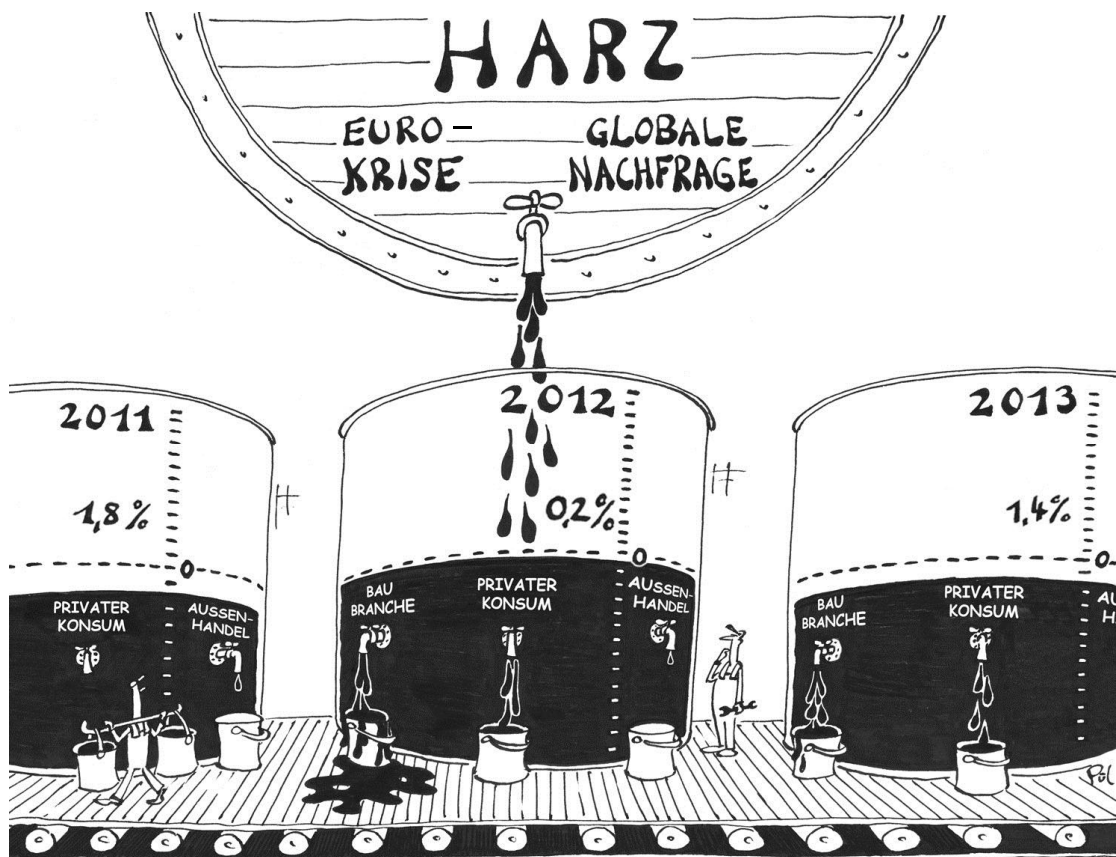


# Anlagen Aktuell

Finanzmärkte und Empfehlungen  
Monatsausgabe

Dezember 2011 – Nr. 12



## Schweizer Konjunktur: Zwei harzige Jahre stehen an

Zum Jahresende ist aus konjunktureller Sicht wenig Positives zu verkünden. Die europäische Schuldenkrise wird auch in den nächsten Monaten dringlich bleiben und die Finanzmärkte in Atem halten. Die Auswirkungen der Euro-Krise schlagen sich inzwischen deutlich in der Realwirtschaft nieder – eine Rezession in der Euro-Zone scheint kaum mehr vermeidbar. Auch die Schweiz als kleine, offene Volkswirtschaft kann sich den Entwicklungen in Europa und global nicht entziehen. Die Folge für die Schweizer Wirtschaft: die Aussicht auf zwei Jahre zähe Wirtschaftsentwicklung.



Liebe Leserinnen und Leser

«Himmelhoch jauchzend, zu Tode be-  
trübt» – so lassen sich die Stimmungsschwankungen an den Finanzmärkten in den letzten Wochen umschreiben.

Sie sind Ausdruck der grossen Unsicherheit und vor allem auch der Tatsache, dass die weitere Entwicklung nahezu unmöglich zu prognostizieren ist.

Die konjunkturellen Perspektiven sind zwar schlecht, dies ist aber weitgehend in den Kursen eskomptiert. Dominiert werden die Kapitalmärkte deshalb in erster Linie durch politische Entscheidungen, v.a. im Euro-Bereich, und diese sind sehr schwer voraussagbar. Infolgedessen wird jede politische Äusserung auf die Goldwaage gelegt, und deshalb wechseln auch die Interpretationen der Marktteilnehmer sehr schnell.

Unter solchen Bedingungen ist es nicht ratsam, grosse anlagepolitische Wetten einzugehen. Wir empfehlen, Aktien auf Benchmark-Niveau zu halten, und würden nur beim Gold eine klar übergewichtete Positionierung fahren und im Gegenzug die Anlageklasse Rohstoffe untergewichten.

Marco Curti  
Chief Investment Officer

## Inhalt

### Fokus

Schweizer Konjunktur: Zwei harzige Jahre stehen an 2

### Anlagen

Anlagepolitik 4

Zinsen und Währungen 6

Aktien 8

### Empfehlungen

Aktienportfolio 10

Alternative Anlagen 11

Nachhaltige Anlagen 12

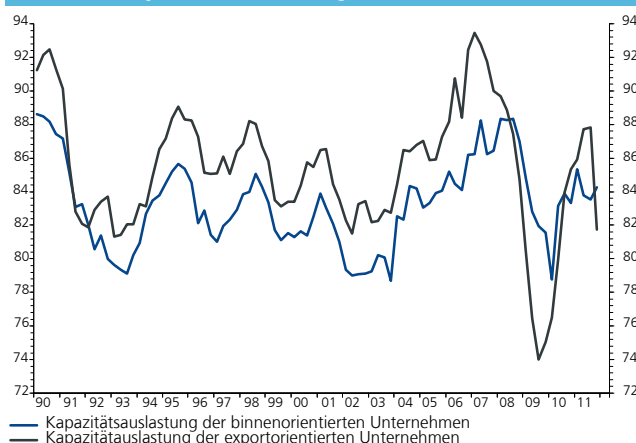
## Keine Entspannung im Euro-Land in Sicht

Die europäische Schuldenkrise hat in den letzten Wochen die Kernnationen Europas erfasst. Die Folgen der Euro-Krise zeigen sich mittlerweile in der Realwirtschaft: Wir erwarten für 2012 eine leichte Rezession in der Euro-Zone. Nach unserem Dafürhalten ist ein Ende der europäischen Schuldenkrise vorerst nicht abzusehen, und den Politikern dürfte auch in den kommenden Monaten kein Durchbruch gelingen. Die Bewältigung der europäischen Schuldenkrise wird noch einige Zeit in Anspruch nehmen. Dies verdüstert auch die Aussichten für die Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz.

## Industrie bereits in kräftigem Gegenwind

Auch in der Schweiz kannten die konjunkturellen Vorlaufindikatoren in den letzten Monaten nur eine Richtung: nach unten. So hat jüngst das Kof-Konjunkturbarometer erneut deutlich korrigiert, und der Einkaufsmanagerindex PMI notiert klar unter der Wachstumszone. Sämtliche indexrelevanten PMI-Subindikatoren büssten zudem an Terrain ein, wobei insbesondere die Lieferfristen zurückgingen, was auf die immer schlechtere Kapazitätsauslastung zurückzuführen ist (Grafik 1). Insbesondere die exportorientierten Unternehmen haben heute eine deutlich tiefere Auslastung als im langjährigen Mittel. Dass der Industrie weiterhin ein eisiger Wind entgegenschlägt, zeigt sich auch in der Verschlechterung der Auftragslage. Dies lässt den wenig abenteuerlichen Schluss zu, dass die Kapazitätsauslastung in den nächsten Monaten weiter zurückgehen dürfte. Die Gründe für die schwache Verfassung der Schweizer Industrie liegen auf der Hand: Der starke Franken beeinträchtigt die Wettbewerbsfähigkeit der hiesigen Anbieter, gleichzei-

Grafik 1: Kapazitätsauslastung Industrie



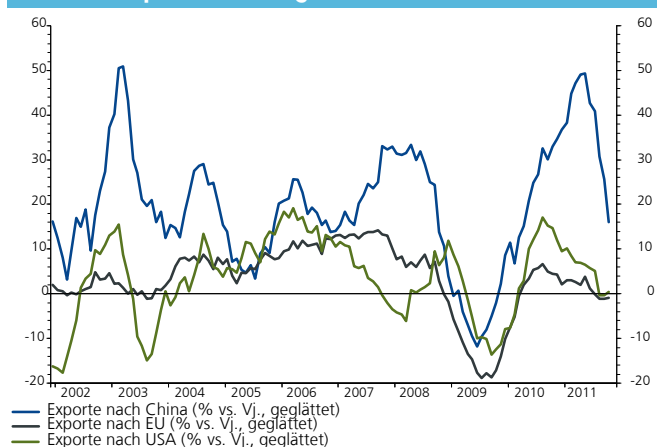
Quelle: Datastream

tig sieht sich insbesondere die exportorientierte Industrie einer nachlassenden Nachfrage gegenüber. Zwar lässt sich konstatieren, dass sich die Situation ohne die Festlegung des CHF/EUR-Mindestkurses durch die Schweizerische Nationalbank (SNB) noch deutlich dramatischer darstellen würde und die SNB damit Schlimmeres zu vermeiden wusste. Dennoch muss für 2012 von einer rückläufigen Industrieproduktion ausgegangen werden.

### Nullwachstum ist aufgegleist

Wir erwarten für die kommenden zwei Quartale eine kurze Rezession in der Schweiz. Im 2. Halbjahr dürfte die positive Dynamik wieder stärker werden, sodass über das Gesamtjahr 2012 ein leicht positives BIP-Wachstum (+0.2%) zu erhoffen ist. Die negativen Wachstumsbeiträge kommen v.a. aus dem Aussenhandel, aber auch von den Ausrüstungsinvestitionen. Bereits seit einigen Monaten zeichnet sich eine schlechtere Exportdynamik ab. Zusätzlich zu den nachlassenden Exporten in die wichtigsten Handelsregionen droht nun eine wichtige Wachstumstütze wegzubrechen. Die Exporte insbesondere nach Asien waren in den vergangenen Quartalen deutlich überdurchschnittlich und vermochten das Exportwachstum aufrechtzuerhalten. Die jüngsten Zahlen zeigen jedoch eine bereits nachlassende Dynamik der Exporte insbesondere nach China (Grafik 2) und Indien, kurzum: Für 2012 sind deutlich rückläufige Exportzahlen zu befürchten. Importseitig sehen wir die Situation weniger düster: Der noch relativ stabile Konsum und der starke Franken werden die Konsumgüterimporte stützen. Auf der anderen Seite werden die Importe von Investitionsgütern abnehmen. Die schlechtere Verfassung der Industrie und die Unsicher-

**Grafik 2: Exporte nach Regionen**



Quelle: Datastream

heit über den weiteren Verlauf der Euro-Krise schlagen nämlich auf die Investitionstätigkeit der Unternehmen. Wir rechnen bis etwa Mitte 2013 mit einem Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen. Für das Gesamtjahr 2013 gehen wir von einem moderaten Wachstum von ungefähr 1.4% aus.

### Privater Konsum und Bauinvestitionen stützen

Es wird aber nicht die gesamte Investitionstätigkeit in der Schweiz zurückgefahren. Die Bauwirtschaft profitiert nach wie vor vom Tiefzinsniveau und dürfte 2012 noch eine wichtige Konjunkturstütze darstellen, genauso wie der private Konsum. Zwar ist die Arbeitslosenquote wieder im Steigen begriffen, und die Zuwanderung könnte schwächer ausfallen. Als Gegengewicht wirken aber andere Faktoren positiv auf die Konsumneigung. So liegt der Reallohnzuwachs im Plus, ausserdem wird durch die sinkenden Importpreise die Kaufkraft der Konsumenten gestärkt. Im Weiteren werden die Krankenkassenprämien 2012 deutlich weniger stark ansteigen, als es in den vergangenen Jahren der Fall war.

### Rückläufige Preise, aber keine Deflation

Die deflationären Tendenzen sind in der Schweiz zweifelsohne intakt: So notieren Import-, Export-, Produzenten- und auch Konsumentenpreise allesamt im negativen Bereich. Dennoch gibt es einige stabilisierende Faktoren, aufgrund derer wir eine eigentliche Deflation für die Schweiz ausschliessen. Insbesondere die Mietinflation – die immerhin 20% im Warenkorb der Konsumentenpreise ausmacht – dürfte kaum rückläufig werden. Ausserdem erwarten wir im Zuge einer besseren globalen Konjunkturdynamik anziehende Energiepreise ab dem 2. Halbjahr 2012. Die gefürchteten Auswirkungen einer Deflation stellen sich ein, wenn die Wirtschaftsakteure generell sinkende Preise erwarten. Dann werden Konsum und Investitionen in die Zukunft verschoben. Von einer anhaltend negativen Preisentwicklung dürfte in der Schweiz kaum jemand ausgehen, damit ist auch die Negativspirale einer Deflation für uns kein Thema. Für das Gesamtjahr 2012 erwarten wir eine Inflationsrate von -0.3%. Vorerst ist damit weiterhin von rekordtiefen Zinsen auszugehen – mit einem Zinsschritt der SNB rechnen wir nicht vor Frühling 2013.

Cornelia Luchsinger

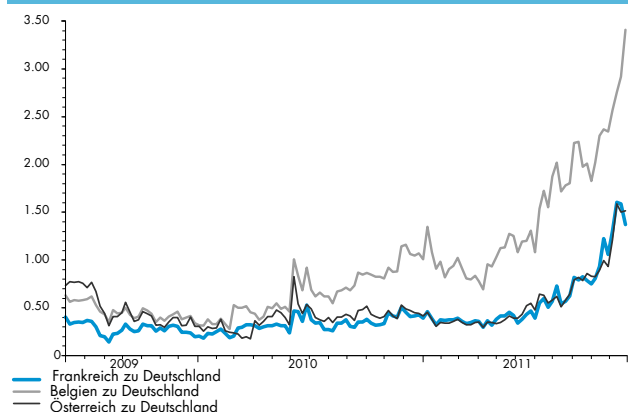
## Weitere Verschärfung der Euro-Krise

Die europäische Schuldenkrise hat sich in den letzten Wochen weiter verschärft. Mittlerweile können sich als «gesund» einzustufende Länder wie die Niederlande oder Österreich nur zu deutlich höheren Zinsen als vor ein paar Wochen refinanzieren. Staaten wie Belgien oder Frankreich geraten immer stärker unter den Druck der Märkte, während Italien und Spanien der Zugang zum Kapitalmarkt nur zu sehr ungünstigen Refinanzierungsbedingungen möglich ist. Diese Situation ist sicherlich nicht lange haltbar (Grafik 1). Es ist klar ersichtlich, dass die Euro-Krise, die lange als Krise der Peripherieländer der Euro-Zone galt, die Kernnationen Europas – und damit auch ihre Banken – erreicht hat, was die Zukunft des Euro ernsthaft gefährdet. Dadurch wächst der Druck auf die europäischen Spitzenpolitiker, weitreichende Entscheidungen in Richtung der Schaffung einer Fiskalunion in Europa zu treffen. Solche Entscheidungen bedeuten aber den Verzicht auf die nationale Souveränität, zumindest in ökonomischen Fragen. So müssten im Rahmen einer Fiskalunion die nationalen Haushaltsentwürfe vor der Ratifizierung im jeweiligen nationalen Parlament von einer europäischen Instanz wie der EU-Kommission abgenommen und gutgeheissen werden. Länder mit übermässigen Defiziten oder hoher Verschuldung könnten damit zu einer stabilitätsorientierteren Wirtschaftspolitik gezwungen werden, sofern ein Sanktionsmechanismus besteht. Dies würde das Vertrauen der Märkte in das europäische Projekt und die Zukunft der gemeinsamen europäischen Währung stärken.

## EZB wird mehr südeuropäische Staatsanleihen kaufen

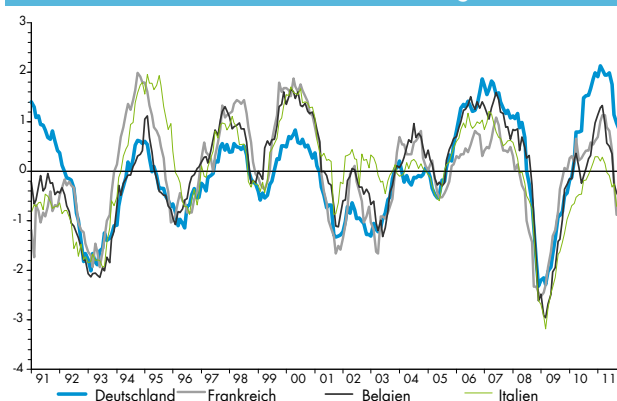
Vorerst aber bleibt die Europäische Zentralbank (EZB) die einzige Institution, welche die Euro-Krise mit Käufen von Staatsanleihen angeschlagener Länder entschärfen kann. Die EZB kann bestenfalls eine kurzfristige Beruhi-

Grafik 1: Renditespreads in der Euro-Zone



Quelle: Datastream

Grafik 2: Euro-Zone: Vorlaufindikatoren geben nach



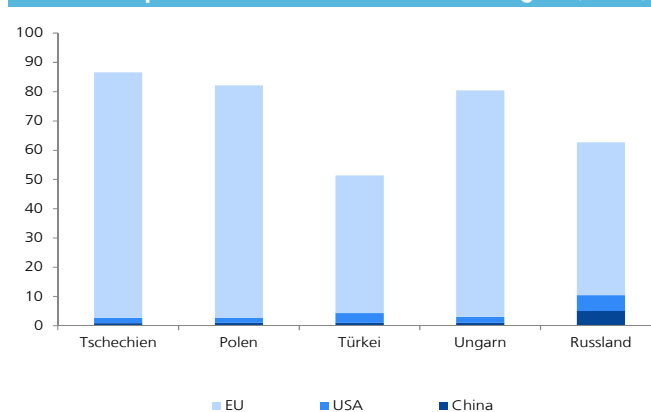
Quelle: Datastream

gung der Kapitalmärkte bewirken. Die Bewältigung der Euro-Krise kann einzig auf politischer Ebene erfolgen. Die Tatsache, dass die Politik seit dem Ausbruch der Euro-Krise dem Markt ständig hinterherhinkt, hat entscheidend zur Eskalation der Krise beigetragen. Als Folge funktioniert der europäische Geldmarkt nicht mehr einwandfrei, da die Banken einander nicht mehr trauen. Dies beeinflusst die Kreditvergabepolitik der Banken mit negativen Effekten für die europäische Konjunktur.

## Rezessiver Winter in Europa

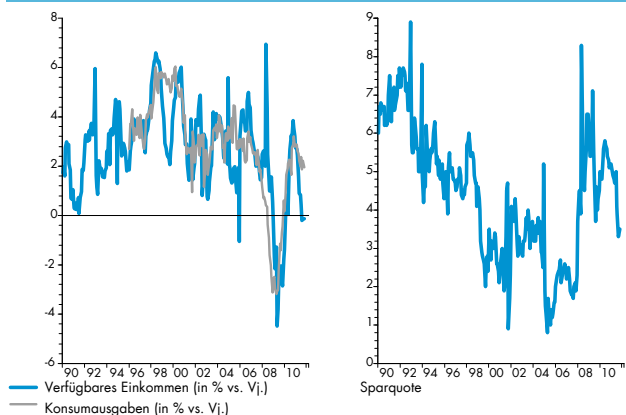
Europa dürfte einen rezessiven Winter erleben. Für das Jahr 2012 prognostizieren wir eine leichte Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in der Euro-Zone. Dies zeigen die Vorlaufindikatoren deutlich (Grafik 2). In der Schweiz wird das BIP im nächsten Jahr wohl nur sehr leicht wachsen. Allerdings gehen wir davon aus, dass es im 1. und 2. Quartal 2012 auch hierzulande zu einem Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Aktivitäten kommen wird. Aufgrund der starken Handelsorientierung der osteuropäischen Staaten nach Europa

Grafik 3: Exportanteil diverser Länder nach Region (2010)



Quelle: WTO, eigene Berechnungen

**Grafik 4: US-Konsum hält sich gut**



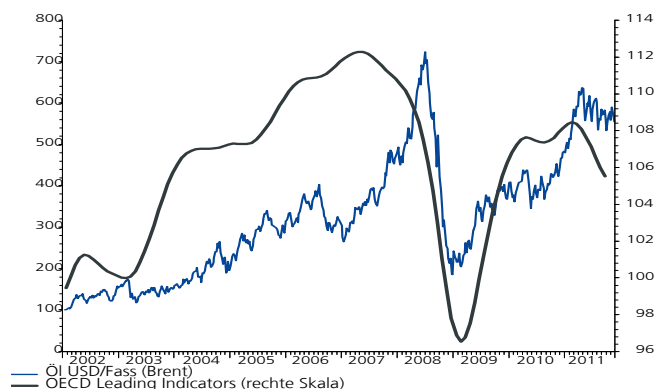
Quelle: Datastream

(Grafik 3) haben sich auch für diese Region die Wirtschaftsaussichten massiv eingetrübt. Kommt hinzu, dass der Geldfluss in die Region versiegen könnte, was eine erneute osteuropäische Bankenkrise oder zumindest eine Kreditklemme verursachen würde. Westeuropäische Banken kontrollieren 75% des osteuropäischen Bankenmarktes. Aufgrund der verstärkten Eigenkapitalanforderungen drohen die Banken, ihr Engagement in der Region zurückzufahren.

**Lichtblick: US-Konjunktur**

Während Europa Tag für Tag stärker in die Rezession abgleitet, sind die Konjunkturdaten, die uns jüngst von der anderen Seite des Atlantiks erreicht haben, besser ausgefallen als erwartet. Der amerikanische Konsument bleibt weiterhin konsumfreudig und hat in den letzten Monaten sogar seine Sparquote reduziert (Grafik 4). Wir sind der Meinung, dass die USA in den nächsten zwölf Monaten keine Rezession erleben werden. Eine weitere Verschärfung der Euro-Krise hätte aber auch in den USA negative Auswirkungen auf die Stimmung von

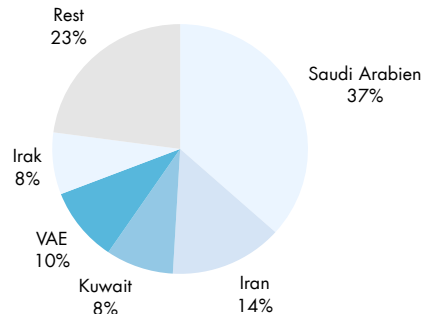
**Grafik 5: Ölpreise verharren auf hohem Niveau**



Quelle: Datastream

Dieser Artikel wurde nicht vom Research der ZKB erstellt, sondern von der Organisationseinheit Investment Solutions, und untersteht somit nicht den Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse der Schweizerischen Bankiervereinigung.

**Grafik 6: Länderanteil an der OPEC-Förderung**



Quelle: IEA, Zürcher Kantonalbank

Unternehmern und Investoren und könnte das schwache Wachstum in diesem Land gefährden.

**Risikoprämie auf Öl bleibt vorderhand erhalten**

In den letzten Wochen ist ein weiteres Risiko in Form wachstumsbeeinträchtigend hoher Energiekosten hinzugekommen. Angesichts der getrübt globalen Konjunkturaussichten hält sich der Ölpreis mit über USD 100 pro Fass (Brent) nach wie vor auf erstaunlich hohem Niveau (Grafik 5) – völlig im Gegensatz zu den meisten anderen Rohstoffen, die in den letzten Monaten die veränderten Wachstumsaussichten einpreisten und deutlich korrigierten. Einem stärkeren Ölpreisrückgang stehen derzeit geopolitische Risiken entgegen, die sich durch verschärfte Sanktionen gegenüber dem Iran zuletzt erneut erhöht haben. Als Antwort auf den jüngsten IAEA-Bericht zum iranischen Atomprogramm kappten die USA, Kanada und Grossbritannien Verbindungen zum iranischen Finanzsystem; die EU prüft ebenfalls verschärfte Sanktionen bis hin zu einem Ölembargo gegen Iran. Bereits unterbundene Bank- und Handelsfinanzierungen werden dazu führen, dass Irans Ölabsatz in westliche Staaten spürbar erschwert wird. Mit einer täglichen Ausbringung von über 4 Mio Fass ist der Iran nach Saudi-Arabien das OPEC-Land mit der höchsten Ölförderung (Grafik 6). Sein Anteil beläuft sich innerhalb des OPEC-Output auf gut 12% und damit global auf rund 5%. Ein Ausfall der iranischen Ölförderung könnte kaum von anderen (OPEC-)Staaten kompensiert werden. Selbst Saudi-Arabien, das einzige Land mit nennenswerten freien Förderkapazitäten, wäre hierzu nicht in der Lage – zumal es derzeit noch den Förderausfall Libyens ausgleicht.

Anastassios Frangulidis / Susanne Toren

# Zinsen und Währungen

## Schuldenkrise erreicht die Euro-Kernstaaten

Die Renditen der sog. sicheren Häfen sanken im letzten Monat erneut (10-jährige US-Anleihen: -4Bp auf 2.07%, Schweiz: -9Bp auf 0.91%). Ursache war die sich auf die Euro-Kernstaaten ausbreitende Schuldenkrise. In diesem Umfeld profitierte an den Devisenmärkten besonders der US-Dollar (Grafik 1). Gegenüber den meisten wichtigen Währungen legte er zu (EUR: -2%; CHF: -2.9%, GBP: -1.7%, JPY: +0.8%).

## Auch Deutschland ist nicht immun gegen Ansteckung

Die Finanzmarktteilnehmer scheinen ein Auseinanderbrechen der Euro-Zone nicht mehr auszuschliessen. Darauf deutet die unterschiedliche Entwicklung der Renditen in den USA und Deutschland hin. Während sie in den USA in den Novemberturbulenzen sanken, stiegen sie in Deutschland an (Grafik 2). Diese Divergenz kann als Hinweis darauf interpretiert werden, dass die Bundesrepublik nicht mehr uneingeschränkt als sicherer Hafen angesehen wird bzw. Investoren beginnen, Kapital nicht nur von den Krisen- in die Kernstaaten zu transferieren, sondern aus der Euro-Zone heraus. Ein Auseinanderbrechen der Euro-Zone halten wir weiterhin für wenig wahrscheinlich. Vielmehr sehen wir den Stress an den Finanzmärkten als Chance, da er die EU-Politiker auf den Weg hin zur Fiskalunion zwingt. Der EU-Gipfel am 9. Dezember dürfte dabei wichtig werden.

## Osteuropäische Währungen im Gegenwind

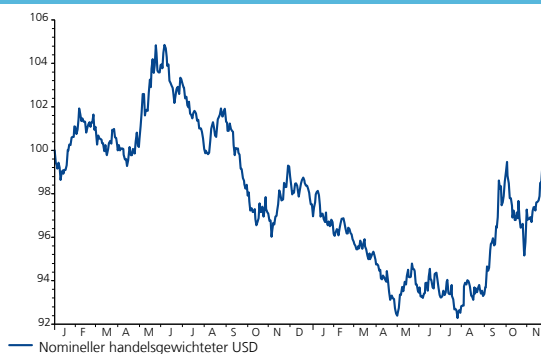
In den vergangenen Monaten haben die osteuropäischen Währungen deutliche Kursverluste hinnehmen müssen (Grafik 3), v.a. der ungarische Forint. Gründe hierfür sind die schlechteren Wirtschaftsaussichten, aber auch dass die Investoren das Vertrauen in die ungarische Regierung verloren haben. Diese hat nämlich mit ziemlich abenteuerlichen Ansätzen zur Haushaltssanierung, deren Kosten die Banken zu tragen haben, für Rechtsunsicherheit gesorgt. Im Sommer wurde quasi über Nacht eine «vorübergehende» Bankensteuer eingeführt, die rund EUR 430 Mio in die Staatskasse spülen soll. Zudem wurde ein Gesetz eingeführt, das es den Ungarn erlaubt, ihre zumeist auf Schweizer Franken lautenden Fremdkredite bis zum Jahresende zu deutlich günstigeren Wechselkursen zurückzuzahlen. Aufgrund der unsicheren Wirtschaftsaussichten und berechtigter Zweifel, ob Ungarn die Ziele im Zusammenhang mit der Schuldenreduktion erreichen kann, wurde die Kreditwürdigkeit des Landes von Moody's jüngst auf

## Prognosen Zinsen und Währungen

	1. Dez. 11	Mrz. 12	Dez. 12
<b>Leitzins</b>			
CHF	0.10	0.10	0.10
EUR	1.25	1.00	1.00
GBP	0.50	0.50	0.50
SEK	2.00	1.75	1.75
USD	0.25	0.25	0.25
CAD	1.00	1.00	1.00
JPY	0.10	0.10	0.10
AUD	4.50	4.25	4.25
<b>Rendite Staatsanleihen 10 Jahre</b>			
CHF	0.87	0.90	1.20
EUR	4.06	4.00	3.20
GBP	2.26	2.30	2.40
SEK	1.73	1.80	2.10
USD	2.11	2.20	2.50
CAD	2.16	2.50	2.70
JPY	1.06	1.00	1.20
AUD	4.03	4.30	4.60
<b>Wechselkurse CHF/...</b>			
EUR	1.23	1.22	1.25
GBP	1.43	1.39	1.42
SEK	13.48	13.41	14.04
USD	0.91	0.94	0.98
CAD	0.90	0.92	1.00
JPY	1.17	1.22	1.22
AUD	0.93	0.95	1.01

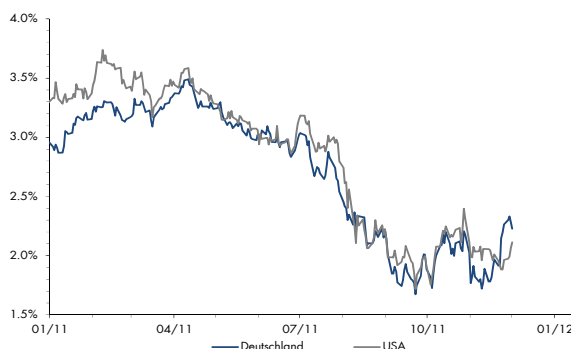
Quelle: Datastream

## Grafik 1: Der Dollarindex steigt deutlich



Quelle: Thomson Datastream

## Grafik 2: Deutsche und US-Renditen divergieren



Quelle: Thomson Datastream

Ramschniveau (Non-Investment Grade) herabgestuft. Ungarn seinerseits hat beim IWF und bei der EU um Finanzhilfe angefragt.

### Stark nachgefragte Währungsreserve: Gold

Die in den letzten zwei Dekaden zu beobachtenden massiven (Netto-)Goldverkäufe von Notenbanken sind bereits 2009 zum Erliegen gekommen. Seitdem fragen die Zentralbanken – allen voran aus den Emerging Markets – Gold immer stärker nach. Mit rund 150 Tonnen kauften sie im Herbst netto so viel Gold wie in keinem Quartal seit 40 Jahren und dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems, das ja noch eine Goldverankerung besass. Trotz rekordhoher physischer Gesamtnachfrage gab der Goldpreis im Gleichschritt mit der Korrektur risikoreicher Anlagen in den letzten Monaten nach. Gemäss veröffentlichten Statistiken der CFTC wurde der Preisrückgang bei Gold massgeblich von Bewegungen an den Futures-Märkten getrieben. So wurden Long-Positionierungen von nicht kommerziellen Anlegern bei Gold stark abgebaut (Grafik 4), um Verlustpositionen bei risikobehafteten Investitionen glattzustellen. Die Folge war eine unüblich hohe Korrelation von Gold und risikoreichen Anlagen, die mittelfristig kaum weiter bestehen dürfte. Die Goldpreise erscheinen gut unterstützt und sollten mittel- bis langfristig weiter steigen.

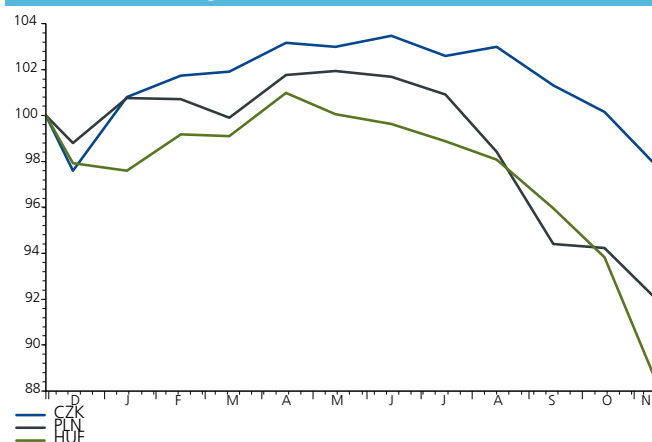
### Diversifiziert in USD-Obligationen investieren

Der Fonds **UBS (Lux) Bond Fund USD** (Valor 608 429(T) 608 428(A)) ermöglicht ein diversifiziertes Engagement im USD-Obligationen-Markt mit Schwergewicht auf Papieren erstklassiger Schuldnerbonität. Der Fonds misst sich am Citigroup Eurodollar Bond AA- or Better. Dieser Index repräsentiert den höherwertigen Bereich des USD-Obligationen-Markts und enthält neben Staatsanleihen und staatsnahen Titeln auch rund 30% erstklassige Unternehmensanleihen. Staatsanleihen und staatsnahe Titel werden gegenwärtig vom Fondsmanager untergewichtet (derzeit rund 46% des Portfolios), da er Unternehmensanleihen bevorzugt (derzeit rund 40% des Portfolios), wobei er auch in Anleihen mit Single-A-Rating investiert (derzeit rund 30% des Portfolios). Bezüglich Duration ist der Fonds (3.7 Jahre) untergewichtet gegenüber der Benchmark (4.1 Jahre). Die Gesamtkostenquote (TER) beträgt 1.0%.

Cornelia Luchsinger/Susanne Toren/Martin Grassmayr

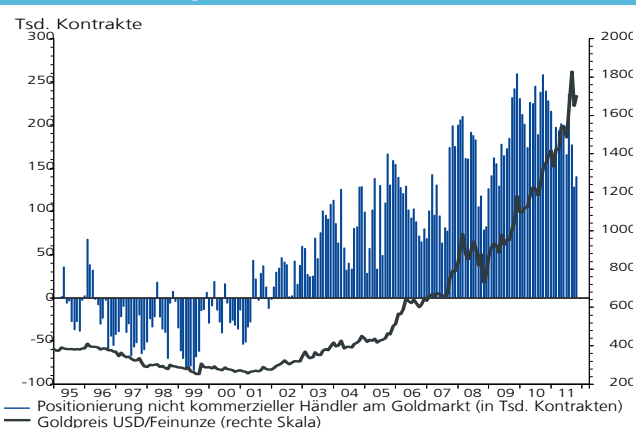
Dieser Artikel wurde nicht vom Research der ZKB erstellt, sondern von der Organisation Investment Solutions, und untersteht somit nicht den Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse der Schweizerischen Bankiervereinigung.

Grafik 3: Handelsgewichtete Aussenwerte (indexiert)



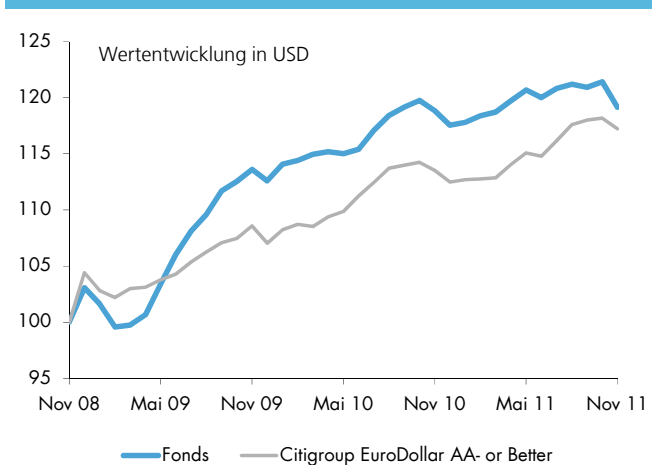
Quelle: Thomson Datastream

Grafik 4: Handelsgewichtete Aussenwerte (indexiert)



Quelle: Datastream

Grafik 5: UBS Bond Fund USD



Quelle: Lipper

## Investoren enttäuscht von EU-Politikern

Die Ende Oktober gefassten Beschlüsse zur Eindämmung der Euro-Schuldenkrise haben nicht zur gewünschten Stabilisierung an den globalen Aktienmärkten geführt. Der Finanzsektor (-5.5%) und die Euro-Zone (-2.3%) gehörten entsprechend erneut zu den Hauptverlierern. Die konzertierte Aktion der Zentralbanken gegen Ende des Monats sorgte jedoch dafür, dass sich die Verluste insgesamt in Grenzen hielten (MSCI Welt: -1.2%). Aufgrund der sich immer deutlicher abzeichnenden realwirtschaftlichen Auswirkungen der Euro-Schuldenkrise schnitten die konjunktursensitiven Sektoren schlechter ab als die defensiven. Hauptgewinner war der nicht zyklische Konsum mit +1.9%.

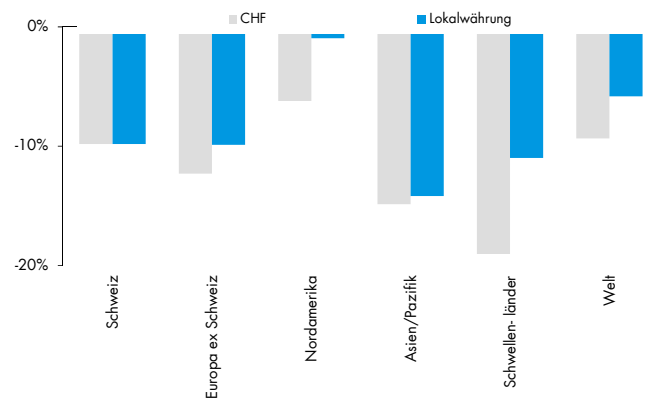
## Gewinnwachstumserwartungen für 2012 zu optimistisch

Wenn die auf zwölf Monate vorausgeschätzten Gewinne zugrunde gelegt werden, liegt die Bewertung der globalen Aktienmärkte, gemessen am Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV), weiterhin im Bereich historisch niedriger Niveaus und scheint damit günstig zu sein. Allerdings unterstellen die Finanzanalysten für das kommende Jahr ein knapp zweistelliges Gewinnwachstum (Grafik 3). Vor dem Hintergrund der von uns erwarteten konjunkturellen Verlangsamung mit einer leichten Rezession in Europa, der politischen Unsicherheit sowie der damit verbundenen Stimmungseintrübung und Zurückhaltung der Unternehmen und Verbraucher dürften diese Gewinnwachstumserwartungen jedoch zu optimistisch sein. Wir erwarten eine sukzessive Anpassung nach unten in den kommenden Monaten. Das heisst, der Nenner des Kurs/Gewinn-Verhältnisses wird sich mit der Zeit verkleinern und so bereits ohne Änderung des Kursniveaus (Zähler des KGV) zu einer Ausweitung dieser Bewertungskennzahl führen.

## Auch 2012 kein klarer Aktientrend

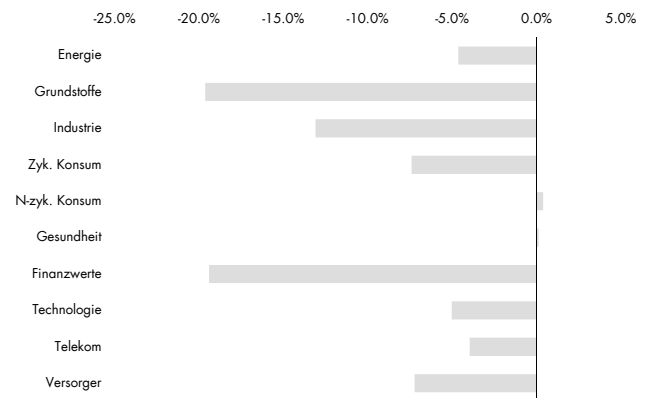
Die hohe Volatilität der Rohstoffpreise, das Ende des kreditfinanzierten Wachstums, das angeschlagene Bankensystem und das kaum kalkulierbare Verhalten der Politiker im Rahmen der Euro-Schuldenkrise haben in den vergangenen zwei Jahren zu einer schwachen und nicht nachhaltigen bzw. nicht dauerhaften konjunkturellen Erholung geführt. Bislang deuten die Zeichen darauf hin, dass sich das Phänomen kurzer und schwacher Zyklen im Jahr 2012 fortsetzen wird. Insofern dürfte ein klarer Trend an den Aktienmärkten ebenfalls ausbleiben. Eine kräftige Aufwärtsbewegung ist nur dann zu

Grafik 1: Performance seit dem 31.12.2010



Quelle: Thomson Datastream

Grafik 2: Performance seit dem 31.12.2010 (CHF)



Quelle: Thomson Datastream

Grafik 3: Gewinnerwartungen dürften weiter sinken



Quelle: Thomson Datastream

erwarten, wenn die Politiker der Euro-Zone einen Durchbruch bei der Bewältigung der Schuldenkrise erzielen. Dies ist der Fall, wenn die Krisenstaaten tiefgreifende strukturelle Reformen zur Verbesserung ihrer internationalen Wettbewerbsfähigkeit umsetzen und die Mitgliedsländer insgesamt Schritte in Richtung Fiskalunion unternehmen.

### Keine Änderungen in der regionalen Ausrichtung

Aufgrund der beschriebenen Ereignisse bleiben wir in Europa, das heisst auch in der Schweiz, untergewichtet, in Nordamerika, im Pazifik und in den Schwellenländern übergewichtet. Letztere befinden sich nach wie vor in einer Phase der Wachstumsverlangsamung. Diese findet allerdings auf hohem Niveau statt und dürfte mit einer sanften Landung der Konjunktur enden. Falls sich die Wirtschaft doch deutlicher als von uns erwartet eintrüben sollte, haben die Schwellenländer im Gegensatz zu den meisten Industriestaaten ausreichend geld- und fiskalpolitische Möglichkeiten, stimulierend gegenzusteuern. Unterstützend kommt hinzu, dass die Aktien der Schwellenländer eine günstigere Bewertung aufweisen als die der Industriestaaten (Grafik 4).

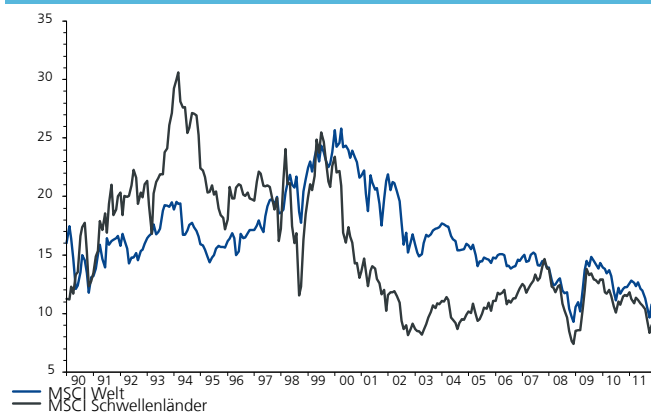
### Investieren in die Wachstumsregion

Der Fonds **Fidelity Asian Special Situations** (Valor 306 514) eignet sich zur Abdeckung der wachstumsstarken Region Asien-Pazifik ex Japan, die in unserer Anlagestrategie gegenwärtig übergewichtet wird. Der Manager fokussiert einerseits auf attraktiv bewertete Qualitätsunternehmen. Zum anderen konzentriert er sich auf bestimmte Themen wie zum Beispiel die inländische Konsumnachfrage. Der Qualitätsansatz des Managers und die defensive Ausrichtung des Portfolios führen tendenziell zu einer relativ besseren Performance in einem schwierigen Marktumfeld. Bei der Zusammenstellung des mit rund 180 Titeln breit diversifizierten Portfolios konzentriert sich der Manager auf Unternehmen mit wachsenden Cashflows, nachhaltigen Dividendenrenditen und einem gewissen Schutz durch hohe Markteintrittsbarrieren. Dem erfahrenen Fondsmanager steht mit mehr als 50 Investmentspezialisten eines der grössten Teams der Region zur Verfügung. Sowohl über drei und fünf Jahre wie auch im laufenden Jahr schneidet der Fonds besser ab als seine Vergleichsgruppe. Die Gesamtkosten des Fonds (TER) betragen 2%.

Jörn Spillmann / Jean-Jacques Prêtre

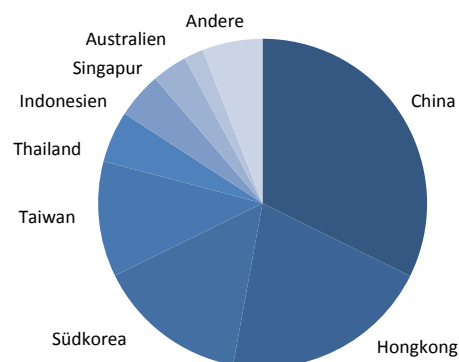
Dieser Artikel wurde nicht vom Research der ZKB erstellt, sondern von der Organisation Investment Solutions, und untersteht somit nicht den Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse der Schweizerischen Bankiervereinigung.

Grafik 4: Schwellenländer vergleichsweise günstig



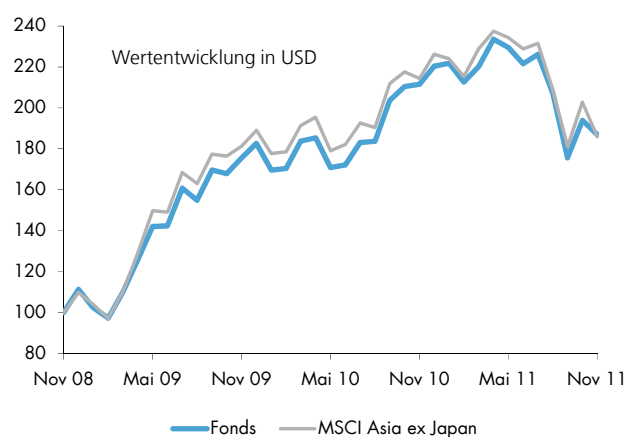
Quelle: Thomson Datastream

Grafik 5: Länderaufteilung Fidelity Asian Special Situations



Quelle: Morningstar

Grafik 6: Fidelity Asian Special Situations



Quelle: Lipper

## Dividendenpapiere mit Unsicherheit behaftet

Seit Anfang Oktober konnte an den globalen Aktienmärkten eine «Erleichterungsrally» beobachtet werden, die aber jüngst bereits wieder gestoppt wurde. Das Vertrauen der Anleger ist nach den zahlreichen Enttäuschungen durch die Politik v.a. in Europa nach wie vor gering. Die Entscheidungen im Rahmen des EU-Gipfeltreffens und die anschliessenden Massnahmen und Entwicklungen wie der Regierungswechsel in Italien sorgten deshalb nur temporär für eine gewisse Beruhigung an den Märkten. Stimulierend wirkten hingegen die Konjunkturdaten aus den USA, die insgesamt recht ordentlich ausfielen. Weitere gute Nachrichten kamen weltweit von den Unternehmen. Die Ergebnisse für das 3. Quartal überraschten mehrheitlich positiv. Kurzfristig dürfte die volatile Entwicklung an den Märkten anhalten, und Vorsicht scheint weiterhin angebracht. Ein Ende der Euro-Krise ist nicht in Sicht. Um die Schuldenkrise überwinden zu können, bräuchte es eine Gesundung der Staatsfinanzen der schwächeren Länder, begleitet von wachstumsorientierten strukturellen Reformen. Mit der drohenden rezessiven Entwicklung in der Euro-Zone wird der goldene Weg aus der Schuldenkrise aber zu einer Gratwanderung. Der Rest der Welt bietet hingegen ein positiveres Bild. In den USA ist die Angst vor einer Rezession weitgehend verschwunden. In den Schwellenländern macht sich die Abschwächung der Konjunktur in den Industrieländern zwar bemerkbar, aber die Wachstumsaussichten bleiben solide. China steuert auf das geplante Soft Landing hin. Die hohen Risikoprämien und die tiefen Kurs-Gewinn-Verhältnisse an den bedeutendsten Aktienmärkten belegen auch, dass viele schlechte Nachrichten in den Kursen bereits enthalten sind.

## Gewicht Energieaktien etwas zurückgefahren

Der Ölpreis hielt sich in den letzten Wochen auf hohem Niveau. Dies dürfte v.a. der geopolitischen Lage zuzuschreiben sein. Der Ölpreis scheint uns aktuell korrekt anfällig. Wir haben deshalb Suncor Energy im Portfolio International durch Procter & Gamble ersetzt und damit auch das Portfolio etwas defensiver ausgerichtet. Procter & Gamble ist der weltweit zweitgrösste Konsumgüterhersteller. Die Gruppe besitzt ein ausgewogenes Produktportfolio mit den Schwerpunkten Körperpflege, Haushaltsprodukte, Babyprodukte und Health-Care. In den meisten Produktkategorien ist P&G Marktführer, und die Aktie ist tief bewertet.

## Portfolio für internationale Werte

Titel	Valor	TK-Symbol	Land	Sektor
ABB*	1222171	ABBN, 380	Schweiz	Industrie
Barrick Gold	337680	ABX, 4	Kanada	Grundstoffe
Beiersdorf	324660	BEI, 4	Deutschland	Nichtzyklischer Konsum
BHP Billiton Ltd.	640390	BHP, 4	Australien	Grundstoffe
British American Tobacco	909525	BATS, 4	Grossbritannien	Nichtzyklischer Konsum
Canon	761599	CAI, 4	Japan	Zyklischer Konsum
Coca Cola	919390	KO, 65	USA	Nichtzyklischer Konsum
Danone	487663	BN, 4	Frankreich	Nichtzyklischer Konsum
General Electric*	933071	GE, 65	USA	Industrie
Givaudan	1064593	GIVN, 380	Schweiz	Grundstoffe
Hewlett Packard	938718	HPQ, 65	USA	Informationstechnologie
HSBC*	411161	HSBA, 4	Grossbritannien	Finanzwerte
Merck	1068305 3	MRK, 65	USA	Gesundheit
Nat. Australia Bank*	641643	NAB, 4	Australien	Finanzwerte
Novartis	1200526	NOVN, 380	Schweiz	Gesundheit
Oracle	959184	ORCL, 67	USA	Informationstechnologie
Peabody Energy	1232799	BTU, 65	USA	Energie
Procter & Gamble	963896	PG, 65	USA	Nichtzyklischer Konsum
Schlumberger	555100	SLB, 65	USA	Energie
Siemens	827766	SI, 4	Deutschland	Industrie
Syngenta	1103746	SYNN, 380	Schweiz	Grundstoffe
Synthes	1863105	SYST, 380	Schweiz	Gesundheit
Total*	524773	TOT, 4	Frankreich	Energie
UBS	2489948	UBSN, 380	Schweiz	Finanzwerte
Vodafone	2582928	VOD, 4	Grossbritannien	Telekomdienstleist.

Quelle: Zürcher Kantonalbank

\* Die ZKB hat in den letzten 12 Monaten an Kapitalmarkttransaktionen des Unternehmens mitgewirkt.

# Alternative Anlagen

## Schweizer Immobilienfonds mit guter Performance

Die börsenkotierten Schweizer Immobilienfonds erzielten im laufenden Jahr 2011 bis Ende November eine gute Performance von 5.2% (SWIIT), die nur leicht unter derjenigen der Schweizer Immobilienaktien (REAL: +6.2%) lag. Auch die für November 2011 angekündigten Kapitalerhöhungen von in der Schweiz investierenden Fonds (u.a. Swissinvest, UBS Anfos) konnten problemlos platziert werden, während der im Ausland investierende, neu lancierte CS Global eher Mühe bekundete (CHF 231 Mio Volumen, Ziel: mind. CHF 300 Mio).

## Solide Jahresabschlüsse 2010/11 vorgelegt

Abgesehen von Solvalor 61 («Untergewichten»), der die Ausschüttung aufgrund einer ausserordentlichen Steuerbelastung und fehlender Verkaufsgewinne von CHF 5.90 auf CHF 5.10 je Fondsanteil reduzieren musste, haben die übrigen bisher vorgelegten Fondsjahresabschlüsse 2010/11 überzeugt. Sämtliche Fonds konnten stabile oder höhere (Swissinvest, Schroder ImmoPLUS) Ausschüttungen ausbezahlen. Getrieben von Diskontsatzsenkungen der Immobilienschätzer konnten die Wohnimmobilienfonds CS Siat («Übergewichten»), FIR («Übergewichten»), ImmoFonds («Übergewichten»), Swissinvest («Marktgewichten»), UBS Anfos und UBS Direct Residential (beide «Marktgewichten») die Nettoinventarwerte (NAV) um 1 bis 5% steigern. Auch die in kommerzielle Liegenschaften investierenden Fonds CS Interswiss («Marktgewichten») und Schroder ImmoPLUS («Übergewichten») überzeugten mit NAV-Wachstumsraten von 0.9% bzw. 4.7%. Die guten Vorgaben lassen auch für die später rapportierenden Fonds solide Jahresergebnisse 2011 erwarten.

## Tiefzinsumfeld relativiert hohe Agios

Die Immobilienfonds werden derzeit mit Agios von 22% gegenüber den von uns geschätzten NAV 2011 gehandelt, was im historischen Vergleich eine überdurchschnittliche Bewertung ist. Relativiert wird diese hohe Bewertung durch die stabilen Ausschüttungsrenditen von durchschnittlich 3%, was eine attraktive Mehrverzinsung gegenüber den zehnjährigen Staatsanleihen bedeutet. Angesichts der anhaltenden Tiefzinsphase und des vorerst gedeckten Emissionsbedarfs rechnen wir trotz der stolzen Bewertung nicht mit grösserem Druck auf die Fondskurse bzw. -agios.

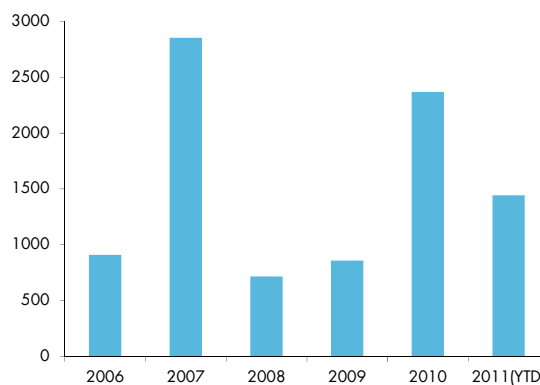
Markus Waeber

Grafik 1: Performancevergleich Januar – November 2011



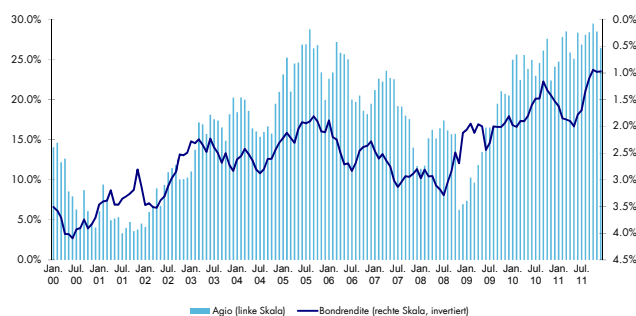
Quelle: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

Grafik 2: Immobilienfonds – Emissionsvolumen (CHF Mio)



Quelle: Zürcher Kantonalbank

Grafik 3: Immobilienfonds – Agio-Entwicklung 2000–11



Quelle: Zürcher Kantonalbank, Thomson Datastream

# Nachhaltige Anlagen

## Tracker-Zertifikat auf ZKB Nachhaltigkeits-Basket

### Energieeffizienz Plus

Valorennummer	10 716 504
Ticker	TREFFP
Währung	EUR
Laufzeit	30.11.11 bis 28.11.14

Quelle: Zürcher Kantonalbank

### Energieeffizienz – Schlüsselrolle in der Klimapolitik

Die globalen Auswirkungen des Klimawandels beschäftigen heute Politik, Wirtschaft und Gesellschaft. Die kostengünstigste und direkteste Methode, die Treibhausgasemissionen zu reduzieren, ist das Einsparen von Energie bzw. die Beseitigung von Energieverlusten. Rund 60% der eingesetzten Primärenergie gehen über die ganze Umwandlungskette bis zur genutzten Endenergie verloren.

Massnahmen im Gebäudesektor erhalten dabei eine zentrale Bedeutung, weil dort das grösste Potenzial zur kosteneffektiven Minderung der CO<sub>2</sub>-Emissionen liegt. Grosse Effizienzpotenziale bestehen auch bei Industrieprozessen, Mobilität, Beleuchtung und Konsumgütern. Der Erhöhung der Energieeffizienz kommt daher eine Schlüsselrolle in der Klimapolitik zu. Energieeffizienz lohnt sich aber nicht nur für die Umwelt, sondern ist wegen der Einsparung von Energiekosten auch ökonomisch interessant. Investitionen zur Steigerung der Energieeffizienz werden meist in kurzer Zeit amortisiert.

Die Steigerung der Energieeffizienz wird national und international auf politischer Ebene zunehmend gefördert und verankert. So hat die EU unter dem Slogan «20–20–20 bis 2020» ein Klimaschutzpaket erarbeitet, das vorsieht, bis 2020 die Energieeffizienz um 20% zu steigern, die Treibhausgasemissionen um 20% zu senken und den Anteil erneuerbarer Energien von 8.5% auf durchschnittlich 20% zu erhöhen. Ähnliche Ziele wurden auch etwa in den USA oder China verabschiedet. In der Schweiz sind mittlerweile politische Entscheide gefällt worden, die Ziele zur Steigerung der Energieeffizienz definieren.

Ein energiebewussteres Kauf- und Betriebsverhalten bei Konsumenten und Unternehmen steht im Vordergrund.

Unternehmen, die Lösungen zur Steigerung der Energieeffizienz anbieten, haben grosse Wachstumschancen.

Der Nachhaltigkeits-Basket Energieeffizienz ermöglicht es dem Anleger, in ein breites Spektrum von Aktien erfolgreicher Unternehmen mit Schwerpunkt im Bereich der Energieeffizienz zu investieren. Die Auswahl der Titel wurde in Zusammenarbeit mit dem Nachhaltigkeitsresearch der Zürcher Kantonalbank getroffen. Dieses prüft die Unternehmen unter Anwendung umfangreicher Nachhaltigkeitskriterien, welche die strengen Anforderungen des WWF Schweiz bezüglich Umweltverträglichkeit erfüllen. Der vorliegende Basket bietet die Möglichkeit an der Entwicklung einer geografisch und thematisch gut diversifizierten Auswahl von klein- bis grosskapitalisierten Unternehmen mit Schwerpunkt im Bereich Energieeffizienz in Industrieprozessen, Mobilität, Beleuchtung und Konsumgütern teilzuhaben. Ergänzt wird diese Auswahl durch Unternehmen aus den Bereichen erneuerbare Energien und Ressourcen. Die jährliche Ausschüttung lässt die Anleger zusätzlich an den Dividendenzahlungen aller in diesem Basket enthaltenen Aktien teilhaben.

### Titelübersicht Tracker-Zertifikat Energieeffizienz Plus

Titel (alle gleich gewichtet)	Land	ISIN
Phoenix Mecano AG	CH	CH0002187810
Gamesa Corp Tecnologica SA	ES	ES0143416115
Siemens AG	DE	DE0007236101
BT Group	GB	GB0030913577
Hewlett-Packard Co	US	US4282361033
Ericsson L.M. AB	SE	SE000108656
Canon Inc	JP	JP3242800005
Veolia Environnement	FR	FR000124141
Waste Management Inc	US	US94106L1098
Johnson Controls Inc	US	US4783661071

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Dieser Artikel wurde nicht vom Research der ZKB erstellt, sondern von der Organisationseinheit Asset Management, und untersteht somit nicht den Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse der Schweizerischen Bankiervereinigung.