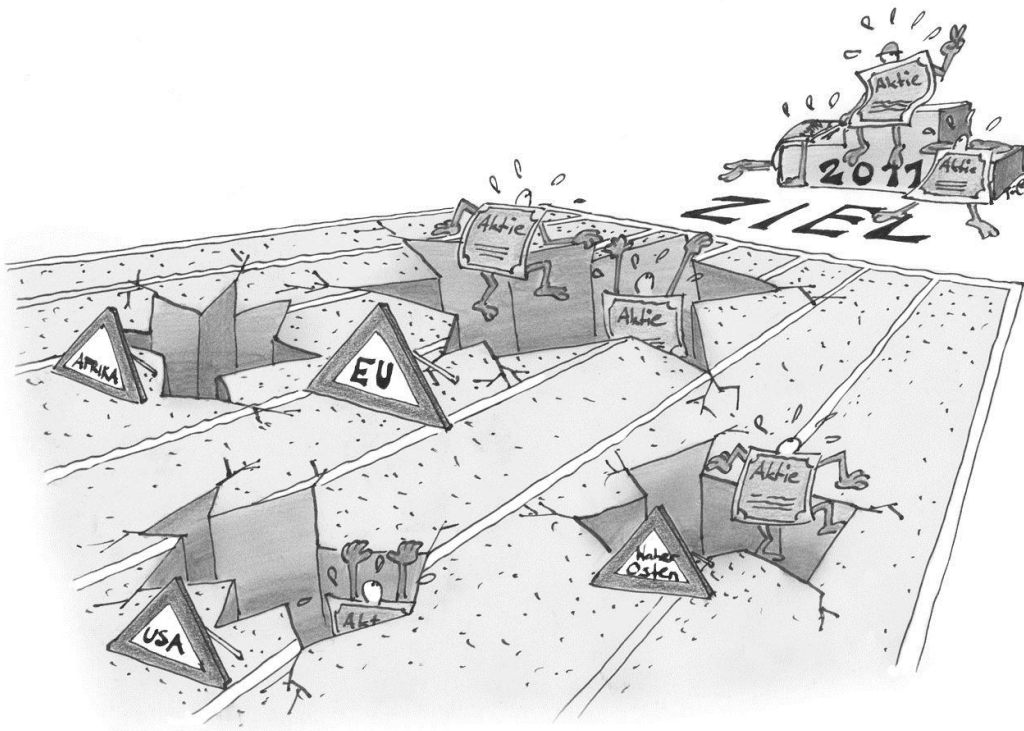


Anlagen Aktuell

Finanzmärkte und Empfehlungen
Monatsausgabe

Januar 2012 – Nr. 1



Aktienjahr 2011 mit rotem Vorzeichen

Das Jahr 2011 war sowohl politisch und gesellschaftlich als auch wirtschaftlich in vielerlei Hinsicht ein historisches Jahr. Das fehlende Vertrauen in die politischen Institutionen in Europa im Zusammenhang mit der Euro-Schuldenkrise, aber auch in den USA bezüglich der Staatsfinanzen, belastete weltweit die Aktienmärkte. Obwohl unsere Titelempfehlungen mehrheitlich eine Überrendite gegenüber der Benchmark erzielen konnten, resultierte für viele Anleger ein Jahr mit Börsenverlusten. Die Situation dürfte zumindest auch zu Beginn des neuen Börsenjahres eingetrübt bleiben, ist doch die Schuldenkrise weiterhin nicht bewältigt. In Europa ist mit einer Rezession zu rechnen. Unterstützung bietet die moderate Bewertung der Aktienmärkte.



Liebe Leserinnen und Leser

Das vergangene Jahr war geprägt von einer Vielzahl an Krisen – entsprechend ist die globale Konjunktur vom Aufschwung in die Krise geschlittert, und die Börsen haben grössere Verluste erlitten.

Für 2012 ist der Problemkatalog nicht minder lang. So wird die Euro-Krise weiterhin für Schlagzeilen und Gipfeltreffen sorgen. Zwar wurden nun die Weichen richtig gestellt und die Fiskaldisziplin als Ziel deklariert; als Nebeneffekt der Defizitreduktion befinden sich jedoch viele europäische Länder in einer Rezession, der sich auch die Schweiz nicht entziehen kann. Damit bleibt die Bankenkrise auf dem Tapet. Die europäischen Banken brauchen dringend Liquidität und Eigenkapital, sonst droht eine weitere Einschränkung der Kreditfähigkeit, was wiederum die Konjunktur abwürgen würde. Dieser Teufelskreis kann nur durch mutige politische Entscheide durchbrochen werden. Keine Hilfe bei der Lösung der Probleme ist die Tatsache, dass 2012 in wichtigen Ländern wie Frankreich und den USA ein Wahljahr ist; denn wichtige Entscheide dürften erst von den neuen Regierungen getroffen werden.

Für die Börsen verheisst das nichts Gutes – allerdings sind all diese Belastungsfaktoren bekannt und weitgehend in den Kursen «eingebaut». Sollte 2012 zwar tatsächlich schlecht laufen, aber weniger schlecht als von den Marktteilnehmern erwartet, kann es an den Börsen doch noch zu positiven Überraschungen kommen.

Marco Curti
Chief Investment Officer

Inhalt

| | |
|-----------------------------------|----|
| Fokus | |
| Ein Jahr für die Geschichtsbücher | 2 |
| Anlagen | |
| Anlagepolitik | 4 |
| Zinsen und Währungen | 6 |
| Aktien | 8 |
| Empfehlungen | |
| Aktienportfolio | 10 |
| Alternative Anlagen | 11 |
| Nachhaltige Anlagen | 12 |

Ein Jahr für die Geschichtsbücher

2011 kann in verschiedener Hinsicht als historisch bezeichnet werden. Die durch das starke Erdbeben und den nachfolgenden Tsunami ausgelöste Reaktorkatastrophe in Japan hat in einigen Ländern ein Umdenken in der Energiepolitik ausgelöst. Der Arabische Frühling stürzte diverse autoritäre Regimes in Afrika und im Nahen Osten. Bereits diese Faktoren führten zu Verwerfungen an den Finanzmärkten, insbesondere in einzelnen Sektoren. Aus Sicht der Finanzmärkte wurde jedoch alles überschattet durch die seit rund zwei Jahren andauernde Schuldenkrise in der Euro-Zone. Vor diesem Hintergrund schlossen weltweit viele wichtige Aktienbörsen das Jahr 2011 mit einem roten Vorzeichen ab. Ein Blick auf die Schlusskurse per Ende Dezember 2011 zeigt jedoch nur die halbe Wahrheit. Im Jahresverlauf war die Volatilität phasenweise sehr hoch, und die Aktienmärkte notierten im Sommer deutlich unter den Jahresendkursen. Die überdurchschnittlichen Kursschwankungen widerspiegeln sich auch in den Wechselkursen, wo der Euro gegenüber dem Schweizer Franken im Sommer die Parität erreichte und auch für den US-Dollar nur noch knapp über CHF 0.7 bezahlt werden musste. Erst die Intervention der Schweizerischen Nationalbank am 6. September hat zu einer Beruhigung auf tiefem Niveau geführt. Nachstehend findet sich ein Überblick über die Performance der wichtigsten Aktienmärkte.

Aktienmärkte 2011

| Börsen 2011 | Jahresrendite in Lokalwährung | Jahresrendite in CHF |
|------------------------|-------------------------------|----------------------|
| SPI (inkl. Dividenden) | -7.7% | -7.7% |
| MSCI Eurozone | -14.1% | -16.6% |
| MSCI USA | 2.0% | 2.3% |
| MSCI Emerging Markets | -18.2% | -17.9% |
| MSCI Welt | -5.0% | -4.7% |

Quelle: Thomson Datastream

Aktien Schweiz – leicht überdurchschnittliche Entwicklung

Aktienempfehlungen Schweiz

| | Performance 2011 in CHF | Relativperformance vs. Benchmark |
|-------------------------|-------------------------|----------------------------------|
| SLI-Empfehlungen | -13.2%* | 0.67% |
| SPI-ex-SLI-Empfehlungen | -17.5% | 0.95% |

*Performance ohne Dividenden

Quelle: Zürcher Kantonalbank, ISFA

Diese Performancezahlen basieren auf den Berechnungen des unabhängigen Instituts ISFA. Sie umfassen alle über 120 laufenden Kauf- und Verkaufsempfehlungen

zu Schweizer Titeln (bezüglich der Musterportfolios siehe den separaten Abschnitt). Seit 2008 verwenden wir den Swiss Leader Index (SLI) als Benchmark für unsere Schweizer Aktienempfehlungen bei den Standardwerten bzw. den SPI ex SLI für die Nebenwerte. Der bekanntere Blue-Chip-Index SMI weist eine zu starke Konzentration der Börsenkapitalisierung insbesondere in den Sektoren Gesundheit und nicht zyklischer Konsum auf.

Auch unsere Empfehlungen konnten sich dem negativen Trend nicht entziehen. Jedoch erzielten wir in beiden Segmenten eine Überperformance. Bei den Standardwerten profitierten wir insbesondere von den Kaufempfehlungen auf Synthes, Roche, Swiss Re und Novartis. Bei den Nebenwerten brachten uns sowohl eine Kaufempfehlung (für das 1. Quartal) als auch – aufgrund der Eintrübung des Textilmaschinenmarktes – eine Verkaufempfehlung im 2. Halbjahr auf OC Oerlikon eine positive Performance. Zusätzlich haben sich unter anderem auch die Kaufempfehlungen auf Carlo Gavazzi, Bossard, Barry Callebaut und Lindt & Sprüngli bezahlt gemacht. Aber auch Verkaufempfehlungen wie Auto-Neum oder Santhera haben eine positive Performance gebracht.

Schweizer Portfolios: Stock-Picking zahlt sich aus

Beide Schweizer Musterportfolios konnten die jeweilige Benchmark klar übertreffen. Jedoch reichte dies nicht aus, um auch auf absoluter Basis eine positive Performance zu erzielen. Profitieren konnten wir davon, dass wir unsere Schweizer Portfolios schon relativ frühzeitig defensiv ausgerichtet hatten. Neben den beiden Pharmaschwergewichtigen Novartis und Roche brachte insbesondere auch Synthes, für die ein Übernahmeangebot besteht, eine solide Performance. Die Exponierung gegenüber zyklischen Unternehmen wie Logitech oder Richemont bauten wir frühzeitig ab. Im Portfolio Nebenwerte gelang zum siebten Mal hintereinander eine erfreuliche Outperformance. Der Fokus auf defensive Unternehmen wie SPS, Barry Callebaut und Valora oder zyklische Unternehmen mit geringer Exponierung gegenüber Europa (z.B. Affichage) oder sehr soliden Bilanzen (z.B. Zehnder) zahlte sich hier aus. Wichtig war aber auch der konsequente Abbau bei Unternehmen mit neuen strategischen Risiken wie zum Beispiel der BKW.

Musterportfolios Aktien Schweiz – je zehn Aktien

| | Performance 2011 in CHF | Relativperformance vs. Benchmark |
|-------------------------|----------------------------|-------------------------------------|
| Schweiz – Standardwerte | -8.0%* | 5.88% |
| Schweiz – Nebenwerte | -13.5%* | 4.97% |

*Performance ohne Dividenden

Quelle: Zürcher Kantonalbank

International: Rohstoffsektor nicht immun

Unsere internationale Favoritenliste hat die Messlatte verfehlt. Die Währungseinflüsse auf die Performance waren im Vergleich zu den Vorjahren eher gering. Regional zahlte sich die starke Übergewichtung der US-Aktien aus und auch die Meidung der südeuropäischen Märkte. Auf Sektorebene lieferte die Untergewichtung der Finanzwerte einen positiven Beitrag. Agraraktien zeigen sich konjunkturresistent, was sich günstig auswirkte. Da sich aber im Laufe des Jahres das globale Wachstumsszenario und auch das Umfeld allgemein für Aktien eintrübten, hat sich unsere über das gesamte Portfolio gesehen etwas zu zyklische Ausrichtung nicht bewährt. Die defensive Neuausrichtung im Sommer (u.a. Barrick Gold, British American Tobacco) kam etwas zu spät. Einige Titel aus dem Energie- und Rohstoffbereich (Peabody Energy, Suncor, BHP Billiton) büssten übers Jahr gesehen stark an Boden ein.

Musterportfolios International – 25 Aktien

| | Performance 2011 in CHF | Relativperformance vs. Benchmark |
|-------------------------------|----------------------------|-------------------------------------|
| Musterportfolio International | -13.2%* | -2.80% |

*Performance ohne Dividenden

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Aussichten 2012

Die Aktienmärkte notieren mit ihren Bewertungen im historischen Vergleich auf einem attraktiven Niveau. Jedoch dürfte die schwache globale Konjunktur respektive die erwartete Rezession in Europa und insbesondere die Euro-Schuldenkrise dämpfend wirken. 2012 dürfte ein weiteres Jahr der Gipfeltreffen europäischer Spitzenpolitiker werden. Die Entwicklung an den Finanzmärkten hängt denn auch stark davon ab, ob die Politiker oder die Europäische Zentralbank eine umfassende Bewältigung der Schuldenproblematik implementieren können. Die Volatilität dürfte vor dem Hintergrund der erwähnten Faktoren und wirtschaftlicher Risiken u.a. in China sowie anstehender Wahlen beispielsweise in den USA hoch bleiben.

Sven Bucher

Ereignisreiches 2011 liegt hinter uns

Das Jahr 2011 war von zahlreichen Ereignissen und Krisen geprägt. Das starke Erdbeben und die Reaktor-katastrophe in Japan, der Niedergang verschiedener diktatorischer Regimes in Nordafrika, der Disput der Republikaner und Demokraten um die Lage der US-Staatsfinanzen sowie die Euro-Krise haben tiefe Spuren in den Finanzmärkten und der globalen Konjunktur hinterlassen. Von den Ökonomen verlangen die ständig veränderten Rahmenbedingungen grosse Flexibilität und die Bereitschaft, das Konjunktur- und Anlagebild ständig zu hinterfragen, um sich neu zu orientieren beziehungsweise zu positionieren.

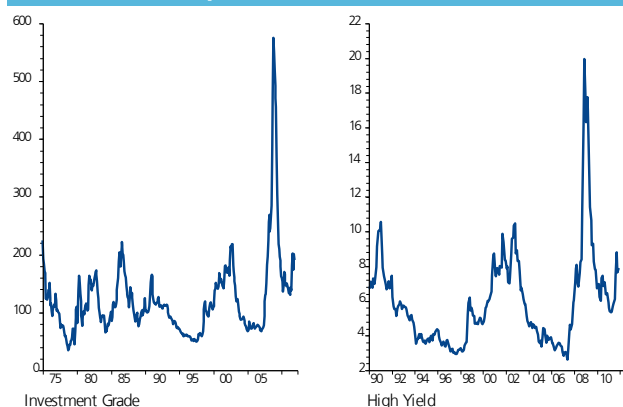
Eingetrübte Konjunkturperspektiven für 2012

Wir gehen davon aus, dass die Euro-Zone 2012 eine Rezession erleben wird. Die sich verschärfende Euro-Krise hat die Kreditvergabepolitik der Banken mit entsprechend negativen Auswirkungen für die europäische Konjunktur beeinflusst. Da Europa unser wichtigster Handelspartner ist, erwarten wir für die Schweizer Volkswirtschaft einen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Aktivitäten in der ersten Hälfte 2012. Über das Jahr rechnen wir mit einem geringen Anstieg des BIP. In den Schwellenländern werden sich die Konjunkturkräfte in den ersten Monaten 2012 weiter abschwächen. Die USA weisen klare Zeichen einer konjunkturellen Stabilisierung auf. Folglich sind wir der Meinung, dass die USA in den nächsten zwölf Monaten nicht in eine Rezession abgleiten werden (Grafik 1).

Unternehmensanleihen und Gold als attraktive Anlagen

Ausgehend von diesem konjunkturellen Szenario, erachten wir Unternehmensanleihen und Gold als die attraktivsten Anlagekategorien für das neue Jahr. Die Unter-

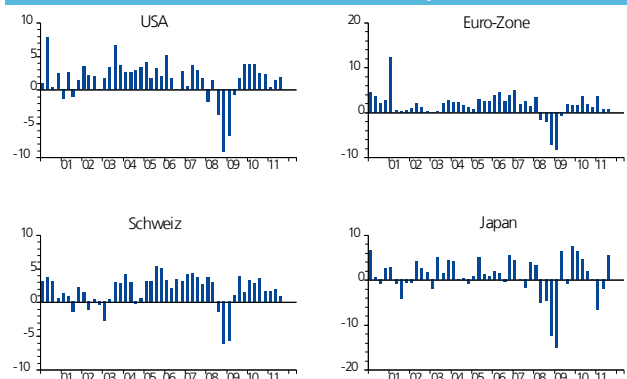
Grafik 2: Renditespreads der US-Unternehmensanleihen



Quelle: Datastream

nehmensanleihen weisen eine im historischen Vergleich eher hohe Risikoprämie gegenüber den Staatsanleihen auf (Grafik 2). Dies, obwohl sich die Bilanzen vieler Unternehmen in den USA und Europa – mit Ausnahme des Finanzsektors – in den letzten Jahren klar verbessert haben, während die Finanzen zahlreicher westlicher Staaten eine deutliche Verschlechterung aufweisen. Das Gold profitiert von den tiefen Realzinsen und der Bereitschaft vieler Länder, ihre Währung zu schwächen (Grafik 3). Gegenüber dem globalen Aktienmarkt sind wir neutral positioniert. Einerseits sprechen die schwache globale Konjunktur und die anhaltende Euro-Krise gegen eine wesentliche Erholung der Aktienmärkte. Andererseits erinnern uns die tiefen Bewertungen (Grafik 4) und die erstaunliche Fähigkeit der Unternehmen, ihre Gewinnmargen durch eine sehr hohe Effizienz zu verteidigen, daran, dass die Aktien mittel- bis langfristig eine sehr attraktive Anlagekategorie sind.

Grafik 1: BIP-Wachstum (in % vs. Vorquartal, annualisiert)



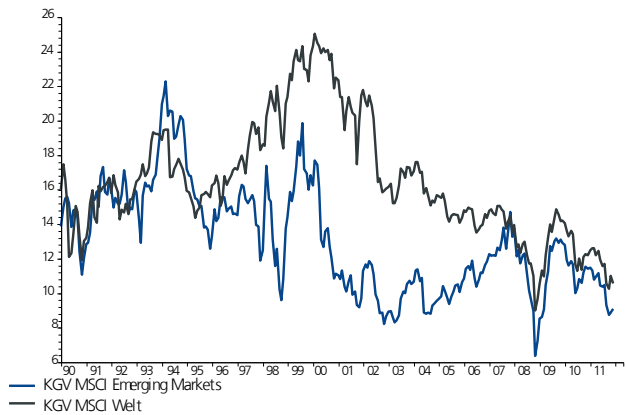
Quelle: Datastream

Grafik 3: Entwicklung des Goldpreises



Quelle: Datastream

Grafik 4: Kurs-Gewinn-Verhältnisse der Aktienmärkte



Quelle: Datastream

Verschiedene Risiken lauern auch 2012

Selbstverständlich gibt es gewichtige Risikofaktoren, die unsere Konjunktur- beziehungsweise Anlageprognosen beeinträchtigen können. An erster Stelle ist dies die Euro-Krise, die 2012 fortauern wird. Es ist davon auszugehen, dass wir auch im neuen Jahr einige Krisen und Gipfeltreffen der Regierungs- und Staatschefs der EU erleben werden. Schliesslich wird sich Europa stärker integrieren und auf die Schaffung einer Fiskalunion hinarbeiten müssen. Dies ist ein harter, langwieriger politischer und ökonomischer Prozess, der über das Jahr 2012 hinaus andauern wird. Ein deutlicher Anstieg der Erdölpreise (Grafik 5) als Folge der Verschlechterung der geopolitischen Lage rund um den Iran und die potenzielle Unfähigkeit der zwei wichtigen Parteien der USA, den im letzten Sommer erzielten Kompromiss in der Frage der US-Staatsfinanzen umzusetzen, sind weitere Risiken, die uns im Verlauf des Jahres 2012 dazu zwingen könnten, unser Konjunktur- und Anlagebild zu überdenken.

Grafik 5: Erdölpreis (Sorte Brent)



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: Zunehmende Bedeutung der Emerging Markets



Quelle: Datastream

Anpassung der strategischen Asset-Allokation

Unsere strategischen Asset-Allokationen wurden per 1. Januar 2012 angepasst. Kernelemente dieser Massnahme sind die Integration der alternativen Anlagen ins Core-Portfolio und die strategische Reduktion der Fremdwährungsrisiken. Zudem wird der Spielraum für die monatliche taktische Asset-Allokation erweitert, um adäquat auf kurzfristige Marktprognosen reagieren zu können. Namentlich wird die taktische Asset-Allokation um die Möglichkeit der Währungsabsicherung ergänzt. Mit diesem Schritt gleichen wir die Anlagestrategien an das veränderte Marktumfeld an. Auch werden Voraussetzungen für eine einfachere, modular aufgebaute Umsetzung der Anlagepolitik geschaffen. Wir möchten an dieser Stelle darauf hinweisen, dass unsere Anlagepolitik – mit Ausnahme der nachhaltigen Produktpalette – grundsätzlich immer alternative Anlagen beinhaltet.

Das bleibend veränderte Marktumfeld im Devisenmarkt bewegt uns zu einer strategischen Reduktion der Fremdwährungsrisiken insbesondere in den defensiven Anlagestrategien. Erreicht wird dies durch die strategische Währungsabsicherung bei den alternativen Anlagen und durch den Abbau der EUR-Obligationenquote zugunsten der CHF-Obligationenquote. Des Weiteren reduzieren wir die Aktienquote z.B. im Portfolio «Ausgewogen» auf 40% (-2%). Innerhalb der Anlageklasse «Aktien» erhöhen wir die Quote «Aktien Emerging Markets». Damit tragen wir der wachsenden Bedeutung der Schwellenländer an den internationalen Finanzmärkten Rechnung (Grafik 6).

Anastassios Frangulidis, Beat Schumacher

Renditen der Eidgenossen auf Rekordtief

Die Renditen der als sicher geltenden Staatsanleihen sind im Dezember über alle Laufzeiten hinweg weiter gesunken. Bei britischen Gilts und Schweizer Eidgenossen bewegen sie sich auf rekordtiefen Niveaus (10-jährige Gilts: 1.97%, Eidgenossen: 0.63%). Nach einer kurzen Schwächeperiode zeigten sich auch die deutschen Obligationen deutlich erholt (Grafik 1). Anders als in den Vormonaten entwickelten sich Unternehmensanleihen besser als sichere Staatsanleihen, sodass sich die Spreads insbesondere in Europa wieder verengten (Grafik 2). An den Devisenmärkten knüpfte der US-Dollar an seine Stärke vom November an. Das Tempo der Aufwertung verlangsamte sich allerdings. Gegenüber den meisten wichtigen Währungen legte er zu (EUR: -2.8%, GBP: -0.4%, JPY: 0.0%, CHF: -2.3%). Da die Schweizerische Nationalbank keine Hinweise auf eine Anhebung der Wechselkursuntergrenze des Schweizer Frankens zum Euro gab, endete seine Abwertungstrend gegenüber den meisten Währungen vorerst (Grafik 3).

Anpassungen in der strategischen Asset-Allokation

Die Änderung der Benchmark-Gewichte (siehe Seite 5) in der strategischen Asset-Allokation (SAA) haben Auswirkungen auf unser Portfolio Zinsertrag. Die Gewichtung der Fremdwährungsanleihen wurde zugunsten der Schweizer Eidgenossen reduziert. Dies betrifft alle Regionen innerhalb des Portfolios. Besonders ausgeprägt war dabei allerdings die Quotenreduzierung der Anleihen aus der Euro-Zone.

Wir ändern die Notation bei den Wechselkurspaaren

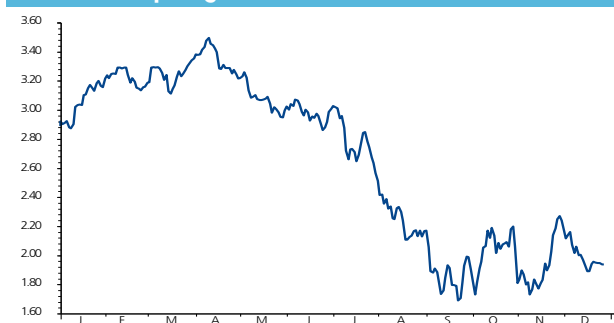
Da es in der Vergangenheit des Öfteren zu Verwirrungen gekommen ist, passen wir die Notation der Wechselkurspaare an gemäss der Usance im Devisenhandel (bisher die sogenannte Ökonomen-Notation). Das bedeutet, die Währung, deren Preis angegeben werden soll, wird zuerst – also vor dem Schrägstrich – genannt. Die Währung hinter dem Schrägstrich drückt damit den Preis für die erstgenannte Währung aus. Als Beispiel dient der Preis des Euro ausgedrückt in Schweizer Franken. Wir schreiben jetzt: EUR/CHF 1.24 (bisher CHF/EUR 1.24). Der Euro ist in diesem Beispiel die sogenannte Basiswährung. Für die Basiswährungen hat sich eine international anerkannte Rangordnung durchgesetzt: EUR vor GBP vor AUD vor NZD vor USD. Also gilt zum Beispiel: EUR/USD, GBP/NZD, NZD/USD,

Prognosen Zinsen und Währungen

| | 27. Okt. 11 | Feb. 12 | Nov. 12 |
|--|-------------|---------|---------|
| Leitzins | | | |
| CHF | 0.10 | 0.10 | 0.10 |
| EUR | 1.50 | 1.25 | 1.00 |
| GBP | 0.50 | 0.50 | 0.50 |
| SEK | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| USD | 0.25 | 0.25 | 0.25 |
| CAD | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| JPY | 0.10 | 0.10 | 0.10 |
| AUD | 4.75 | 4.50 | 4.50 |
| Rendite Staatsanleihen 10 Jahre | | | |
| CHF | 1.05 | 1.10 | 1.40 |
| EUR | 3.71 | 3.50 | 3.20 |
| GBP | 2.61 | 2.30 | 2.40 |
| SEK | 2.02 | 1.80 | 1.80 |
| USD | 2.39 | 2.20 | 2.50 |
| CAD | 2.49 | 2.50 | 2.70 |
| JPY | 1.01 | 1.00 | 1.20 |
| AUD | 4.52 | 4.50 | 4.60 |
| Wechselkurse CHF/... | | | |
| EUR | 1.22 | 1.22 | 1.25 |
| GBP | 1.39 | 1.37 | 1.42 |
| SEK | 13.57 | 13.56 | 14.04 |
| USD | 0.86 | 0.87 | 0.91 |
| CAD | 0.87 | 0.88 | 0.92 |
| JPY | 1.14 | 1.13 | 1.13 |
| AUD | 0.92 | 0.93 | 0.96 |

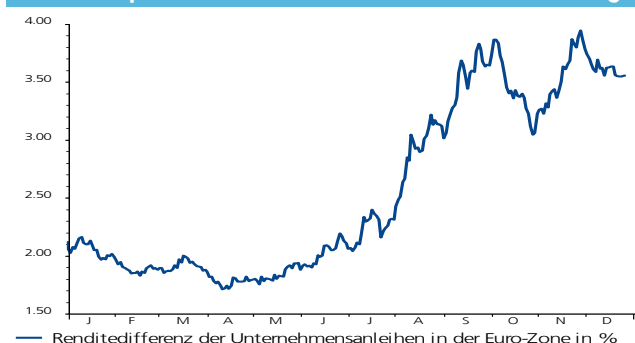
Quelle: Datastream

Grafik 1: 10-jährige Bunds haben sich erholt



Quelle: Thomson Datastream

Grafik 2: Spreads der Unternehmensanleihen rückläufig



Quelle: Thomson Datastream

AUD/USD. Die «Faustregel» aus Schweizer Sicht lautet XXX/CHF. Mit CHF/SEK zeigt **Grafik 4** allerdings eine Ausnahme, das heisst, der Preis für den Schweizer Franken wird grundsätzlich in schwedischen Kronen angegeben und nicht umgekehrt.

Aufwertungspotenzial der SEK vorderhand begrenzt

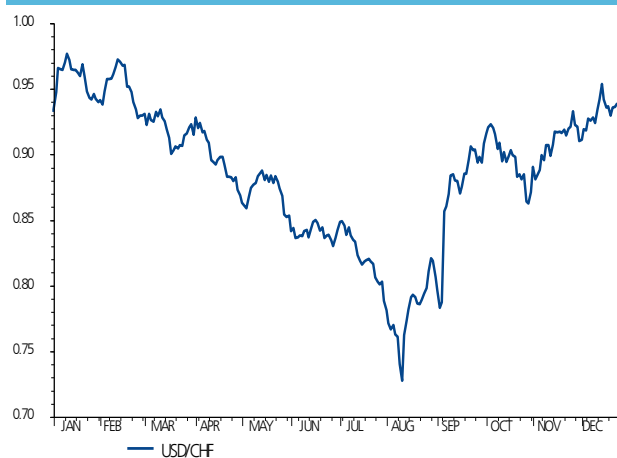
In den letzten Wochen des Jahres konnte die schwedische Krone deutlich an Wert gewinnen. Gegenüber der europäischen Einheitswährung erstarkte sie erstmals seit September wieder unter die Marke von EUR/SEK 9 (**Grafik 4**). Grundsätzlich hat die Krone noch weit mehr Aufwertungspotenzial. Schweden ist eines der wenigen OECD-Länder, denen 2012 keine Rezession resp. Stagnation bevorsteht. Hierzu trägt auch bei, dass wirtschaftspolitische Freiheitsgrade weiterhin vorhanden sind. Neben schwedischen Leitzinsen von weit über 0% erlauben es auch die soliden öffentlichen Finanzen, fiskalpolitische Stimuli einzusetzen, wie das verabschiedete Haushaltsbudget für 2012 zeigt. Allerdings: Aufgrund der Euro-Schuldenkrise kann die mit einem Devisenmarktanteil von knapp 2.5% «kleine» schwedische Krone dieses Aufwertungspotenzial vorderhand nicht entfalten. Dafür spielen Liquiditätsprämien in Krisenzeiten eine zu grosse Rolle.

Breit diversifizierte Anlagelösung für CHF-Obligationen

Der **ZKB Bond Vision Fonds CHF** (Valor: 2 700 759) investiert primär in CHF-Anleihen ausländischer Schuldner, und seine Benchmark ist der Swiss Bond Index Foreign AAA-BBB. Angelegt wird in Staats- und Unternehmensanleihen, wobei Letztere dominieren. Verschiedene interne Researcheinheiten der Zürcher Kantonalbank liefern Inputs (volkswirtschaftliche Prognosen, Kreditresearch, quantitatives Research, Markttechnik) für den Portfoliomanager, der über die Portfoliokonstruktion entscheidet. Derzeit sind fast 60% des Fondsvermögens in Anleihen mit einem Rating von AA oder besser investiert, und der Fonds bleibt bezüglich durchschnittlicher Duration (4.1 Jahre) kürzer positioniert als seine Benchmark (4.6 Jahre). Die Total Expense Ratio (TER) für diesen breit diversifizierten Fonds (rund 200 Positionen) beträgt 1%.

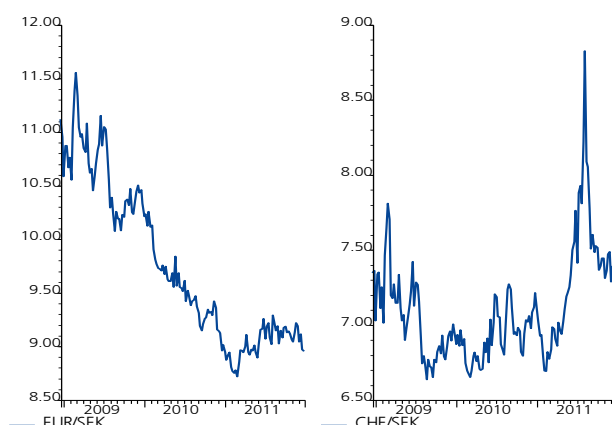
Susanne Toren / Jörn Spillmann / Martin Grassmayr

Grafik 3: Schwäche des CHF vorerst beendet



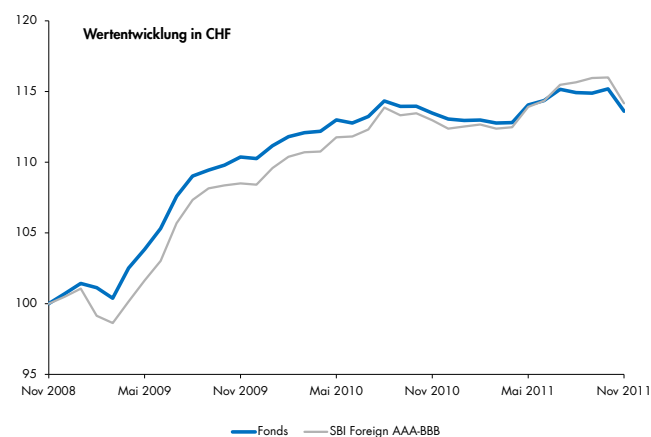
Quelle: Thomson Datastream

Grafik 4: Solide schwedische Krone



Quelle: Thomson Datastream

Grafik 5: ZKB Bond Vision Fonds CHF



Quelle: Lipper

Aktien im Schlussmonat kaum verändert

Die globalen Aktienmärkte gaben im Schlussmonat 2011 leicht nach (MSCI Welt: -0.3%). Für das Gesamtjahr ergab sich daraus ein Minus von rund 6% (Grafik 3). Schlusslicht auf regionaler Ebene war mit -2.5% erneut die Euro-Zone. Der MSCI USA schnitt mit +0.3% wie bereits in den vorangegangenen zwei Monaten deutlich besser ab als der Weltindex. Im Branchenvergleich erwiesen sich die defensiven Sektoren erneut als Stütze des Gesamtmarkts. Zu den Spitzenreitern zählten Gesundheit und der nicht zyklische Konsum. Aber auch der Bankensektor konnte sich leicht erholen (+0.9%). Über das Gesamtjahr betrachtet bleibt er allerdings einer der schwächsten Sektoren (-18.5%). Lediglich die Grundstoffe schnitten mit -20% noch schlechter ab.

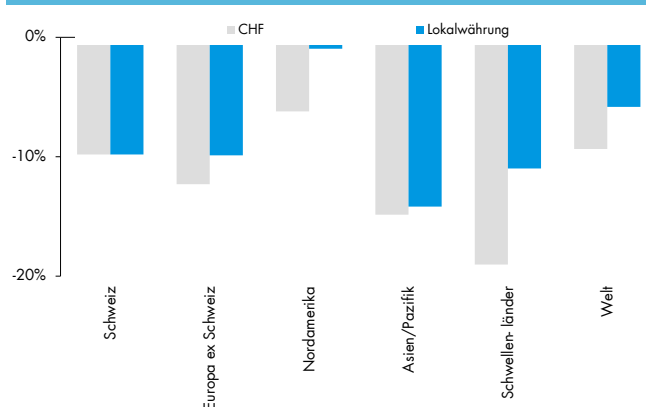
Anpassung in der strategischen Asset-Allokation

In unserem Aktienportfolio passen wir die Regionengewichte in der strategischen Asset-Allokation (langfristig ausgelegten Benchmark) an. Gründe dafür sind unter anderem veränderte Risikoeinschätzungen und die Verschiebung der langfristigen Renditeerwartungen. Demzufolge reduzieren wir die Quote Europas (ex Schweiz) und erhöhen diejenige der Schweizer Aktien. Wir verringern den Anteil von Nordamerika. Die Gewichtung der Schwellenländer wird dagegen deutlich erhöht. Ihre zunehmende wirtschaftliche Bedeutung, das höhere Wachstumspotenzial und die fortschreitende Öffnung der Finanzmärkte für ausländische Investoren steigern die Attraktivität der dortigen Aktienmärkte. Die Anzahl börsennotierter Unternehmen dürfte sich weiter erhöhen und die Marktkapitalisierung relativ zu derjenigen der Industriestaaten zunehmen. In der taktischen, das heisst kurz- bis mittelfristigen, Asset-Allokation wurden die Gewichtungen derart angepasst, dass wir bei den Schwellenländern, beim pazifischen Raum und bei der Schweiz neutral zur strategischen Benchmark gewichtet sind. Europa ex Schweiz ist dagegen deutlich unter-, Nordamerika klar übergewichtet.

Die USA bleiben übergewichtet

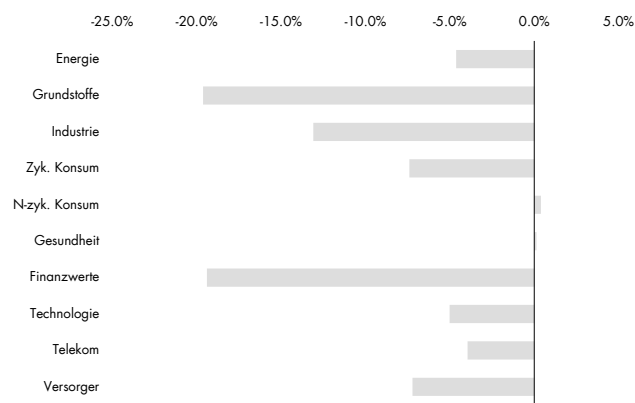
Wir gehen auch in das neue Jahr mit einer Übergewichtung der US-Aktien. Während sich für die Euro-Zone und die Schwellenländer aktuell eine Abkühlung der Konjunktur abzeichnet, gewinnt die US-Wirtschaft leicht an Fahrt. In der Euro-Zone dürfte die weiter schwelende Schuldenkrise 2012 sogar für eine leichte Rezession sorgen. Obwohl die Politik versucht, die Krise zu ent-

Grafik 1: Performance seit dem 31.12.2010



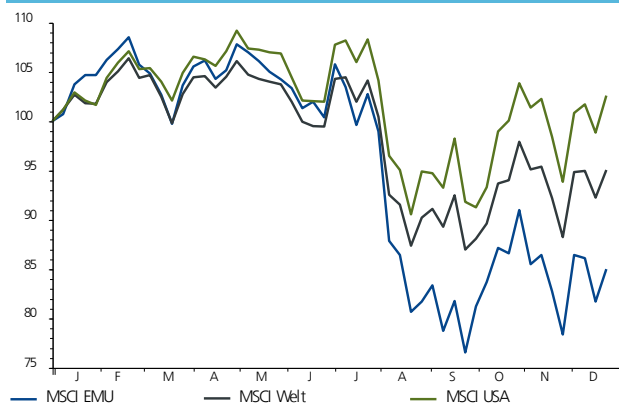
Quelle: Thomson Datastream

Grafik 2: Performance seit dem 31.12.2010 (CHF)



Quelle: Thomson Datastream

Grafik 3: Aktienmärkte im Vergleich



Quelle: Thomson Datastream

schärfen, ist eine dauerhaft tragfähige Lösung noch nicht in Sicht. Das geschwundene Vertrauen der Investoren zwingt die Staaten der Währungs-gemeinschaft zu mehr Haushaltsdisziplin. Demgegenüber besitzen die USA aufgrund der bislang nicht erschütterten Stellung als sicherer Hafen einen höheren Freiheitsgrad bei den Staatsausgaben. Die Regierung kann darum die Haushaltskonsolidierung und die damit verbundenen konjunkturdämpfenden Effekte weiter aufschieben. Einschneidende Sparanstrengungen sind auch deshalb nicht zu erwarten, weil im November 2012 der neue Präsident gewählt wird. Die unterschiedlichen wirtschaftlichen und politischen Entwicklungen der USA und der Euro-Zone machen sich in den Gewinnrevisionen der Finanzanalysten bemerkbar. Die Gewinnschätzungen werden zwar auch für die USA nach unten korrigiert, aber wesentlich weniger als für die Euro-Zone (Grafik 4). Für den Aktienmarkt der Euro-Zone dürfte allerdings die Wechselkursentwicklung sprechen. Grafik 5 zeigt eine stark negative Korrelation zwischen der EUR/USD- und der Aktienmarktentwicklung in der Euro-Zone. Falls sich unsere Prognose, die mit einem stärkeren US-Dollar rechnet, als richtig herausstellt, sollten die grosskapitalisierten Unternehmen mit weitverzweigten Absatzgebieten ausserhalb des Euro-Währungsgebietes davon profitieren.

Profitieren von der konjunkturellen Stabilisierung

Der Fonds **Allianz RCM US Equity** (Valor 396 094) eignet sich zur Abdeckung der Region Nordamerika, die in unserer Anlagestrategie übergewichtet wird. Das Portfolio besteht zu rund 85% aus grosskapitalisierten Unternehmen und investiert mit einer ausgewogenen Stilstrategie in Wachstums- und in Substanztitel. Bevorzugt werden wenig beachtete Aktientitel mit einer vorteilhaften Bewertung und einem attraktiven Aufwärtspotenzial. Die drei erfahrenen Portfoliomanager werden durch ein Team von 23 Aktienanalysten unterstützt. Die Evaluation der Aktientitel besteht aus einer quantitativen Vorselektion und einer anschliessenden qualitativen Bewertung der Faktoren nachhaltiges Gewinnwachstum, Preisfestlegungsmacht, qualitativ gute Bilanz und überzeugendes Management. Die Sektorengewichtung im Portfolio ist das Resultat der fundamentalen Aktienanalyse und beinhaltet aktuell ein Übergewicht in den Sektoren Rohstoffe, Gesundheit, Technologie und Telekommunikation. Die Gesamtkosten des Fonds (TER) betragen 1.7%.

Jean-Jacques Prêtre / Jörn Spillmann

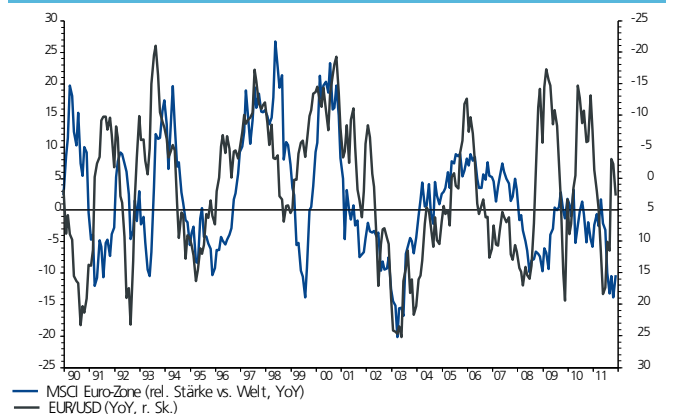
Dieser Artikel wurde nicht vom Research der ZKB erstellt, sondern von der Organisation Investment Solutions, und untersteht somit nicht den Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse der Schweizerischen Bankiervereinigung.

Grafik 4: Abwärtsrevisionen der Gewinnerwartungen



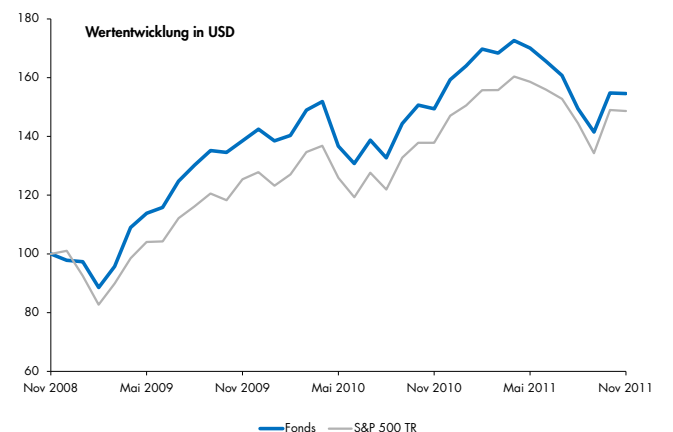
Quelle: Thomson Datastream

Grafik 5: EUR/USD sollte Euroland-Aktien stützen



Quelle: Thomson Datastream

Grafik 6: Allianz RCM US Equity



Quelle: Lipper

Einigermassen versöhnlicher Jahresausklang

In den letzten sechs Wochen des vergangenen Jahres konnte der Schweizer Aktienmarkt um rund 10% zulegen und damit einen Teil der zuvor verzeichneten Kursverluste aufholen. Insgesamt war 2011 aber kein gutes Aktienjahr. Sowohl der SLI mit -13.8% wie auch, noch etwas ausgeprägter, der Small Cap Index (SPL ex SLI) mit -18.4% verzeichneten 2011 deutliche Verluste. Das sich zunehmend eintrübende Umfeld führte auch bei unseren Marktgewinnsschätzungen zu deutlichen Revisionen nach unten. So lagen die Gewinnsschätzungen für 2011 Ende Jahr rund 30% unter dem Niveau der Schätzungen zu Jahresbeginn. Hauptgrund dafür waren deutlich sinkende Gewinnerwartungen bei den Banken und Finanzdienstleistern sowie bei den Energie- und Versorgerwerten oder dem IT-Sektor. Die Unsicherheiten bezüglich der Gewinnsschätzungen und der Kursaussichten für das Jahr 2012 bleiben hoch. Die allgegenwärtige Schuldenkrise spielt dabei mit Sicherheit die zentrale Rolle, aber auch die Angst vor einer schweren Rezession in Europa, die Ungewissheit über den Verlauf der amerikanischen Konjunktur und die wachsende Furcht vor einer harten Landung der chinesischen Wirtschaft lasten auf den Märkten. Dennoch gehen wir davon aus, dass die Unternehmensgewinne im laufenden Jahr insgesamt um rund 15% zulegen können, was uns moderat optimistisch für den Schweizer Aktienmarkt stimmt.

Gute Relativperformance der Schweizer Portfolios

Im Portfolio Standardwerte hatten wir in den letzten Monaten keine Anpassungen unseres defensiv ausgerichteten Portfolios vorgenommen. Dank der anhaltend starken Performance der Schwergewichte Nestlé, Roche und Novartis verzeichnete das Portfolio nochmals zwei starke Schlussmonate und mit einer relativen Performance von +5.9% für das Gesamtjahr – eine Entwicklung, die sich sehen lassen kann. Im Portfolio Schweiz Nebenwerte richteten wir im November mit der Aufnahme von Orior und Valora als Ersatz für Barry Callebaut und Meyer Burger unseren Fokus noch etwas defensiver aus. Dies führte zusammen mit einer erfreulichen Kursentwicklung der bisher enttäuschenden Portfoliotitel St. Galler Kantonalbank und Implenja ebenfalls zu einem versöhnlichen Jahresabschluss. Die relative Performance von +5.0% für das Gesamtjahr ist dabei bereits die siebente Jahres-Outperformance in Folge.

Portfolio für Standardwerte

| Titel | Valor | TK_Symbol | Sektor |
|----------|---------|-----------|------------------------|
| ABB* | 1222171 | ABBN, 380 | Industrie |
| Adecco | 1213860 | ADEN, 380 | Industrie |
| Givaudan | 1064593 | GIVN, 380 | Grundstoffe |
| Holcim* | 1221405 | HOLN, 380 | Grundstoffe |
| Nestlé* | 3886335 | NESN, 380 | Nichtzyklischer Konsum |
| Novartis | 1200526 | NOVN, 380 | Gesundheit |
| Roche | 1203204 | ROG, 380 | Gesundheit |
| Syngenta | 1103746 | SYNN, 380 | Grundstoffe |
| Synthes | 1863105 | SYST, 380 | Gesundheit |
| UBS | 2489948 | UBSN, 380 | Finanzwerte |

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Portfolio für Nebenwerte

| Titel | Valor | TK_Symbol | Sektor |
|------------------|----------|-----------|------------------------|
| Affichage | 1910702 | AFFN, 4 | Zyklischer Konsum |
| Implenia | 2386855 | IMPN, 4 | Industrie |
| Interroll | 637289 | INRN, 4 | Industrie |
| Komax | 1070215 | KOMN, 4 | Industrie |
| Orior* | 11167736 | ORON, 4 | Nichtzyklischer Konsum |
| St. Galler KB | 1148406 | SGKN, 4 | Finanzwerte |
| Sulzer | 3838891 | SUN, 4 | Industrie |
| Swiss Prime Site | 803838 | SPSN, 4 | Finanzwerte |
| Valora | 208897 | VALN, 4 | Zyklischer Konsum |
| Zehnder | 13255733 | ZEH, 4 | Industrie |

Quelle: Zürcher Kantonalbank

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

Rekordhohe Goldnachfrage

Mit rund 1100 Tonnen wurde in den ersten drei Quartalen 2011 bereits nahezu so viel physisches Gold nachgefragt wie insgesamt im bisherigen Rekordjahr 2010. Damit zeichnet sich für 2011 ein weiterer Nachfrager rekord ab. Erstmals löst China Indien ab als grösster Abnehmer von physischem Gold 2011 (mit rund 750 Tonnen). Weiterhin lebhaft verläuft auch die Nachfrage seitens der weltweiten Notenbanken. 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. Kräftig stieg gleichzeitig die Goldnachfrage von Privatinvestoren in der Euro-Zone, worin die erneute Eskalation der Krise zum Ausdruck kam.

Vorteilhafte Portfolioeigenschaften mittelfristig intakt

Trotz rekordhoher Gesamtnachfrage nach physischem Gold gab der Goldpreis im Schlepptau 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. Um Liquiditätsbedürfnisse zu decken, wurden Zwangsveräusserungen von Goldinvestitionen vorgenommen. Die Folge war eine unüblich hohe Korrelation von Gold und risikoreichen Anlagen, die mittelfristig kaum weiter bestehen dürfte.

ZKB Gold ETF

Zur Abdeckung der in der Anlagepolitik der Zürcher Kantonalbank weiterhin übergewichteten Goldposition eignet sich der ZKB Gold ETF. Nachdem bereits 2008 ein Split vollzogen worden war, wurde Ende Oktober 2011 ein weiterer Split im Verhältnis 1 zu 10 durchgeführt. Dieser Umtausch von einem alten in zehn neue Anteile – er betrifft nur die beiden Anteilsklassen «CHF» und «Hedged CHF» – macht den ETF einem grösseren Kundenkreis zugänglich und dient insbesondere Privatlegern, im Rahmen ihrer Vermögensallokation den ETF optimal einzusetzen. Das Volumen aller Anteilsklassen des ZKB Gold ETF ist per Ende November 2011 auf über CHF 10 Mrd gestiegen. Somit gehört das Produkt zu den grössten Anlagefonds in Europa.

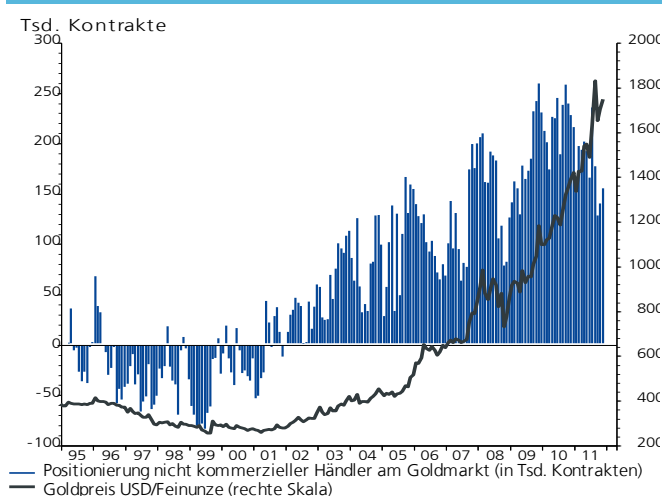
Susanne Toren / Stephan Balmer

Tabelle 1: Goldrallys im historischen Vergleich

| | – Goldpreis in USD – | | | Dauer (Monate) |
|--------------------------|----------------------|------|---------|----------------|
| | zu Beginn | Hoch | Ausmass | |
| Mitte 1971 – Anfang 1975 | 35 | 184 | 426% | 42 |
| Mitte 1976 – Anfang 1980 | 104 | 850 | 720% | 41 |
| Mitte 1982 – Anfang 1983 | 297 | 509 | 72% | 8 |
| Anfang 1985 – Ende 1987 | 284 | 500 | 76% | 34 |
| Mitte 2001 – jetzt | 256 | 1590 | 520% | 131 |

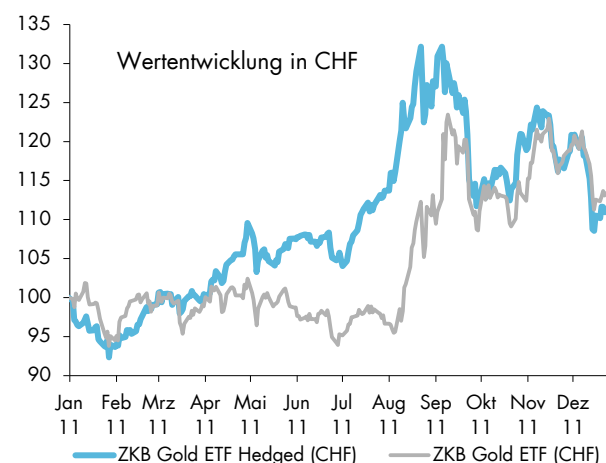
Quelle: Zürcher Kantonalbank

Grafik 1: Abbau von Longpositionen



Quelle: Thomson Datastream

Grafik 2: ZKB Gold ETF – hedged vs. unhedged



Quelle: Lipper

Nachhaltige Anlagen

Nach dem Öl kommt das Atom

Eigentlich begann das Jahr 2011 vielversprechend. Die Demokratiebewegungen in den nordafrikanischen Ländern erschütterten die langjährigen Machthaber in Tunesien, Ägypten und Libyen. Es bestanden berechtigte Hoffnungen, dass die Bewegungen neue Regierungen mit demokratischeren Systemen hervorbringen könnten. Allerdings gab es im März auf der gegenüberliegenden Seite des Globus eine Erschütterung der anderen Art. Ein Erdbeben vor der Küste Japans und der dadurch ausgelöste Tsunami führten in Fukushima zu einer nuklearen Katastrophe sondergleichen. Das Trauerspiel in der Krisenbewältigung durch die Betreibergesellschaft Tepco und die japanische Regierung führte zu einem argen Verlust des Vertrauens in die Kernenergie. Interessanterweise bewirkten diese Ereignisse aber fast «nur» in Deutschland und in der Schweiz eine Abkehr von dieser Energieform. In Italien entschied sich die Bevölkerung und in Venezuela die Regierung definitiv gegen einen Einstieg in die Kernenergie. Die Energie- bzw. die Treibhausgasproblematik wird nach den Unfällen im Golf von Mexiko und in Fukushima auch 2012 wichtig bleiben, da sich gemäss neusten Studien eine Beschleunigung des Klimawandels abzeichnet, die selbst die Worst-Case-Szenarien des IPCC von 2007 übertrifft.

Euro-Krise und Emerging Markets

Als ob das nicht schon genug wäre, verschärfte sich auch die Euro-Krise dramatisch. Ein Rettungsschirm wird für Länder wie Griechenland, Irland und Portugal aufgespannt. Der Druck auf Spanien und Italien nimmt ebenfalls zu, und sogar Frankreich muss um sein AAA-Rating bangen. Aus unserer Sicht aufschlussreich war erneut, dass die betroffenen Länder beim Nachhaltigkeitsrating für Staaten im Jahr 2009 allesamt nicht zu den nachhaltigsten Staaten zählten. Der Fokus der Anleger richtet sich dann vermehrt auf Alternativen zu Europa wie etwa die Schwellenländer. Jedoch zeigt die Euro-Krise je länger, je mehr auch dort negative Auswirkungen. Die guten Perspektiven dieser Ländergruppe für strukturelles Wachstum bleiben zwar intakt, und zudem stehen die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften bezüglich vieler Kriterien wie Staatsverschuldung oder Solidität des Bankensystems besser da als manche In-

dustrielländer. Dennoch überträgt sich die globale Unsicherheit über verschiedene Kanäle auch auf die Schwellenländer. Damit ein nachhaltiger Anleger die Entwicklung der Schwellenländer verfolgen kann, haben wir 2011 den MeinIndex Nachhaltigkeit Emerging Markets geschaffen. Darin enthalten sind rund 70 nachhaltige Unternehmen, vor allem aus dem MSCI Emerging Markets Index. Die Titelmzusammensetzung wird in einem mehrstufigen Anlageprozess ermittelt und regelmässig angepasst.

Transparenz für Anleger

Für das Jahr 2012 soll nun die Transparenz für Anleger betreffend die Nachhaltigkeit der Anlagefonds in ihrem Depot erhöht werden. Dazu wurde ein Nachhaltigkeitsindikator für Fonds entwickelt. Der Nachhaltigkeitsindikator ist eine vereinfachte Analyse, die pro Nachhaltigkeitsdimension auf wenigen zentralen Kriterien beruht – im Gegensatz zu unserer ausführlichen Analyse für die nachhaltigen Anlagen. Mit Daten aus den drei Dimensionen Umwelt (E), Gesellschaft (S) und Corporate Governance (G), den sogenannten ESG-Kriterien, wird der Grad der Nachhaltigkeit von Anlagefonds ermittelt (Tabelle). Die Einteilung erfolgt von der höchsten Stufe A bis zur niedrigsten G. Der Kunde hat mit dem Nachhaltigkeitsindikator eine neue Ebene für seine Anlageentscheid und kann sein Portfolio unter Berücksichtigung der drei Nachhaltigkeitsaspekte Klimawandel, Reputationsrisiken und Corporate Governance ausrichten.

Kriterien Nachhaltigkeitsindikator

| Dimension | Kriterien Unternehmen | Kriterien Schuldner |
|----------------------|--------------------------------------|--|
| Umwelt | CO ₂ -Ausstoss pro Umsatz | CO ₂ -Ausstoss p. Pers./Jahr Wasserverbrauch p. Pers./Jahr |
| Gesellschaft | Reputationsrisiko-indikator | Länderreputationsrisiko Human Development Index |
| Corporate Governance | Corporate Governance Rating | GMI Governance Rating Corruption Perception Index |

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Robert Hauser