

Anlagen Aktuell

Finanzmärkte und Empfehlungen
Monatsausgabe

November 2011 – Nr. 21



Überlebenskampf der deutschen offenen Immobilienfonds

Deutsche offene Immobilienfonds, die hauptsächlich in Europa direkt in gewerblich genutzte Immobilien investieren, haben über ein Jahrzehnt hinweg positive jährliche Renditen erzielt. Spätestens seit Ausbruch der Finanzkrise ist aber klar, dass viele Fonds die tägliche Liquidität unter aussergewöhnlichen Marktbedingungen nicht aufrechterhalten können. Nun blickt die Investorengemeinschaft gespannt auf milliardenschwere Fonds, die entweder bald nachhaltig geöffnet oder aber aus Liquiditätsgründen abgewickelt resp. liquidiert werden müssen.



Liebe Leserinnen und Leser

Das griechische Drama geht weiter! Der Brüsseler Gipfel der EU-Staatschefs markierte zwar einen grossen Schritt nach vorn, indem endlich die Notwendigkeit eines Schuldenschnitts für Griechenland anerkannt wurde und die daraus folgende Rekapitalisierung der europäischen Banken und die massive Vergrösserung des EFSF-Rettungsschirms in die Hand genommen wurden, aber eine endgültige Lösung brachte der Gipfel nicht.

Die überraschende Ankündigung eines Referendums der griechischen Regierung gegen diesen Plan hat nun aber den Anlegern deutlich vor Augen geführt, dass noch erhebliche politische Risiken im Rettungsprojekt schlummern.

Wir haben im Anschluss an das Gipfeltreffen in Brüssel unsere Anlagepolitik von sehr defensiv auf neutral umgestellt und die deutliche Untergewichtung von Aktien aufgehoben, empfehlen aber als Absicherung weiterhin eine hohe Goldposition.

Die weitere Entwicklung werden wir sehr genau verfolgen. Falls sich aus den politischen Wirren in Griechenland eine neue anlagepolitische Situation ergibt, werden wir Sie umgehend informieren.

Marco Curti
Chief Investment Officer

Inhalt

Fokus

Überlebenskampf der deutschen offenen Immobilienfonds 2

Anlagen

Anlagepolitik 4
Zinsen und Währungen 6
Aktien 8

Empfehlungen

Aktienportfolio 10
Alternative Anlagen 11
Nachhaltige Anlagen 12

Weitere Fonds werden liquidiert

Die dunklen Wolken über den deutschen offenen Immobilienfonds haben sich noch nicht verzogen, im Gegenteil: Vor Wochenfrist wurde bekannt, dass zwei weitere Immobilienfonds liquidiert werden müssen. Betroffen sind der AXA Immoselect und der DEGI International. Die beiden Produkte verfügen über ein Fondsvermögen von EUR 2.5 Mrd resp. EUR 1.5 Mrd. [Tabelle 1](#) vermittelt einen Überblick über diejenigen deutschen offenen Immobilienfonds, die sich derzeit in Liquidation befinden. Überdies reiht sie die Fonds auf, die aktuell die Rücknahme ihrer Fondsanteile ausgesetzt haben. Zu Aufhellungen am Horizont könnte der EUR 6 Mrd schwere Fonds CS Euroreal der Credit Suisse beitragen ([Seite 11](#)). Das Fondsmanagement beabsichtigt, den Fonds noch in diesem Jahr wieder zu öffnen, sollten ihm die anstehenden Vertriebsumfragen zur Abschätzung der zu erwartenden Rückgabeanträge der Investoren und die allgemeine Marktlage keinen Strich durch die Rechnung machen.

Strukturprobleme

Offene Immobilienfonds legen ihre Mittel in überwiegend gewerblich genutzten Objekten an. Die Fondsmanager achten dabei auf Kriterien wie Nutzungsart, Lage, Grösse und Alter der Liegenschaften sowie die Bonität der Mieterschaft. In den letzten drei Jahren hat sich gezeigt, dass offene Immobilienfonds die tägliche Liquidität unter aussergewöhnlichen Marktbedingungen nicht aufrechterhalten können. Selbst Fondsgesellschaften mit qualitativ hochwertigen Immobilienportfolios und erstklassigen Managementteams konnten die Liquiditätsengpässe in ihren Produkten nicht verhindern. Offenbar besteht eine Fristeninkongruenz resp. eine Diskrepanz zwischen der täglichen Fondsanteilscheinrücknahme und den dem Fonds zugrunde liegenden illiquiden Immobilienanlagen. Diesen Anlagen eigen sind in der Regel grosse Einzelvolumen, eine geringe Fungibilität und hohe Transaktionskosten. Übersteigen die Rückgabeanträge der Investoren dauerhaft die Liquiditätsquote des Fonds, ist eine nachhaltige Verwaltung nicht mehr gewährleistet. Unter dem Gesichtspunkt der Gleichbehandlung aller Anlegergruppen bleibt dann die Fondsauflösung die letzte Handlungsalternative.

Tabelle 1: Fonds in Liquidation oder Rücknahmeaussetzung

Fonds in Liquidation		Fondsvolumen in EUR Mrd
AXA	AXA Immoselect	2.5
Aberdeen	DEGI International	1.5
Aberdeen	DEGI Europa	1.3
Morgan Stanley	P2 Value	0.7
Pramerica TMW	Immobilien Weltfonds	0.7
Aberdeen	DEGI Global Business	0.3
KanAm	US-Grundinvest	0.1

Fonds mit Rücknahmeaussetzung		Fondsvolumen in EUR Mrd
SEB	SEB ImmoInvest	6.3
Credit Suisse	CS Euroreal	6.1
KanAm	Grundinvest	4.0

Quelle: Fondsgesellschaften, Zürcher Kantonalbank, Daten per 30.09.2011

Erstaunlich stabile Performancedaten

Viele Immobilienfonds haben über ein Jahrzehnt hinweg positive jährliche Renditen erzielt, auch während der Finanzkrise und in Phasen der Rücknahmeaussetzung (Grafik 1). So hat beispielsweise der eingangs erwähnte AXA Immoselect seit seiner Lancierung 2002 erstmals im Kalenderjahr 2010 eine negative Wertentwicklung erfahren. Noch erstaunlicher mutet die Performanceentwicklung des unter Schweizer Investoren bekannten CS Euroreal an. Der Fonds weist seit seiner Auflage 1992 kein einziges negatives Kalenderjahr auf.

Natürlich hat die stabile Performanceentwicklung der offenen Immobilienfonds auch mit der angewendeten Bewertungsmethode zu tun. So kommt bei der Berechnung der Immobilienverkehrswerte das Ertragswertverfahren zum Einsatz, das auf den nachhaltig erzielbaren Mieteinnahmen basiert. Langfristige Mietverträge mit Unternehmen guter Bonität bilden die Grundlage der Erträge. Den Liegenschaften liegt kein Börsenkurs zugrunde, sondern die Bewertung wird einem unabhängigen Sachverständigenausschuss übertragen, der jede Immobilie mindestens einmal jährlich sowie beim Kauf resp. Verkauf schätzt. Somit wirken kurzfristige Mietpreisschwankungen und die Auf- und Abschwungphasen an den Immobilienmärkten nur beschränkt auf den Fonds. Ungeachtet dieser Bewertungsmethoden sei festgehalten, dass die in Grafik 1 gezeigten Performancedaten für die Investoren jederzeit realisierbar sind, solange der Fonds für Rücknahmen geöffnet ist.

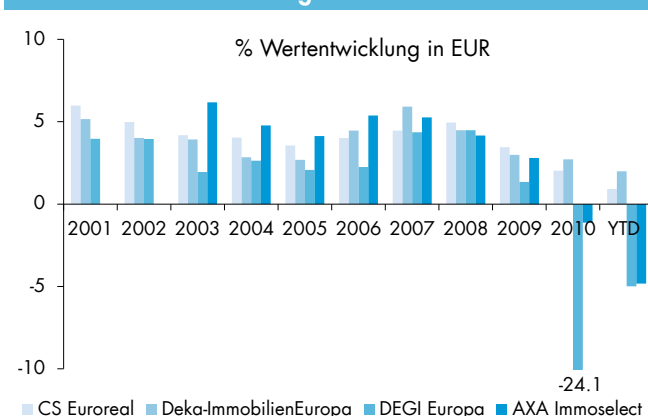
Kommen die gesetzlichen Änderungen zu spät?

Es wäre übertrieben zu behaupten, dass im Frühjahr 2011 in Kraft getretene Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und zur Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes verkomme zur Makulatur. Dennoch kommen die neuen Spielregeln, welche die Stabilität der Anlageklasse wiederherstellen sollen, für einige offene Immobilienfonds offensichtlich zu spät. Die Änderungen des Gesetzgebers, die erst bis Ende 2012 in den Vertragsbedingungen der Immobilienfondsanbieter umgesetzt werden müssen, sehen für die Investoren u.a. Mindesthaltedauern, Kündigungsfristen und beschränkte Rückgabemöglichkeiten für ihre Fondsanteilscheine (EUR 30 000 pro Anleger und Kalenderhalbjahr) vor. Diese Massnahmen sollen vor allem die Flexibilität institutioneller Investoren einschränken und gleichzeitig die Fondsgesellschaft davor schützen, in einem kurzen Zeitraum mit aussergewöhnlich hohen Rückgabeanträgen für Anteilscheine konfrontiert zu werden.

Deutsche offene Immobilienfonds gehören vor allem bei deutschen Privatinvestoren zu den beliebten Anlagekategorien. Insgesamt sind EUR 85 Mrd in diesen Anlagen investiert, die sich als relativ wertstabiles Element zur Optimierung eines Gesamtportfolios eignen. Die Antwort des Gesetzgebers auf die in erster Linie strukturellen Probleme ist ein Schritt in die richtige Richtung. Das Überleben einzelner Immobilienfonds können aber auch die neuen Gesetzesparagrafen nicht garantieren.

Stephan Balmer

Grafik 1: Performance ausgewählter Immobilienfonds



Quelle: Morningstar, Zürcher Kantonalbank

Ein Schritt in die richtige Richtung

Die Regierungschefs der Euro-Zone haben sich jüngst auf ein umfassendes Massnahmenpaket geeinigt, das die Schuldenkrise in Europa entschärfen soll. Es beinhaltet folgende bedeutende Punkte:

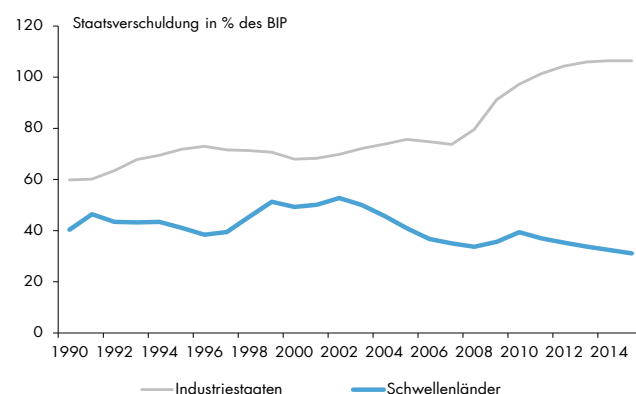
1. In Bezug auf die griechischen Staatsschulden haben die Vertreter der privaten Gläubiger mit den europäischen Politikern einen «freiwilligen» Schuldenverzicht von 50% vereinbart. Dadurch sollen die griechischen Staatsschulden um EUR 100 Mrd reduziert werden.

2. Alle «systemrelevanten» Banken der Euro-Zone sollen ihr Eigenkapital bis Ende Juni 2012 erhöhen, um eine Kernkapitalquote von 9% zu erreichen. Gemäss Schätzungen haben diese Banken als Folge der Abschreibungen, die sie auf ihren griechischen Positionen vornehmen müssen, einen zusätzlichen Kapitalbedarf von EUR 106 Mrd. Die Kapitalaufnahme soll über den Kapitalmarkt erfolgen. Gelingt den betroffenen Banken die Kapitalaufnahme nicht, sollen die Staaten oder der Rettungsschirm EFSF die finanziellen Mittel bereitstellen.

3. Die Wirksamkeit des EFSF soll mit einer Versicherungslösung massiv erhöht werden. Er wird demnach einen Teil des Zahlungsausfalls der in der Zukunft herausgegebenen Anleihen schwacher Länder übernehmen. Zudem wird eine neue Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle oder SPV) gebildet, an der sich der Internationale Währungsfonds (IWF) und andere ausländische Investoren beteiligen können. Das SPV wird in Anleihen investieren, die der EFSF zum Teil absichert.

4. Italien hat sich zu zusätzlichen Sparmassnahmen verpflichtet. Das Land will seinen Schuldenstand in den nächsten drei Jahren auf 113% des BIP senken (aktuel-

Grafik 2: Staatsverschuldung

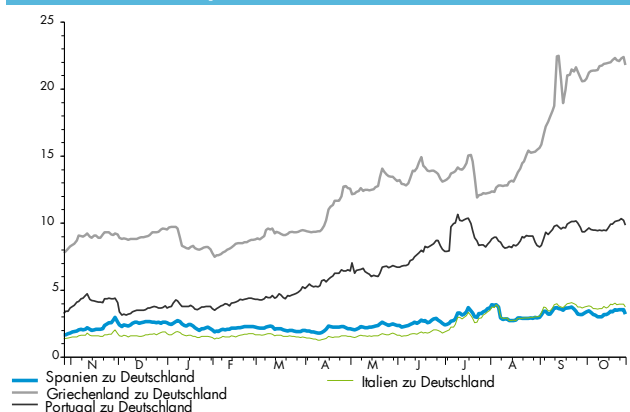


Quelle: IWF

ler Stand 121% des BIP). Spanien und Frankreich haben ebenfalls weitere Einsparungen angekündigt.

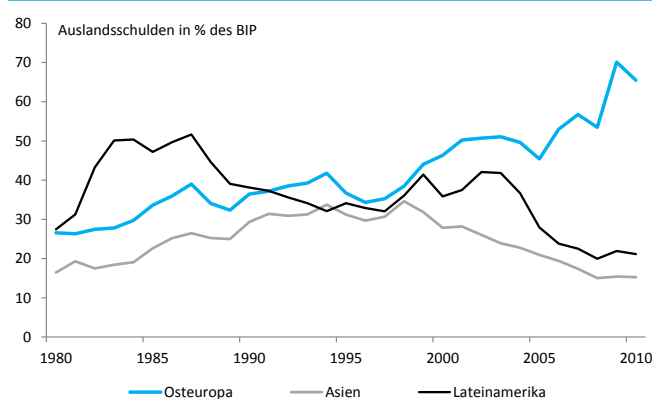
Wir werten die Entscheidungen des EU-Gipfeltreffens positiv und die beschlossenen Massnahmen als Schritt in die richtige Richtung. Obwohl einige Punkte einer weiteren Klärung bedürfen – v.a. die Details zur «Hebelung» des EFSF und die Kontrolle über die Einhaltung der italienischen Versprechen –, sind die Ergebnisse besser als erwartet. Damit sollte die Lage rund um die europäischen Staatsfinanzen vorübergehend entkrampft werden. Allerdings hat die kürzlich erfolgte Ankündigung der griechischen Regierung, die EU-Beschlüsse zur Entschuldung Griechenlands dem Referendum des Volkes zu unterstellen, die Unsicherheit wieder erhöht. Klar ist, dass das jüngste Massnahmenpaket nicht das Ende der Euro-Krise bedeutet. Ein Überwinden der europäischen Schuldenkrise erfordert eine Gesundung der Staatsfinanzen der schwächeren Länder, begleitet von wachstumsorientierten strukturellen Reformen, und die

Grafik 1: Renditespreads in der Euro-Zone



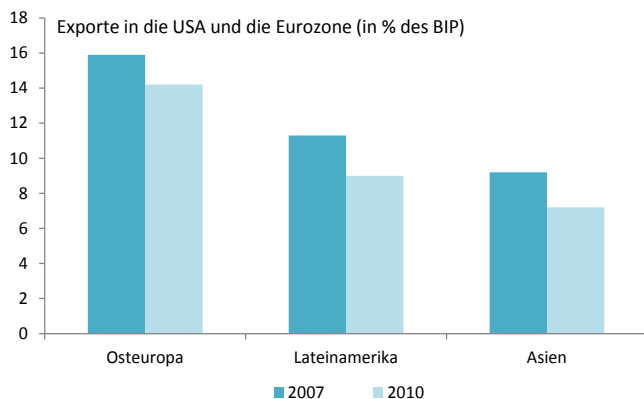
Quelle: Datastream

Grafik 3: Auslandsschulden der Schwellenländer



Quelle: IWF

Grafik 4: Abhängigkeit von G-2-Exporten



Quelle: Capital Economics

Bereitschaft der starken Geberländer, die schwachen Staaten in diesem Prozess unterstützend zu begleiten.

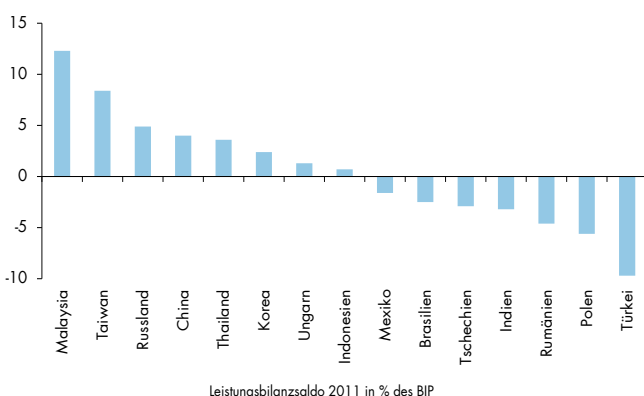
Schwellenländer mit deutlich solideren Staatsfinanzen

Die Schwellenländer sind wegen der engen Verflechtung der Handels- und Finanzströme nicht immun gegen die Konjunkturertrübung in den USA und in Europa. Angesichts des soliden Makrodatenkranzes sind die aufstrebenden Volkswirtschaften aber gut gewappnet, um die gegenwärtige Krise ohne grossen Schaden zu überstehen. Zweifellos schwächt sich das Wirtschaftswachstum auch dort ab, wird aber solide bleiben. Erwähnenswert sind die vergleichsweise gesünderen Staatshaushalte in den Schwellenländern (Grafik 2). Auch sind die externen Schulden in den Schwellenländern – mit Ausnahme Osteuropas – in den letzten Jahren gesunken (Grafik 3).

Unterschiedliche Abhängigkeiten der Schwellenländer

Bei den Emerging Markets handelt es sich um ein heterogenes Universum. Daher ist der Einfluss der Probleme

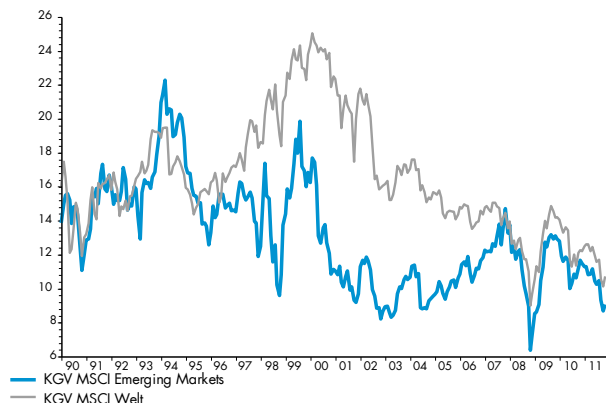
Grafik 5: Leistungsbilanzen



Quelle: Datastream

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 6: Kurs-Gewinn-Verhältnisse



Quelle: Datastream

in den USA und Europa via die verschiedenen Kanäle auf die einzelnen Schwellenländer sehr unterschiedlich. Grafik 4 zeigt die Bedeutung der Exporte von Osteuropa, Lateinamerika und Asien in die USA und die Eurozone, wobei die Abhängigkeit aller drei Regionen von den beiden Wirtschaftsschwergewichten abgenommen hat. Am höchsten ist sie weiterhin in Osteuropa. Ansteckungsgefahr birgt auch die Abhängigkeit von den Kapitalzuflüssen, die notwendig sind, um entsprechende Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren (Grafik 5). In dieser Hinsicht sind verschiedene osteuropäische Staaten anfällig. Hingegen weisen die meisten asiatischen Staaten Leistungsbilanzüberschüsse aus.

Osteuropa ist am stärksten von der Krise betroffen

Gesamthaft ist Osteuropa deutlich stärker von der gegenwärtigen Krise betroffen als Lateinamerika und Asien. Diese Tatsache widerspiegelt sich in der schlechteren Performance der Aktienmärkte in Osteuropa in den letzten drei Monaten im Vergleich mit denjenigen in Asien und Lateinamerika. Durch die Flucht in sichere Häfen sind allerdings die Aktienmärkte der Schwellenländer in den letzten Wochen generell besonders stark in Mitleidenschaft gezogen worden. Das hat zur Folge, dass das Kurs-Gewinn-Verhältnis des MSCI Emerging Markets nun bei 8.5x liegt und somit rund 20% tiefer ist als dasjenige des MSCI Welt (Grafik 6). Aus einer langfristigen Perspektive sind die Emerging Markets günstig bewertet, auch wenn kurzfristig die Volatilität hoch bleiben wird.

Anastassios Frangulidis / Beat Schumacher

Zinsen und Währungen

Leitzinsen bleiben tief oder sinken gar

Angesichts der globalen Wachstumsabschwächung und der grossen Unsicherheit ist mit ganz wenigen Ausnahmen bis auf Weiteres mit keiner Anhebung der Leitzinsen mehr zu rechnen. In den meisten Industrieländern prognostizieren wir zumindest für die nächsten 12 Monate unverändert tiefe Leitzinsen. In der Euro-Zone erwarten wir Ende Jahr gar eine erste Zinssenkung. In den Schwellenländern, wo bis vor Kurzem die geldpolitische Schraube angesichts der Inflationsorgen noch angezogen wurde, haben Indonesien und Brasilien die Zinsen bereits nach unten angepasst.

Potenzial für höhere Bondrenditen ist beschränkt

Mit der Hoffnung auf einen «grossen Wurf» in der Euro-Zone sind die risikoreichen Vermögenswerte wie Aktien in den letzten Wochen gestiegen. Im Gegenzug haben die Kurse der Staatsanleihen nachgegeben resp. sind deren Renditen leicht gestiegen. Das Potenzial für weiter ansteigende Bondrenditen ist angesichts der anhaltend tiefen Leitzinsen aber beschränkt. Die wichtigsten Einflussfaktoren für die weitere Entwicklung der Bondrenditen werden die Risikoneigung der Anleger, die wiederum primär von den Fortschritten bei der Bewältigung der Euro-Krise abhängt, und die Konjunkturerwicklung sein. Das globale Wirtschaftswachstum dürfte aber auch 2012 moderat ausfallen.

Entwicklung der Renditespreads

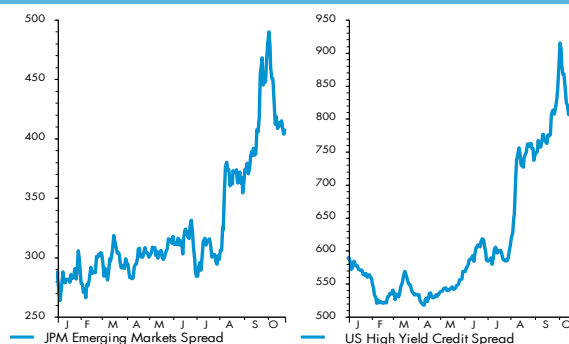
Die jüngste Rally bei den risikoreichen Anlagen zeigt sich auch bei den Renditespreads. Sowohl die Renditeaufschläge der hochverzinslichen US-Unternehmensanleihen als auch diejenigen der Anleihen der Emerging Markets sind gegenüber den US-Treasuries jüngst spürbar gesunken (Grafik 1). Hingegen sind in der Euro-Zone die Renditespreads der meisten Staaten gegenüber Deutschland im Oktober marginal gestiegen. Grafik 2 zeigt die Spreads der CDS (Credit Default Swap, Kreditausfall-Swap) für einige Industrieländer und den Durchschnitt von 17 Schwellenländern. Folgende Beobachtungen sind bemerkenswert: Im Gegensatz zu den anderen Ländern liegen die CDS-Spreads in Frankreich gegenwärtig nahe bei den Höchstständen seit dem 1. Januar 2010. Der Spread Italiens ist deutlich höher als derjenige der Schwellenländer.

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

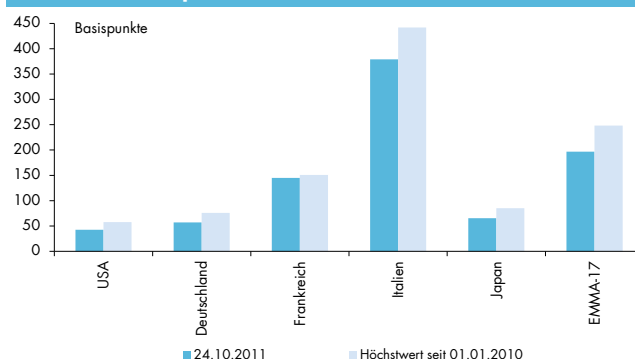
Quelle: Datastream

Grafik 1: Renditespreads sind gesunken



Quelle: Thomson Datastream

Grafik 2: CDS-Spreads



Quelle: Thomson Datastream

Konjunktursensitive Währungen im Aufwind

Der USD konnte die Aufwärtsbewegung vom September nicht fortsetzen (Grafik 3) und gab gegenüber den meisten wichtigen Währungen teilweise deutlich nach. Gegenüber dem AUD verlor er 10%. Der JPY erreichte zum USD zwischenzeitlich ein neues Allzeithoch, bevor die japanische Zentralbank am Devisenmarkt intervenierte (Grafik 4). Die Entwicklung des EUR war gemischt. Die Ankündigung eines nachhaltigen Massnahmenprogramms zur Bewältigung der Euro-Schuldenkrise liess die Gemeinschaftswährung gegenüber den Währungen, die als sichere Häfen dienen, steigen. Gegenüber den eher konjunktursensitiven Währungen verlor der EUR dagegen an Wert. Darin widerspiegelt sich die gestiegene konjunkturelle Zuversicht der Investoren.

Sichere Häfen nicht mehr so stark gesucht

Die USD-Schwäche im Oktober dürfte mehrere Gründe gehabt haben. Erstens hat die Risikofreude der globalen Investoren wieder zugenommen, da wichtige konjunkturelle Frühindikatoren eine globale Rezession aktuell weniger wahrscheinlich erscheinen lassen. Zweitens legt die politische Entwicklung in der Euro-Zone den Schluss nahe, dass die Entscheidungsträger den Ernst der Lage erkannt haben und dauerhafte Lösungen anstreben. Drittens häufen sich Kommentare des Fed, die auf weitere geldpolitische Lockerungsmassnahmen für den Fall einer erneuten Konjunkturschwäche hindeuten. Die Hürde für weitere Massnahmen ist aber hoch.

Breit diversifizierte Anlagelösung für CHF-Obligationen

Der **ZKB Bond Vision Fonds CHF** (Valor: 2700759) 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, Kreditrecherche, 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%.

Jörn Spillmann / Beat Schumacher / Martin Grassmayr

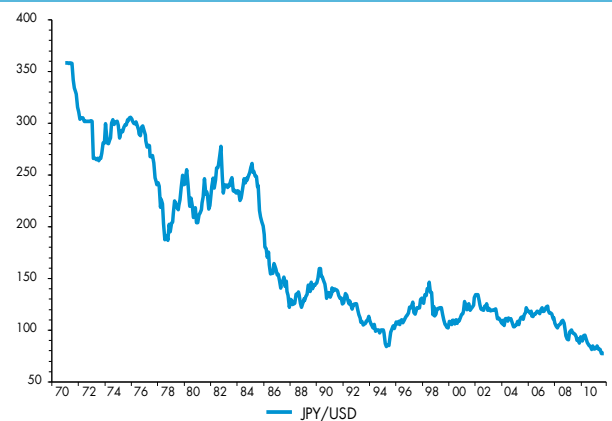
Dieser Artikel wurde nicht vom Research der ZKB erstellt, sondern von der Organisation Investment Solutions, und untersteht somit nicht den Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse der Schweizerischen Bankiervereinigung.

Grafik 3: Der Dollarindex sinkt deutlich



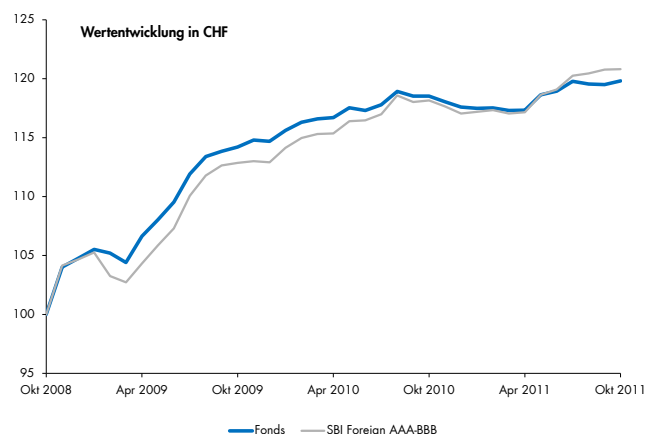
Quelle: Thomson Datastream

Grafik 4: JPY so stark wie nie gegenüber USD



Quelle: Thomson Datastream

Grafik 5: ZKB Bond Vision Fonds CHF



Quelle: Lipper

Konjunkturdaten und EU-Beschlüsse beflügeln

Im Oktober kam es zu einer deutlichen Gegenbewegung an den globalen Aktienmärkten. Der MSCI Welt legte um 11% zu. Unter anderem wegen der Stabilisierung der Konjunkturindikatoren schnitt der Aktienmarkt in den USA noch besser ab (+13.5%). Die Stimmung bezüglich der Euro-Schuldenkrise hellte sich sukzessive auf – es resultierte Erleichterung und eine Rally am Ende des Monats (+12.5%). Enttäuschend entwickelte sich dagegen Japan (+0.7%). Auf Sektorebene lagen alle konjunktursensitiven Branchen auf der Gewinnerseite, angeführt vom Energiesektor, der parallel zur Ölpreis-erholung um über 19% zulegen konnte. Am unteren Ende der Skala lagen die defensiven Branchen mit den Versorgern als Schlusslicht (+3%).

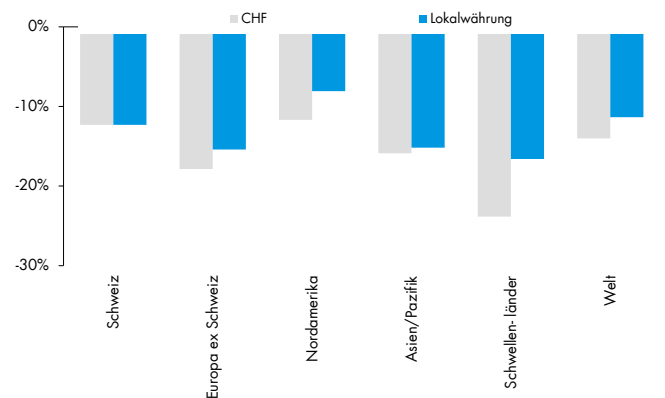
Berichtssaison in den USA besser als erwartet

Die Gewinnberichtssaison in den USA für das 3. Quartal verläuft besser als erwartet. Der Prozentsatz positiver Überraschungen ist zwar bislang nicht so hoch wie in den Vorquartalen, liegt aber mit 71% weiter über dem langfristigen Durchschnitt (Grafik 3). Auch die Banken überraschten überwiegend positiv. Dies lag jedoch zum grossen Teil an der Neubewertung eigener Verbindlichkeiten (u.a. Morgan Stanley, JPMorgan, Citigroup, Bank of America). Die Marktturbulenzen im 3. Quartal führten zu Kursrückgängen dieser Schulden, was es den Finanzinstituten ermöglichte, Abschreibung bis auf das neue Marktniveau vorzunehmen. Den Hintergrund bildet die Tatsache, dass ein Rückkauf eigener Schulden zu niedrigeren Kursen als Ertrag verbucht werden könnte.

Übergewicht der Schwellenländer leicht ausgebaut

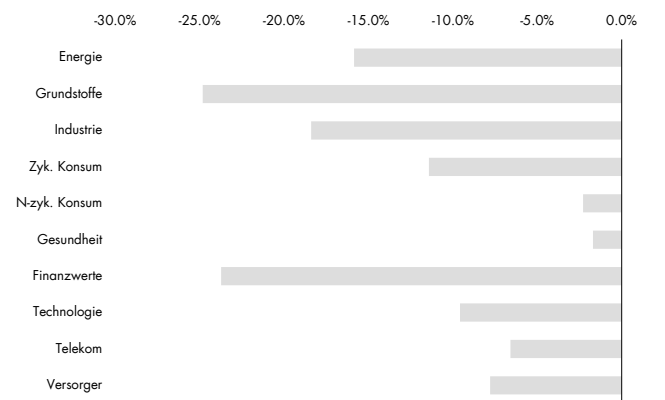
Die Aktienmärkte der Schwellenländer haben unter anderem aufgrund ihrer hohen Wachstumsdynamik historisch betrachtet eine ausgeprägte Korrelation zu den globalen Frühindikatoren, insbesondere dem Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe in den USA (Grafik 4). Sollte dieser sich in den kommenden Monaten weiter auf niedrigem Niveau stabilisieren, dürften sich auch die Schwellenländer nach unterdurchschnittlichem Abschneiden seit Anfang September wieder besser entwickeln. Zwar hat die Gewinnentwicklung deutlicher an Dynamik verloren als diejenige in den entwickelten Volkswirtschaften. Allerdings könnte ein wieder schwächerer US-Dollar den Druck auf die Zentralbanken erhöhen, die eigene Währung durch expansive geldpolitische Massnahmen zu schwächen.

Grafik 1: Performance seit dem 31.12.2010



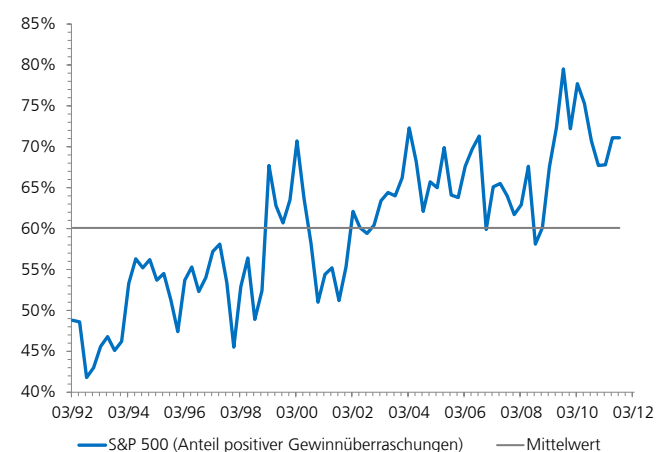
Quelle: Thomson Datastream

Grafik 2: Performance seit dem 31.12.2010 (CHF)



Quelle: Thomson Datastream

Grafik 3: Positive Gewinnüberraschungen überwiegen



Quelle: Thomson Datastream

Sektorstrategie jetzt weniger defensiv

Die Beschlüsse der EU-Regierungen zur Bewältigung der Schuldenkrise haben die Erwartungen der Investoren zunächst erfüllt. Allerdings sind noch viele Detailfragen offen, und das vom griechischen Regierungschef angekündigte Referendum dürfte an den Aktienmärkten weiterhin für Verunsicherung sorgen. Die konjunkturellen Frühindikatoren weisen jedoch auf eine leicht verringerte Wahrscheinlichkeit einer globalen Rezession hin. In unserem Sektorportfolio haben wir deshalb die einseitig defensive Ausrichtung der vergangenen Monate aufgegeben. Neu sind wir bei Versorgern, Telekommunikation und Technologie untergewichtet. Eine Übergewichtung sind wir bei den Finanzdienstleistern, dem nicht zyklischen Konsum und der Energie eingegangen.

Untergewicht Europas zulasten der USA verringert

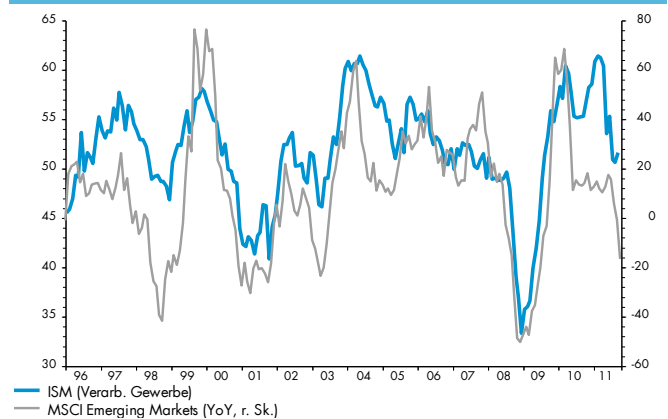
Die Verunsicherung der vergangenen Wochen hat zu einer weit unterdurchschnittlichen Entwicklung europäischer Aktien geführt. Die Nervosität über den Fortgang der Euro-Schuldenkrise hat sich noch nicht gelegt. Allerdings sind viele negative Nachrichten in den Preisen enthalten. Zudem ist die Bewertung – gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis – nicht hoch (Grafik 5). Sollten den Beschlüssen der Euro-Regierungen auch zügig Taten folgen, liesse sich der in den letzten Monaten angerichtete Schaden für die Konjunktur möglicherweise eindämmen. Deshalb reduzieren wir die Untergewichtung europäischer Aktien.

Aktiver Aktienfonds zur Abdeckung der Euro-Zone

Zur Abdeckung der von unserer Anlagepolitik aufgestockten Aktienquote der Euro-Zone eignet sich der **Petercam Equities Euroland** (Valor: 1318302). Der Fonds investiert hauptsächlich in grosskapitalisierte Unternehmen, und der Anlageprozess beinhaltet Bottom-up- und Top-down-Elemente. Ein wichtiges Anlagethema für den in Brüssel ansässigen Vermögensverwalter Petercam bleibt das Wachstum in den Emerging Markets, von dem die europäischen Portfoliounternehmen profitieren sollen. Das Fondsportfolio setzt sich im Durchschnitt aus 60 bis 80 Titeln zusammen. Der Fonds weist tendenziell eine etwas tiefere durchschnittliche Marktkapitalisierung auf als die Benchmark MSCI EMU. Die Gesamtkosten (TER) von 1.2% sind im Konkurrenzvergleich sehr tief.

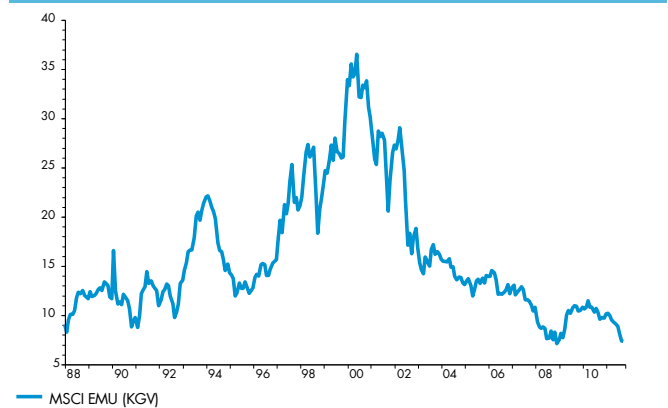
Jörn Spillmann / Stephan Balmer

Grafik 4: Aktien der Schwellenländer sehr zyklisch



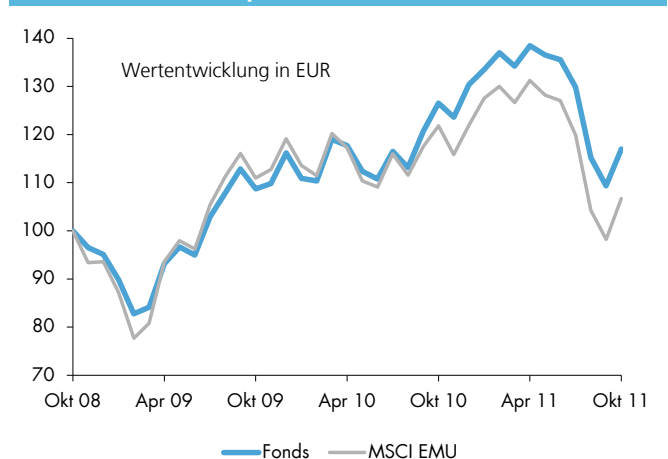
Quelle: Thomson Datastream

Grafik 5: Aktien der Euro-Zone günstig bewertet



Quelle: Thomson Datastream

Grafik 6: Petercam Equities Euroland



Quelle: Lipper

Keine nachhaltige Beruhigung an den Börsen

Nach den starken Kursverlusten im 3. Quartal haben sich die Aktienmärkte im Oktober deutlich erholt. Ausgehend von einer positiv angelaufenen Ausweissaison haben die Märkte dank des vom EU-Gipfel beschlossenen Massnahmenpakets zur Eindämmung der Schuldenkrise eine Erholungsrally hingelegt, die in den letzten Tagen jedoch gestoppt wurde. Die Regierungschefs haben das geliefert, was im Vorfeld angekündigt worden war. Ein umfassender Befreiungsschlag sind die Beschlüsse aber wohl kaum. Auch sind wichtige Details dazu noch offen. Die Herausforderungen bleiben entsprechend gross. Dies zeigt sich beispielsweise darin, dass die CDS-Spreads italienischer Staatsanleihen kurz nach der Ankündigung bereits wieder deutlich gestiegen sind, was auf die anhaltende Besorgnis der Investoren über den hohen Schuldenstand und den mangelnden Reformwillen des «bel paese» hinweist. Etwas positiver sind die Signale aus den USA, wo sich mit der Bekanntgabe eines BIP-Wachstums von 2.5% im 3. Quartal die Gefahr eines Double Dip reduziert hat. Insgesamt bleiben wir wegen der bestehenden Umsetzungsrisiken der EU-Beschlüsse und der nach wie vor fragilen Weltkonjunkturlage nur verhalten optimistisch, was die weitere Aktienmarktentwicklung angeht.

Defensive Werte bremsen die Performance

Im Portfolio Standardwerte hatten wir auf Anfang Oktober den Bauwert Geberit durch Holcim ersetzt. Damit setzten wir etwas stärker auf die Baustoffnachfrage in den Emerging Markets. Obwohl sich dieser Wechsel auszahlte, gelang es dem Portfolio nicht, die starke Indexperformance (SLI +6.9%) zu erreichen. Defensive Schwergewichte wie Nestlé, Roche und Novartis verzeichneten in der Summe kaum Kursanstiege, was schliesslich zu einer Underperformance des Portfolios von 1.4% im Oktober führte. Seit Jahresbeginn liegt die relative Performance jedoch weiterhin mit 3.1% im Plus. An unserer defensiven Ausrichtung halten wir angesichts der andauernden Unsicherheit fest. Noch etwas stärker litt das Portfolio Schweiz Nebenwerte im letzten Monat. Es konnte nur um 1.4% zulegen und hat damit die Benchmarkperformance von 4.3% klar unterschritten. Meyer Burger verzeichnete mit -10% den schlechtesten Beitrag, was auf die Ankündigung einer sinkenden Nachfrage nach Drahtsägen zurückzuführen war. Dennoch kann sich die relative Jahresperformance mit 2.9% weiter sehen lassen.

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: ZKB

Portfolio für Nebenwerte

Titel	Valor	TK_Symbol	Sektor
Affichage	1910702	AFFN, 4	Zyklischer Konsum
Barry Callebaut	900296	BARN, 4	Nichtzyklischer Konsum
Implenla	2386855	IMPN, 4	Industrie
Interroll	637289	INRN, 4	Industrie
Komax	1070215	KOMN, 4	Industrie
Meyer Burger	10850379	MBTN, 4	Industrie
St. Galler KB	1148406	SGKN, 4	Finanzwerte
Sulzer	3838891	SUN, 4	Industrie
Swiss Prime Site	803838	SPSN, 4	Finanzwerte
Zehnder	13255733	ZEH1, 4	Industrie

Quelle: ZKB

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

Alternative Anlagen

CS Euroreal vor der Entscheidung

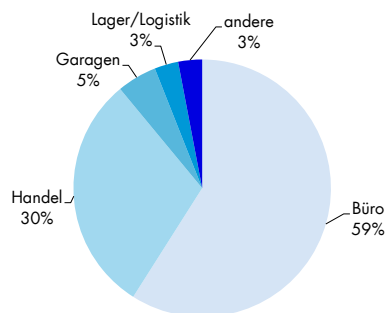
Der 1992 aufgelegte Fonds CS Euroreal gehört mit einem Vermögen von über EUR 6 Mrd zu den grössten deutschen offenen Immobilienfonds. Seit Mai 2010 ist die Rücknahme von Fondsanteilen ausgesetzt, doch das Fondsmanagement beabsichtigt, den Fonds noch in diesem Jahr zu öffnen. Vieles hängt allerdings davon ab, wie die anstehenden Umfragen der Credit Suisse (CS) zur Abschätzung der zu erwartenden Rückgabeanträge der Investoren verlaufen und wie sich die allgemeine Marktlage präsentieren wird. Auf jeden Fall hat die CS die Möglichkeit, die Schliessung des Fonds noch bis Mai 2012 aufrechtzuerhalten. Sollte auch dann keine nachhaltige Öffnung möglich sein, müssten der Fonds liquidiert und die viertel- oder halbjährlichen Zahlungen an die Investoren vorbereitet werden.

Der Fokus des CS Euroreal liegt auf gewerblichen Immobilien wie Büro und Handel (Grafik 1). Derzeit ist der Fonds in 103 Immobilien in Europa investiert, und im Anlagefokus stehen junge, moderne und relativ fungible Immobilien. So sind 80% des Immobilienportfolios jünger als zehn Jahre; bei 55% des Portfolios handelt es sich um Immobilien mit einem Verkehrswert von unter EUR 100 Mio. Langfristige Mietverträge mit Unternehmen guter Bonität sind die Grundlage der Erträge (Grafik 2). Die gleichmässige Verteilung der Fälligkeiten der Mietverträge führt dazu, dass sich die Auf- und Abschwindungsphasen an den Immobilienmärkten in der Wertentwicklung des Fonds geglättet niederschlagen (Grafik 3).

Aus qualitativer und quantitativer Sicht schätzen wir den Fonds im Konkurrenzvergleich als überdurchschnittlich ein. Allerdings ist es aus heutiger Sicht fast unmöglich zu beurteilen, ob der Fonds wieder nachhaltig geöffnet werden kann. Das Fondsmanagement arbeitet mit Hochdruck daran, mit gezielten Immobilienverkäufen die für die Anteilscheinrücknahmen verfügbare Liquidität zu erhöhen. Zum Schluss sei erwähnt, dass im schwierigen Geschäftsjahr 2010/2011 per 30. September 2011 dennoch ein positiver Anlageerfolg in der Höhe von 1.3% erzielt werden konnte.

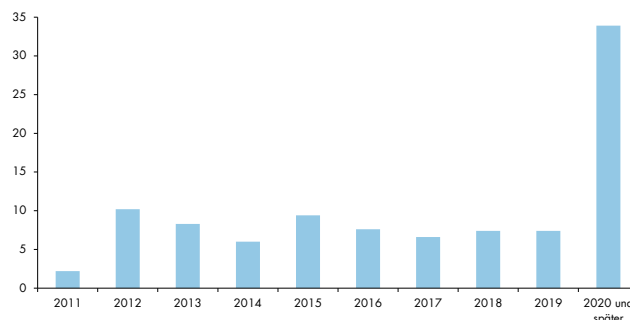
Stephan Balmer

Grafik 1: CS Euroreal nach Nutzungsarten



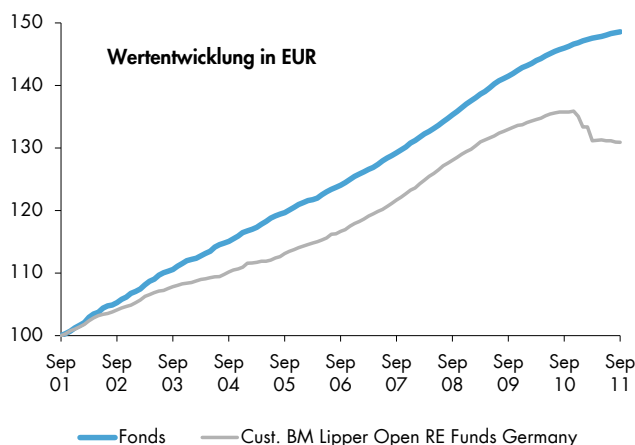
Quelle: Credit Suisse, Daten per 30.09.2011 in % der jährlichen Nettosollmieterträge

Grafik 2: CS Euroreal nach Mietvertragslaufzeiten



Quelle: Credit Suisse, Daten per 30.09.2011 in % der jährlichen Nettosollmieterträge

Grafik 3: Wertentwicklung CS Euroreal (NAV)



Quelle: Lipper

Nachhaltige Anlagen

Tracker auf ZKB MeinIndex Nachhaltigkeit Energieeffizienz

Valorennummer	10716402
Ticker	TREFFO
Währung	CHF
Laufzeit	Open End

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Die globalen Auswirkungen des Klimawandels beschäftigen heute Politik, Wirtschaft und Gesellschaft. Die kostengünstigste und direkteste Methode, Treibhausgasemissionen zu reduzieren, liegt im Einsparen von Energie bzw. in der Beseitigung von Energieverlusten. Rund 60% der eingesetzten Primärenergie gehen über die ganze Umwandlungskette bis zur genutzten Endenergie verloren. Massnahmen im Gebäudesektor erhalten eine zentrale Bedeutung, weil dort das grösste Potenzial zur kosteneffektiven Minderung der CO₂-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 ist wegen der Einsparung von Energiekosten auch ökonomisch interessant. Investitionen zur Steigerung der Energieeffizienz werden meist in kurzer Zeit amortisiert. Ein energiebewusstes Kauf- und Betriebsverhalten steht im Vordergrund. Unternehmen, die Lösungen zur Steigerung der Energieeffizienz anbieten, haben grosse Wachstumschancen.

Für den ZKB MeinIndex Nachhaltigkeit Energieeffizienz werden Unternehmen aus dem nachhaltigen Anlageuniversum der Zürcher Kantonalbank ausgewählt. Sie sind einer der fünf folgenden Kategorien zugeordnet, die für das Thema Energieeffizienz eine hohe Relevanz haben:

- Industrielle Produkte (z.B. effiziente industrielle Elektromotoren und Elektromotorensysteme)
- Raum- und Prozesswärme (z.B. Dach-/Wandisolationen, Isolierverglasung, Komfortlüftung)
- Konsumgüter (z.B. Senkung des Standby-Verbrauchs von Haushaltgeräten)
- Beleuchtung (z.B. Ersatz ineffizienter Beleuchtung)
- Strom- und Wärmeversorgung (z.B. intelligente Steuerung des Strombezugs)

Simone Schärer

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.

Titelzusammensetzung (per 21.10.2011)

Industrielle Produkte			
ABB	(5.88%)	Cisco Systems Inc.	(2.94%)
Ericsson	(2.94%)	IBM	(5.88%)
Intel	(5.88%)	Rockwell Automation	(2.94%)
Schindler Holding	(2.94%)	Siemens AG	(5.88%)
Beleuchtung			
Genesis Photonics	(2.94%)	I-Chiun Precision	(2.94%)
Rubicon Technology	(2.94%)	Veeco Instruments	(2.94%)
Zumtobel	(2.94%)		
Konsumgüter			
Asustek Computer	(2.94%)	Canon	(5.88%)
Dell	(5.88%)	Xerox	(2.94%)
Raum-/Prozesswärme			
Belimo	(2.94%)	Centrotec Sustainable	(2.94%)
Ceramic Fuel Cells	(2.94%)	Itron	(2.94%)
Nibe Industrier	(2.94%)		
Strom-/Wärmeversorgung			
General Cable	(2.94%)	Imtech	(2.94%)
Johnson Controls	(5.88%)	Red Electr. de Esp.	(2.94%)

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Performance ZKB MeinIndex Nachhaltigk. Energieeffizienz



Quelle: Thomson Datastream / Zürcher Kantonalbank

Open-End-Tracker-Zertifikate auf MeinIndex Nachhaltigkeit

Tracker	Valoren-Nr.	Ticker
MI Nachhaltigkeit Energieeffizienz	10716402	TREFFO
MI Nachhaltigkeit Energieerzeugung	10716403	TRERZO
MI Nachhaltigkeit Mobilität	10716404	TRMOBO
MI Nachhaltigkeit Ressourcen	10716405	TRRESO
MI Nachhaltigkeit Solar	10716406	TRSOLO
MI Nachhaltigkeit Wasser	10716407	TRWASO
MI Nachhaltigkeit Wind	10716408	TRWINO
MI Nachhaltigkeit Emerging Markets	10716476	TREMMO

Quelle: Zürcher Kantonalbank