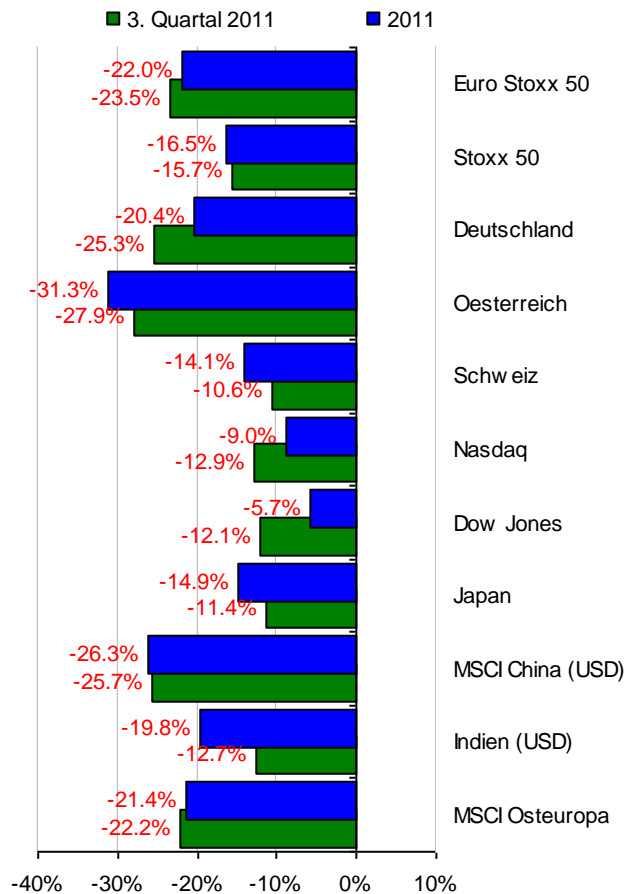


Entwicklung der Aktienmärkte

Quelle: Bloomberg



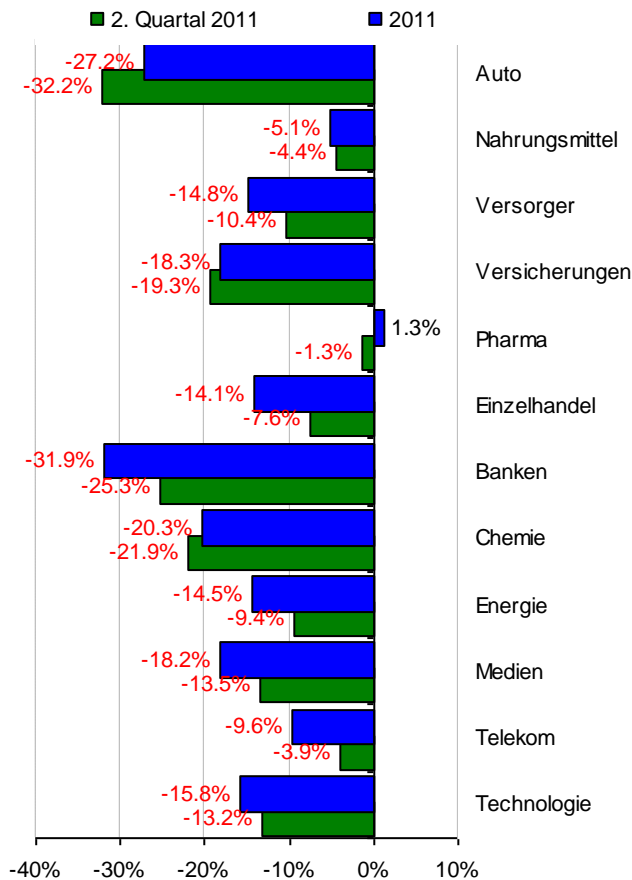
Rückblick

Die Aktienmärkte rund um den Globus bebten. Getragen von einem Giftcocktail, bestehend aus tiefer Verunsicherung, Pessimismus und Misstrauen gegenüber Politik und Wirtschaft, liess die Kurse im vergangenen Quartal purzeln. Den Höhepunkt erreichte die Talfahrt Anfang August. Innerhalb von zweieinhalb Wochen wurden die Leitindizes der Schweiz (-20.6 Prozent), Deutschlands (-23.4 Prozent) und der USA (-16.7 Prozent), um nur einige zu nennen, auf das Niveau von Juli 2009 zurückgeworfen. In Einzelwerten, insbesondere aus den Sektoren Finanz, zyklische Konsumgüter und Industrie, betrug die Kurseinbrüche nicht selten zwischen 30 und 50 Prozent. An eine fundamentale Betrachtungsweise der Unternehmungen mit ihren Kennzahlen war nicht mehr zu denken. An den Aktienmärkten herrschten, insbesondere in der ersten Augustwoche, blanke Panik und ein kompletter Käuferstreik. Auslöser der während zehn aufeinander folgenden Tagen sinkenden Aktienmärkte war unter anderem die erstmalige und historische Rückstufung der Kreditwürdigkeit der USA durch die

Rating-Agentur S&P von AAA auf AA+. Am darauffolgenden Handelstag wurden die Weltaktienmärkte in den Abgrund gerissen. Der Dow Jones verlor rund 600 Punkte oder 5.5 Prozent, der grösste Tagesverlust seit Oktober 2008. Der Volatilitätsindex schoss zeitweise um beinahe 40 Prozent in die Höhe und an den Devisenmärkten kam es zu starken Verwerfungen. Es folgten diverse Interventionen der Zentralbanken um die Finanzmärkte zumindest zu stabilisieren. Die SNB gab bekannt, sich gegen den überbewerteten Franken zu stemmen. Daraufhin kündigte die Bank of Japan (BOJ) ebenfalls massive Interventionen gegen die Aufwertung der japanischen Währung an. Und schliesslich griff die Europäische Zentralbank (EZB) unverzüglich in die Bondmärkte ein und nahm das im April 2011 ausgelaufene Kaufprogramm für Staatsanleihen wieder auf. Am 6. September 2011 sah sich die Schweizerische Nationalbank (SNB) schliesslich gezwungen, eine Untergrenze des Schweizer Frankens zum Euro bei 1.20 festzulegen, um so der Exportwirtschaft und dem Schweizer Tourismus etwas Luft zu verschaffen.

Entwicklung der Branchen in Europa

Quelle: Bloomberg



Die Konjunkturaussichten sind eingetrübt und weltweit steigt die Angst vor einer erneuten Rezession.

Wirtschaft

Die US-Wirtschaft befindet sich im Herbst 2011 in einer unbefriedigenden Verfassung mit ungenügendem Wachstum, um die Arbeitslosenrate von gut 9% auf ein akzeptables Mass zu reduzieren. Das Risiko eines neuerlichen Rückfalls in eine Rezession liegt bei 50%, was von FED-Chef Ben Bernanke bestätigt wurde. Das geldpolitische Arsenal der Notenbank (FED) ist annähernd ausgeschöpft, da die Zinsen längst praktisch bei Null liegen und genügend Liquidität in den Märkten verfügbar ist. Deshalb besteht begründete Skepsis, ob die am 21. September 2011 beschlossene „Operation Twist“ die Wirtschaft ankurbeln wird. Vor dem Hintergrund eines hoch verschuldeten Staatshaushaltes sind auch von der Fiskalpolitik (Steuersenkung) keine Konjunkturimpulse zu erwarten. Weder Europa noch Amerika kann sich heute eine antizyklische Fiskalpolitik leisten, weil in den

langen Jahren guter Konjunktur die Staatsschulden nicht reduziert, sondern weiter aufgebaut wurden. Die Märkte müssen sich selbst aus der Wachstumsschwäche befreien. Solange die US-Wirtschaft nicht normal wächst, ist Inflation nicht in Sicht. Im Zusammenhang mit der ungelösten europäischen Schuldenkrise hat sich im zweiten und dritten Quartal 2011 auch in Europa die Konjunktur verschlechtert. Das noch im ersten Quartal robuste Wachstum ist praktisch zum Stillstand gekommen. Der europäische Konsument ist angesichts der bisher gezeigten Hilflosigkeit der Politiker bei der Meisterung der Schuldenkrise zurückhaltend geworden, so dass die Nachfrage im besten Fall stagniert. Zuerst muss das Vertrauen in die Problemlösungsfähigkeit der Politik zurückkehren und dann erst wird wieder vermehrt konsumiert.

Schwellenländer

Die Schwellenländer (insbesondere China, Indien und Brasilien) haben die Konsumschwäche Europas und Amerikas bisher dank eigener, robuster Konjunktur

Anlagebericht 30. September 2011

Wechselkurs EUR/CHF 2010/11



Wechselkurs USD/CHF 2010/11



ausgeglichen. Da die Wirtschaft Chinas wenig transparent ist, müssen andere Indikatoren über den wirklichen konjunkturellen Gesundheitszustand des Landes Aufschluss geben. Aufgrund des jüngsten Einbruchs der Rohstoffpreise (Kupfer, Nickel) ist zu vermuten, dass vor allem die Konjunktur in China an Dynamik verloren hat. Es würde daher nicht überraschen, wenn auch Schwellenländer konjunkturell vermehrt unter Druck geraten würden.

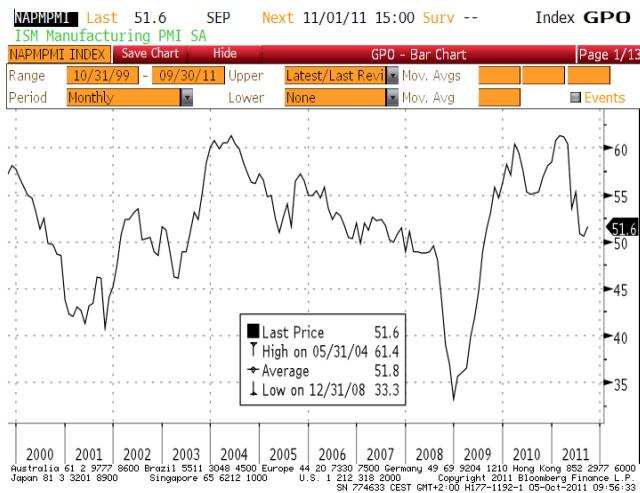
Das konjunkturelle Umfeld ist weltweit fragil, so dass in jüngster Zeit zu Recht Befürchtungen eines Übergreifens der Wachstumsschwäche auf die bisher als konjunkturresistent geltenden drei grossen Länder in Südamerika und in Asien aufgekommen sind.

Zinsen und Inflation

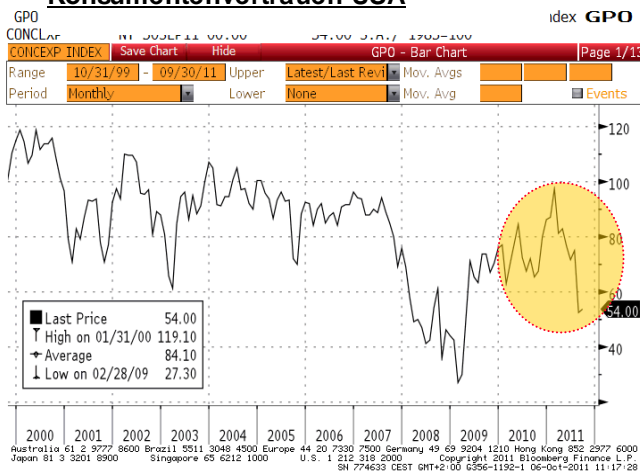
Zu Beginn des Jahres schien es nur noch eine Frage der Zeit, wann die ersten Notenbanken ihre Leitzinsen anheben und somit die Zinswende einläuten würden. Man rechnete in der Schweiz, in Europa, in Grossbritannien und in den USA mit jeweils

einem oder mehreren Zinsschritten, vorwiegend ab dem zweiten Quartal und insbesondere in der zweiten Jahreshälfte. Bis Anfang April schien sich dieser Trend zu bestätigen, stiegen doch die Mittel- und Langfristzinsen um 50 oder mehr Basispunkte an und bescherten den Obligationären erkleckliche Kursverluste. Nun, lediglich fünf Monate später, hat sich das gesamte Zinsumfeld diametral verändert. Die Renditen erstklassiger Anleihen bewegen sich nach einer seit Mitte April 2011 andauernden Bond-Rally, die ihresgleichen sucht, auf historischen Tiefständen. Dabei wurde das August-Tief des vergangenen Jahres deutlich unterschritten und der Marktzins zweijähriger Schweizer Bundesanleihen sackte mit -0.11 Prozent zwischenzeitlich gar in den negativen Bereich ab. Die prognostizierte Trendwende ist in weite Ferne gerückt. Die Gründe für die veränderte Zinslandschaft sind die immer weitere Kreise ziehende Staatsverschuldungskrise, die Zerrüttung des Währungssystems und die Eintrübung an der Konjunkturfront. Diese Kumulation ungelöster und sich immer stärker ausweitender Probleme führte zu

ISM Index Produktionssektor USA



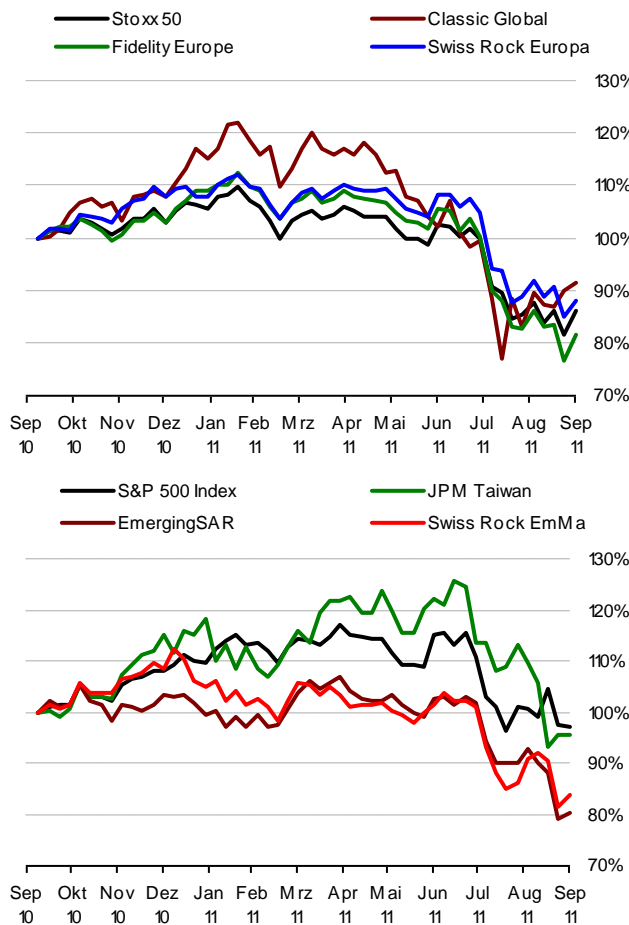
Konsumentenvertrauen USA



hochgradiger Verunsicherung und zu einem Vertrauensverlust der Marktteilnehmer. Die Folge davon war eine stark steigende Risikoaversion und ein Revival «sicherer» Anlageinstrumente. Kurzfristig eher kontraproduktiv und trendverstärkend wirkten sich die zahlreichen Interventionen der Zentralbanken aus. Die Marktteilnehmer sahen sich nämlich durch das massive Eingreifen der Notenbanken in ihrer Meinung bestätigt, dass die Krise von ausserordentlich hoher Tragweite sei. Wir sind der Meinung, dass die Anzeichen einer Bond-Blase bei den qualitativ sehr guten Staatsanleihen (Deutschland, Holland, Schweiz und USA) nach den Entwicklungen der letzten Wochen unverkennbar sind. Dies führt dazu, dass wir uns auf eine erheblich höhere Kursvolatilität einstellen müssen als dies traditionell bei Obligationen- Anlagen der Fall ist. Wir empfehlen daher, die Anleihen-Quote am langen Ende nicht auszubauen und bleiben im kurz bis mittelfristigen Segment investiert.

Aktienmärkte

In nächster Zeit bleibt das Aktienmarktumfeld insgesamt schwierig. Die aktuellen Nachrichten aus der Eurozone deuten darauf hin, dass die Lösung der Probleme länger dauert als erwartet. Was die Gesamtwirtschaft betrifft, so erwarten wir keine Rezession, können eine solche aber auch nicht ausschliessen. So bleibt die derzeit negative Gesamtstimmung dominierend und hält die Volatilität hoch. Die aktuellen Bewertungen an den Aktienmärkten sind recht attraktiv, preisen jedoch lediglich eine konjunkturelle Abkühlung ein und keine neuerliche Rezession. Wir halten bewusst eine tiefe Aktienquote und warten mit Neuengagements ab, bis wir bessere Konjunkturdaten bzw. Frühindikatoren sehen. Wir sind der Meinung, dass sich die Aktienmärkte derzeit in einer volatilen Bodenbildungsphase befinden, welche aufgrund der hohen Verunsicherung noch andauern wird.

Vergleich Aktienfonds vs. Indices**Europa, USA und Schwellenländer** Quelle: Bloomberg**Rohstoffe**

Im letzten Quartal waren die Rohstoffmärkte starken Schwankungen unterworfen. Im Juni und August korrigierte der DJ-UBS Commodity Index zweimal um über 7%, erholte sich danach aber wieder schnell. Diese Schwankungen spiegeln die derzeitigen grossen Wachstumssorgen wider und belasteten die zyklischen Rohstoffe stark. So fiel der Preis von WTI-Rohöl infolge der flauen Nachfrage und der hohen Lagerbestände in den USA um 14%. Die Basismetallpreise gerieten aufgrund der unsicheren Nachfrageaussichten in grossen Abnehmerländern wie China ebenfalls unter Druck. Gut entwickelten sich Rohstoffe mit defensiven Qualitäten wie Agrarrohstoffe und Edelmetalle. Im Agrarbereich hielten die anhaltenden wetterbedingten Angebotssorgen die Preise hoch. Das mangelnde Vertrauen in die Fähigkeit der Politik, die Schuldenprobleme in den USA und der Eurozone angemessen anzugehen, trieb den Goldpreis kräftig in die Höhe. Zum Quartalsende setzte dann aber eine Korrektur ein, welche die Gewinne zusammenschmelzen liess. Im aktuellen Marktumfeld sollte der Goldpreis gut

unterstützt bleiben und wir behalten unsere Gewichtung in dem Edelmetall bei.

IFP Portfolio (taktische Mandate / Absolute Return Portfolios)

Das 3. Quartal 2011 fiel für die Investoren sehr unbefriedigend aus. Die Korrekturen an den Aktienmärkten und Rohstoffmärkten haben die Resultate weiter ins Minus rutschen lassen.

Im Verlaufe des 3. Quartals haben wir in allen Portfolio Kategorien das Booster Zertifikat auf die 4 Agrarrohstoffe mit einem schönen Gewinn von 20% verkauft.

Aktienseitig bleiben wir sehr vorsichtig und warten vorerst auf neuere Konjunkturdaten. Wir behalten die erhöhte Liquidität als Reserve um die Aktiengewichtungen bei günstigen Gelegenheiten wieder aufzustocken.

In den Schweizerfranken Portfolios haben wir schon vor dem Eingreifen der SNB die Absicherungen gegenüber dem Euro wieder glattgestellt. Für die nächsten Monate erscheint uns das Währungsrisiko im Euro relativ gering und wir behalten die Quoten bei.

Zürich, 30. September 2011