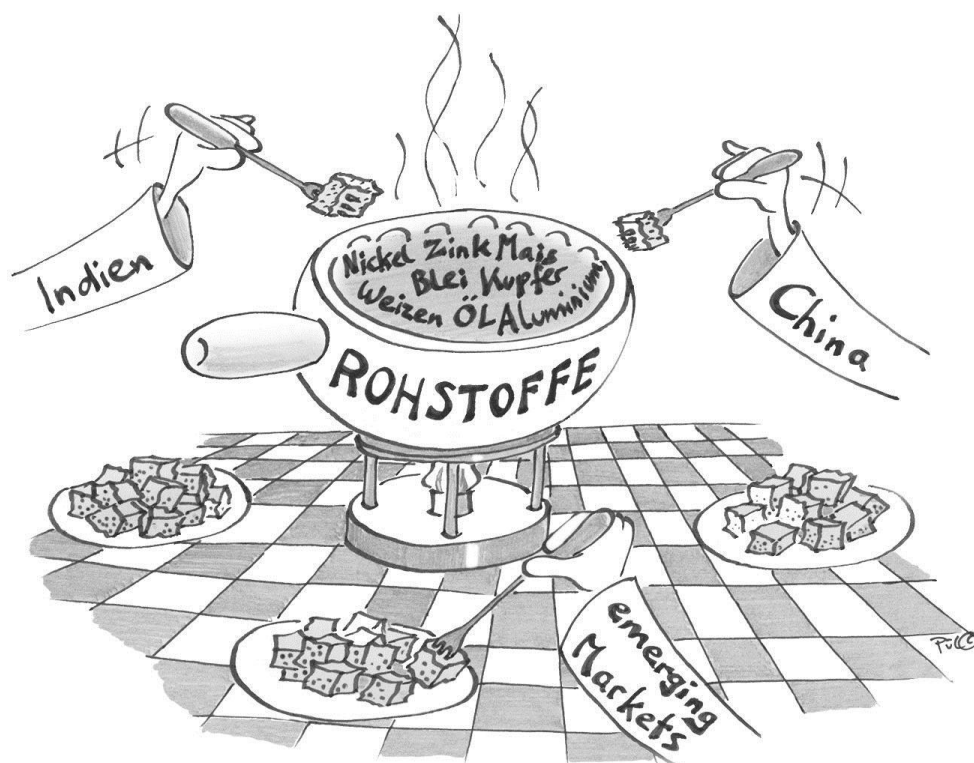


Anlagen Aktuell

Finanzmärkte und Empfehlungen
Monatsausgabe

Februar 2012 – Nr. 3



Rohstoffe bleiben im Trend

Mit dem Überwinden der globalen Wachstumsflaute dürfte ein Anknüpfen an den vor zehn Jahren in Gang gekommenen, strukturellen Aufwärtstrend bei den Rohstoffpreisen rasch gelingen. So sind die Kapazitäten im Rohstoffbereich nach wie vor stark ausgelastet, die Angebotslage ist vielfach angespannt. Zusätzlichen Auftrieb könnten die Rohstoffpreise bereits von einer weiteren monetären Lockerungsrunde im Frühjahr erhalten.



Liebe Leserinnen und Leser

Nach einem enttäuschenden Jahr 2011 hat das neue Jahr für Anleger besser begonnen. Trotzdem ist Euphorie noch nicht am Platz, allerdings auch nicht

Weltuntergangsstimmung. Der Schlüsselfaktor «Euro-Krise» kann in beide Richtungen ausschlagen, nach oben oder nach unten. Deswegen steht nach wie vor Diversifikation im Portfolio an oberster Stelle, deswegen auch sind wir noch zurückhaltend beim Eingehen von sogenannten anlagepolitischen Wetten, d.h. Über- oder Untergewichtungen von risikotragenden Anlageklassen wie Aktien.

Eine Gleichgewichtung von Aktien heisst allerdings nicht, dass man keine Aktien haben soll (eine Interpretation, die man oft von Privatanlegern hört). Vielmehr bedeutet Gleichgewichtung beispielsweise in einer Anlagestrategie «Ausgewogen», einen doch substanziellen Anteil von 40% des Portfolios in Aktien zu halten.

Diese Überlegungen unterstreichen, dass wir im Jahresverlauf durchaus Chancen an den Börsen sehen. Konjunkturrell hellt sich die Entwicklung allmählich auf. Als Unsicherheitsfaktor bleibt vor allem die verfahrenere Lage in Europa, speziell in Griechenland. Hier muss man die Fakten – und nicht die Worte – abwarten, bevor man sich neu positioniert.

Marco Curti
Chief Investment Officer

Inhalt

Fokus

Rohstoffe bleiben im Trend 2

Anlagen

Anlagepolitik 4

Zinsen und Währungen 6

Aktien 8

Empfehlungen

Aktienportfolio 10

Alternative Anlagen 11

Nachhaltige Anlagen 12

Breit abgestützter, struktureller Rohstofftrend

Der vor zehn Jahren in Gang gekommene Rohstofftrend ist mit einem Preisanstieg von bislang (in USD) die ausgeprägteste und hinsichtlich der erfassten Rohstoffe breiteste Rohstoffhausse seit 1900. Ein solcher säkularer Rohstofftrend wird erfahrungsgemäss von Konjunkturschwankungen beeinflusst, die zu Korrekturen auch an den Rohwarenmärkten führen. Nach jeder Korrektur gelang es den Rohstoffpreisen bislang aber immer wieder, recht rasch an den angelaufenen säkularen Trend anzuknüpfen (Grafik 1). Das sollte auch diesmal gelingen, wenn die globale Schwächephase im Frühjahr durchgestanden ist. Die fundamentalen Preistreiber, die hinter dem säkularen Trend hin zu höheren Rohstoffpreisen stehen, sind angebotsseitige Knappheiten bei gleichzeitig stetig steigender globaler Nachfrage nach Rohwaren.

Langfristig lebhaftere Rohstoffnachfrage

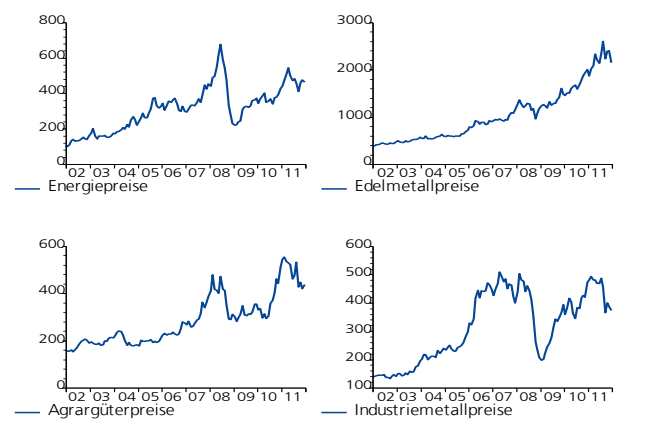
Einer der wichtigsten Faktoren für die anhaltend lebhaftere Nachfrage nach Rohwaren aller Art ist die Integration grosser Emerging Markets wie China und Indien in die Weltwirtschaft. Diese Schwellenländer zeichnen sich aus durch eine hohe Wachstumsdynamik sowie eine rapide Urbanisierung und Industrialisierung, die sehr rohstoffintensiv abläuft. Das trifft insbesondere für China zu, das einen immer grösseren Anteil der globalen Rohstoffnachfrage auf sich vereinigt (Grafik 2). Neben der Industrie und dem Ausbau der Infrastruktur wird die Rohstoffnachfrage der Schwellenländer künftig vermehrt auch von den Privathaushalten der Emerging Markets getragen werden, deren Pro-Kopf-Einkommen stetig steigt. Denn der Rohstoffverbrauch pro Kopf nimmt erfahrungsgemäss im Verlauf des Einkommensprozesses laufend zu. Zudem gilt: Die Weltbevölkerung wächst nach wie vor jedes Jahr um rund 70 Mio Menschen.

Knappheitsregime

Mit der dynamischen Rohstoffnachfrage kann die Angebotsentwicklung kaum Schritt halten. Eine Angebotsausweitung ist bei allen endlichen und nicht erneuerbaren Rohwaren wie Erdöl nur begrenzt möglich. Aber auch bei Rohstoffen, die gar nicht oder kaum verbraucht werden, wie Metallen, ist die Angebotslage vielfach angespannt. Ursachen sind jahrzehntelang aufgelaufene Investitionsversäumnisse, technisch bedingte Verzögerungseffekte, aber auch staatliche Inves-

titionshemmnisse – angefangen bei einer Verstaatlichungspolitik, die gerade in vielen rohstoffreichen Ländern zu beobachten ist, bis hin zu rigiden Umweltauflagen.

Grafik 1: Rohstoffpreise im Vergleich



Quelle: Datastream

Monetäre Stimulierung der Rohstoffpreise

Zusätzlich stimuliert wird der säkulare Rohstofftrend von der Geldpolitik und einer überaus grosszügigen globalen Liquiditätsausstattung. Diese könnte mit einer dritten quantitativen Lockerungsrunde beim Fed eine weitere Ausweitung im Frühjahr erfahren. Die monetäre Stimulierung der Rohstoffpreise erfolgt dabei zum einen direkt – weil ein Teil der zusätzlichen Liquidität in risikoreiche Anlagen fließt, zu denen auch Rohstoffe zählen (Portfoliumschichtungen; vgl. Kästchen) –, zum anderen indirekt insbesondere via tiefere Realzinsen. Selbst bei Nominalzinsen von nahezu null können die Realzinsen durch eine Erhöhung der Inflation respektive durch Inflationserwartungen noch einmal gesenkt werden. Gerade dieser indirekte Effekt spielt eine recht grosse Rolle. So wird ja das Halten von Rohstoffen bei tiefen Realzinsen grundsätzlich erleichtert – und dies sowohl bei Nachfragern/Anlegern als auch bei Anbietern von Rohstoffen, deren Lagerkosten sinken. Das Halten bis hin zum Belassen von Rohstoffen im Boden wirkt tendenziell preistreibend. Empirisch konnten diese theoretischen Zusammenhänge in der Hinsicht bestätigt werden, dass Agrargüterpreise, bei denen Lagerkosten und folglich auch die Realzinseffekte relativ bedeutend sind, von monetären Lockerungen über eine längere (Zweijahres-) Periode hinweg am stärksten stimuliert werden.

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.

Quantitative Lockerung stimuliert Rohstoffpreise via

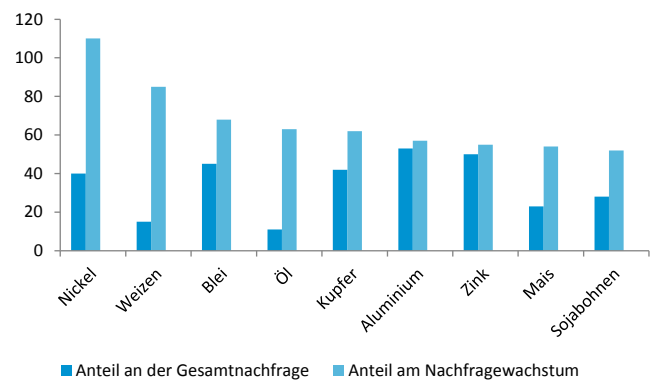
- Portfolioeffekt
- Erhöhung der Wachstums- und Inflationserwartungen
- Abwertungsdruck auf den USD
- tiefere Realzinsen

Bis auf Weiteres Risikoprämie auf Öl

Seit rund einem Jahr hat sich eine Risikoprämie auf den Ölpreis etabliert, die mal mehr, mal weniger ausgeprägt erhalten bleiben dürfte, solange die Neuordnung im arabischen Raum infolge des Arabischen Frühlings in vollem Gang ist. So dürfte die angelaufene Neuordnung ein langwieriger Prozess sein, wohl immer wieder begleitet von Unwägbarkeiten, Rückschlägen, Enttäuschungen und kriegerischen Auseinandersetzungen, die die Ölinfrastruktur potenziell gefährden und Investitionen westlicher Ölfirmen erschweren. Mit der Verschärfung der Sanktionen gegen den Iran als Reaktion westlicher Länder auf den IAEA-Bericht besteht sogar die Gefahr, dass die Risikoprämie auf Öl noch einmal spürbar zunimmt. Neben dem Kappen von Finanzverbindungen mit dem Iran, das die USA, Kanada und Grossbritannien Ende 2011 einleiteten und das de facto einem Ölembargo gleichkommt, entschied sich die EU für ein offizielles Ölembargo gegenüber dem Iran, das zu 100% bis Anfang Juli in Kraft getreten sein muss. Da der Iran nach Saudi-Arabien der grösste OPEC-Förderer ist und die freien Förderkapazitäten, allen voran innerhalb der OPEC, bereits auf einem kritisch tiefen Niveau liegen, dürften die Ölpreise mit dem sukzessiven Ausfall von Lieferungen aus dem Iran anziehen.

Susanne Toren

Grafik 2: Chinas Rohstoffhunger



Quelle: Zürcher Kantonalbank

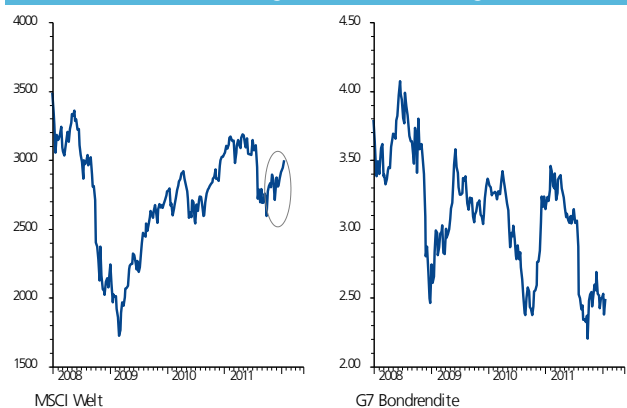
Weltweite Rezession immer weniger wahrscheinlich

Aus Sicht der Investoren verringerten sich im Januar die globalen Risiken, was sich unter anderem in steigenden Aktienkursen widerspiegelte (Grafik 1). Zentral hierfür waren sicher die konjunkturellen Frühindikatoren, die sich global deutlich verbessert haben (Grafik 2). Es mehren sich die Anzeichen dafür, dass im Jahr 2012 ein Rückfall in eine weltweite Rezession immer weniger wahrscheinlich wird. Neben überraschend positiven Daten aus wichtigen Schwellenländern vermochten vor allem auch die Konjunkturdaten aus den USA in den letzten Wochen zu überzeugen. Aber auch die erfolgreichen Anleiheauktionen Spaniens und Italiens haben die Nervosität bezüglich der europäischen Schuldenkrise verringert und – damit eng verknüpft – zu einer Änderung der Risikowahrnehmung geführt (Grafik 3). Zudem zeigen die umfangreichen Liquiditätshilfen der Europäischen Zentralbank (EZB) für die Geschäftsbanken Wirkung (siehe unten).

Konjunkturelle und geopolitische Risiken bleiben jedoch

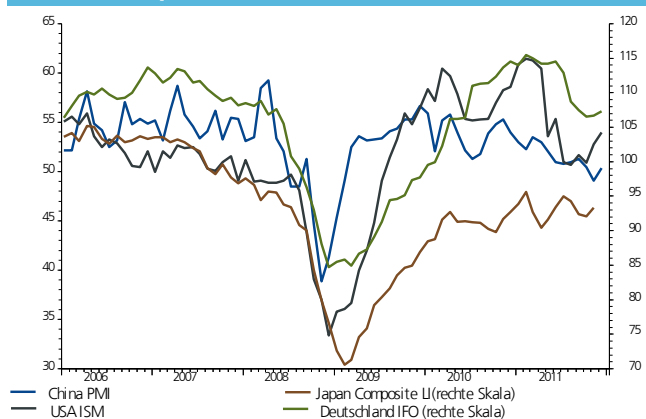
Natürlich existieren die bekannten Risiken und Unsicherheitsfaktoren weiterhin. So hat sich zum Beispiel im Januar in Spanien einmal mehr gezeigt, wie schwierig es ist, in wirtschaftlich turbulenten Zeiten die Staatsfinanzen in Ordnung zu bringen. Je gravierender der konjunkturelle Rückgang ausfällt, desto weniger Steuereinnahmen werden generiert; die anvisierten Sparziele werden dadurch erneut verfehlt. Diese Gefahr der Schuldenfalle war der Hauptgrund für die Ratingagentur Standard & Poor's, im Januar 2012 die Bonität von 9 der 17 Euro-Staaten herunterzustufen. Neben der Euro-Schuldenkrise besteht mit dem Konflikt um das iranische Atomprogramm ein weiteres ernst zu nehmendes Risiko.

Grafik 1: Aktienmärkte gut ins Jahr 2012 gestartet



Quelle: Thomson Datastream

Grafik 2: Konjunkturelle Vorlaufindikatoren



Quelle: Thomson Datastream

Eine diesbezügliche Eskalation dürfte sich in steigenden Erdölpreisen niederschlagen, was wiederum Gift für das «zarte Pflänzchen Konjunkturerholung» wäre.

Öl: Ausfälle Irans werden Preise weiter steigen lassen

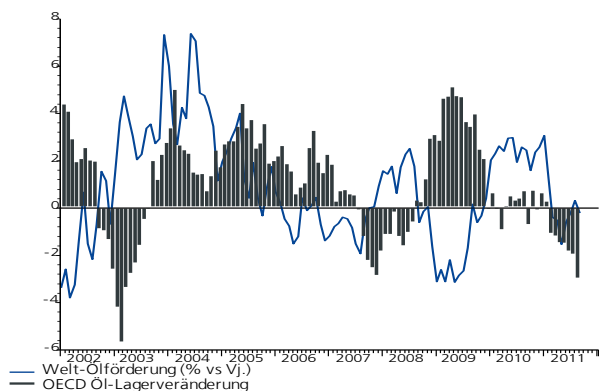
Nachdem Nordamerika und Grossbritannien bereits Ende 2011 die Finanzbeziehungen mit iranischen Banken gekappt hatten, was die Handelsfinanzierungen Irans spürbar erschwert, haben sich auch die EU-Staaten für ein offizielles Ölembargo gegenüber dem Iran entschieden. Dieses soll in den nächsten Monaten schrittweise umgesetzt werden, zu 100% tritt es am 1. Juli in Kraft. Europa (ähnlich sieht es global aus) bezieht durchschnittlich rund 5.5% seiner Ölimporte aus dem Iran, dem mit einem OPEC-Anteil von 12% zweitgrössten OPEC-Förderer. In der öffentlichen Diskussion wird häufig ausgeblendet, dass selbst ein Importausfall von 5.5% bei den derzeitigen weltweit angespannten Angebotsbedingungen am Ölmarkt schwerlich unproblematisch kompensiert werden kann (Grafik 4). Gemäss

Grafik 3: Rückgang der Renditen in Italien und Spanien



Quelle: Thomson Datastream

Grafik 4: Angespannte Angebotslage am Ölmarkt



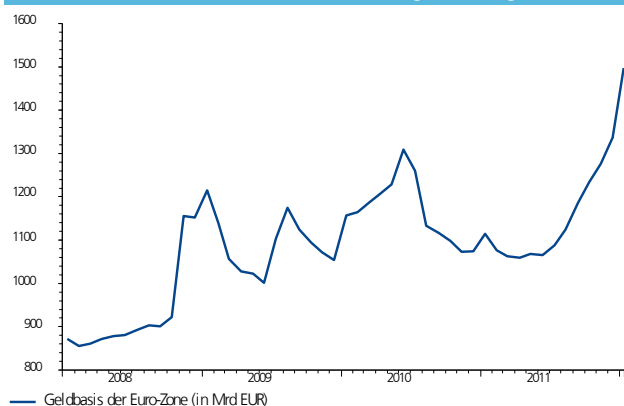
Quelle: Thomson Datastream

der Internationalen Energieagentur (IEA) liegen die globalen freien Ölförderkapazitäten, die innerhalb der OPEC konzentriert sind, mit geschätzten 2.5 bis 2.8 Mio Fass/Tag bereits auf einem kritisch tiefen Niveau. Dieses Niveau entspricht fast genau der täglichen Exportmenge des Irans. Schon auf ein sukzessives weiteres Absinken dieser freien Förderkapazitäten, die als das Knappheitsmass am Ölmarkt und damit als bester Indikator für künftige Ölpreise gelten, dürfte der Ölmarkt überaus nervös reagieren. Innerhalb unseres Basisszenarios gehen wir daher von weiter in Richtung 120 bis 125 USD/Fass anziehenden Ölpreisen für die nächsten Wochen und Monate aus.

EZB hält Konsolidierungsdruck für Regierungen aufrecht

Der erste 3-Jahre-Tender der EZB war eine quantitative Lockerungsmassnahme, die zu einer deutlichen Ausweitung der Zentralbankgeldmenge beigetragen hat (Grafik 5). Der für Februar geplante zweite Tender dürfte noch einmal für eine kräftige Ausweitung sorgen. Die

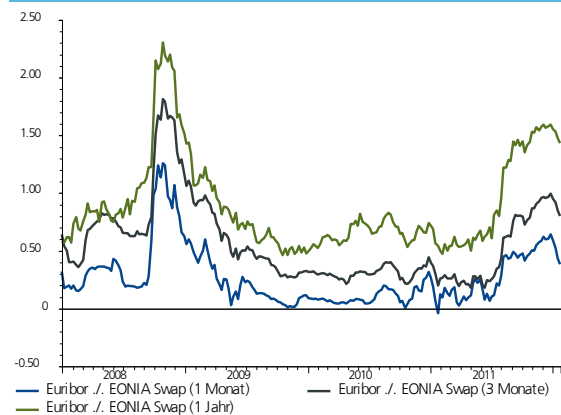
Grafik 5: EZB weitet die Zentralbankgeldmenge aus



Quelle: Thomson 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: Misstrauen der Banken untereinander nimmt ab



Quelle: Thomson Datastream

EZB hat mit dieser Vorgehensweise erstens einen Weg gefunden, die angespannte Lage am Interbankenmarkt zu entschärfen (Grafik 6). Die Furcht vor einer möglichen Insolvenz einzelner Banken hat abgenommen, weil der Tender die Banken mit einem dicken Liquiditätspolster ausstattet und höhere Planungssicherheit schafft. Damit hat sich auch die Gefahr einer Kreditklemme für den privaten Nichtbankensektor verringert. Zweitens setzt sie sich nicht noch stärker dem Vorwurf aus, durch den Ankauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt Haushaltsdefizite maroder Staaten zu finanzieren. Da die EZB nach ihrer letzten Ratssitzung explizit keine Hinweise auf eine Ausdehnung ihres Anleiheankaufprogramms gab, wird sie auch künftig nur selektiv, das heisst im Noffall, am Markt eingreifen. Damit erhält sie den Konsolidierungsdruck auf die Regierungen aufrecht. Allerdings könnte jetzt der Druck einzelner Regierungen auf inländische Finanzinstitute zunehmen, die zusätzlichen Gelder der Zentralbank verstärkt in Obligationen des eigenen Staates zu investieren. Dieses Vorgehen, das als «Finanzrepression» bezeichnet wird, lässt sich ansatzweise in Italien bereits beobachten: Das Finanzministerium hat beschlossen, Banken nach einem Punktesystem zu bewerten, wobei eine Bank, die als Primärhändler (Mitbieter bei Auktionen italienischer Staatsobligationen) agiert, Punktabzug bekommen soll, wenn sie nicht für mindestens 4% des Auktionsvolumens mitbietet. Zwar hat der Punktabzug im Wesentlichen symbolischen Charakter, weil er derzeit keine gravierenden Sanktionen mit sich bringt. Eine Verschärfung diesbezüglicher Regeln ist aber nicht auszuschliessen.

David Marmet / Jörn Spillmann / Susanne Toren

Zinsen und Währungen

Investoren wagen sich aus den sicheren Häfen heraus

Ein Stimmungswandel bei den Anlegern – ausgelöst durch global bessere Konjunkturdaten als erwartet und erfolgreiche Anleiheauktionen v.a. in Italien und Spanien – liess die Renditen in Ländern, die als sichere Häfen gelten, im Monatsvergleich ansteigen (10-jährige Bundesanleihen: +5 Bp auf 1.88%). Spiegelbildlich sanken die Renditen der meisten Euro-Peripheriestaaten. Auch die Spreads von Unternehmensanleihen verengten sich deutlich. Entsprechend entwickelten sich die Devisenmärkte. Konjunktursensitive Währungen legten teilweise kräftig zu (BRL: +7%, MXN: +7.8%, NZD: +5%). Auch der EUR erholte sich von seiner Schwäche mit +1.5%.

Italien steuert in die richtige Richtung

Nachdem Italien in den Strudel der Euro-Schuldenkrise gezogen worden war, hat die Regierung Monti in ihrem «Dekret zur Rettung Italiens» erste Konsolidierungsschritte verabschiedet, die neben Steuererhöhungen auch strukturelle Reformen u.a. bei der Rentenversicherung beinhalten. Zusätzlich sollen Massnahmen zur Liberalisierung des Arbeitsmarktes folgen. Deren Umsetzung würde neue Investitionsanreize und die Voraussetzung für ein künftig wieder stärkeres Wirtschaftswachstum schaffen. Investoren werten dies als Schritt in die richtige Richtung und honorieren die Bemühungen der neuen Regierung: Nachdem Italiens Zinsstrukturkurve Ende November sogar invers geworden war, hat sie sich wieder normalisiert (Grafik 1). Allerdings besteht die Gefahr, dass die angekündigten Reformen aufgrund innenpolitischen Drucks noch abgeschwächt werden. Insofern bleibt der Risikoaufschlag gegenüber deutschen Bundesanleihen mit rund 400 Basispunkten hoch.

USD als Reservewährung jüngst gestärkt

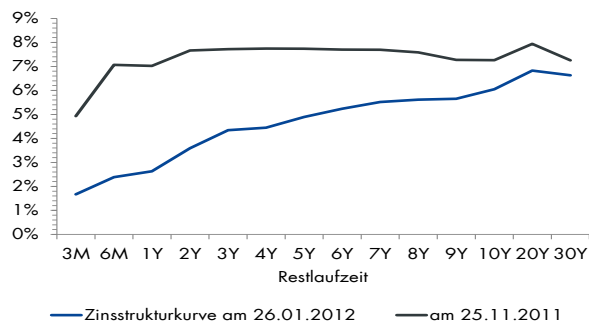
Die vom IMF quartalsweise publizierten Daten zur Zusammensetzung der weltweiten offiziellen Devisenreserven zeigen, dass der globale Reserveaufbau in den letzten Quartalen weniger dynamisch verlief. Einige Notenbanken waren denn auch damit beschäftigt, die heimische Währung durch Devisenverkäufe zu stabilisieren. Wie Grafik 2 zeigt, sanken zwar die Anteile des USD im letzten Jahrzehnt kontinuierlich, seit Ausbruch der Finanzkrise ist aber wieder eine Verschiebung hin zum USD zu beobachten. Obwohl die USA ihr AAA-Rating eingebüsst haben, konnten sie ihren Status als sicheren Hafen weiterhin halten. Die oft prophezeite bevorstehende Abkehr vom USD als Leitwährung lässt sich aus

Prognosen Zinsen und Währungen

	26. Jan. 12	Mai. 12	Feb. 13
Leitzins			
CHF	0.10	0.10	0.10
EUR	1.00	0.75	0.75
GBP	0.50	0.50	0.50
SEK	1.75	1.50	1.50
USD	0.25	0.25	0.25
CAD	0.99	1.00	1.00
JPY	0.10	0.10	0.10
AUD	4.25	4.00	4.00
Rendite Staatsanleihen 10 Jahre			
CHF	0.70	0.90	1.20
EUR	3.67	4.00	3.20
GBP	2.10	2.30	2.40
SEK	1.71	1.70	2.10
USD	1.93	2.00	2.30
CAD	2.02	2.20	2.50
JPY	0.98	1.00	1.20
AUD	4.05	4.20	4.50
Wechselkurse .../CHF			
EUR	1.21	1.22	1.25
GBP	1.44	1.46	1.52
SEK	13.58	13.71	14.04
USD	0.92	0.96	1.00
CAD	0.92	0.97	1.02
JPY	1.19	1.23	1.27
AUD	0.98	1.00	1.05

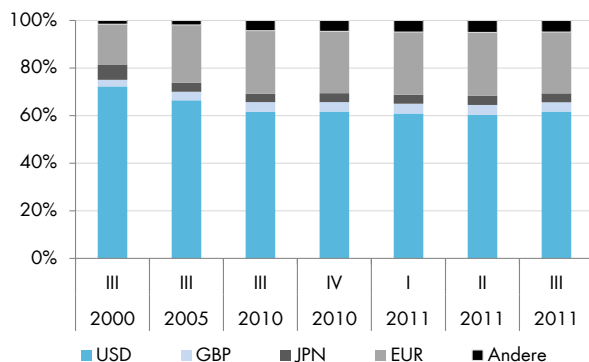
Quelle: Thomson Datastream

Grafik 1: Zinsstrukturkurve Italiens wieder normal



Quelle: Thomson Datastream

Grafik 2: Zusammensetzung der Devisenreserven



Quelle: Thomson Datastream

diesen Daten nicht ablesen. Es dürften noch einige Jahre ins Land ziehen, bis andere Währungen – namentlich der Renminbi (CNY) – dem USD als wichtigster Transaktions- und Reservewährung den Rang ablaufen.

EUR-Abwertungspotenzial gegenüber USD

Dennoch ist der USD unserer Ansicht nach eine strukturell schwache Währung. Wir rechnen aber mit einer Aufwertung des USD gegenüber dem EUR in den nächsten Monaten: Erstens sind die konjunkturellen Aussichten in den USA deutlich besser als in Europa. Zwar ist inzwischen das positive Überraschungspotenzial in den USA beschränkt. Aber jüngst hat sich in Spanien wieder einmal exemplarisch gezeigt, wie schwierig es ist, in wirtschaftlich schwierigen Zeiten die Staatsfinanzen in Ordnung zu bringen. Die konjunkturell ermutigenden Nachrichten dürften in der Euro-Zone auch in den nächsten Monaten rar ausfallen. Zweitens zeigt die Vergangenheit, dass bei einer restriktiven Fiskalpolitik gekoppelt mit einer expansiven Geldpolitik eine Währung schwächelt. Mit der von der EZB angekündigten Weiterführung des 3-Jahre-Tenders für Ende Februar wird die Bankbilanz der EZB weiter deutlich ansteigen (Grafik 3), und der EUR wird sich gegenüber dem USD abwerten (Grafik 4).

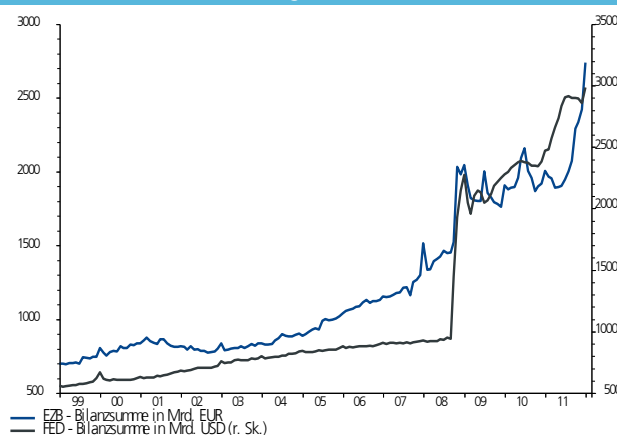
Breit diversifizierte Anlage in Schwellenländeranleihen

Der Fonds **MFS Funds – Emerging Markets Debt** (Valor 1 214 241) investiert vornehmlich in USD-Anleihen von Emittenten aus Schwellenländern. Sein breit diversifiziertes Portfolio enthält etwa 200 Titel. Rund die Hälfte des Vermögens ist im Non-Investment-Grade-Bereich angelegt. Es werden v.a. Staatsanleihen und Anleihen von staatsnahen Unternehmen gekauft. Die Portfoliorichtlinien erlauben aber auch die Beimischung von jeweils maximal 20% Unternehmens- und Lokalwährungsanleihen. Das sehr erfahrene Team legt besonderen Wert auf die langfristige Bonität und die Liquidität der Anlagen und verwendet bei der Länderauswahl u.a. ein haus eigenes Ratingmodell. Der Review-Prozess ist gut institutionalisiert, das Risikomanagement umfangreich und ausgereift. Der Fonds eignet sich für USD-Anleger, die in Schwellenländeranleihen investieren möchten, ohne den Schwankungen der Lokalwährungen ausgesetzt zu sein. Es besteht auch eine EUR-abgesicherte Variante (Valor 12 580 093). Die TER beträgt 1.6%.

David Marmet / Jörn Spillmann / Martin Grassmayr

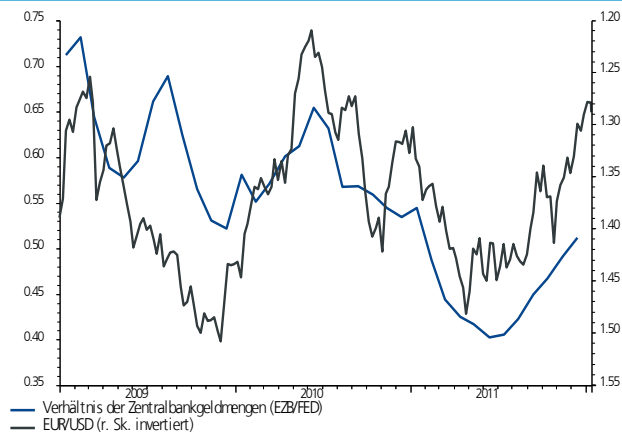
Dieser Artikel wurde nicht vom Research der ZKB erstellt, sondern von der Organisationseinheit Investment Solutions, und untersteht somit nicht den Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse der Schweizerischen Bankiervereinigung.

Grafik 3: Deutlicher Anstieg der EZB-Bilanzsumme



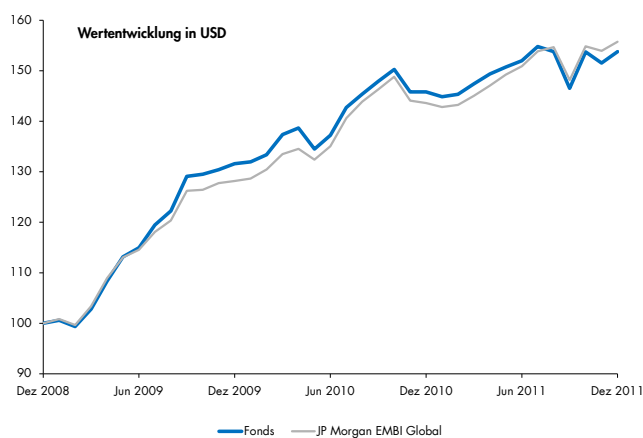
Quelle: Thomson Datastream

Grafik 4: Korrelation EUR/USD und Geldmenge



Quelle: Thomson Datastream

Grafik 5: MFS Funds – Emerging Markets Debt



Quelle: Lipper

Guter Start ins Jahr 2012

Die Aktienmärkte sind insgesamt so stark wie selten in das neue Jahr gestartet. Der MSCI Welt legte im Januar um gut 5% zu. Für gute Stimmung sorgten unter anderem global bessere Konjunkturdaten als erwartet und die Liquiditätsspritze der Europäischen Zentralbank für die Geschäftsbanken der Euro-Zone. Entsprechend kräftig legten die Finanzwerte in Europa zu (Euro-Zone: +11.5%; Grossbritannien: +11.5%). Insgesamt entwickelten sich die zyklischen Sektoren deutlich besser als die defensiven. Auf regionaler Ebene lagen die Schwellenländer vorne (Grafik 3), angeführt von Indien (+11%) und China (+8%). Auch hier beflügelte die Politik der Notenbanken.

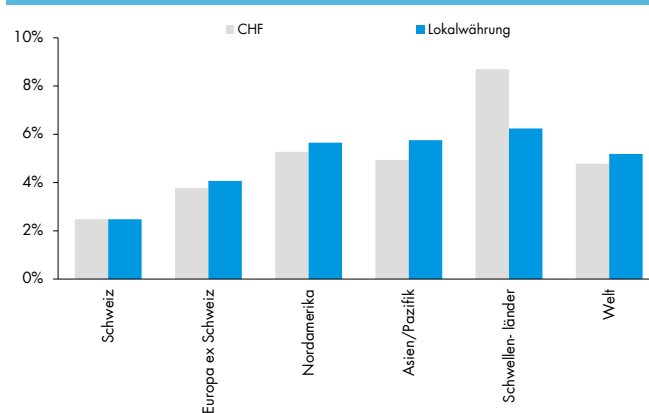
Bislang durchwachsene Gewinnberichtssaison

Die Berichtssaison für das 4. Quartal in den USA läuft gegenwärtig auf Hochtouren. Zwar haben erst 36% der Unternehmen ihre Bilanzen offengelegt, einige Trends lassen sich aber bereits erkennen. Der Anteil positiver Überraschungen fällt bisher deutlich geringer aus als in den Quartalen zuvor (Grafik 4). Da bislang überwiegend Unternehmen aus den konjunktursensitiven Sektoren berichtet haben, bestätigt dies weniger die Wiederbeschleunigung der US-Wirtschaft als vielmehr die global abnehmende Wachstumsdynamik. Den prozentual höchsten Anteil an negativen Überraschungen verzeichnen die Finanzdienstleister (46%). Ihr überwiegend enttäuschendes Handelsgeschäft deutet darauf hin, dass Finanzinvestoren ihr Pulver aufgrund der hohen Unsicherheit weiterhin trocken halten.

Chancen und Risiken bei Finanzdienstleistern ausgeglichen

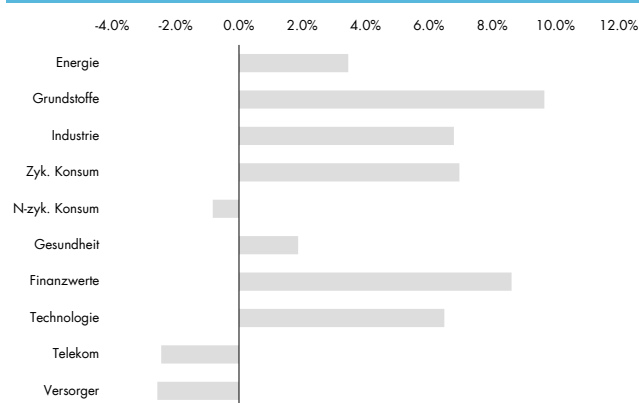
Trotz der bis jetzt schwachen Gewinnberichte der Finanzdienstleister entwickelten sich deren Kurse im Januar weit überdurchschnittlich. Dazu trug nicht unwesentlich die Liquiditätsbereitstellung der EZB über den 3-Jahre-Tender bei, der das systemische Finanzmarktrisiko deutlich reduziert hat. Zudem wurden in der Euro-Zone der Mindestreservesatz von 2 auf 1% gesenkt und die Anforderungen für Wertpapiere als Sicherheiten bei der EZB gelockert. Die «Gefahr» der Einführung einer Finanzmarkttransaktionssteuer hat sich weiter verringert, nachdem auch Frankreich von dieser Forderung abgerückt ist. Darüber hinaus steht gegenwärtig eine mögliche Aufweichung der Eigenkapitalanforderungen im Raum. Insofern stellt sich die Frage, ob hier eine Trendwende in der relativen Sektorenentwicklung bevorsteht,

Grafik 1: Performance seit dem 31.12.2010



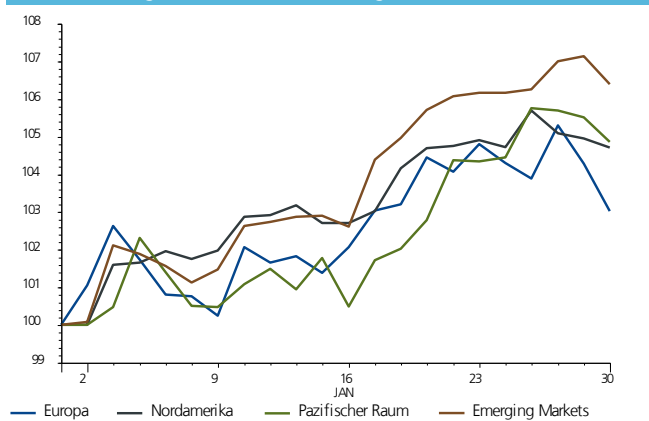
Quelle: Thomson Datastream

Grafik 2: Performance seit dem 31.12.2010 (CHF)



Quelle: Thomson Datastream

Grafik 3: Regionenindizes im Vergleich



Quelle: Thomson Datastream

zumal der Branchenindex seit Anfang 2007 mit kurzer Unterbrechung deutlich schlechter abgeschnitten hat als der Gesamtmarkt (Grafik 5). Gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis weist der Sektor ausserdem die niedrigste Bewertung auf. Für eine nachhaltige relative Stärke muss sich allerdings die Euro-Schuldenkrise entspannen. Dafür wäre mindestens eine dauerhaft tragfähige Lösung für den Schuldenschnitt Griechenlands nötig. Darüber hinaus sollten auch die anderen Euro-Peripheriestaaten das «Schlimmste» überstanden haben. Danach sieht es derzeit noch nicht aus, sodass wir neutral gewichtet bleiben.

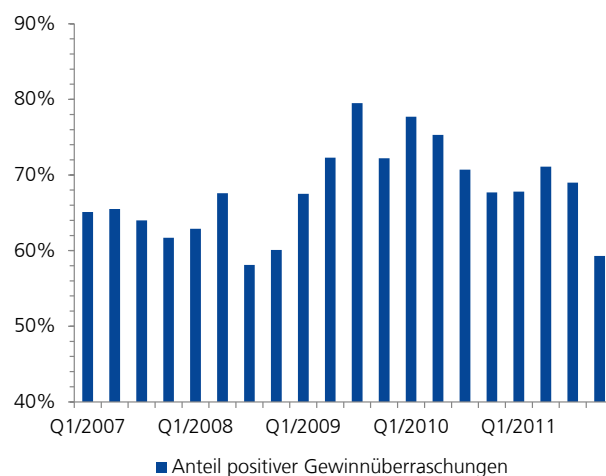
Energiesektor und Ölpreis

Den Sektor Energie haben wir seit längerem in unserem Aktienportfolio übergewichtet. Angesichts der von uns angehobenen Ölpreisprognose ist interessant zu analysieren, ob sich daraus eine Änderung in der Gewichtung ergeben könnte. Vergleicht man die Entwicklung des Energiesektors relativ zum Gesamtmarkt mit jener des Ölpreises (Grafik 6), lässt sich eine hohe Korrelation erkennen. Gegenläufige Bewegungen waren bislang nur vorübergehender Natur. Aktuell nimmt die Jahresveränderungsrate der Ölpreise ab. Parallel dazu schrumpft die Outperformance des Energiesektors. Wenn sich der von uns erwartete Ölpreisanstieg einstellt, sollte das die Indexentwicklung des Sektors unter sonst gleichen Bedingungen wieder beflügeln.

Die Sektorstrategie wird etwas zyklischer

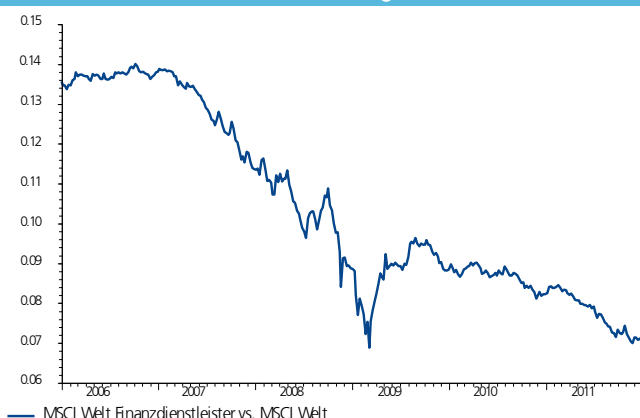
Die gegenwärtige Konjunktorentwicklung in Verbindung mit den Risiken bezüglich der Euro-Schuldenkrise und des Iran verhindern derzeit stabile Sektorentrends. Unsere Indikatoren empfehlen deshalb häufigere Sektorrotationen als gewöhnlich. Wir stufen Industriewerte mit «Übergewichten» ein und reduzieren den Gesundheitssektor auf «Neutral». Die Gewinnrevisionen Ersterer haben sich im Vergleich zum Gesamtmarkt deutlich verbessert. Diejenigen des Gesundheitssektors verlieren dagegen an Dynamik. Darüber hinaus nehmen wir den Technologiesektor auf «Übergewichten» und den nicht zyklischen Konsum auf «Untergewichten». Gewinnenttäuschungen in den vergangenen Wochen haben dazu geführt, dass die hohe Bewertung des nicht zyklischen Konsums stärker in den Fokus der Investoren rückt. Die Bewertung des IT-Sektors liegt dagegen bei noch immer überdurchschnittlicher Gewinnentwicklung im neutralen Bereich.

Grafik 4: Gewinnberichtssaison in den USA



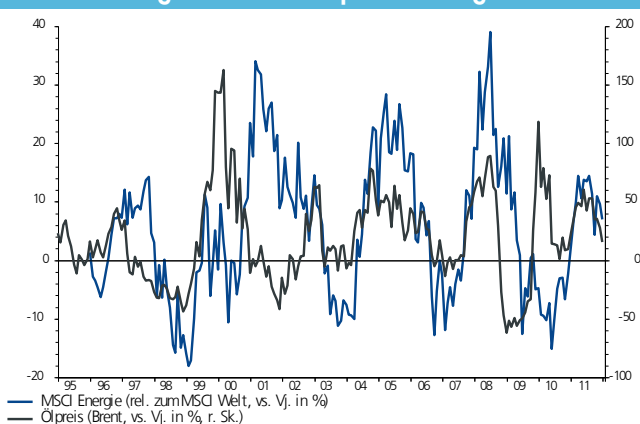
Quelle: Thomson Datastream

Grafik 5: Finanzdienstleister in langem Abwärtstrend



Quelle: Thomson Datastream

Grafik 6: Energieaktien und Ölpreis im Vergleich



Quelle: Thomson Datastream

Umfeld für Aktien vorerst noch schwierig

Der Start ins Aktienjahr 2012 ist recht erfreulich ausgefallen. An den meisten Börsen konnten bislang Kursgewinne verzeichnet werden. Viele zyklische Titel, die 2011 zu den klaren Verlierern gezählt hatten (z.B. Rohstoffbereich), hatten dabei die Nase vorn. Für eine aggressive Anlagestrategie scheint es uns aber noch etwas zu früh. Für die globale Wirtschaft sind in den kommenden Monaten zahlreiche Risiken auszumachen, die auch die Börsen belasten könnten. Die Euro-Verschuldungskrise stellt zweifellos das grösste Einzelrisiko für die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte dar. Ein Ende der Krise ist leider weiterhin nicht abzusehen. Um die Schuldenkrise überwinden zu können, bräuchte es eine Gesundung der Staatsfinanzen der schwächeren Länder, ergänzt durch wachstumsorientierte strukturelle Reformen. Mit der absehbaren rezessiven Entwicklung in der Euro-Zone wird der Weg aus der Schuldenkrise zu einer Gratwanderung. Überraschend gute Daten gab es in jüngster Zeit aus den BIC-Staaten (Brasilien, Indien und China), aber Pessimisten schliessen z.B. für China nach wie vor eine harte Landung nicht aus. In den USA zeigen die Konjunkturdaten weiterhin nach oben und weisen auf ein solides Wachstum hin. Die Unternehmensgewinne dürften vor diesem Hintergrund ebenfalls gut ausfallen. Für das Aktienjahr 2012 bestehen weitere gute Vorzeichen. 2012 ist in den USA das Jahr der Wahlen, und Wahljahre sind tendenziell gute Börsenjahre, da mit einer Wahrscheinlichkeit von 75% ein Indexanstieg zu erwarten ist. Positiv zu vermerken ist auch, dass die Performanceerwartungen für die meisten Aktienmärkte bescheiden angesetzt sind, was durchaus für positive Überraschungen sorgen könnte. Gute Unterstützung für die Aktien bieten auch die meist tiefen Kurs-Gewinn-Verhältnisse an den Märkten, die darauf hindeuten, dass viele schlechte Nachrichten bereits in den Kursen enthalten sind. Vor diesem Hintergrund scheint eine neutrale Gewichtung der Aktien angebracht.

Aufnahme von Roche ändert nichts an der Portfoliostruktur

Synthes liegt ein Übernahmeangebot vor von Johnson & Johnson (J&J). Wir erwarten, dass die Übernahme zustande kommt. Das Kurspotenzial ist limitiert. Synthes wurde in unserem Portfolio ersetzt durch Roche, das einzige Unternehmen weltweit, das sich ausschliesslich auf Pharmazeutika und Diagnostik beschränkt. Die Qualität der Produktpipeline ist hervorragend, und bedeutende Patentabläufe sind erst ab 2015 zu erwarten.

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	10683053	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
Roche	1203204	ROG, 380	Schweiz	Gesundheit
Schlumberger	555100	SLB, 65	USA	Energie
Siemens	827766	SI, 4	Deutschland	Industrie
Syngenta	1103746	SYNN, 380	Schweiz	Grundstoffe
Total*	524773	TOT, 4	Frankreich	Energie
UBS	2489948	UBSN, 380	Schweiz	Finanzwerte
Vodafone	2582928	VOD, 4	Grossbritannien	Telekomdienstleist.

Quelle: Zürcher Kantonalbank

* Die Zürcher Kantonalbank hat in den letzten 12 Monaten an Kapitalmarkttransaktionen des Unternehmens mitgewirkt.

Knappheitsregime am Ölmarkt

Im Gegensatz zu anderen Rohstoffen blieb eine Preiskorrektur beim Öl im 2. Halbjahr 2011 aus (Grafik 1). Angesichts (auch geopolitisch) angespannter Angebotsbedingungen hielt er sich wenig verändert auf seinem erhöhten Niveau von 110 bis 115 USD/Fass. So sind die Förderkapazitäten zurzeit selbst innerhalb der konjunkturell schwächelnden OECD voll ausgelastet, und die Öllager, die seit der Finanzkrise nie wieder auf ein «normales» Niveau aufgestockt wurden, tief und weiter sinkend. Aber auch in der OPEC wird nahezu an der Kapazitätsgrenze Erdöl gefördert, d.h., die dort noch vorhandenen freien Förderkapazitäten liegen – gemäss Internationaler Energieagentur – bereits kritisch tief. Und ein weiteres, ölpreiserhöhendes Absinken dieser freien OPEC-Förderkapazitäten ist bereits mit dem schrittweisen Umsetzen des Ölembargos gegenüber dem Iran zu erwarten. Iran ist nach Saudi-Arabien der zweitgrösste OPEC-Förderer.

Investment in Öl über Zertifikat oder ETF

Die positive Erwartung zum Ölpreis lässt sich anlage-technisch zum Beispiel über ein Zertifikat oder einen ETF umsetzen. Das **ZKB Outperformance-Bonus-Zertifikat** (Valor 14 861 074) ermöglicht die überdurchschnittliche Beteiligung (115%) am Kursanstieg des Rohöls und bietet gleichzeitig einen bedingten Kapital-schutz. Wird die bei 76% festgelegte Barriere während der Laufzeit nie berührt oder unterschritten, erhält der Anleger zum Zeitpunkt der Rückzahlung mindestens den Ausgabepreis zurückerstattet, selbst wenn der Kurs des Rohöl-Futures unter dem Startkurs notiert (Grafik 2). Für die passive Abbildung des Ölpreises eignet sich der **UBS CMCI Oil ETF** (Valor 10 996 785, in USD). Der Exchange Traded Fund repliziert synthetisch über einen Swap die Wertentwicklung des UBS Bloomberg CMCI WTI Crude Oil USD Index. Dieser Index besteht aus verschiedenen Öl-Futures entlang der Laufzeitenkurve und bietet dem Anleger eine Ölanlage mit «konstanter Fristigkeit». Damit unterscheidet er sich hinsichtlich Konstruktion von den üblichen, am kurzen Ende rollierenden Indizes. Er kann dadurch von der eigentlichen Ölpreis-entwicklung abweichen (Grafik 3). Andererseits kann damit das Risiko einer negativen Rollrendite gemindert werden.

Susanne Toren / Stephan Balmer

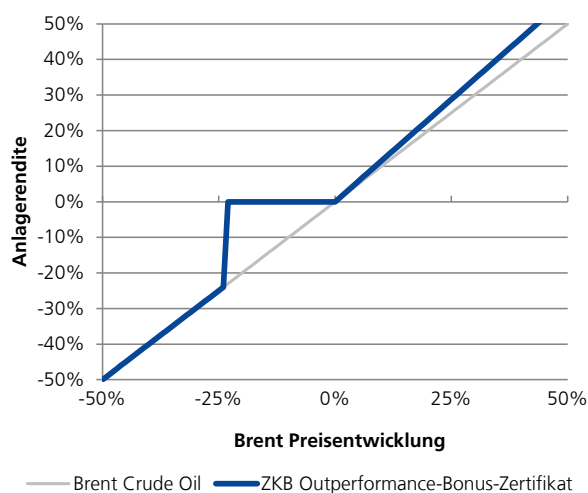
Dieser Artikel wurde nicht vom Research der ZKB erstellt, sondern von der Organisations-einheit Investment Solutions, und untersteht somit nicht den Richtlinien zur Sicherstel-lung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse der Schweizerischen Bankiervereinigung.

Grafik 1: Anhaltend hohe Ölpreise



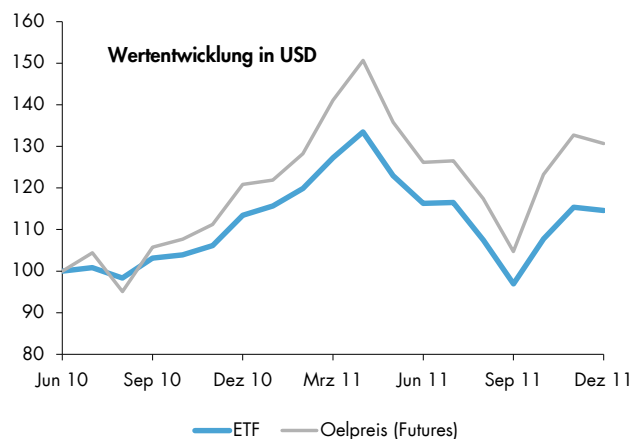
Quelle: Datastream

Grafik 2: Auszahlungsprofil ZKB Outperformance-Bonus-Z



Quelle: Zürcher Kantonalbank

Grafik 3: UBS CMCI Oil ETF USD



Quelle: Bloomberg

Nachhaltige Anlagen

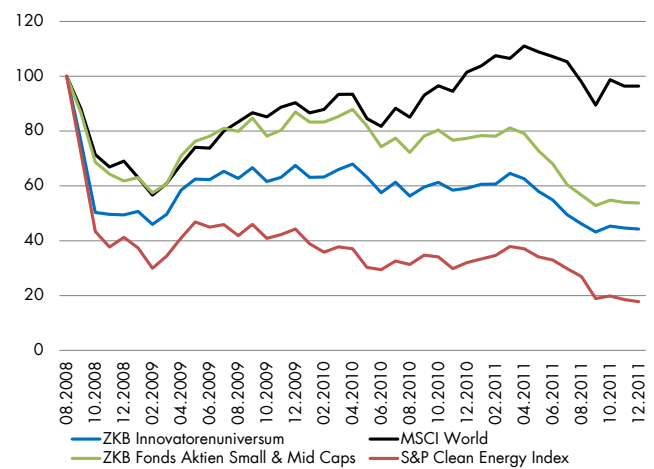
ZKB Fonds Aktien Small & Mid Caps Nachhaltigkeit

Der ZKB Fonds Aktien Small & Mid Caps Nachhaltigkeit investiert in kleine und mittelgrosse Unternehmen, die Lösungen für die Herausforderungen des 21. Jahrhunderts bieten (Innovatoren). Diese finden sich überwiegend in den Themenfeldern Energie, Ressourcen, Mobilität, Dienstleistungen sowie Ernährung und Konsum und erschliessen interessante Alternativen zu den Branchen, die von den strengen Ausschlusskriterien betroffen sind.

Gutes Abschneiden im Peer-Group-Vergleich

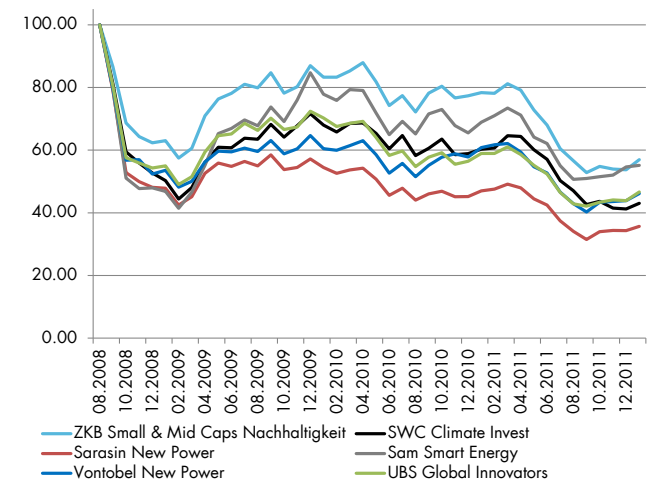
Der ZKB Fonds Aktien Small & Mid Caps Nachhaltigkeit hat sich seit Lancierung schlechter entwickelt als die offizielle Benchmark MSCI World. Betrachtet man allerdings die Performance des zugrunde liegenden ZKB Innovatorenuniversums, wird deutlich, dass der Fonds relativ zum Universum eine Outperformance generiert hat. Das ist deshalb relevant, weil das ZKB Innovatorenuniversum, das dem Portfoliomanager zur Verfügung steht, deutlich vom MSCI World abweicht. Der Vergleich beim Thema erneuerbare Energien (anhand des S&P Clean Energy Index), das mit 40% ein wichtiger Bestandteil des Fonds ist, zeigt, dass dieser Themenbereich seit Lancierung des Fonds deutlich hinter dem Markt zurückgeblieben ist. Bei einer Erholung dieses Themenbereichs dürfte der Fonds vom wachstumsorientierten Charakter der Small-&Mid-Cap-Unternehmen stark profitieren. Vergleicht man die Performance des ZKB Fonds Aktien Small & Mid Caps Nachhaltigkeit mit einer Vergleichsgruppe von Fonds, die ebenfalls eine Exposure zu klein- und mittelkapitalisierten Unternehmen und dem Bereich erneuerbare Energien ausweisen, zeigt sich, dass der ZKB Fonds seit Lancierung im engen Peer-Group-Vergleich bis zu 20% besser war. Es wird deutlich, dass Fonds mit einer Ausrichtung auf klein- und mittelkapitalisierte Unternehmen in Wachstumsbereichen (erneuerbare Energien) generell durch die Finanzkrise unter Druck gekommen sind. Die negative Performance konnte teilweise durch Investments in stabilere Themen wie Wasser reduziert werden. In diesem schwierigen Marktkontext hat der ZKB Fonds Aktien Small & Mid Caps Nachhaltigkeit vergleichsweise gut abgeschnitten.

Benchmark-Performance (seit Lancierung)



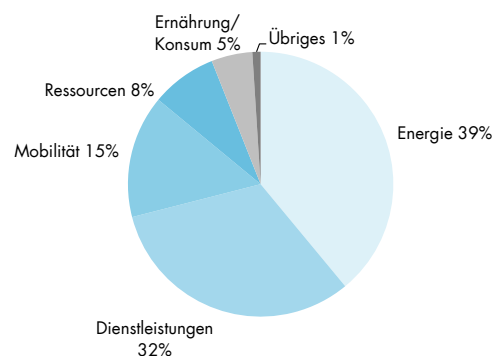
Quelle: Datastream / Zürcher Kantonalbank

Peer-Group-Performance (seit Lancierung)



Quelle: Bloomberg / Zürcher Kantonalbank

Themenallokation (Dezember 2011)



Quelle: Zürcher Kantonalbank