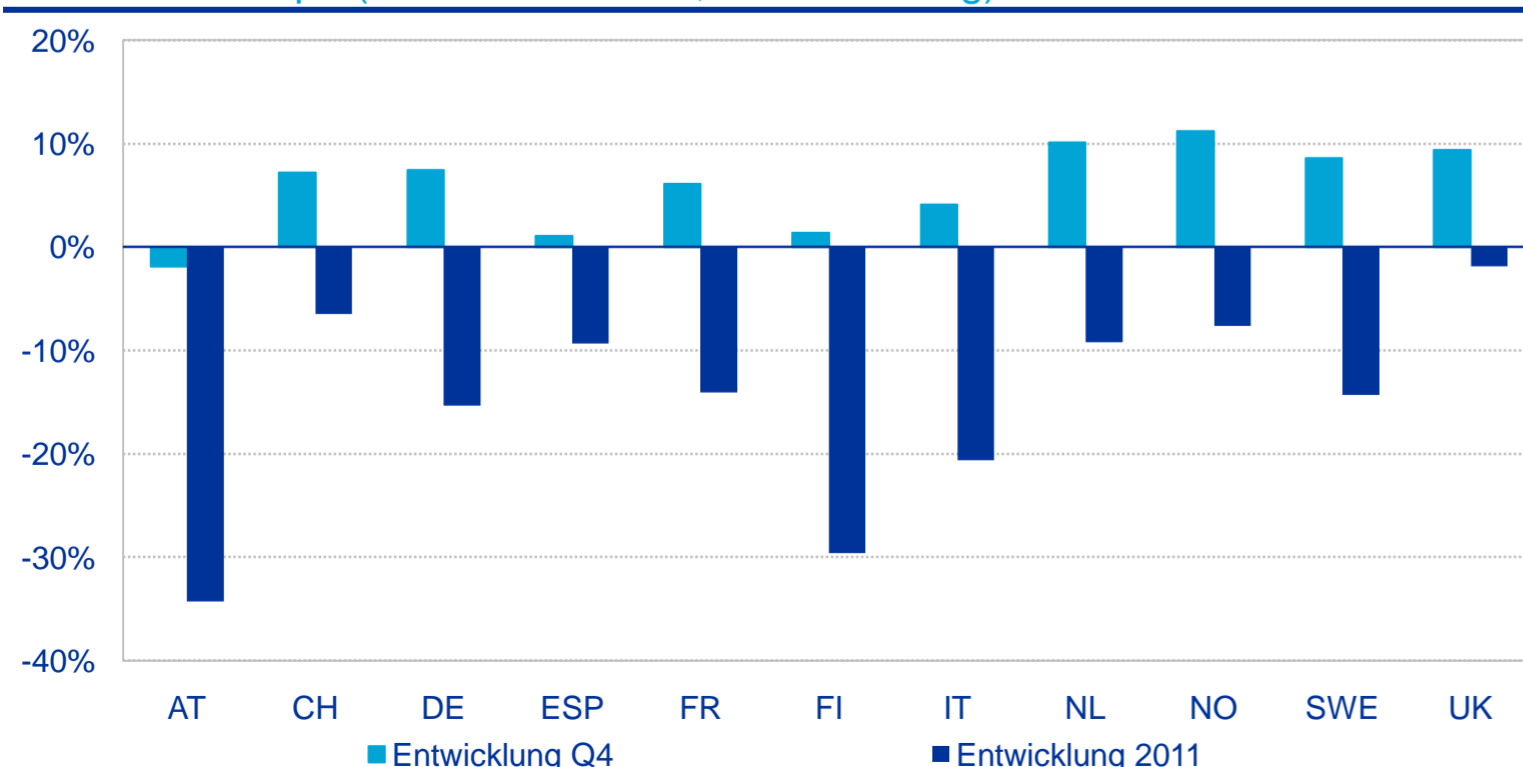
**Ausland: Finanzwerte unter Druck**

Die EU-Gipfeltreffen Ende Oktober und Anfang Dezember haben wiederum keine Ergebnisse hervorgebracht, welche den ersehnten Wendepunkt in der Schuldenkrise markieren könnten. Unternehmen aus dem Finanzsektor sind am stärksten von der Schuldenkrise betroffen und verzeichneten in diesem Jahr einmal mehr erhebliche Kursverluste. Währendem der Gesamtaktienmarkt gemessen am MSCI World Index seit 2008 18.6% eingebüsst hat, beträgt das Minus des Finanzsektors 55.6% (Grafik 9). Einzelne Banken im Euroraum und in den USA verzeichneten 2011 Kursverluste von bis zu 60%. Am besten hielten sich Unternehmen aus defensiven Branchen wie Nahrungsmittel oder Pharma sowie Firmen aus dem IT-Sektor. Im Rahmen der Berichtssaison im Oktober und November konnten einige Unternehmen denn auch positiv überraschen. In Europa rentierten im 4. Quartal der deutsche DAX mit 7.2%, der britische FTSE 100 mit 8.7% und der DJ Euro Stoxx 50 mit 6.3%. Der amerikanische S&P 500 verzeichnete einen Anstieg um 11.2% währendem der japanische Topix einen Verlust von 4.3% aufweist. Mit Ausnahme der amerikanischen Aktienmärkte erlitten sämtliche in Grafik 6 betrachteten Märkte 2011 deutliche Kursverluste.

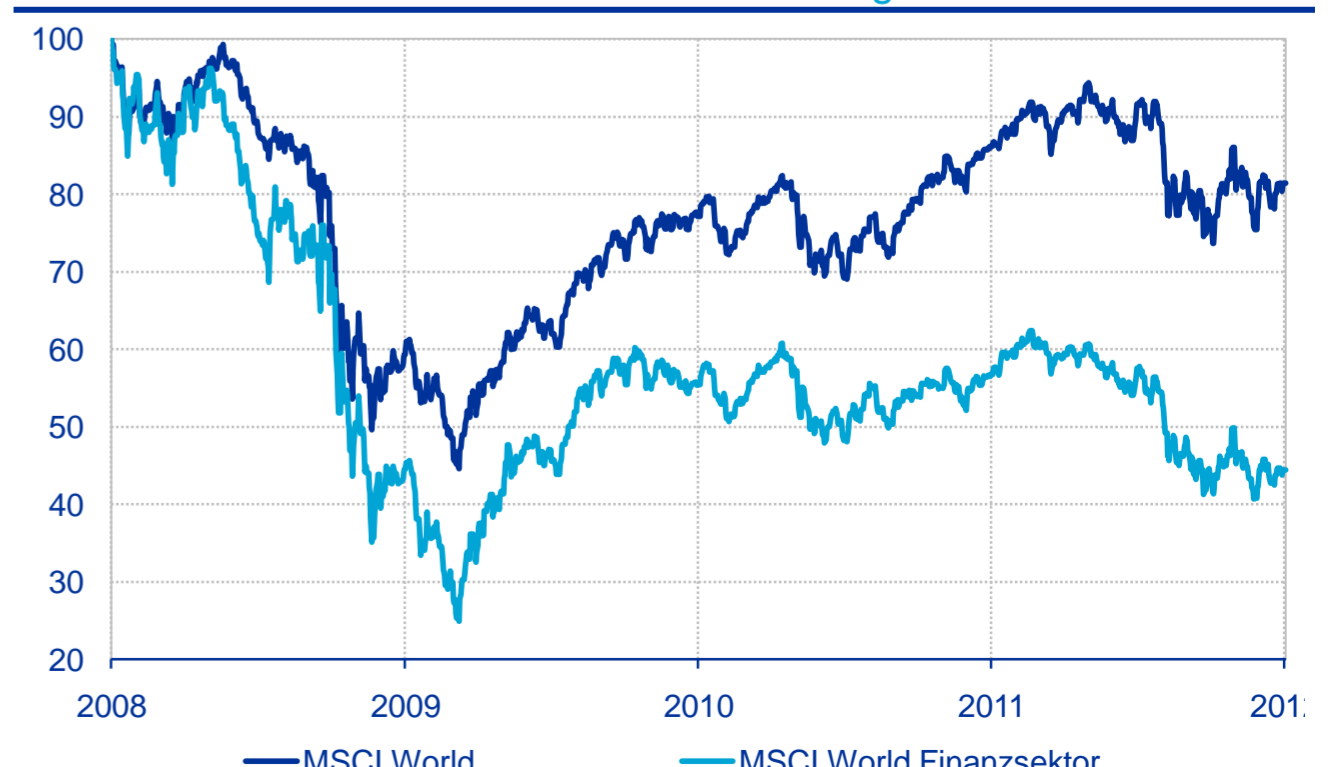
**7. Aktienmärkte (Lokalwährung)**



**8. Länder Europa (MSCI-Indizes TR, Lokalwährung)**



**9. Aktienmärkte: Finanzsektor wird weiterhin gemieden**



## Zinsen: Anhaltendes Tiefzinsumfeld

### Schweiz: Neue Zinstiefstände

In der Schweiz wurden im 4. Quartal einmal mehr neue historische Tiefstände im Zinsbereich erzielt. Die Rendite 10-jähriger Bundesobligationen sank im Dezember bis auf 0.66%, was einem weiteren Rückgang von 21 Basispunkten gegenüber dem im Verlauf des 3. Quartals erreichten Tiefpunkt entspricht (Grafik 13.a). Dies ist primär Ausdruck des starken Frankens sowie der Suche der Investoren nach sicheren Anlagen und weniger durch allfällige mit der Wachstumsabschwächung verbundene Rezessionsängste erklärbar. Die Umsätze an den Obligationenbörsen sind zudem gegen Ende Jahr sehr gering, weshalb der Kursentwicklung oftmals auch etwas Zufälliges anhaftet. Wie in Grafik 12 erkennbar, hat sich die Zinskurve im 4. Quartal weiter verflacht und die Renditen liegen teilweise bis zu einer Laufzeit von 3 Jahren im negativen Bereich. Der Swiss Bond Index konnte im 4. Quartal mit +0.5% nochmals leicht zulegen und verzeichnet für das Gesamtjahr eine Performance von +4.8% (Grafiken 10/11).

### Zinsen Europa: EZB ergreift weitere Massnahmen

Vor dem Hintergrund der anhaltend hohen Risikoaversion, der Kapitalflucht aus dem Euroraum und dem damit verbundenen Anstieg der Renditen der Peripherieländer, insbesondere Italiens, präsentierte sich die Situation auf dem europäischen Obligationenmarkt weiterhin sehr angespannt (Grafik 16). Wie die deutlich unterzeichnete Emission von deutschen Bundesobligationen mit zehnjähriger Laufzeit im November gezeigt hat, sind die Investoren neuerdings auch nicht mehr willens, zu jedem Zinsniveau deutsche Anleihen zu kaufen. Ende November führten mehrere Zentralbanken in einer koordinierten Aktion dem Finanzsystem Liquidität zu. Auch die Europäische Zentralbank (EZB) hat mit dem neuen längerfristigen Refinanzierungsgeschäft weitere Massnahmen zur Stabilisierung der Lage ergriffen. Die der Aktion zugrundeliegende Hoffnung ist, dass die Banken mit der zur Verfügung gestellten Liquidität Anleihen der Peripherieländer erwerben und dadurch den Kapitalmarkt stabilisieren würden. Die Performance des Barclays Capital EuroAgg.-Index betrug im 4. Quartal 0.0% und beläuft sich für das Gesamtjahr auf 3.2% (Grafiken 10/11).

### Zinsen USA: Langfristige Zinsen weiterhin tief

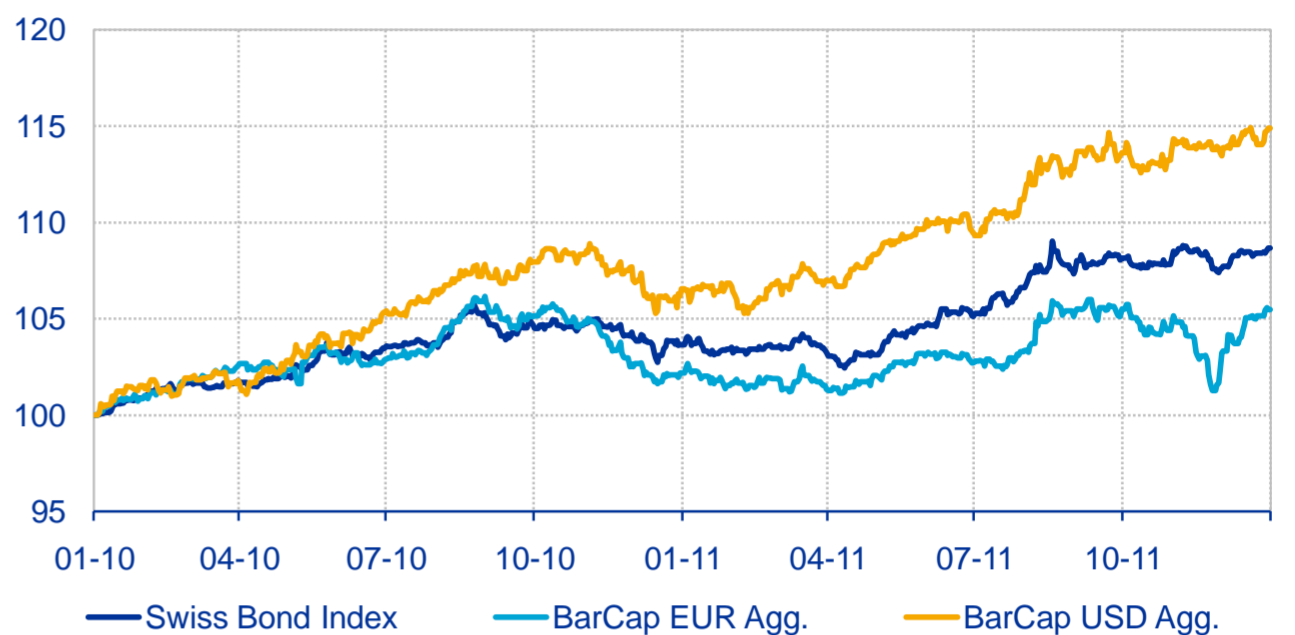
Die im Vorfeld des EU-Gipfels vom 26./27. Oktober aufkeimende Hoffnung auf Fortschritte bei der Lösung der Schuldenkrise liess die Rendite von 10-jährigen Treasuries um mehr als 60 Basispunkte auf 2.4% ansteigen. Die anschliessende Ernüchterung führte zu einem Zinsrückgang und die langfristigen Zinsen haben sich seither nahe der 2%-Marke eingependelt (Grafik 13.c). Die etwas besser ausgefallenen Konjunkturdaten wurden aufgrund der alles überlagernden Geschehnisse in Europa nicht wirklich in der Zinsentwicklung reflektiert (Grafiken 12 und 13.c). Die Performance des BarCap USD Agg. betrug im 4. Quartal 1.1%. Für das Gesamtjahr resultiert ein Plus von 7.8% (Grafiken 10/11).

## 10. Obligationenmärkte

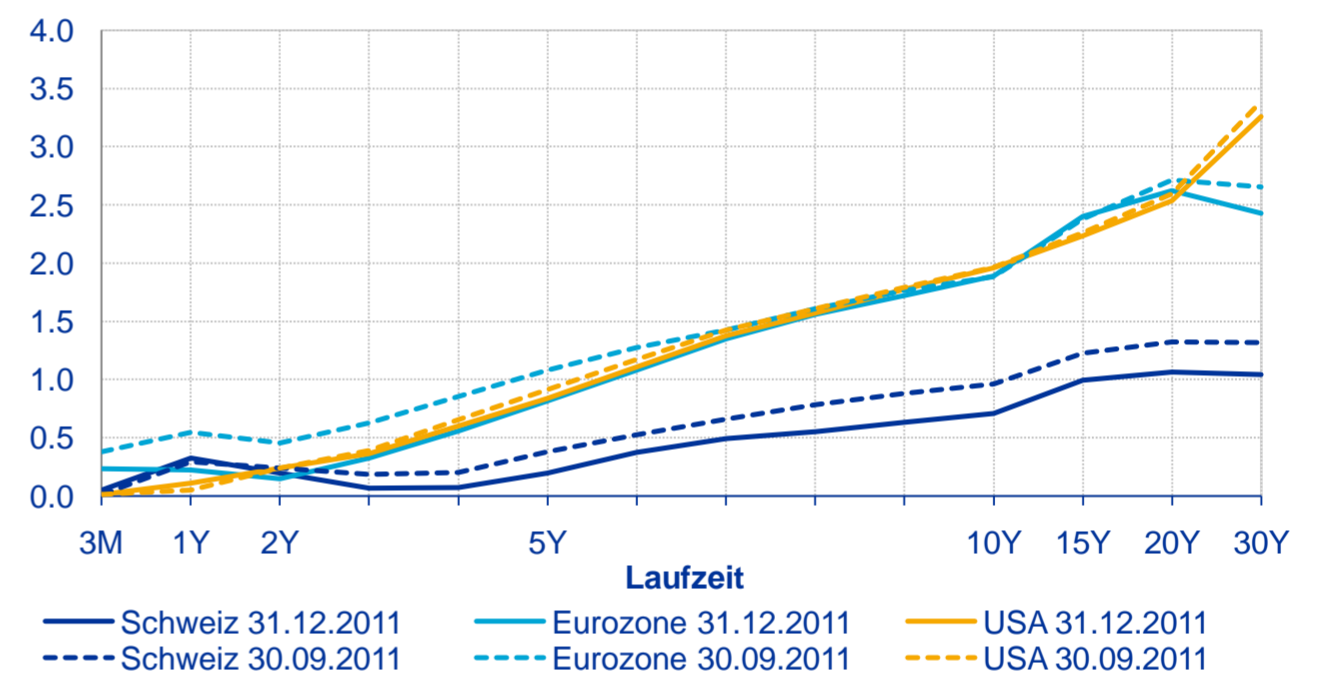
per 31.12.2011

	Index	Q4	Q3	2011	2011
	31.12.2011	qtd, lokal	qtd, lokal	ytd, lokal	ytd, in CHF
<b>Schweiz</b>					
Swiss Bond Index	120	0.5%	2.9%	4.8%	4.8%
Swiss Gov. Bond Ind.	201	2.0%	6.1%	8.9%	8.9%
<b>Eurozone</b>					
BarCap EUR Agg.	188	0.0%	2.7%	3.2%	0.6%
Citigroup EuroBIG	175	0.0%	3.0%	3.5%	0.9%
<b>USA</b>					
BarCap USD Agg.	1770	1.1%	3.8%	7.8%	8.4%
Citigroup US GBI	755	0.8%	6.4%	9.6%	10.2%

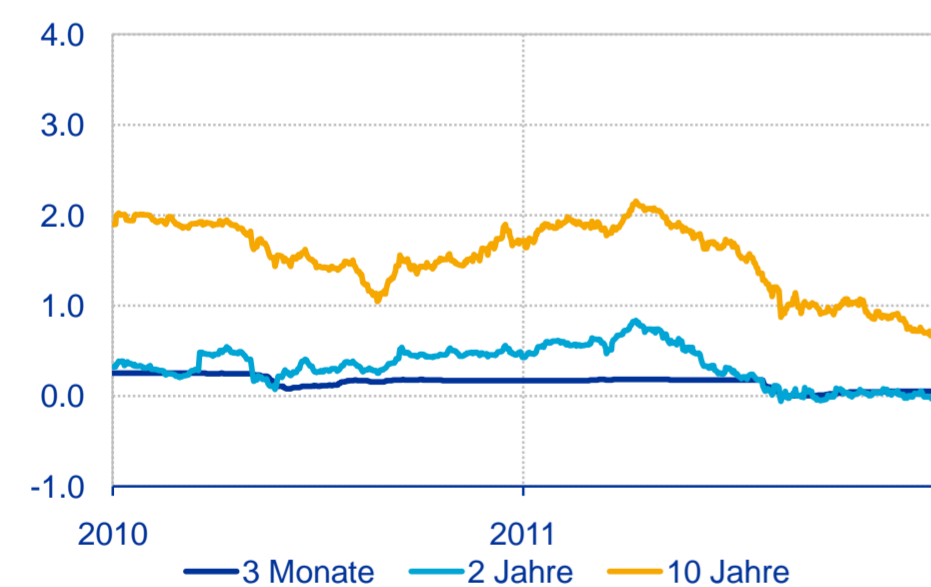
## 11. Entwicklung Obligationenmärkte in Lokalwährung



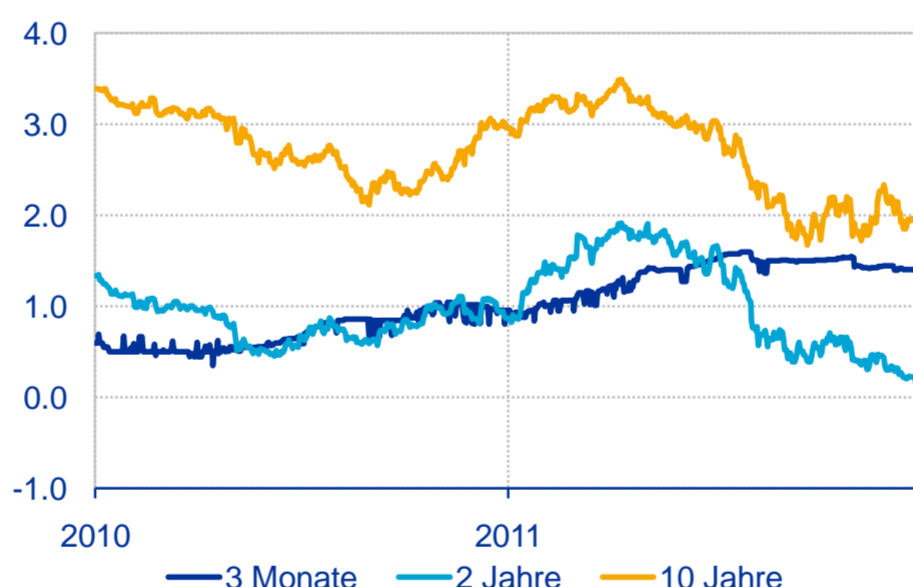
## 12. Zinskurven in %



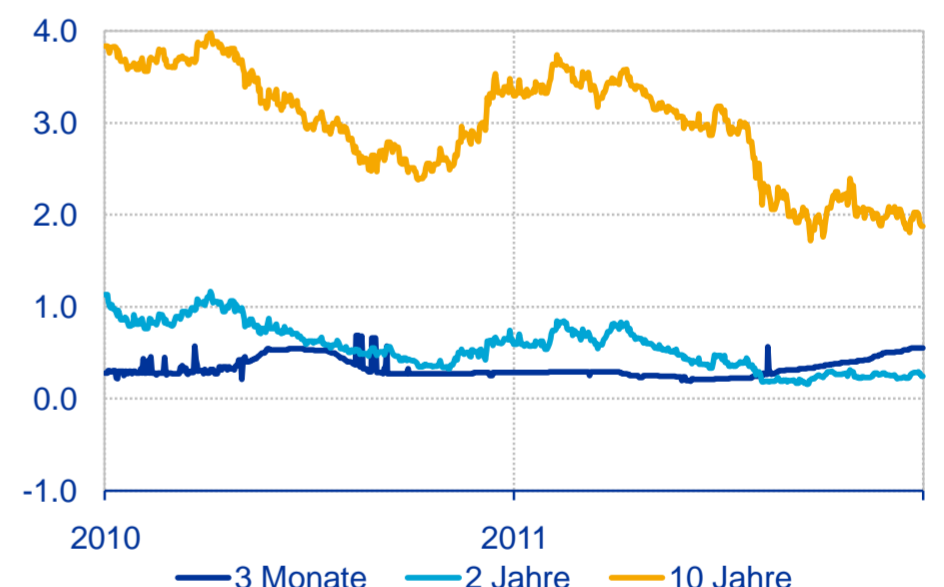
### 13.a. Zinsen Schweiz (in %)



### 13.b. Zinsen Eurozone (in %)



### 13.c. Zinsen USA (in %)



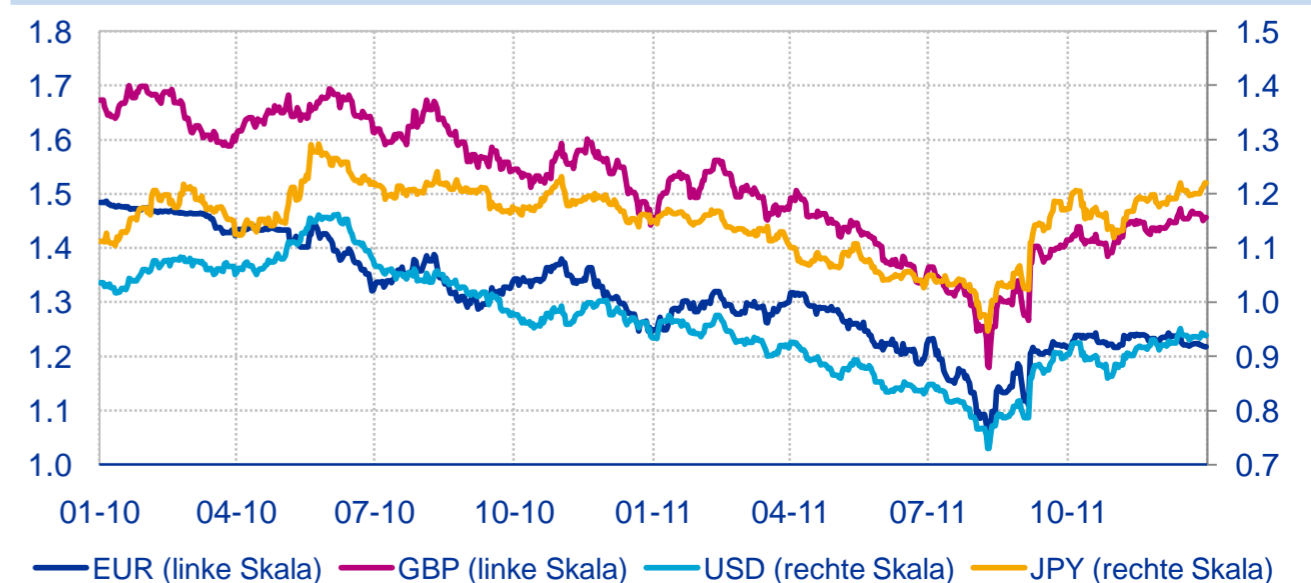
## Währungen: Wechselkursuntergrenze stabilisiert

Nachdem die Schweizerische Nationalbank (SNB) anfangs September eine Wechselkursuntergrenze eingeführt hat, pendelte der EUR/CHF-Wechselkurs im 4. Quartal mehrheitlich in der Spanne zwischen 1.22 und 1.24. Möglicherweise unterstützt durch die kursierenden Gerüchte, dass die SNB die Wechselkursuntergrenze auf ein Niveau von 1.30 anheben könnte, schwächte sich der Franken zwischenzeitlich bis auf ein Niveau von 1.24 ab. Die Devisenreserven der SNB sind im November im Vergleich zum Oktober um 15.8 auf 229.3 Mrd. CHF gesunken. Die durch die SNB im Rahmen eines Statistikabkommens mit dem Internationalen Währungsfonds (IMF) veröffentlichten Daten, lassen jedoch keine detaillierten Schlüsse zu, ob und wie viel Euro die SNB zur Verteidigung der Wechselkursuntergrenze effektiv kaufen musste. Aktuell sind 53% der SNB-Devisenanlagen in Euro-Wertpapieren angelegt, was in etwa dem Eurozonenanteil an den Schweizer Exporten entspricht. Nach einem Rückgang auf 0.86 CHF Ende Oktober bekam der USD durch bessere Wirtschaftsdaten in den USA Rückenwind und konnte Mitte Dezember bis auf über 0.95 CHF zulegen. Aufgrund der Schuldenkrise schwächte sich der EUR gegenüber dem USD auch im 4. Quartal um 3.6% ab und bewegt sich weiter in Richtung des, gemessen an der Kaufkraftparität, fairen Wertes von rund 1.17 Grafik (18).

## 14. Entwicklung Währungen

per 31.12.2011

	Kurs	Q4	Kurs	2011	Kurs
	31.12.2011	qtd, in %	30.09.2011	in %	30.06.2011
EUR/CHF	1.22	0.0%	1.22	-0.4%	1.22
USD/CHF	0.94	3.8%	0.90	11.5%	0.84
GBP/CHF	1.46	2.9%	1.41	7.6%	1.35
JPY/CHF	1.22	4.1%	1.17	16.7%	1.05
EUR/USD	1.30	-3.6%	1.34	-10.7%	1.45
USD/CNY	6.30	-1.3%	6.38	-2.5%	6.46



## Markteinschätzung

### Aktien:

Die Anzeichen, dass die Eurozone bereits in eine Rezession abgeglitten ist, mehren sich. Die damit verbundene Unsicherheit gilt denn auch als grösster Einflussfaktor im kommenden Jahr. Die relative Bewertung ist jedoch noch immer günstig und bleibt im Vergleich zu den Ertragschancen im Obligationenbereich trotz tieferer erwarteter Gewinne attraktiv. Allfällige über den Erwartungen liegende Fundamentaldaten - speziell in den USA und in Deutschland - könnten jeweils zu leichten Aktienmarktanstiegen führen. Insbesondere Aktien von solide finanzierten und in ihren Absatzmärkten gut positionierten Unternehmen dürften gefragt bleiben. Negative Neuigkeiten werden zwar temporär zu Rückschlägen führen, aufgrund der Bewertungen und gepaart mit den vielfach attraktiven Dividendenrenditen sollte aber ein deutlicher Markteinbruch ausbleiben. Kurzfristig erscheint daher ein Schwanken um den gegenwärtigen Stand als wahrscheinlichstes Szenario. Auf einem Horizont von zwölf Monaten ist mit einem leichten Anstieg der Aktienmärkte zu rechnen, zumal diese gegenüber der Konjunkturerwartung oftmals einen gewissen Vorlauf haben. Dies bedingt jedoch, dass in den nächsten Monaten Fortschritte in der Bewältigung der Schuldenkrise erzielt werden.

### Obligationen:

Aufgrund der absehbaren Ratingherabstufungen ist auch bei relativ soliden Ländern weiterhin mit Spreadausweitungen zu rechnen. Viele Staaten im Euroraum werden grundsätzlich gemieden, auch wenn sich darunter aus Risiko-/Renditegesichtspunkten auch attraktive Schuldner befinden. Allerdings ist das systemische Risiko und die damit verbundene Ansteckungsgefahr nach wie vor als sehr gross einzustufen. Insbesondere die Lage im Bankensektor ist weiterhin sehr angespannt und das Vertrauen der Institute in ihre Gegenparteien sehr gering. Die erweiterten Massnahmen der Europäischen Zentralbank sowie die koordinierte Liquiditätsbereitstellung verschiedener Notenbanken dürften die Situation im Bankensektor zumindest kurzfristig etwas entschärfen aber wenig zu einer Eindämmung der Schuldenkrise beitragen. In der Schweiz sind auf absehbare Zeit keine Inflationsrisiken erkennbar. Falls sich die Auslandnachfrage noch stärker als erwartet abschwächen sollte, erscheinen die Risiken vielmehr deflationärer Art. Bei Schweizer Bundesobligationen könnten daher die Zinsen sogar noch etwas weiter sinken. Erst bei einer Entschärfung der europäischen Schuldenkrise ist mit einer gewissen Normalisierung des Zinsniveaus zu rechnen. Die aufgrund der tiefen Zinsen starke Zunahme bei der Hypothekenvergabe und der damit verbundene Anstieg der Immobilienpreise dürften das Kreditrisiko bei den Banken und damit die Sorgen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) weiter ansteigen lassen. Wie in Grafik 17 erkennbar, befinden sich die Immobilienpreise seit Ende 2008 oberhalb ihres Trends (gepunktete Linie) und seit Mitte dieses Jahres ausserhalb der berechneten hellblauen Fläche, ab welcher bei einem längerfristigen Überschreiten eine Blasenbildung befürchtet werden muss. Gleichzeitig ist der Schweizer Immobilienmarkt aber noch deutlich von der während der Immobilienblase in den USA erreichten "Trendabweichung" des US-amerikanischen Häusermarktes entfernt. Nichtsdestotrotz sollte die weitere Entwicklung im Auge behalten werden.

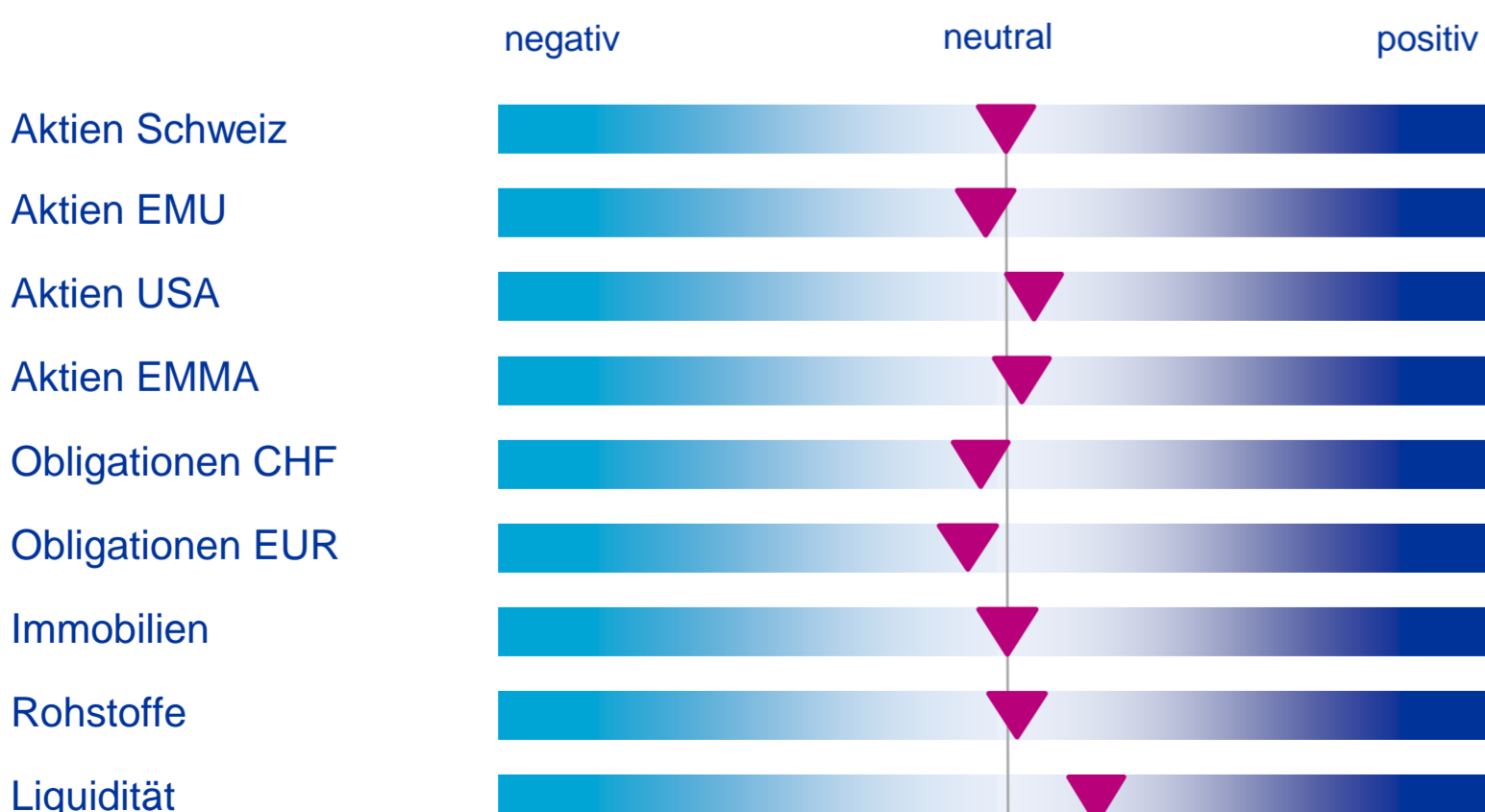
### Währungen:

Die aktuelle Kursuntergrenze der SNB von 1.20 EUR/CHF dürfte im jetzigen Umfeld deutlich einfacher durchsetzbar sein als eine Grenze von 1.30, weshalb derzeit nicht mit einer weiteren Erhöhung zu rechnen ist. Solange die Schuldenkrise nicht gelöst ist, ist nicht mit einer Abschwächung des CHF zu rechnen. Der EUR dürfte aufgrund der Schuldenkrise gegenüber dem USD weiterhin zur Schwäche neigen (Grafik 18).

### Rohstoffe:

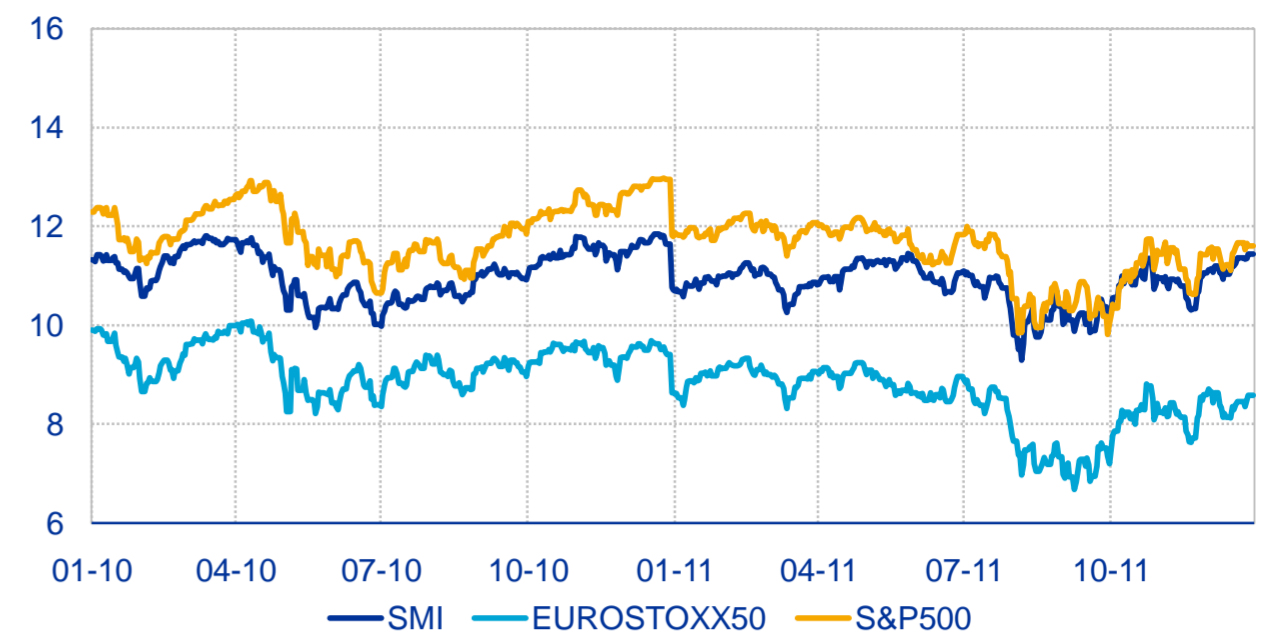
Aufgrund der verhaltenen Aussichten für die Weltkonjunktur ist nicht mit deutlichen Preisanstiegen im Rohstoffsektor zu rechnen. Ein volatile seitwärtsverlaufende Entwicklung scheint am wahrscheinlichsten. Die Preise für Industriemetalle und Agrarprodukte könnten in den nächsten Monaten sogar noch etwas fallen.

## 19. Anlagebarometer (in Lokalwährung)

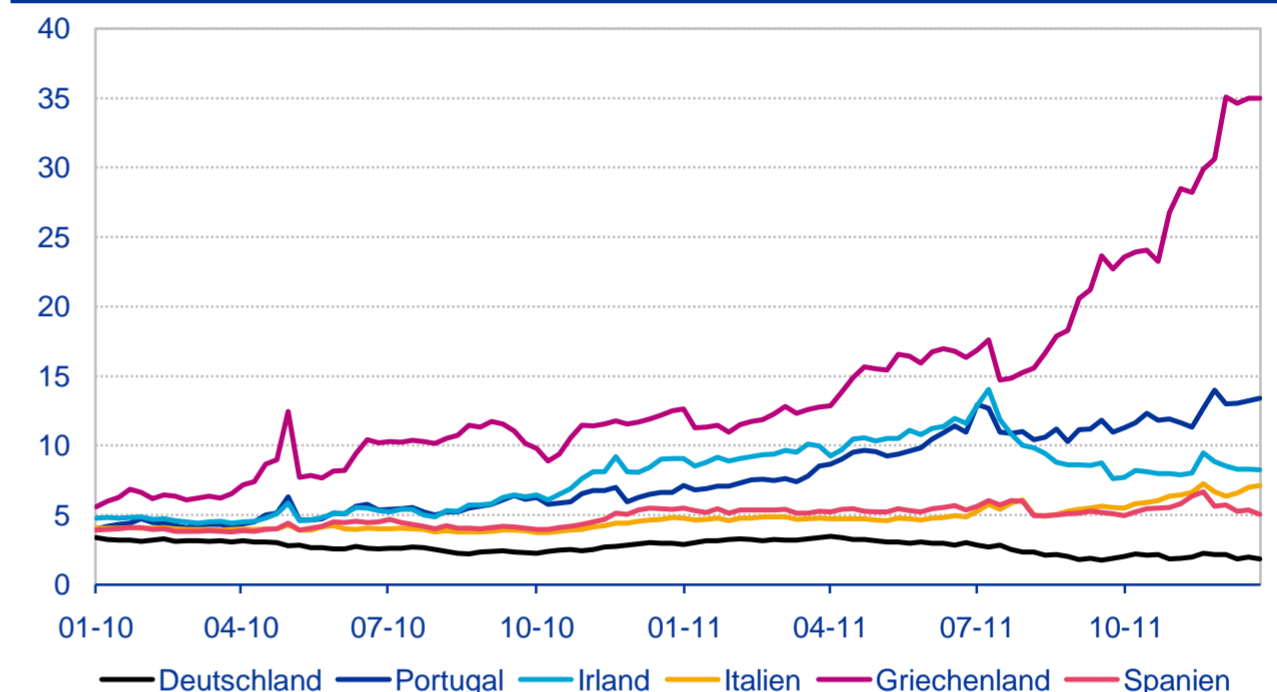


Datenquellen: Bloomberg, IMF, Economist

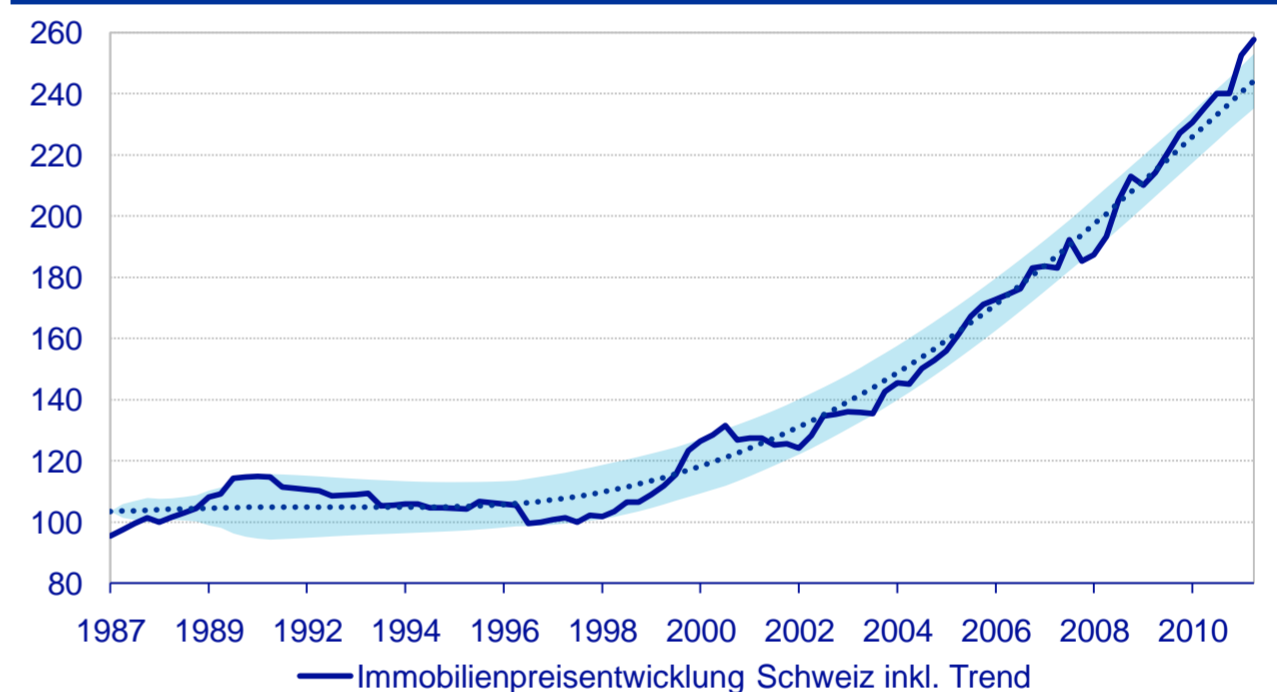
## 15. Schätzung Kurs-Gewinn-Verhältnis per Ende 2012



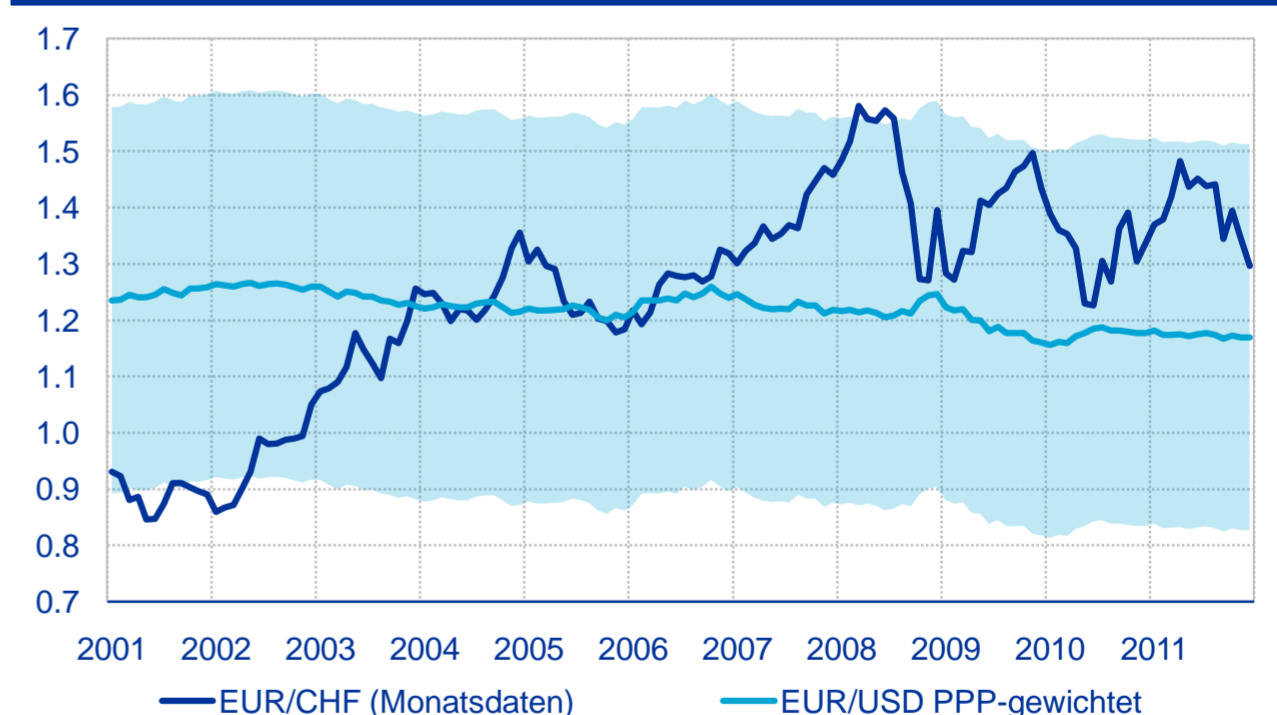
## 16. Renditeentwicklung 10-jähriger Staatsanleihen in %



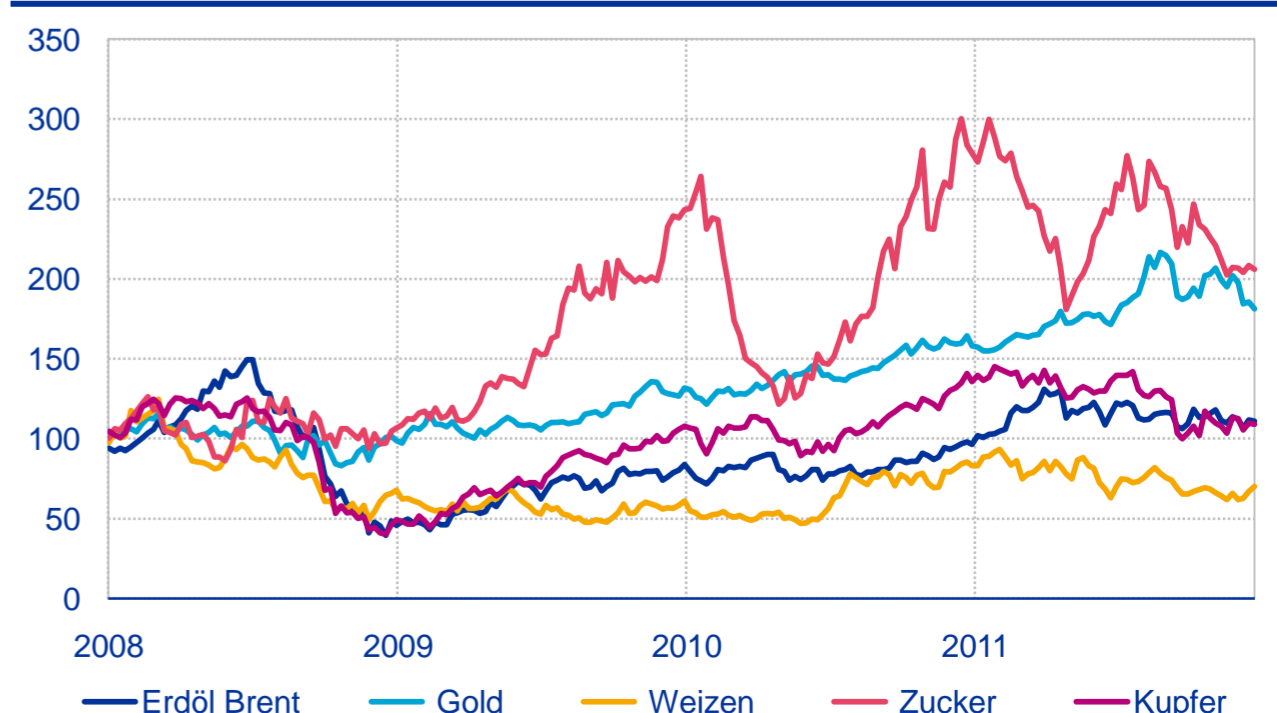
## 17. Droht eine Blasenbildung auf dem Immobilienmarkt?



## 18. Kaufkraftgewichtete Betrachtung EUR/USD



## 20. Rohstoffe: Preisentwicklung indexiert, in USD



Erscheinung: 4x pro Jahr, Redaktionsschluss: 31.12.2011