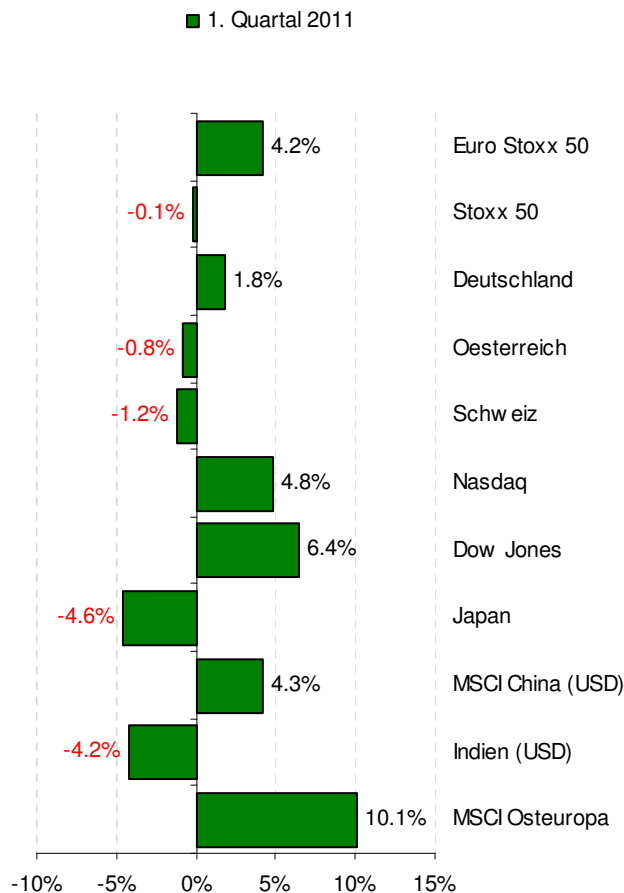


Entwicklung der Aktienmärkte

Quelle: Bloomberg

**Rückblick**

Die schrecklichen Ereignisse in Japan haben uns wieder einmal vor Augen geführt, wie schnell Katastrophen über uns hereinbrechen können. Dies gilt nebst Erdbeben, Tsunamis und Nuklearunfällen auch für politische Ereignisse, Kriege, Terroranschläge, Bankrotte von Firmen und Staaten oder ein jäher Absturz an den Finanzmärkten, um nur einige Beispiele der letzten Jahre zu nennen.

Zurzeit stehen drei Unsicherheitsherde im Fokus. Der erste ist die Situation im japanischen Kernkraftwerk Fukushima. Während die Schäden aus dem Erdbeben und dem Tsunami trotz des unvorstellbaren Leids mittelfristig zu einem höheren Wirtschaftswachstum führen werden – dies zeigt die Erfahrung aus entwickelten Ländern wie Chile im Jahr 2010 oder Japan im Jahr 1995 – wissen wir noch nicht, ob und wann die Nuklearkatastrophe eingedämmt werden kann. Nach unserer Einschätzung würde aber auch eine Eskalation der Situation im Kernkraftwerk das globale Wirtschaftswachstum nur geringfügig beeinträchtigen. Die jüngsten Konjunkturdaten in den Ländern ausserhalb Japans weisen auf einen unverändert

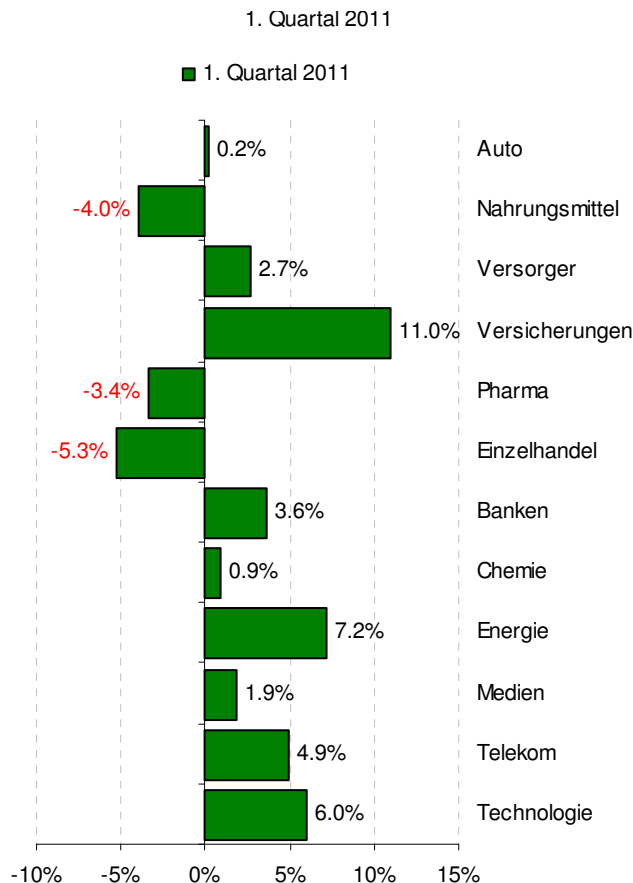
robusten Wirtschaftsverlauf hin. Wir halten deshalb für die Industrieländer an unserem Szenario fest, wonach sich die Wirtschaft der Industrieländer in diesem und im nächsten Jahr positiv entwickeln wird.

Ein zweiter Krisenherd sind die Unruhen im Nahen und Mittleren Osten. Der Ölpreis ist weiterhin hoch, doch mittlerweile sind schlechte Nachrichten in den Preisen enthalten. Sollten aber Saudi Arabien und andere bedeutende Länder der Region in den Strudel der Ereignisse gerissen werden, wovon wir zurzeit nicht ausgehen, würde der Ölpreisanstieg weitergehen. Drittens ist die Entwicklung im Euroraum nach wie vor mit Unsicherheiten behaftet. Das Gipfeltreffen der Eurostaaten hat im Wesentlichen nur dazu geführt, dass mehr Mittel für den bestehenden und zukünftigen Schutzschirm zur Verfügung stehen. Dies hat an den Märkten aber keine nennenswerten Spuren hinterlassen. Im Gegenteil: Die Zinsen Portugals und Irlands steigen weiter. Wir erwarten, dass auch Portugal den Euro-Schutzschirm früher oder später wird in Anspruch nehmen müssen.

Die Aktienmärkte haben sich trotz den Turbulenzen des 1. Quartals 2011 erstaunlich gut geschlagen. Die Einbrüche

Entwicklung der Branchen in Europa

Quelle: Bloomberg



als Folge der politischen Eskalation in Nordafrika und im Nahen Osten, des Ölpreisschocks und der Atom-Zitterpartie wegen der Beschädigung des AKW Fukushima konnten relativ rasch annähernd ausgeglichen werden. Trotz den Unsicherheiten, die momentan auf den Märkten lasten, haben das robuste konjunkturelle Umfeld und die nach wie vor starken Unternehmensgewinne zu einer V-förmigen Erholung der Aktien beigetragen. Die meisten Indizes notieren bereits wieder über dem Kursniveau vor der Naturkatastrophe in Japan und nur noch wenig unter den diesjährigen Höchstständen von Ende Februar.

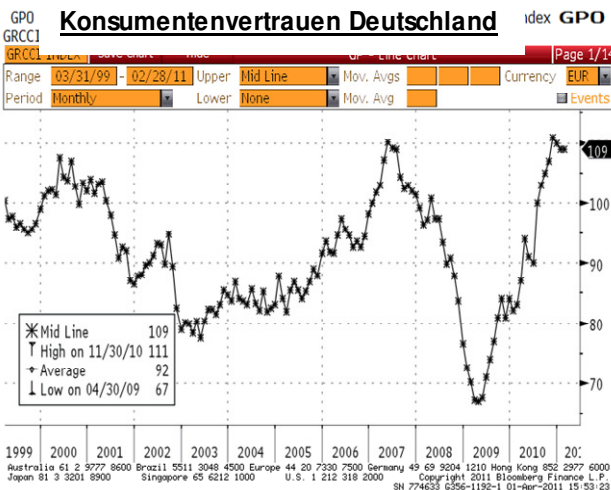
Wirtschaft

Der Start in das neue Jahr verlief für die amerikanische Wirtschaft durchaus dynamisch. Im vierten Quartal 2010 wuchs die US-Wirtschaft mit 3,1 Prozent und damit stärker als in den beiden Quartalen zuvor. Es waren vor allem die Konsumenten, die wesentlich zu diesem Anstieg beigetragen haben. Diese bewiesen auch in den bislang vom ersten Quartal vorliegenden Zahlen

ihre anhaltende Konsumlaune, die angesichts der gegenwärtigen Rahmenbedingungen nicht überraschend ist.

So steigt die Einkommenssumme aus Löhnen und Gehältern seit Monaten an. Ebenso konnten die US-Aktienmärkte seit Jahresanfang deutlich zulegen, was ebenfalls unterstützend für den Konsum wirkt. Generell lässt sich für den Arbeitsmarkt sagen, dass es Zeichen einer Verbesserung gibt, jedoch ist nach wie vor ein weiter Weg zu gehen, bis das Vorkrisen-Niveau wieder erreicht sein wird, sodass die US-Notenbank von einer wenig zufrieden stellenden Entwicklung am Arbeitsmarkt spricht.

Die kurzfristigen Aussichten für den privaten Konsum sind insgesamt jedoch durchaus gut. Grossunternehmen im Industriebereich äusserten sich diesbezüglich zuletzt ausgesprochen positiv (ISM Index im März 61.2 Punkte) und selbst die Klein- und Mittelbetriebe haben nun erfreulichere Einstellungspläne als noch vor wenigen Monaten. Die Jobsituation sollte sich vor diesem Hintergrund während des zweiten Quartals weiter verbessern können. Unter der Nebenbedingung, dass auf den Finanzmärkten keine wesentlichen Einbussen zu verzeichnen sind, sollte der



private Konsum auch im ersten Halbjahr 2011 ein wichtiger Treiber der US-Wirtschaft bleiben.

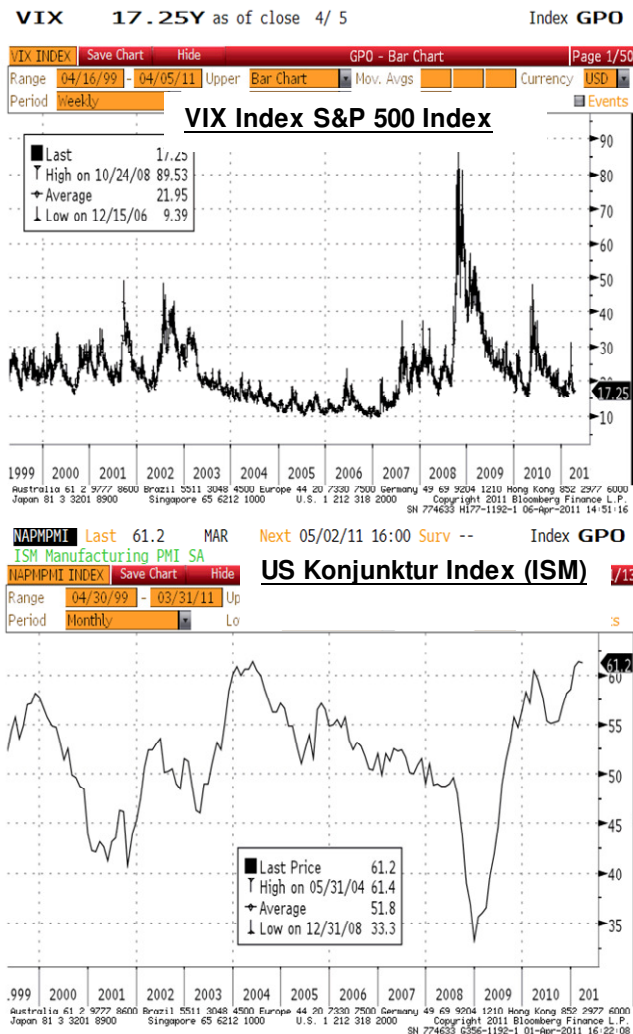
Der mittel- bis langfristige Ausblick für die US Konjunktur ist weniger optimistisch als der kurzfristige. Auch das US-Treasury wird früher oder später auf einen Sparkurs einschwenken müssen bzw. bleiben die USA auch nicht von einer restriktiveren Fiskalpolitik wie in anderen Ländern verschont. Wann dies soweit sein wird, ist zum heutigen Zeitpunkt nur sehr schwer zu prognostizieren.

Euroland

Wenngleich die mediale Berichterstattung bereits seit längerem von der Schuldenkrise bzw. deren politischen Lösungsversuchen geprägt ist, sollte nicht ausser Acht gelassen werden, dass es durchaus auch einen äusserst erfreulichen Konjunkturverlauf gibt. Speerspitze der konjunkturellen Dynamik der Eurozone ist zwar weiterhin Deutschland, dennoch ist ein Gesamtwachstum des Euroraumes von 2 Prozent im vierten Quartal 2010 keinesfalls schlecht, sondern liegt im Gegenteil sogar leicht über dem langfristigen Durchschnitt. Kurzfristig ausgerichtete Indikatoren geben Grund zur

Annahme, dass diese Dynamik im ersten Halbjahr bestehen bleibt und die 2% Marke weiterhin der Richtwert ist. Dennoch wollen wir an dieser Stelle nicht unerwähnt lassen, dass die wirtschaftliche Entwicklung weiterhin heterogen ist und auch bleiben wird. Wenngleich die Sparmassnahmen der Peripheriestaaten schmerzlich sein mögen, so sind sie doch absolut notwendig für die mittel- und langfristige Stabilität deren Budgets bzw. auch des gesamten Euroraums. Insofern verwundert es nicht, dass sie derzeit in vielen Vergleichen innerhalb des Euroraums am unteren Ende der Skala zu finden sind. Wenn die Hausaufgaben gut gemacht werden, kann dieses Bild allerdings in einigen Quartalen bereits anders aussehen.

Die Länder am oberen Ende der Skala, allen voran Deutschland, dürfen sich hingegen über eine gute Konjunktur und entsprechend hohen Steuereinnahmen freuen. Mit diesen sollte auch sorgsam umgegangen werden, schliesslich ist das Belastungspotenzial für die Budgets der Kernländer auch nicht von der Hand zu weisen. Zum einen müssen Barmittel für den Rettungsschirm hinterlegt werden, zum anderen wurden im Zuge der Finanzkrise grosszügige Garantien ausgesprochen bzw.



sind auch umfangreiche Garantien für den Rettungsschirm erforderlich. Daher wäre jetzt ein guter Zeitpunkt, sich auf die Wurzeln des Maastricht-Vertrages zu besinnen um das Niveau des Staatshaushaltes sowie der Staatsverschuldung in Ordnung zu bringen. Die Rechnung für die Rettung aus der Finanzkrise steht noch aus und wird letztendlich von den Ländern am oberen Ende der Skala zu zahlen sein.

Schwellenländer

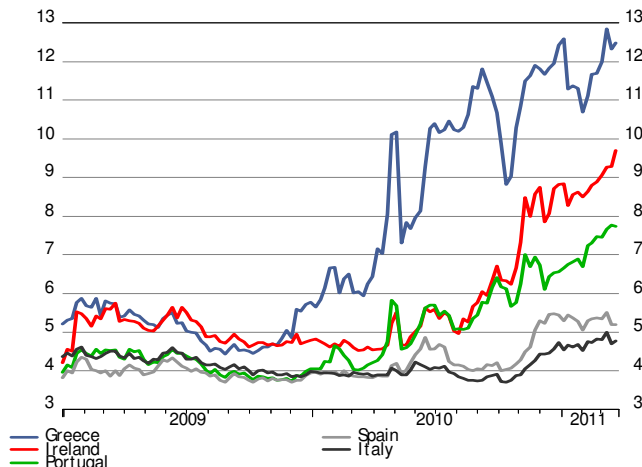
Während sich die Märkte der Schwellenländer am schnellsten von der Krise erholt haben, war in den letzten Monaten eine schwächere Entwicklung zu verzeichnen. Verunsichert haben Investoren die ansteigende Inflation, die vor allem aus gestiegenen Energiekosten, und höheren Lebensmittelpreisen rührt. Insbesondere in China und Brasilien werden die Gefahren einer Überhitzung stark diskutiert. Die Regierungen sind jedoch bereits seit längerem bemüht, das Wachstum und die hohe Kreditvergabe einzudämmen. Dafür wurden die Zinsen bereits mehrfach erhöht und im Falle von China in vielen Städten strengere

Voraussetzungen betreffend den Immobilienkauf verabschiedet. Der im März vorgestellte Fünf-Jahres-Plan des chinesischen Regimes beinhaltet ein gewünschtes Wachstum von 7%, was deutlich unter dem Aktuellen liegt. Die Binnenwirtschaft und der lokale Konsum stehen dabei im Vordergrund. Als Schlüsselindustrien werden unter anderem die Bereiche Informationstechnologien und erneuerbare Energie genannt. Kurzfristig besteht das Risiko einer Wachstumsdelle aufgrund der Massnahmen, die zur Eindämmung einer möglichen Überhitzung gesetzt wurden. Auch wirkt sich die höhere Inflation, insbesondere jene der Lebensmittelpreise, auf den Konsum aus, da dieses Segment in den Schwellenländern einen hohen Anteil an den Haushaltsausgaben einnimmt. Dennoch wird sich das Wachstum der Emerging Markets weiterhin robust präsentieren.

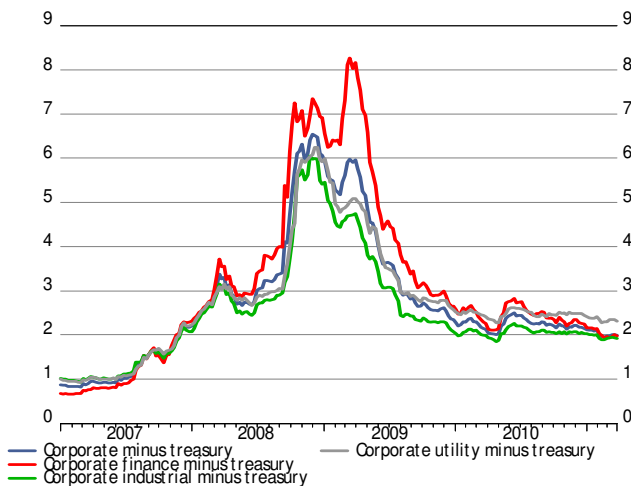
Zinsen

Noch unbeeindruckt von der Teuerung zeigt sich die US-Notenbank. Sie dürfte die expansive Geldpolitik, verbunden mit weiterhin historisch tiefen Zinsen, auch

Zinsen Euro Staatsanleihen



Spreads gegenüber Staatsanleihen



nach dem Auslaufen von QE2 im Sommer weiterführen. Bereits wird denn auch spekuliert, ob nach QE2 allenfalls ein drittes Programm „quantitativer Lockerung“ (QE3) folgen wird. Solange sich die beiden am schwersten wiegenden US-Konjunktur-Baustellen (Arbeits- und Häusermarkt) nicht nachhaltig verbessern, ist die Notenbank zur Weiterführung der lockeren Geldpolitik gezwungen.

Die Schweizerische Nationalbank müsste die Leitzinsen anheben, weil die tiefen Zinsen zu einer Überhitzung des Immobilienmarktes beitragen. Bereits wird vor der Bildung einer Immobilienblase gewarnt.

Trotzdem ist für die SNB, als Folge des 2010 im Vergleich zum Euro und US-Dollar stark gestiegenen Schweizerfrankens, der geldpolitische Spielraum eng begrenzt. Werden die Leitzinsen erhöht, fließt zusätzliches Kapital in die Schweiz, sodass sich der Schweizerfranken weiter aufwertet, was für den Export und den Tourismus kaum mehr verkräftbar wäre.

Wenn wir nur die Geschäftsklimaindizes, Unternehmensgewinne und vor allem die Inflationsraten ansehen, sollte es keine Überraschung sein, dass die EZB von ihren rekordverdächtig niedrigen Zinsen

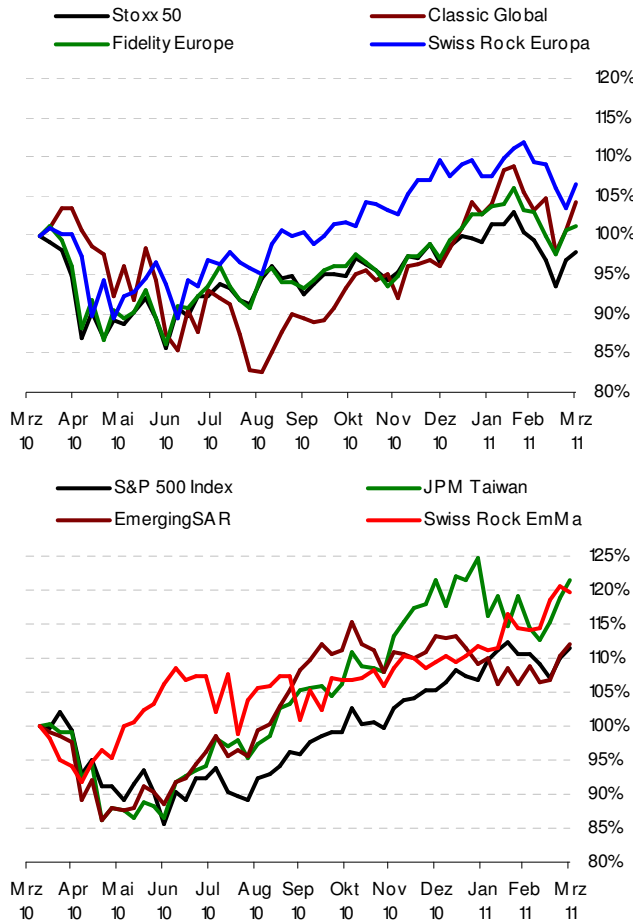
wegkommen will. Durch die Unruhen in Nordafrika stieg der Ölpreis so weit an, dass die Hoffnung auf einen schnellen Rückgang der Inflationsrate unter 2% aufgegeben werden musste. Zuvor hatte die EZB zwar immer ihr Commitment zu einer stabilen Inflationsrate knapp unter 2% betont, gleichzeitig aber die Raten über dieser Schwelle rund um den Jahreswechsel als vorübergehend bezeichnet. Der Anleihenmarkt glaubte dieser Prognose schon seit längere Zeit nicht mehr, sodass die Renditen für Anleihen schon seit September 2010 am steigen sind.

Wir gehen nach wie vor davon aus, dass die EZB die Zinsen sehr bald anheben wird. Nur so kann sie ihre Glaubwürdigkeit in Sachen Stabilitätspolitik wahren. Die kürzlich eingesetzte Erholung des Euro gegenüber dem Schweizerfranken ist ein weiteres Indiz dafür. Die Problematik der Staatsschuldenkrise in den Peripherieländern würde von einem klaren Zeichen seitens der EZB nicht negativ beeinflusst. Letztlich spielen für die angeschlagenen Länder mehrere Zinsanhebungen eine wesentlich geringere Rolle als die Höhe der Aufschläge, die sie am Finanzmarkt oder dem Rettungsfonds zahlen müssen.

Vergleich Aktienfonds vs. Indices

Europa, USA und Schwellenländer

Quelle: Bloomberg



Aus heutiger Sicht müssen wir also mit 3 oder 4 kleinen Zinsschritten von 25 Basispunkten bis Jahresende rechnen. Der Leitzins würde dann am Jahresende bei 1,75 oder 2 Prozent liegen.

Aktienmärkte

In Anbetracht der zahlreichen wirtschaftlichen und geopolitischen Probleme der letzten Wochen könnte man leicht in Pessimismus verfallen. Doch im Hintergrund zeigt sich die wirtschaftliche Erholung immer deutlicher. Die Straffung der Geldpolitik in den Industrieländern dürfte sehr langsam erfolgen. Sie wird zwar für Gegenwind sorgen, die Erholung aber nicht verhindern. Die Unternehmensgewinne bleiben beeindruckend und die Aktienmarktbewertungen attraktiv. Das für den MSCI World ermittelte Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) auf Basis der Gewinnschätzungen für 2011 beträgt 12,5 und liegt damit weiterhin deutlich unter dem historischen Durchschnitt.

Der Standard-&Poor's-500-Index legte in den drei Monaten seit Jahresanfang um 5,4% zu und bescherte damit den

Investoren den besten Start in ein Jahr seit 1998. Und auch der Volatilitätsindex der Chicagoer Options-Börse, VIX, der am Markt auch der «Angst-Index» genannt wird, reagierte unerwartet und schloss das Quartal – nachdem er kurz an der Marke von 30 Punkten gekratzt hatte – bei 17,7 Punkten ab und damit etwa auf dem Stand zu Quartalsbeginn. Offensichtlich sind die Aktienmärkte zurzeit durch die vorherrschenden Risiken nur kurzfristig zu beeindrucken.

«Wie ist das möglich?», fragt man sich verwundert.

Vertrauen stehe hinter der bemerkenswerten Widerstandskraft der Aktienmärkte. Die Investment Strategen argumentieren, dass sich die Signale verstärkten, die auf einen immer robuster werdenden globalen Konjunkturaufschwung hindeuteten. Und das führe dazu, dass Konsumenten, Unternehmen, das Finanzsystem und die Zentralbanken und damit schliesslich auch die Investoren Vertrauen fänden in den Aufschwung aus einer der schlimmsten Wirtschaftskrisen der Geschichte.

Für die mittelfristige Entwicklung der Aktienkurse in 2011 ist weiterhin vorsichtiger Optimismus durchaus gegeben.

Wechselkurs EUR/CHF 2010/11



Dies allerdings immer unter der Voraussetzung, dass es in Japan nicht zu einer schwerwiegenden Atomkatastrophe kommt und in Saudi Arabien ein Volksaufstand ausbleibt.

Allerdings ist die Erholung an den Aktienmärkten seit Mitte März etwas gar schnell vorangekommen, sodass kurzfristig nochmals mit Rückschlägen oder einer Konsolidierung im Sinne einer Seitwärtsbewegung zu rechnen ist.

Aktienmärkten der Industrieländer zu bemerken. Seit Anfang Februar haben wir unser Übergewicht in den Emerging Markets abgebaut. Obwohl wir die schwache Marktperformance nur für eine vorübergehende Erscheinung halten, bleibt unser Engagement vorerst auf neutralem Niveau. Wir bekräftigen grundsätzlich unsere positive Einschätzung der Emerging Markets, bleiben vorerst aber auf der vorsichtigen Seite.

Wechselkurs USD/CHF 2010/11



IFP Portfolio (taktische Mandate / Absolute Return Portfolios)

Auch das 1. Quartal 2011 brachte an den Finanzmärkten mit wenigen Ausnahmen gute Resultate. Der Booster auf die Soft Commodities entwickelt sich weiterhin gut mit einem plus von knapp 17% gegenüber dem Einstand. In den Emerging Markets wird bereits eine deutlich restriktivere Geldpolitik betrieben. Dadurch steigt das Risiko einer wirtschaftlichen Abschwächung in den Schwellenländern. Seit einigen Monaten ist bereits eine deutliche Underperformance der Aktien in den Schwellenländer im Vergleich zu den

den Schweizerfranken Portfolios wurden die Absicherungen der Investments in Euro bei einem Kurs von 1.29 wieder aufgelöst. Wir gehen davon aus, dass der Euro durch die bevorstehenden Zinserhöhungen die Tiefstwerte gesehen hat und eher seitwärts tendieren wird.

Zürich, 31. März 2011