

Cornèr Banca

Prospettive economiche e politica d'investimento
Perspectives économiques et politique d'investissement
Wirtschaftsaussichten und Anlagepolitik
Economic Prospects and Investment Policy

IV-2011

I vostri valori, i nostri valori.







Cornèr Banca

Prospettive economiche e politica d'investimento
Perspectives économiques et politique d'investissement
Wirtschaftsaussichten und Anlagepolitik
Economic Prospects and Investment Policy

IV-2011



Italiano	1
Français	13
Deutsch	25
English	37
Investment profiles	48
Economic statistics	51

Edizione settembre 2011

A cura del Comitato d'Investimento

Edition septembre 2011

Document rédigé par le Comité d'Investissement

Ausgabe September 2011

Herausgegeben vom Anlageausschuss

September 2011 Edition

Issued by the Investment Committee



Indice

Commento macroeconomico	2
Mercato azionario	7
Mercato obbligazionario	8
Mercato valutario	9
Materie prime	10
Asset allocation	11

Commento macroeconomico

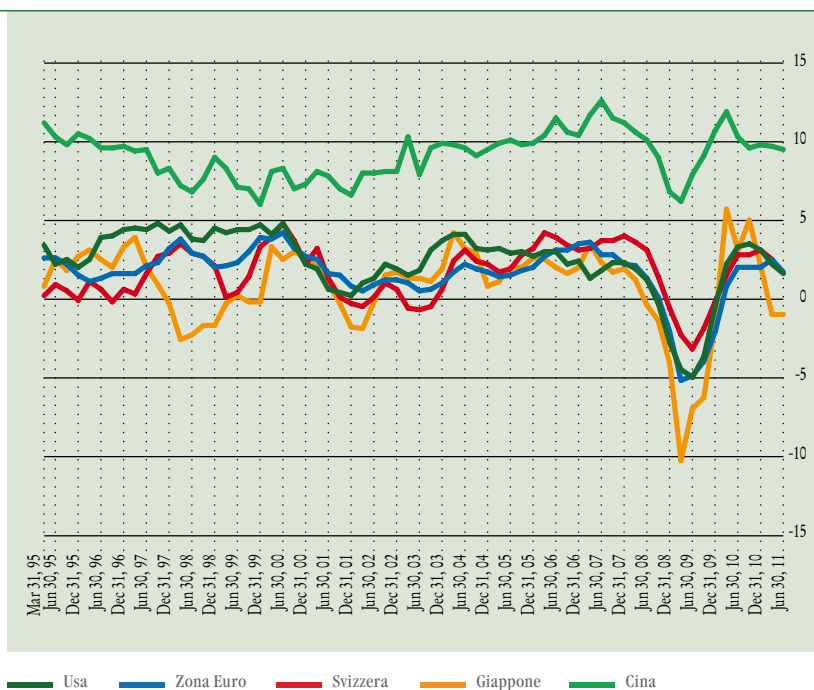
Economie mature in “declino”?


Negli ultimi mesi la conclamata crisi del debito in Europa ha coinvolto direttamente anche gli Stati Uniti, gravati anch'essi da importanti **squilibri nei conti pubblici, mentre il rallentamento della dinamica congiunturale**, al di qua e al di là dell'Oceano, ha fatto riemergere lo spettro della recessione. Questi due elementi hanno ad un certo punto provocato scosse violente e autentici momenti di panico all'interno dei mercati, aumentando la probabilità che situazioni di questo tipo si ripresentino ogniquale volta vi siano notizie negative o dati inferiori alle attese.

A farne maggiormente le spese nel Vecchio Continente è stato l'**euro**, che avrebbe dovuto fungere da collante di un'area troppo diversificata e frammentata per essere uniformata attraverso l'istituzione di una moneta unica. Di fatto, la crisi del debito e dell'euro ha mostrato anche l'estrema fragilità delle istituzioni europee che, nell'affrontare la situazione, hanno sì messo in campo diverse misure - con oneri anche importanti -, rivelatesi però, se non inefficaci, certamente non incisive per risolvere un problema la cui soluzione è ben lungi dall'essere trovata.

La cosiddetta “**governance**” europea esce con un'immagine assai debole e offuscata: tutto ciò pesa su mercati, dove la fiducia si è considerevolmente assottigliata e la credibilità di alcune istituzioni è venuta meno.

Evoluzione del Prodotto
Interno Lordo





Le misure d'austerità attuate dai vari governi, nel tentativo di impedire il totale deragliamento dei conti pubblici e nella speranza di rientrare in qualche modo nei parametri di Maastricht a medio termine, hanno altresì avuto un impatto diretto su una ripresa economica che fatica a svilupparsi e che, negli ultimi mesi, è andata anzi affievolendosi, facendo riemergere l'ipotesi di una ricaduta in una fase recessiva.

La crisi del debito, come abbiamo ripetuto più volte, è anche una **crisi della crescita che attanaglia le economie mature** e che ne ipotoca pesantemente le prospettive.

Dopo aver investito Grecia, Portogallo e Irlanda, la crisi si è abbattuta nei mesi scorsi anche sull'Italia e sulla Spagna, innescando importanti manovre e movimenti speculativi all'interno dei mercati. Il rischio contagio è andato logicamente aumentando con l'acuirsi della crisi, considerando inoltre i rapporti di forza in atto e il peso specifico dei paesi coinvolti.

Se Grecia, Portogallo e Irlanda detengono complessivamente l'8% del debito dei 17 paesi di Eurolandia, l'Italia, da sola, ne detiene il 23,5%, con tutto ciò che questo comporta anche in termini di esposizioni bancarie.

Al riguardo, un ruolo chiave lo hanno pure giocato le **agenzie di rating**, le cui mannaie, utilizzate ripetutamente per recidere "rating" e "outlook", hanno inferto colpi e contraccolpi di vario tipo. In primis, al mercato del reddito fisso, contribuendo ad ampliare le divaricazioni negli "spread" sui rendimenti dei titoli di Stato, che si sono solo parzialmente ridimensionati verso la fine del mese di agosto, grazie al programma di acquisto di titoli di Stato (esteso anche alle obbligazioni governative italiane e spagnole) da parte della Banca Centrale Europea (BCE). Nel momento in cui stiamo redigendo questo testo, il rendimento del Bund tedesco con scadenza decennale è del 2,21%, rispetto ad uno del 5,08% offerto dal BTP italiano con analoga scadenza.

Sul fronte macroeconomico, i dati degli ultimi mesi confermano un chiaro rallentamento della dinamica congiunturale, ferme restando le forti e marcate differenze fra i paesi periferici e quelli "core". Anche in questi ultimi, tuttavia, si assiste ad un indebolimento generale, sia per quanto concerne i dati reali che i precursori di tendenza. L'abbiamo visto, per esempio, in **Germania**, dove il barometro congiunturale dell'IFO e l'indice ZEW (che misura il clima degli affari e degli investimenti) hanno subito sensibili erosioni. Per non parlare dei PMI (indici dei direttori commerciali), sia



Commento macroeconomico

Economie mature in “declino”?

del settore manifatturiero che di quello dei servizi. Con questi presupposti e con una crescita dei prezzi al consumo di poco superiore al limite del 2%, posto dalla BCE, non sono ravvisabili a breve termine mutamenti sostanziali nei tassi d’interesse.

In **Svizzera**, il termometro congiunturale segna ancora bel tempo, ma la prospettiva a medio termine è offuscata principalmente dai rapporti di cambio. Nel marasma generale dei mercati, il franco svizzero è diventato sempre più moneta rifugio, facendo registrare un rafforzamento assolutamente pernicioso per l’importante settore dell’esportazione e anche per il turismo.

Dopo essere salito a livelli stratosferici ad inizio agosto, nella parte finale del mese si è assistito ad un ridimensionamento della nostra divisa nazionale. Gli interventi della BNS e del Consiglio Federale (attraverso l’immissione di liquidità sul mercato e la creazione di un fondo di due miliardi di franchi a sostegno dell’economia) hanno portato, de facto, ad una situazione di interessi negativi. Questo ha provocato importanti liquidazioni di posizioni sul franco svizzero a favore principalmente dell’euro e delle monete ad elevato rendimento nella seconda parte di agosto.

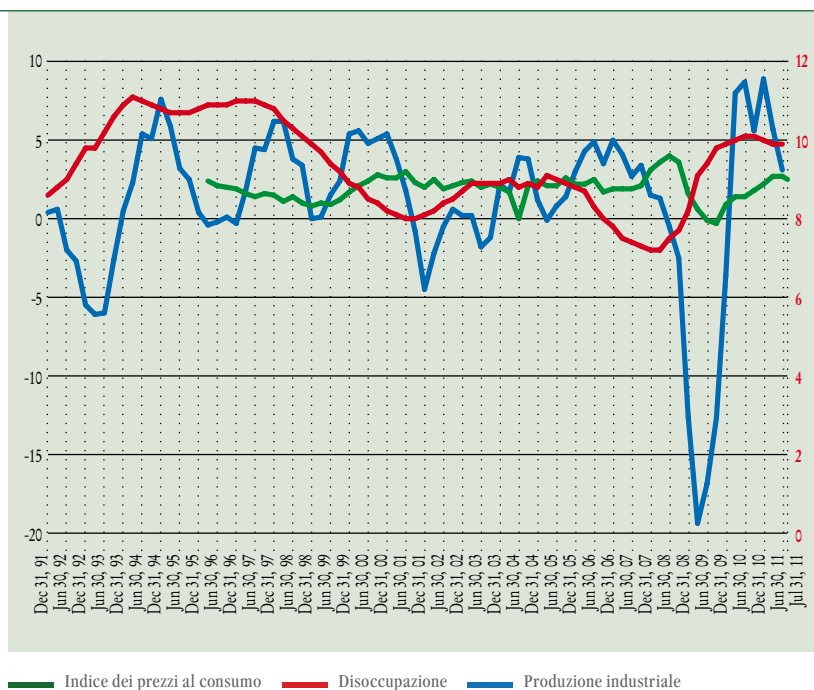
Negli **Stati Uniti**, la battaglia sul tetto del debito pubblico - che si aggira ormai intorno al 100% del PIL - è stata eminentemente di carattere politico. Lo scorso 2 agosto scadeva infatti il termine per l’innalzamento del tetto del debito pubblico, oltre il quale gli Stati Uniti si sarebbero trovati nella spiacevole e scomoda condizione di “default tecnico”. L’accordo raggiunto, un minuto prima della mezzanotte, fra Congresso e Casa Bianca ha posto fine ad una sorta di stucchevole “teatro politico” - legato in larga misura alle scadenze elettorali del prossimo anno -, ma l’importante obiettivo di tagli nel deficit di almeno 4’000 miliardi di dollari è stato sostanzialmente disatteso. Da qui, l’intervento di Standard & Poor’s che ha ridotto la valutazione del debito sovrano statunitense, portandola dal livello massimo di “AAA” a “AA+”.

Nel frattempo, sono pervenuti dati congiunturali indicanti un chiaro indebolimento della crescita economica. Basti pensare che il dato rivisto del PIL relativo al secondo trimestre dell’anno ha mostrato una scialba progressione dell’1% su base annua, condizionata dal calo del volume delle esportazioni e da un sostanziale ristagno del “consumer spending”. Resta sempre in condizioni critiche il mercato del lavoro, il cui tasso di disoccupazione ufficiale veleggia intorno al 9%, una quota giudicata

insostenibile per un'economia che da tempo fatica a creare nuova occupazione. Anche per queste ragioni, la banca centrale Usa ha ribadito lo status quo in materia di tassi d'interesse, preannunciando addirittura - caso unico finora - il mantenimento di questi livelli fino alla metà del 2013. Nonostante molti si aspettassero un ulteriore programma di "quantitative easing" da parte della Federal Reserve, bisogna prendere atto che le forti iniezioni di liquidità per sostenere l'economia non hanno prodotto grandi risultati, ciò che mette in evidenza una crisi del modello di crescita economica Usa.

Per la terza potenza economica mondiale, il **Giappone**, il 2011 resterà segnato dai devastanti effetti provocati dalla micidiale triade (sisma, "tsunami" e incidente nucleare) che ha investito il paese nel mese di marzo. Oltre alle migliaia di morti provocate dal sisma, interi segmenti di produzione e numerose infrastrutture di base sono stati totalmente distrutti. Com'era facilmente prospettabile, i primi due trimestri dell'anno sono stati all'insegna di tassi di crescita negativi - quindi il Giappone si trova, di fatto, in una fase di recessione tecnica-, ma già a partire dai mesi di maggio e giugno diversi indicatori hanno mostrato chiari segnali di miglioramento. Le previsioni indicano una ripresa per il terzo trimestre, supportata dall'importante

Raffronto tra l'evoluzione dei prezzi al consumo, della produzione industriale e del tasso di disoccupazione (scala di destra) nella zona euro





Commento macroeconomico

Economie mature in “declino”?

piano di ricostruzione interna, in un contesto però divenuto più vulnerabile e incerto. Le principali incognite sono legate al rafforzamento dello yen (che penalizza il fondamentale settore dell'esportazione), in un momento di grande instabilità sui mercati finanziari e di rallentamento della dinamica congiunturale internazionale.

Il “downgrade” del debito sovrano statunitense rappresenta un chiaro segnale d'allarme per il Giappone, un paese anch'esso contrassegnato da un elevato indebitamento. In effetti, il rapporto debito pubblico / PIL si aggira attorno al 200%, la quota più alta fra i cosiddetti paesi industrializzati. Va tuttavia osservato che, a differenza di altri, il debito giapponese è detenuto nella misura del 95% da investitori domestici e che, inoltre, il paese asiatico vanta da tempo il primato mondiale del tasso di risparmio privato.

Al di fuori delle economie “mature”, l'**economia cinese** macina ancora sostenuti tassi di crescita, frenati tuttavia dalle misure di restrizione del credito messe in atto dalle autorità per evitare fenomeni di surriscaldamento e per bloccare un'ostinata spirale inflazionistica.

1° settembre 2011

Iris Canonica



Mercato azionario

Le vicende sul possibile default tecnico degli Usa e la nuova fase della crisi del debito pubblico europeo hanno avuto notevole peso sulla correzione degli indici azionari avvenuta nella seconda metà di luglio.

Ad aggravare la situazione si è avuto un peggioramento dei dati congiunturali a livello globale, dal rallentamento in Cina ad una crescita pressoché nulla nei paesi dell'area G7.

Di fatto, il tema e la grande preoccupazione degli investitori è, e sarà nelle prossime settimane, il timore di una nuova fase recessiva.

Dopo la sensibile correzione che ha investito tutti i principali indici, i mercati azionari sembrano scontare già un ciclo di stagnazione della congiuntura.

Qualora si dovesse assistere ad una contrazione più marcata, i listini sarebbero tuttavia a rischio di ulteriori discese.

Uno dei problemi delle ultime settimane è legato alla componente prettamente politica che, sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona, ha dimostrato una mancanza di coesione e chiarezza, lasciando gli operatori in una forte incertezza sull'evoluzione futura degli scenari, fattore da sempre causa di riduzione della propensione al rischio.

Al di là di queste peraltro rilevanti considerazioni, i mercati azionari godono tuttora di un contesto di base positivo, caratterizzato da tassi bassi, ampia liquidità nel sistema e mancanza di alternative d'investimento attrattive.

In assenza di una recessione, anche i fondamentali delle società sono a questi livelli interessanti, dalle valutazioni non eccessive (price/earning, etc.), ai dividendi elevati.

Tuttavia in questa fase, più che i fondamentali societari ed i dati congiunturali, hanno rilevante criticità le decisioni delle autorità politiche e monetarie.

In particolare, per poter assistere ad un rimbalzo di rilievo dei listini sembrerebbe necessario un catalizzatore, al momento mancante, quale potrebbe essere un nuovo stimolo alla crescita da parte della Federal Reserve statunitense o decisioni convincenti per quel che riguarda la soluzione della crisi del debito pubblico dell'Eurozona.

Massimo Andreoni



Mercato obbligazionario

Da vari trimestri, al centro dell'attenzione è la crisi del debito pubblico europeo.

Come testimoniato dai differenziali di rendimento tra il bund tedesco ed i titoli governativi dei paesi a rischio (Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna, Italia), la situazione sembra in ulteriore peggioramento, in considerazione del coinvolgimento diretto di Italia e Spagna, i cui mercati obbligazionari hanno mostrato segnali di stabilizzazione solo a seguito di rilevanti acquisti sul mercato da parte della Banca Centrale Europea.

A rendere imprevedibile l'evoluzione dello scenario è la mancanza di una visione condivisa e "strutturale" a livello europeo, mentre le autorità monetarie e politiche si concentrano su misure di breve termine, contribuendo in tal modo a mantenere alta la tensione sui mercati.

Al momento in cui scriviamo, le uniche soluzioni risolutive, dal punto di vista di analisti ed investitori, sembrerebbero essere quelle dell'emissione dei cosiddetti eurobond, ipotesi peraltro decisamente rifiutata dalla Germania, o, perlomeno, di un rilevante aumento del fondo di stabilità.

Al di là dei paesi "periferici" dell'Eurozona, il mercato obbligazionario continua a presentarsi poco attrattivo; i rendimenti, infatti, sono tuttora visibilmente compressi sia in termini assoluti che nel raffronto storico.

Nell'ultima riunione della Federal Reserve si è confermata, anzi rafforzata, la politica monetaria in essere, estremamente espansiva, con la dichiarazione del mantenimento di tassi eccezionalmente bassi fino ad almeno metà 2013. Unitamente a dati macroeconomici negativi e a una ridotta propensione al rischio, tutto ciò ha favorito un ulteriore abbassamento dei rendimenti su tutta la curva, con il treasury decennale ritornato in area 2%, come nel 2008.

Analogo discorso ed andamento anche per il bund tedesco.

Per le prossime settimane non riteniamo probabili cambiamenti di scenario; i rendimenti non dovrebbero quindi scostarsi significativamente dai livelli attuali.

Con un orizzonte di alcuni mesi, ci attendiamo peraltro la ripresa di un graduale rialzo degli stessi, in particolare sulla parte medio-lunga della curva.

Massimo Andreoni



Mercato valutario

Dollaro americano

Range atteso contro euro:
1.3500-1.4500

I blocchi valutari del dollaro e dell'euro continuano a essere confrontati con grossi squilibri. A questo punto risulta difficile capire se e chi risolverà queste questioni per primo e in modo convincente. Di conseguenza restiamo dell'avviso che la parità EUR/USD si manterrà all'interno di una banda di oscillazione limitata. Verosimilmente potremmo assistere a fasi alterne, a una nuova pressione sull'euro, rispettivamente sul dollaro per forzare la mano alla politica.

Yen giapponese

Range atteso contro USD:
75.00-85.00

Malgrado gli interventi diretti da parte della BoJ, lo yen ha continuato ad apprezzarsi. Ciò a seguito soprattutto del recupero, avvenuto prima e in modo più segnato del previsto, dell'economia nipponica dopo il terremoto del mese di marzo. Oltre a ciò il Giappone non riesce a neutralizzare il surplus della bilancia delle partite correnti, infatti la difficile situazione internazionale non invoglia certo gli investitori nipponici ad avventurarsi su investimenti all'estero. Di conseguenza restiamo dell'avviso che lo yen si manterrà sui livelli di forza attuali.

Sterlina inglese

Range atteso contro euro:
0.8500-0.9000

La sterlina si è ritagliata un ruolo di moneta alternativa se non di moneta rifugio durante questa fase di crisi dell'euro. Il costo di assicurazione sul rischio di fallimento della Gran Bretagna è infatti sceso sotto quello della Germania. D'altro canto la politica monetaria resta molto accomodante e non si esclude neppure un nuovo ricorso al QE, ciò che dovrebbe di fatto limitare l'apprezzamento della sterlina.

Franco svizzero

Range atteso contro euro:
1.0800-1.2500

Le misure messe in campo da parte della BNS hanno portato ad un indebolimento della moneta elvetica. Fintanto che la crisi dell'euro non sarà risolta, i rischi di forti oscillazioni sulla parità EUR/CHF non possono però essere esclusi. A fasi di relativa stabilità faranno verosimilmente seguito nuove pressioni sulla moneta unica europea. Riteniamo che l'intenzione del nostro istituto centrale sia quello di riportare la quotazione a livelli più sostenibili per l'economia svizzera.

Nicola Lafranchi



Materie prime

Nell'ultimo periodo le materie prime, con la rilevante eccezione dell'oro, hanno continuato a muoversi in relazione all'andamento dei mercati azionari.

Energia

Con un orizzonte di medio periodo, la continua crescita dei consumi dei paesi emergenti, a fronte di una produzione vicina ai livelli massimi potenziali, rende plausibile uno scenario di persistente disequilibrio tra domanda ed offerta.

La correzione dei mercati e le attese di un rallentamento della crescita economica anche nei paesi emergenti hanno favorito, negli ultimi mesi, un deciso indebolimento dei prezzi dei prodotti energetici.

Sullo sfondo rimane sempre l'incognita legata a possibili tensioni geopolitiche nel Medio Oriente.

Metalli preziosi

La visione di medio periodo sui metalli preziosi rimane positiva, al di là di probabili prese di profitto temporanee, grazie soprattutto alla considerazione di “bene rifugio” di cui gode l'asset class. Quest'ultimo aspetto rimane, infatti, di estrema attualità in considerazione della “guerra valutaria” e della crisi del debito pubblico europeo.

Nelle ultime settimane, peraltro, il metallo giallo ha fatto registrare una notevole performance, passando dai 1'500 dollari per oncia di giugno fino a circa 1'900 dollari, prima di subire prese di profitto.

Metalli industriali

La visione di medio periodo sui metalli industriali è sempre strettamente correlata alla capacità della Cina di mantenere elevati tassi di crescita. Nelle ultime settimane, la riduzione della propensione al rischio degli operatori e l'atteso rallentamento congiunturale in Cina hanno favorito una correzione, sebbene più contenuta di quella dei mercati azionari.

Beni agricoli

L'evoluzione dei consumi alimentari nei paesi emergenti crea, nel medio termine, un pericoloso divario tra la domanda e la produzione di “soft commodities”, in particolare per quelle legate ai prodotti tipici dei paesi occidentali (a base di grano e carne), a causa delle modifiche in questa direzione dell'alimentazione in tali paesi. L'impiego di beni agricoli per la produzione di energia (etanolo) funge da ulteriore supporto ad un trend già rivolto al rialzo.

Massimo Andreoni



Asset Allocation

Dopo la correzione di luglio-agosto, i mercati azionari sembrano scontare già una fase di stagnazione dell'economia.

Qualora si dovesse assistere ad una contrazione più marcata, gli indici sarebbero peraltro a rischio di ulteriori discese.

Il timore principale degli operatori resta quindi il pericolo di una nuova fase recessiva.

Al momento rimane estremamente difficile valutare le probabilità di tale scenario, essendo, in questa fase, le decisioni delle autorità politiche e monetarie le vere determinanti della fiducia di investitori e consumatori, in particolare nell'area G7.

In generale, il contesto rimane favorevole al comparto azionario (tassi bassi, liquidità abbondante, assenza di alternative).

Anche i fondamentali societari sono attrattivi (price/earning, dividend yield, etc.).

In termini relativi, continuiamo a privilegiare il mercato statunitense e quello nipponico; i paesi "emergenti" potrebbero tornare a sovraperformare, qualora l'ipotesi di una vicina fine della fase di rialzo dei tassi dovesse concretizzarsi.

L'azionario europeo risulta meno interessante, a causa dell'elevata incertezza sugli sviluppi della crisi del debito pubblico, cui si aggiungono i ben noti problemi strutturali: crescita debole, politiche fiscali improntate all'austerità e sistema bancario in difficoltà.

In definitiva, l'assenza di visibilità sull'evoluzione congiunturale ed i rischi insiti nell'andamento della crisi dell'Eurozona determinano un'avversione al rischio che dovrebbe favorire, anche nei prossimi mesi, un'accentuata volatilità dei listini.

Riteniamo quindi opportuno mantenere un'esposizione azionaria tendenzialmente neutrale, non escludendo, tuttavia, rilevanti sovra/sotto esposizioni di breve periodo, in risposta ad eventuali nuovi momenti di forti tensioni sui mercati.

Il mercato obbligazionario continua a presentarsi decisamente poco attrattivo; i rendimenti, infatti, sono tuttora decisamente compressi, sia in termini assoluti che nel raffronto storico.

Dal nostro punto di vista è quindi consigliabile mantenere tuttora il posizionamento sulla parte breve della curva (1-3 anni).

Massimo Andreoni





Sommaire

Commentaire macroéconomique	14
Marché des actions	19
Marché des obligations	20
Marchés monétaires	21
Matières premières	22
Asset allocation	23



Commentaire macroéconomique

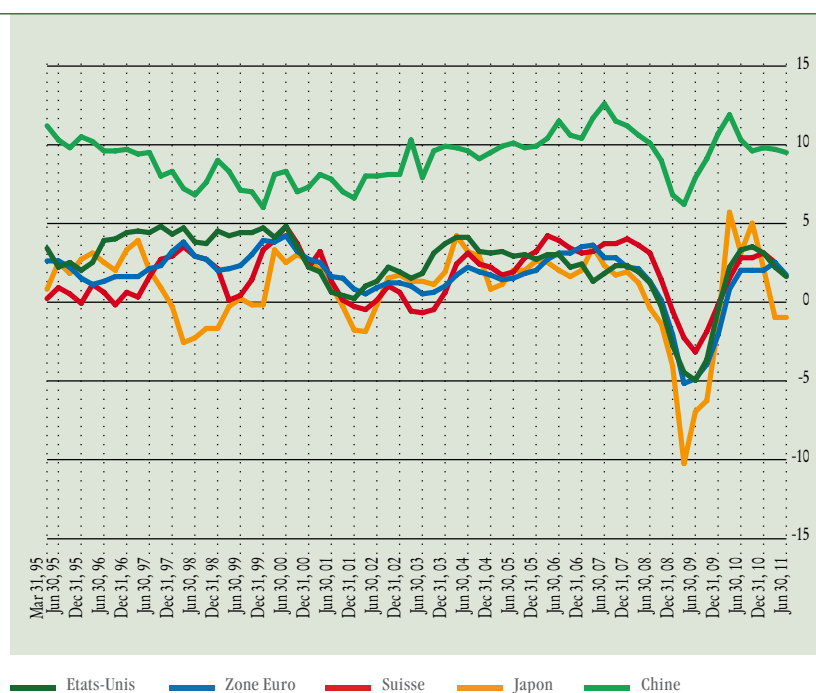
Economies matures en “déclin”?


Ces derniers mois, la crise proclamée de la dette en Europe a impliqué directement les Etats-Unis, eux aussi plombés par d'importants **déséquilibres des comptes publics**, alors que le **ralentissement de la dynamique conjoncturelle**, des deux côtés de l'Atlantique, a fait resurgir le spectre de la récession. Ces deux facteurs ont à un certain point provoqué de violentes secousses et de véritables moments de panique au sein des marchés, augmentant la probabilité que des situations de ce type se représentent à chaque nouvelle négative ou chiffre inférieur aux attentes.

Sur le Vieux Continent, l'euro en a fait les frais, alors qu'il aurait dû servir à cimenter une zone pourtant trop diversifiée et fragmentée pour être uniformisée à travers l'institution d'une monnaie unique. De fait, la crise de la dette et de l'euro a aussi montré l'extrême fragilité des institutions européennes qui, au moment d'affronter cette situation, ont pris différentes mesures, impliquant des coûts élevés. Si ces dernières ne se sont pas avérées totalement inefficaces, elles n'ont certainement pas été suffisamment incisives pour résoudre un problème dont on n'entrevoit pas encore la solution.

La **gouvernance européenne** ressort donc avec une image très faible et peu claire: tout ceci pèse sur les marchés, où la confiance s'est envolée, alors que certaines institutions ont perdu de leur crédibilité.

Evolution du produit intérieur brut





Les mesures d'austérité adoptées par les différents gouvernements pour tenter d'empêcher le déraillement total des finances publiques, avec l'espoir de rentrer dans une certaine mesure dans les paramètres de Maastricht à moyen terme, ont également eu un impact direct sur une reprise économique qui peine à se développer et qui s'est plutôt affaiblie ces derniers mois, faisant resurgir l'hypothèse d'une nouvelle récession.

La crise de la dette, comme nous l'avons répété à plusieurs reprises, est aussi une **crise de la croissance qui tenaille les économies matures** et en hypothèque lourdement les perspectives.

Après avoir touché la Grèce, le Portugal et l'Irlande, cette crise s'est aussi abattue ces derniers mois sur l'Italie et l'Espagne, amorçant d'importantes manœuvres et mouvements spéculatifs au sein des marchés. Le risque de contagion a logiquement augmenté avec le durcissement de la crise, au vu aussi des rapports de force en présence et du poids spécifique des pays impliqués.

Si la Grèce, le Portugal et l'Irlande détiennent globalement le 8% de la dette des 17 pays de l'Euroland, l'Italie, à elle seule, en détient le 23,5%, avec tout ce que cela implique en termes d'exposition bancaire.

A cet égard, les **agences de notation** ont joué un rôle clé, en utilisant de manière répétée leur couperet pour trancher "rating" ou "outlook", infligeant des coups et contrecoups de diverse nature. En premier lieu, au marché du rendement fixe, contribuant ainsi à élargir le fossé entre les "spreads" sur les rendements des titres gouvernementaux, qui se sont partiellement redimensionnés vers la fin du mois d'août, grâce au programme d'achat de titres d'Etat (étendu également aux obligations gouvernementales italiennes et espagnoles) par la Banque Centrale Européenne (BCE). Au moment où nous rédigeons ces lignes, le rendement du Bund allemand à dix ans est de 2,21% contre 5,08% offert par le BTP italien de même échéance.

Sur le front macroéconomique, les chiffres de ces derniers mois confirment un net ralentissement de la dynamique conjoncturelle, bien que les différences restent très marquées entre les pays périphériques et les pays "core". Mais même dans ces derniers, on assiste à un affaiblissement général, tant pour ce qui concerne les chiffres réels que les indicateurs avancés de tendance. Nous l'avons vu par exemple en **Allemagne**, où le baromètre conjoncturel de l'IFO et l'indice ZEW (qui mesure le climat des affaires et des investissements) ont subi une érosion sensible. Sans parler du recul des

Commentaire macroéconomique

Economies matures en “déclin”?

PMI (indices des directeurs d'achats), tant du secteur manufacturier que de celui des services. Dans ces conditions et avec une croissance des prix à la consommation de peu supérieure à la limite de 2%, fixée par la BCE, aucun changement substantiel concernant les taux d'intérêt n'est à prévoir à court terme.

En **Suisse**, le baromètre conjoncturel est encore sur beau temps, mais les perspectives à moyen terme sont assombries principalement par les rapports de change. Dans le marasme général des marchés, le franc suisse devient toujours plus une valeur refuge et se renforce de manière absolument pernicieuse pour l'important secteur des exportations et pour le tourisme.

Après avoir atteint début août des niveaux stratosphériques, on a assisté à un redimensionnement de notre devise nationale à la fin du mois. Les interventions de la BNS et du Conseil Fédéral (par le biais de l'injection de liquidités sur le marché et la création d'un fonds de deux milliards de francs pour soutenir l'économie) ont conduit, de facto, à une situation d'intérêts négatifs. Ceci a provoqué d'importantes liquidations de positions sur le franc suisse, principalement en faveur de l'euro et des monnaies à haut rendement dans la seconde partie du mois d'août.

Aux **Etats-Unis**, la bataille sur le plafond de la dette publique - qui tourne désormais autour de 100% du PIB - a été de nature éminemment politique. Le 2 août dernier, le délai fixé pour le relèvement de ce plafond arrivait en effet à échéance et au-delà de cette date, les Etats-Unis se seraient trouvés dans la désagréable et inconfortable situation de “default” technique. L'accord conclu, une minute avant minuit, entre le Congrès et la Maison-Blanche, a mis fin à une sorte de théâtre politique plutôt écoeurant - lié dans une large mesure aux échéances électorales de l'année prochaine -, mais l'objectif de réduire le déficit d'au moins 4'000 milliards de dollars n'a pas été atteint. De là, l'intervention de Standard & Poor's, qui a réduit l'évaluation de la dette souveraine américaine, pour la porter de son niveau maximum “AAA” à “AA+”.

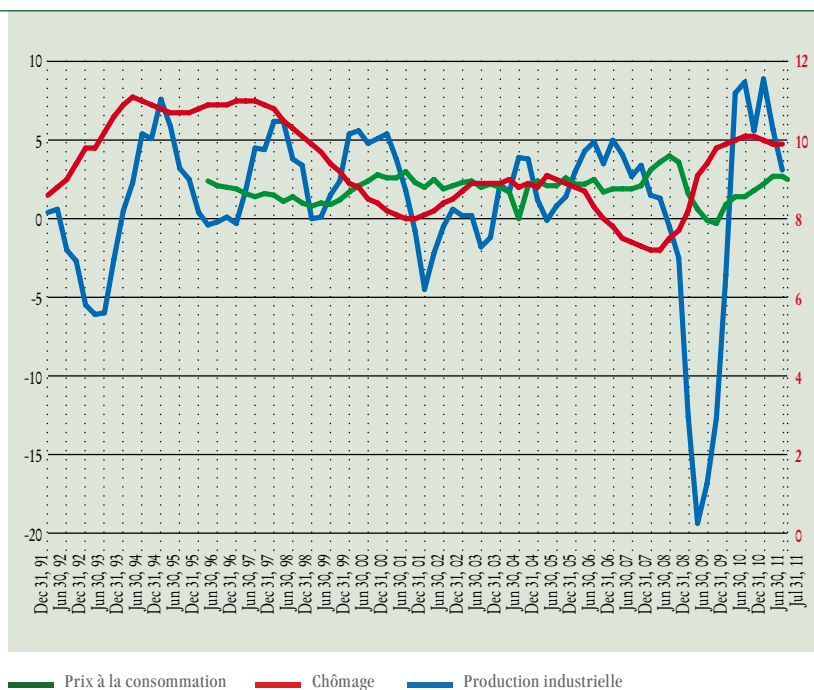
Parallèlement, des statistiques conjoncturelles indiquant un net tassement de la croissance ont été publiées. Le chiffre mis à jour du PIB relatif au second trimestre de l'année a montré une faible progression de 1% sur base annuelle, sous l'influence de la chute des exportations et de la stagnation du “consumer spending”. Le marché du travail demeure dans une situation critique, avec le chômage officiel qui tourne autour de 9%, un taux jugé

intenable pour une économie qui peine depuis longtemps à créer de nouveaux emplois. C'est aussi pour ces raisons que la banque centrale américaine a reconduit le statu quo en matière de taux d'intérêt, anticipant même - un cas unique jusqu'ici - le maintien de ces niveaux jusqu'au milieu de 2013.

Bien que nombreux soient ceux qui s'attendent à un nouveau programme de "quantitative easing" de la part de la Réserve Fédérale, il convient de relever que les fortes injections de liquidités pour soutenir l'économie n'ont pas produit de grands résultats, ce qui révèle une crise du modèle de croissance économique des Etats-Unis.

Pour la troisième puissance économique mondiale, le **Japon**, l'année 2011 restera marquée par les effets dévastateurs de la triade meurtrière (séisme, tsunami et accident nucléaire) qui s'est abattue sur le pays au mois de mars. Outre les milliers de morts provoqués par le tremblement de terre, des secteurs entiers de la production et de nombreuses infrastructures ont été totalement détruits. Comme l'on pouvait s'y attendre, les taux de croissance ont été négatifs pour les deux premiers trimestres de l'année. Le Japon se trouve donc de fait dans une phase de récession technique, mais à partir des mois de mai et juin déjà, plusieurs indicateurs ont montré des signes

Comparaison entre l'évolution des prix à la consommation, de la production industrielle et du taux de chômage (échelle de droite) dans la zone euro





Commentaire macroéconomique

Economies matures en “déclin”?

tangibles d'amélioration. Les prévisions indiquent une reprise pour le troisième trimestre, soutenue aussi par un vaste plan de reconstruction, dans un contexte qui est toutefois devenu plus vulnérable et incertain. Les principales inconnues sont liées au renforcement du yen (qui pénalise le secteur fondamental des exportations) dans une période de forte instabilité sur les marchés financiers internationaux et de ralentissement de la dynamique conjoncturelle internationale.

Le “downgrade” de la dette souveraine des Etats-Unis représente un vrai signal d'alarme pour le Japon, un pays lui aussi caractérisé par un fort endettement. Le rapport dette publique/PIB tourne en effet autour de 200%, soit le niveau le plus élevé parmi les pays dits industrialisés. On relèvera toutefois que, à la différence de beaucoup d'autres, la dette japonaise est détenue à 95% par des investisseurs locaux et que ce pays d'Asie détient depuis longtemps le record mondial du taux d'épargne privée.

Au-delà des économies “matures”, l'**économie chinoise** présente encore des taux de croissance soutenus, qui sont toutefois freinés par les mesures de restriction du crédit prises par les autorités pour éviter un phénomène de surchauffe et bloquer une spirale inflationniste persistante.

1er septembre 2011

Iris Canonica

Marché des actions

Le possible default technique des Etats-Unis et le durcissement de la crise de la dette publique européenne ont fortement pesé sur la correction des indices d'actions intervenue dans la seconde moitié du mois de juillet.

La situation a été aggravée par des chiffres conjoncturels insatisfaisants au niveau mondial: du ralentissement en Chine à une croissance presque nulle dans les pays de la zone G7.

De fait, le thème de discussion qui agite les investisseurs est - et sera ces prochaines semaines - la crainte d'une nouvelle récession.

Après la forte correction qui a touché les principaux indices, les marchés des actions semblent d'ores et déjà escompter un cycle de stagnation de la conjoncture.

Si une contraction plus marquée devait intervenir, les indices risqueraient de perdre encore plus de terrain.

L'un des problèmes de ces dernières semaines est lié à une composante purement politique; tant aux Etats-Unis que dans la zone euro, les gouvernements ont révélé un manque de cohésion et de clarté, laissant les opérateurs dans une forte incertitude quant à l'évolution future des scénarios, facteur qui depuis toujours diminue la propension au risque.

Au-delà de ces considérations par ailleurs importantes, les marchés des actions jouissent toujours d'un contexte de base positif, caractérisé par des taux bas, beaucoup de liquidités dans le système et le manque d'alternatives attractives d'investissement.

En l'absence de récession, les fondamentaux des entreprises sont intéressants, qu'il s'agisse des évaluations qui ne sont pas excessives (price/earning, etc.) ou des dividendes élevés.

Rappelons toutefois que, au-delà des fondamentaux des entreprises et des chiffres conjoncturels, ce sont les décisions des autorités politiques et monétaires qui suscitent la critique.

Pour pouvoir assister à un rebond significatif des indices, un catalyseur s'imposerait - absent en ce moment -, qui pourrait être un nouveau soutien de la croissance de la part de la Réserve Fédérale américaine ou alors des décisions convaincantes pour ce qui concerne la solution de la financière de la zone euro.

Massimo Andreoni



Marché des obligations

La crise de la dette publique européenne est au centre de l'attention depuis plusieurs trimestres.

Comme en témoignent les différentiels de rendement entre le Bund allemand et les titres gouvernementaux des pays à risque (Grèce, Irlande, Portugal, Espagne, Italie), la situation semble s'aggraver, étant donné l'implication directe de l'Italie et de l'Espagne, dont les marchés obligataires ont montré des signes de stabilisation seulement à la suite d'importants achats sur le marché par la Banque Centrale Européenne.

L'évolution du scénario est imprévisible en raison de l'absence d'une vision commune et "structurelle" au niveau européen, alors que les autorités monétaires et politiques se concentrent sur des mesures de court terme, contribuant ainsi à maintenir une forte tension sur les marchés.

Au moment où nous écrivons ces lignes, du point de vue des analystes et des investisseurs, les seules solutions semblent être l'émission des eurobonds - hypothèse par ailleurs vivement contestée par l'Allemagne - ou alors une forte augmentation du fonds de stabilité.

Au-delà des pays "périphériques" de la zone euro, le marché obligataire reste peu attractif, les rendements étant en effet toujours très comprimés, tant en termes absolus qu'en comparaison historique.

Lors de sa dernière réunion, la Réserve Fédérale a confirmé et même renforcé sa politique monétaire extrêmement expansive et annoncé le maintien de taux exceptionnellement bas au moins jusqu'au milieu de l'année 2013.

Conjointement aux chiffres macroéconomiques négatifs et à une diminution de la propension au risque, tout ceci a favorisé un nouveau recul des rendements sur toute la courbe, avec le treasury à dix ans qui se retrouve en zone 2%, comme en 2008.

Le discours et l'évolution sont identiques pour le Bund allemand.

Nous jugeons peu probable un changement de scénario ces prochaines semaines, les rendements ne devraient donc pas se distancier de manière significative des niveaux actuels.

A un horizon de quelques mois, nous nous attendons à la reprise d'une hausse progressive de ces rendements, en particulier sur la partie moyenne à longue de la courbe.

Massimo Andreoni



Marchés monétaires

Dollar américain

Range attendu contre l'euro:
1.3500-1.4500

Les parités du dollar et de l'euro restent confrontées à de gros déséquilibres. A ce stade, il est difficile de savoir qui résoudra ces questions en premier et de manière convaincante. Nous pensons donc que la parité EUR/USD se maintiendra au sein d'une bande de fluctuations limitée. Nous assisterons vraisemblablement, de manière alternée, à une nouvelle pression sur l'euro, respectivement sur le dollar, pour forcer la main à la politique.

Yen japonais

Range attendu contre USD:
75.00-85.00

Le yen a continué de s'apprécier malgré les interventions directes de la BoJ et ce, surtout à la suite de la reprise de l'économie nippone, intervenue plus rapidement et de façon plus marquée que prévu après le séisme du mois de mars. Cela étant, le Japon ne parvient pas à neutraliser le surplus de la balance des comptes courants. De fait, le délicat contexte international n'encourage certainement pas les investisseurs japonais à s'aventurer dans des investissements à l'étranger. Nous restons par conséquent d'avis que le yen se maintiendra sur les niveaux actuels.

Livre sterling

Range attendu contre l'euro:
0.8500-0.9000

La livre sterling s'est taillée un rôle de monnaie alternative pour ne pas parler de monnaie refuge durant cette phase de crise de l'euro. Le coût d'assurance sur le risque de faillite de la Grande-Bretagne est en effet descendu en dessous de celui de l'Allemagne. D'autre part, la politique monétaire reste très accommodante et un nouveau recours au QE n'est pas à exclure, ce qui devrait limiter l'appréciation de la livre sterling.

Franc suisse

Range attendu contre l'euro:
1.0800-1.2500

Les mesures adoptées par la BNS ont conduit à un affaiblissement de la monnaie helvétique. Tant que la crise de l'euro ne sera pas résolue, les risques de fortes fluctuations sur la parité EUR/CHF ne peuvent être exclus. A des phases de relative stabilité feront vraisemblablement suite de nouvelles pressions sur la monnaie unique européenne. Nous pensons que l'intention de notre institut central est de ramener la cotation à des niveaux plus supportables pour l'économie suisse.

Nicola Lafranchi



Matières premières

Au cours de cette dernière période, les matières premières, à l'exception de l'or, ont continué d'évoluer en concomitance avec le comportement de la bourse.

Energie

A moyen terme, la croissance continue de la consommation des pays émergents, en regard d'une production voisine de ses niveaux potentiels maximums, rend plausible un scénario de déséquilibre persistant entre l'offre et la demande.

La correction des marchés et la perspective d'un ralentissement de la croissance également dans les pays émergents ont favorisé ces derniers mois un net affaiblissement des prix des produits énergétiques.

Sur le fond subsiste toujours l'inconnue liée à de possibles tensions géopolitiques au Moyen-Orient.

Métaux précieux

Au-delà des prises de profit temporaires toujours possibles, l'orientation des métaux précieux reste positive à moyen terme, grâce surtout au rôle de "valeur refuge" dont jouit l'asset class. Ce dernier aspect reste en effet d'une extrême actualité, au vu de la "guerre monétaire" et de la crise financière européenne.

Par ailleurs, le métal jaune a enregistré ces dernières semaines une performance remarquable, passant de 1'500 dollars l'once en juin à près de 1'900 dollars, avant de subir des prises de profit.

Métaux industriels

Les prévisions concernant les métaux industriels à moyen terme sont toujours étroitement liées à la capacité de la Chine de maintenir un taux élevé de croissance. Ces dernières semaines, la diminution de la propension au risque chez les opérateurs et le ralentissement conjoncturel attendu en Chine ont favorisé une correction, bien que plus contenue que celle de la bourse.

Produits agricoles

L'évolution des habitudes alimentaires dans les pays émergents crée un fossé dangereux entre la demande et la production de "soft commodities", en particulier des produits typiques des pays occidentaux (à base de céréales et de viande).

Le recours à des produits agricoles pour la production d'énergie (éthanol) soutient un trend déjà orienté à la hausse.

Massimo Andreoni



Asset allocation

Après la correction de juillet-août, les marchés des actions semblent déjà escompter une phase de stagnation de l'économie.

Si une contraction plus marquée devait intervenir, les indices risqueraient de perdre encore plus de terrain.

La principale crainte des opérateurs reste donc le risque d'une nouvelle période de récession.

Il est extrêmement difficile en ce moment d'évaluer les probabilités d'un tel scénario, les décisions des autorités politiques et monétaires étant actuellement les véritables déterminants de la confiance des investisseurs et des consommateurs, en particulier dans la zone G7.

De manière générale, le contexte reste favorable au secteur des actions (taux bas, liquidités abondantes, absence d'alternatives).

Les fondamentaux des entreprises sont également attractifs (price earning, dividend yield, etc.).

En termes relatifs, nous continuons de privilégier le marché étasunien et celui du Japon. Les pays émergents pourraient à nouveau sous-performer, au cas où l'hypothèse de la fin proche de la phase de hausse des taux se concrétiserait.

Le marché européen des actions s'avère moins intéressant en raison de la forte incertitude qui règne quant aux développements de la crise de la dette publique, ce à quoi s'ajoutent des problèmes structurels bien connus: croissance faible, politiques fiscales caractérisées par l'austérité et système bancaire en difficulté.

En définitive, l'absence de visibilité sur l'évolution conjoncturelle et les risques induits par la crise de la zone euro déterminent une aversion au risque qui devrait favoriser une volatilité marquée des indices ces prochains mois.

Nous jugeons donc opportun de maintenir une exposition en actions tendanciellement neutre, sans toutefois exclure des sur- ou sous-expositions à court terme, en réponse à d'éventuelles fortes tensions sur les marchés.

Le marché obligataire reste peu attractif, les rendements étant toujours fortement comprimés, tant en termes absolus qu'en comparaison historique. A notre point de vue, il est donc conseillé de rester positionné sur la partie courte de la courbe (1-3 ans).

Massimo Andreoni





Index

Weltwirtschaft	26
Aktienmarkt	31
Obligationenmarkt	32
Devisenmärkte	33
Rohstoffe	34
Asset Allocation	35

Weltwirtschaft

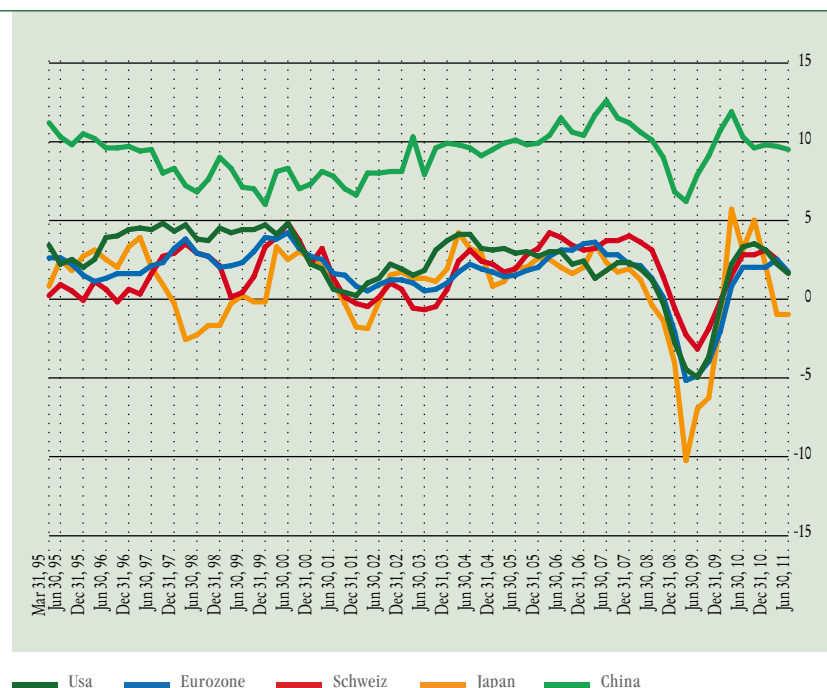
“Rückgang” der reifen Volkswirtschaften?


In den vergangenen Monaten hat die Schuldenkrise in Europa auch direkt auf die Vereinigten Staaten übergegriffen, deren **öffentliche Finanzen ebenfalls in eine mächtige Schieflage** geraten sind. Gleichzeitig hat die **Verlangsamung der Konjunkturdynamik** auf beiden Seiten des Atlantiks das Gespenst der Rezession wieder zum Vorschein gebracht. Diese beiden Elemente haben zu einem gewissen Grad die Märkte kräftig durchgeschüttelt und wahre Momente der Panik hervorgerufen.

Auf dem Alten Kontinent musste dies vor allem der **Euro** ausbaden. In der Tat hat die Euro- und Schuldenkrise auch die extreme Schwäche der europäischen Institutionen ans Licht gebracht. Sie haben zwar mit verschiedenen und teilweise einschneidenden Massnahmen auf die Situation reagiert; diese haben sich aber als nicht genügend wirksam erwiesen, um die anstehenden Probleme zu bewältigen. Die sogenannte **europäische “Governance”** hinterlässt einen äusserst schwachen und trüben Eindruck: All dies belastet die Märkte, in denen das Vertrauen stark abgenommen und die Glaubwürdigkeit der Institutionen gelitten hat.

Die drastischen Sparmassnahmen verschiedener Regierungen, die verhindern sollen, dass die öffentlichen Finanzen vollends aus dem Ruder laufen, und mittelfristig irgendwie wieder zu einer Erfüllung der Maastricht-

Entwicklung
Bruttoinlandsprodukt-
Wachstum





Kriterien führen sollen, haben sich ebenfalls direkt auf die Erholung der Wirtschaft ausgewirkt. Diese entwickelt sich aber nur mühsam und hat sich in den vergangenen Monaten sogar abgeschwächt und einen erneuten Rückfall in eine rezessive Phase befürchten lassen.

Die Schuldenkrise ist auch eine Wachstumskrise, die die reifen Volkswirtschaften im Würgegriff hält und die Wirtschaftsaussichten schwer belastet.

Nach Griechenland, Portugal und Irland hat sich die Krise in den vergangenen Monaten auch in Italien und Spanien bemerkbar gemacht und massive Reaktionen und spekulative Bewegungen in den Märkten ausgelöst. Das Ansteckungsrisiko hat sich mit der Zuspitzung der Krise natürlich erhöht, nicht zuletzt auch wegen des wirtschaftlichen Gewichts der betroffenen Länder.

Während auf Griechenland, Portugal und Irland insgesamt 8% der Schulden der 17 Länder der Eurozone fallen, macht der Anteil Italiens alleine 23,5% aus.

In dieser Situation haben die **Ratingagenturen** eine Schlüsselrolle gespielt: Sie haben immer wieder mit einer Rating- und Outlook-Herabstufung gedroht. In erster Linie im Markt für festverzinsliche Anlagen, wo sie zu einem weiteren Auseinanderklaffen der "Spreads" bei den Renditen von Staatsanleihen beigetragen haben. Diese haben sich gegen Ende August dank des Aufkaufprogramms der Europäischen Zentralbank (EZB) für Staatsanleihen (das auch auf italienische und spanische Regierungsobligationen ausgedehnt wurde) nur teilweise verringert. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts betrug die Rendite des deutschen Bund mit zehnjähriger Laufzeit 2,21%, während die italienischen BTP mit gleicher Laufzeit 5,08% bieten.

An der makroökonomischen Front bestätigen die Daten der vergangenen Monate eine klare Verlangsamung der Konjunkturdynamik, und auch die grossen Unterschiede zwischen den Peripherie- und den Kernstaaten der Eurozone bleiben weiterhin markant. Aber auch bei den Letzteren lassen sowohl die realwirtschaftlichen Daten als auch die Trendindikatoren eine allgemeine Abschwächung erkennen. Dies haben wir beispielsweise in **Deutschland** gesehen, wo das Konjunkturbarometer des IFO und der ZEW-Index (dieser misst das Geschäfts- und Investitionsklima) einen empfindlichen Rückgang erlitten haben. Ganz zu schweigen von den

Weltwirtschaft

“Rückgang” der reifen Volkswirtschaften?

PMI (Einkaufsmanagerindizes), und zwar sowohl im Industrie- als auch im Dienstleistungssektor. Bei diesen Bedingungen und einem Wachstum der Konsumentenpreise, das leicht über dem von der EZB festgelegten Grenzwert von 2% liegt, sind auf kurze Sicht keine massgeblichen Zinssatzänderungen zu erwarten.

In der **Schweiz** zeigt das Konjunkturbarometer weiterhin eine Schönwetterlage, aber die mittelfristigen Aussichten sind vor allem wegen der Wechselkursverhältnisse getrübt. Aufgrund der allgemeinen Schwäche der Märkte ist der Schweizer Franken immer mehr zu einer Zufluchtswährung geworden, wobei die Frankenstärke für den wichtigen Exportsektor, aber auch für den Tourismus, mittlerweile eine grosse Bedrohung darstellt.

Nach einem Höhenflug Anfang August hat sich unsere nationale Währung gegen Ende des Monats wieder etwas abgeschwächt. Die Interventionen der SNB und des Bundesrats (dem Markt wurde Liquidität zugeführt, und es wurde ein Fonds in Höhe von zwei Milliarden Franken zur Stützung der Wirtschaft geüffnet) haben de facto zu einer Situation negativer Zinsen geführt. Infolgedessen sind in der zweiten Hälfte des Monats August bedeutende Positionen in Schweizer Franken aufgelöst worden, was hauptsächlich dem Euro und anderen Währungen mit hoher Rendite zugutekam.

In den **Vereinigten Staaten** war der Streit um die Verschuldungsgrenze - die nunmehr bei 100% des BIP liegt - von einem äusserst politischen Charakter geprägt. Am 2. August ist die Frist für die Anhebung der Verschuldungsgrenze verstrichen, nach der die Vereinigten Staaten in die unerfreuliche und unangenehme Situation eines «technischen Bankrotts» geraten wären. Die in letzter Minute erreichte Einigung zwischen dem Kongress und dem Weissen Haus hat einem unsäglichen “Polittheater”, das weitgehend durch die Wahlen im kommenden Jahr bedingt war, ein Ende bereitet; aber das wichtige Ziel der Defizitverringerng von mindestens 4'000 Milliarden Dollar wurde grundsätzlich nicht erreicht. Deshalb hat Standard & Poor's ihre Bewertung der amerikanischen Staatsschulden von der höchsten Stufe AAA herabgestuft auf AA+.

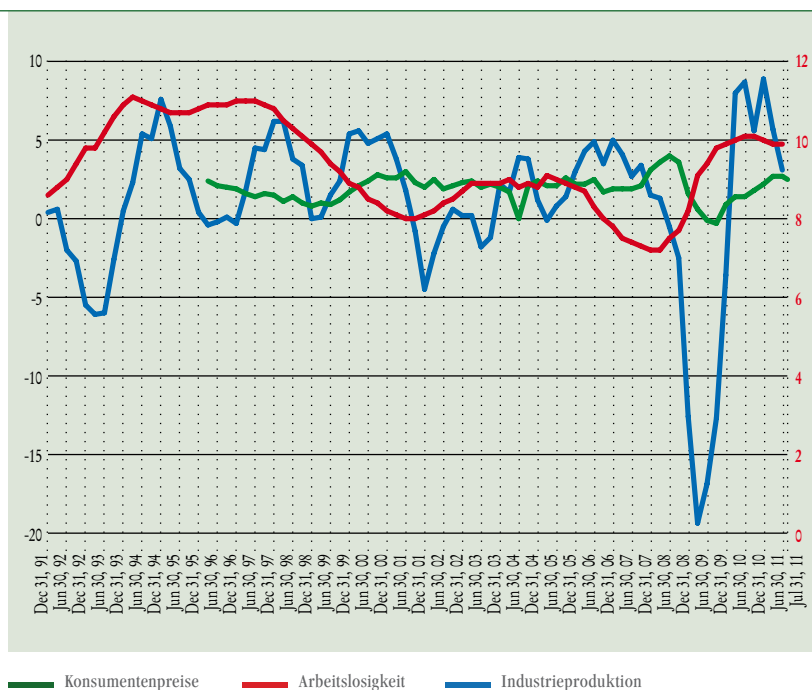
Die seither veröffentlichten Konjunkturdaten zeigen eine klare Abschwächung des Wirtschaftswachstums. So entspricht das revidierte BIP im zweiten Quartal dieses Jahres einer schwachen Zunahme von 1% auf annualisierter Basis, bedingt durch einen Rückgang des Exportvolumens und einer beträchtlichen Stagnation der Konsumausgaben.

Der Arbeitsmarkt bleibt weiterhin kritisch mit einer Arbeitslosenquote um 9% - ein unhaltbarer Wert für eine Wirtschaft, der es seit geraumer Zeit nur mit Mühe gelingt, neue Arbeitsplätze zu schaffen. Auch aus diesen Gründen hat die amerikanische Zentralbank den Status quo bezüglich der Zinssätze bekräftigt und sogar - als absolutes Novum - angekündigt, das bestehende Niveau bis Mitte 2013 beizubehalten.

Viele haben ein weiteres "quantitative easing"-Programm seitens der Federal Reserve erwartet; aber man muss doch erkennen, dass die starken Liquiditätsspritzen zur Stärkung der Wirtschaft keine guten Ergebnisse gebracht haben, was eine klare Schwäche des amerikanischen Wirtschaftswachstumsmodells aufzeigt.

Als drittgrösste Wirtschaftsmacht der Welt bleibt **Japan** im Jahr 2011 von den unheilvollen Auswirkungen dreier Ereignisse (Erdbeben, Tsunami und Reaktorunfall) geprägt, die das Land im März heimgesucht haben. Es kamen nicht nur Tausende von Menschen beim Erdbeben ums Leben, sondern auch ganze Produktionssektoren und zahlreiche Basisinfrastrukturen wurden komplett zerstört. Wie leicht vorauszusehen war, waren die ersten zwei Quartale dieses Jahres von negativen Wachstumsraten geprägt - schliesslich durchläuft Japan tatsächlich eine

Konsumentenpreise,
Industrieproduktion und
Arbeitslosigkeit (rechte
Skala) in der Eurozone





Weltwirtschaft

“Rückgang” der reifen Volkswirtschaften?

Phase einer “technischen Rezession” -, aber bereits seit den Monaten Mai und Juni zeigen verschiedene Indikatoren klare Anzeichen einer Verbesserung. Die Prognosen deuten auf eine Erholung im dritten Quartal hin, die vom nationalen Wiederaufbauplan unterstützt wird - wenn auch das gesamte Umfeld um einiges verletzlicher und unsicherer geworden ist. Die am wenigsten bekannten Faktoren stehen im Zusammenhang mit der Erstarkung des Yen (die den wichtigen Exportsektor gefährdet) in einer Zeit grosser Instabilität auf den Finanzmärkten und der Verlangsamung der internationalen Konjunkturdynamik.

Für Japan bedeutet der “Downgrade” der amerikanischen Staatsschulden ein klares Alarmsignal, denn auch dieses Land weist eine hohe Verschuldung auf. Tatsächlich bewegt sich das Verhältnis der Staatsschulden zum BIP um 200%, was der höchsten Quote innerhalb der Industrienationen entspricht. Es zeigt sich aber auch, dass in Japan, im Gegensatz zu anderen Ländern, die Staatsanleihen zu rund 95% von inländischen Anlegern gehalten werden und das asiatische Land zudem seit langem die grösste private Sparquote weltweit aufweist.

Ausserhalb der “reifen” Volkswirtschaften generiert die **chinesische Wirtschaft** noch stabile Wachstumsraten. Diese werden jedoch von den Restriktionsmassnahmen im Kreditbereich ausgebremst, die die Behörden in Kraft gesetzt haben, um eine Überhitzung zu verhindern und eine beharrliche Inflationsspirale zu durchbrechen.

1. September 2011

Iris Canonica

Aktienmarkt

Die Ereignisse rund um den möglichen “technischen Bankrott” der USA und die neue Phase der staatlichen Schuldenkrise in Europa haben wesentlich zu den Korrekturen der Aktienindizes in der zweiten Hälfte des Monats Juli beigetragen.

Die Situation wurde zusätzlich durch weltweit schlechtere Konjunkturdaten erschwert - von der Wachstumsverlangsamung in China bis hin zu einem praktischen Nullwachstum in den Ländern der G-7.

Deshalb treibt die Anleger zurzeit - und wohl auch in den kommenden Wochen - vor allem eines an: die Angst vor einer neuen rezessiven Phase. Nach der empfindlichen Korrektur, die alle wichtigen Indizes betrifft, nehmen die Aktienmärkte offenbar bereits eine Phase der wirtschaftlichen Stagnation vorweg.

Eines der Probleme in den vergangenen Wochen steht im Zusammenhang mit der rein politischen Komponente, die gezeigt hat, dass es sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in der Eurozone an Kohäsion und Klarheit fehlt. Dies hat die Marktteilnehmer in Hinsicht auf die künftige Wirtschaftsentwicklung verunsichert - und dieser Faktor hat schon immer zu einer risikoaversen Haltung geführt.

Abgesehen von diesen wichtigen Erwägungen bewegen sich die Aktienmärkte aber weiterhin in einem grundsätzlich positiven Umfeld, geprägt von tiefen Zinsen, ausreichender Liquidität im System und einem Mangel an guten Anlagealternativen.

Bleibt eine Rezession aus, sind auch die Fundamentaldaten der Unternehmen auf den bestehenden Niveaus interessant - von den nicht übertriebenen Bewertungen (Kurs-Gewinn-Verhältnis usw.) bis hin zu den hohen Dividenden.

Wesentlich relevanter als die Konjunkturdaten und die Fundamentalwerte der Unternehmen sind in der gegenwärtigen Phase jedoch die Entscheidungen der politischen Behörden und der Währungsinstitutionen.

Damit die Notierungen wieder an Stärke gewinnen können, scheint vor allem ein Katalysator vonnöten zu sein; ein solcher fehlt zurzeit. Dies könnte beispielsweise ein neuer Wachstumsimpuls seitens der amerikanischen Federal Reserve sein oder überzeugende Entscheidungen hinsichtlich einer Lösung der staatlichen Schuldenkrise in der Eurozone.

Massimo Andreoni

Obligationenmarkt

Die staatliche Schuldenkrise in Europa steht bereits seit mehreren Quartalen im Zentrum des Interesses.

Wie die Renditeunterschiede zwischen dem deutschen Bund und den Staatsanleihen von Risikoländern (Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien) zeigen, scheint sich die Situation weiter zu verschlechtern - nicht zuletzt, weil Italien und Spanien nun auch direkt betroffen sind und deren Obligationenmärkte erst nach dem umfassenden Aufkauf von Staatsanleihen durch die Europäische Zentralbank Signale der Stabilisierung gezeigt haben.

Die wirtschaftliche Entwicklung ist schwer vorauszusehen, weil einerseits eine gemeinsame und "strukturelle" Vision auf europäischer Ebene fehlt und sich die (währungs-)politischen Behörden andererseits auf kurzfristige Massnahmen konzentrieren - dadurch wird der Druck auf die Märkte aufrechterhalten.

Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts scheint die einzige wirkungsvolle Lösung aus Sicht der Analysten und Anleger die Emission von sogenannten Eurobonds oder zumindest eine bedeutende Ausweitung des Stabilitätsfonds zu sein - dies wird aber von Deutschland strikte abgelehnt. Abgesehen von den Peripheriestaaten der Eurozone zeigt sich der Obligationenmarkt nach wie vor wenig attraktiv; die Renditen sind spürbar reduziert, und zwar sowohl in absoluter Hinsicht wie auch im historischen Vergleich.

In ihrer letzten Sitzung hat die Federal Reserve die momentan äusserst expansive Währungspolitik bestätigt und diese durch die angekündigte Beibehaltung der äusserst tiefen Zinsen bis mindestens Mitte 2013 sogar noch verstärkt. All dies, gepaart mit negativen makroökonomischen Daten und einer geringeren Risikoneigung, hat zu einem weiteren Rückgang der Renditen auf der gesamten Zinskurve geführt; die Staatsanleihe mit zehnjähriger Laufzeit bewegt sich wieder - wie im Jahr 2008 - um 2%.

Ähnlich präsentiert sich die Entwicklung des deutschen Bund.

In den kommenden Wochen rechnen wir nicht mit einer Änderung des Szenarios; die Renditen sollten sich deshalb nicht stark von den aktuellen Niveaus entfernen.

Über mehrere Monate betrachtet erwarten wir jedoch eine weitere graduelle Erhöhung der Renditen, insbesondere was den mittel- und langfristigen Bereich der Zinskurve betrifft.

Massimo Andreoni



Devisenmärkte

US-Dollar

Bereich gegenüber dem Euro:
1.3500–1.4500

Zwischen den Währungsblöcken Dollar und Euro herrschen weiterhin grosse Ungleichgewichte. Zum jetzigen Zeitpunkt ist es schwierig abzuschätzen, ob und von wem zuerst eine überzeugende Lösung gefunden wird. Deshalb gehen wir davon aus, dass der EUR/USD-Kurs weiterhin nur geringen Schwankungen ausgesetzt sein wird. Der Dollar und der Euro dürften abwechslungsweise unter Druck geraten und die Wirtschaftspolitiker zum Handeln drängen.

Japanischer Yen

Bereich gegenüber dem USD:
75.00–85.00

Trotz der direkten Interventionen seitens der BoJ hat der Yen weiter aufgewertet. Dies vor allem, weil sich die japanische Wirtschaft seit dem Erdbeben im März dieses Jahres schneller und stärker erholt hat als erwartet. Darüber hinaus gelingt es Japan nicht, den Leistungsbilanzüberschuss auszugleichen, denn das schwierige internationale Umfeld lässt japanische Anleger vor Auslandsinvestitionen zurückschrecken. Deshalb sind wir weiterhin der Meinung, dass der Yen auf dem aktuell hohen Niveau bleibt.

Britisches Pfund

Bereich gegenüber dem Euro:
0.8500–0.9000

Das britische Pfund hat in dieser Phase der Eurokrise die Rolle einer Ausweich- oder gar Fluchtwährung übernommen. Die Risikoaufschläge für Grossbritannien liegen mittlerweile unter denjenigen für Deutschland. Andererseits bleibt die Währungspolitik sehr expansiv. Auch eine weitere “quantitative easing”-Runde, um die Aufwertung des britischen Pfunds zu bremsen, ist nicht ausgeschlossen.

Schweizer Franken

Bereich gegenüber dem Euro:
1.0800–1.2500

Die von der SNB beschlossenen Massnahmen haben bereits zu einer Abschwächung der Schweizer Währung geführt. Solange die Eurokrise nicht gelöst ist, kann das Risiko starker Schwankungen des EUR/CHF-Kurses aber nicht ausgeschlossen werden. Nach Phasen relativer Stabilität dürfte die europäische Einheitswährung erneut unter Druck geraten. Wir gehen davon aus, dass die Schweizerische Nationalbank klar beabsichtigt, den Frankenkurs wieder auf ein für die Schweizer Wirtschaft erträglicheres Niveau zu bringen.

Nicola Lafranchi



Rohstoffe

In jüngster Zeit haben sich die Rohstoffe weiterhin parallel zu den Aktienmärkten entwickelt; die grosse Ausnahme hiervon war das Gold.

Energie

Mittelfristig macht das fortlaufende Konsumwachstum in den Schwellenländern angesichts einer Produktion, die sich um die Kapazitätsgrenze herum bewegt, das Szenario eines dauerhaften Ungleichgewichts zwischen Nachfrage und Angebot plausibel. Die Korrektur der Märkte und die erwartete Verlangsamung des Wirtschaftswachstums auch in den Schwellenländern haben in den vergangenen Monaten zu einer deutlichen Abschwächung der Preise in Hinsicht auf die Energieprodukte geführt. Ein unbekannter Faktor - die Möglichkeit geopolitischer Spannungen im Nahen Osten - bleibt im Hintergrund immer noch bestehen.

Edelmetalle

Abgesehen von möglichen zwischenzeitlichen Gewinnmitnahmen bleiben die mittelfristigen Aussichten für Edelmetalle positiv - dies insbesondere deshalb, weil diese Anlageklasse als sicherer Hafen betrachtet wird. In der Tat bleibt dieser letzte Aspekt angesichts des "Währungskriegs" und der staatlichen Schuldenkrise in Europa von höchster Aktualität. In den vergangenen Wochen hat das gelbe Metall eine erstaunliche Performance hingelegt: Der Preis ist von 1500 Dollar pro Unze im Juni auf rund 1900 Dollar gestiegen, bis Gewinnmitnahmen diesen steilen Aufstieg gebremst haben.

Industriemetalle

Die mittelfristigen Aussichten bei den Industriemetallen hängen direkt davon ab, inwiefern die chinesische Wirtschaft ein hohes Wachstum aufrechterhalten kann. In den vergangenen Wochen haben die zunehmende Risikoaversion der Marktteilnehmer und die erwartete Wachstumsverlangsamung in China zu einer Korrektur geführt, die aber im Vergleich zu den Aktienmärkten bescheiden war.

Agrarprodukte

Die Entwicklung des Lebensmittelkonsums in den Schwellenländern schafft mittelfristig eine gefährliche Diskrepanz zwischen der Nachfrage und der Produktion von "Soft Commodities". Wegen der sich verändernden Ernährungsgewohnheiten in diesen Ländern gilt dies besonders für Produkte, die für westliche Länder typisch sind (das heisst Produkte auf der Basis von Getreide und Fleisch). Auch die Verwendung von Agrarprodukten zur Energieproduktion (Ethanol) stützt diesen Aufwärtstrend, der bereits eingesetzt hat.

Massimo Andreoni



Asset Allocation

Nach der Korrektur im Juli/August scheinen die Aktienmärkte bereits eine Phase der wirtschaftlichen Stagnation vorwegzunehmen.

Obwohl es zurzeit äusserst schwierig ist, die Wahrscheinlichkeit eines solchen Szenarios abzuschätzen, bleiben die politischen und währungspolitischen Entscheidungen der Behörden der G-7-Länder ausschlaggebend für das Vertrauen der Anleger und Konsumenten.

Generell bleibt jedoch das Umfeld für den Aktienmarkt günstig (tiefe Zinsen, genügend Liquidität, Fehlen von Anlagealternativen).

Auch die Unternehmen weisen attraktive Fundamentaldaten auf (Kurs-Gewinn-Verhältnis, Dividendenrendite usw.).

Wir bevorzugen weiterhin den US-amerikanischen und den japanischen Markt; die Schwellenländer könnten erneut zu einer Überperformance zurückfinden, falls sich das Ende der Zinserhöhungsphase abzeichnen würde.

Der europäische Aktienmarkt ist wegen der hohen Unsicherheit in Bezug auf die Entwicklung der staatlichen Schuldenkrise weniger interessant. Ausserdem sind strukturelle Probleme zu beobachten: Wachstumsschwäche, eine von einem rigiden Sparkurs geprägte Fiskalpolitik und ein in Schwierigkeiten geratenes Bankensystem.

Die kaum vorhersehbare Konjunktorentwicklung und die Risiken im Zusammenhang mit der weiteren Entwicklung der staatlichen Schuldenkrise in der Eurozone bringen schliesslich eine Risikoaversion mit sich, die auch in den kommenden Monaten eine ausgeprägte Volatilität der Notierungen begünstigen könnte.

Deshalb erachten wir es weiterhin als angebracht, unser Exposure in Aktien tendenziell neutral zu halten. Dabei schliessen wir aber kurzfristig erhebliche Über-/Untergewichtungen nicht aus, falls die Märkte wieder unter starken Druck geraten sollten.

Der Obligationenmarkt ist immer noch wenig attraktiv; die Renditen sind deutlich reduziert, und zwar in absoluter Hinsicht wie auch im historischen Vergleich.

Aus unserer Sicht ist es deshalb angebracht, die Positionen weiterhin am kurzen Ende der Zinskurve (1 bis 3 Jahre) zu halten.

Massimo Andreoni





Index

Macroeconomic Comments	38
Stock Markets	43
Bond Markets	44
Currency Markets	45
Raw Materials	46
Asset Allocation	47

Macroeconomic Comments

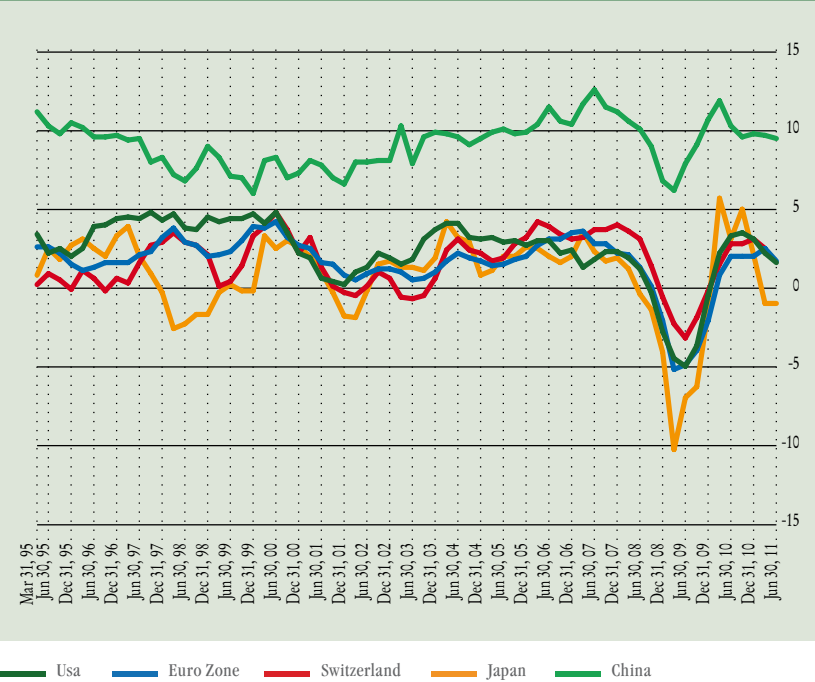
Mature economies “in decline”?


In recent months the universally acknowledged debt crisis in Europe has also directly involved the United States. **Major public account imbalances** are now affecting the USA, while the **economic slowdown**, on both sides of the Atlantic, has again raised the spectre of recession. To some extent both factors are responsible for the violent upheavals and moments of panic in the markets. They also increase the likelihood of such situations recurring, whenever bad economic news and figures emerge or when expectations are not met.

The **euro** has borne the brunt of this fallout in Europe. The institutions of the single currency were meant to bind the region. However, Europe has proved too diverse and fragmented to be unified by such means. In fact the debt crisis and its effect on the euro have spotlighted the extreme fragility of the European institutions, which have weighed in, deploying various measures at considerable cost. While their actions have had an impact, they have certainly brought no decisive solution to a problem which remains very far from being resolved.

The image of the **European “governance”** has proven to be very weak. All this depresses the markets. Confidence has faltered, and certain institutions have lost credibility.

Gross Domestic Product dynamics





Various governments have implemented austerity measures, in an effort to prevent the derailing of their public accounts. The hope is that these measures will restore the Maastricht parameters in the medium term. However, they have also had a direct impact on an economic recovery struggling to assert itself. In recent months, indeed, that recovery has weakened, lending renewed credence to the theory of a double-dip recession.

As we have repeatedly pointed out, the debt crisis is also a **growth crisis which afflicts the mature economies** and weighs heavily on their future prospects.

After affecting Greece, Portugal and Ireland, the crisis has also struck Italy and Spain in the past few months, prompting major budgetary measures and speculative movements on the respective markets. Logically, the risk of contagion has steadily increased as the crisis has intensified, not least in view of the economic importance of the countries concerned.

While Greece, Portugal and Ireland together account for 8% of the debt of the 17 Eurozone countries, Italy alone accounts for 23.5%.

The **rating agencies** have also played a key role in this issue as they have repeatedly threatened to reduce ratings and outlooks. First affected has been the fixed-interest market, where the action of the rating agencies has helped to widen the gaps between the spreads on government securities. The European Central Bank's programme of buying state securities (extended to Italian and Spanish government bonds) achieved only a partial readjustment of these spreads towards the end of August. At the time of writing this review, the yield on the 10-year German Bund was 2.21%, while Italy's BTP offered 5.08% over an equal term.

On the macroeconomic front, figures in recent months confirm a clear loss of economic impetus, notwithstanding the strong and marked differences between peripheral and core countries. Even in the core, however, we are witnessing a general weakening, both in actual data and future trends. In **Germany**, for example, the IFO economic barometer and the ZEW index (which gauges mood in business and investment circles) have recorded notable declines. Also in line with these pointers are the PMIs (Purchasing Managers Indices), in both manufacturing and service sectors. Against this background, and with consumer prices rising to just over the European Central Bank's set limit of 2%, major changes in interest rates cannot be expected in the short term.



Macroeconomic Comments

Mature economies “in decline”?

In **Switzerland**, economic prospects are currently still bright, but the medium-term outlook is clouded mainly due to foreign exchange rates. The Swiss franc has increasingly become a safe-haven currency, recording a rise which negatively affects the country’s export sector and its tourism industry.

Having soared sky-high at the beginning of August, our national currency has undergone an adjustment in the latter part of the month. The Swiss National Bank (SNB) and the Federal Council took action by releasing liquidity onto the market and creating a fund of 2 billion Swiss francs in support of the economy. These measures led, de facto, to a situation of negative interest rates. This, in turn, prompted major liquidations of positions in the Swiss franc, in favour mainly of the euro and other high-yielding currencies, during the second half of August.

In the **United States**, the battle fought over public debt - now hovering at around 100% of GDP - has been eminently political in nature. In fact, 2 August marked the deadline beyond which the USA would have been in “technical default”. One minute before midnight, Congress and the White House reached an agreement, putting an end to a tiresome kind of “political theatrics” conducted mainly with an eye to the elections, due next year. However, the important objective of cutting the deficit by at least 4,000 billion dollars has not been met. This explains the response of Standard & Poor’s, which has reduced the rating of US sovereign debt from its highest AAA grade to AA+.

Meanwhile, published economic figures indicate a definite weakening of economic growth. One telling example is the revised GDP figure for the second quarter of the year. This showed a lacklustre increase of 1% on an annual basis, reflecting the fall in export volume and a major slackening in consumer spending. The labour market remains in a critical state. The official unemployment figure is high at 9%, a level considered unsustainable in an economy which has been struggling for some time to create new jobs. These are among the reasons which have again led the US Federal Reserve (Fed) to confirm the status quo with regard to interest rates. In an unprecedented move, the Fed indicated that interest rates will remain at this level until mid-2013.

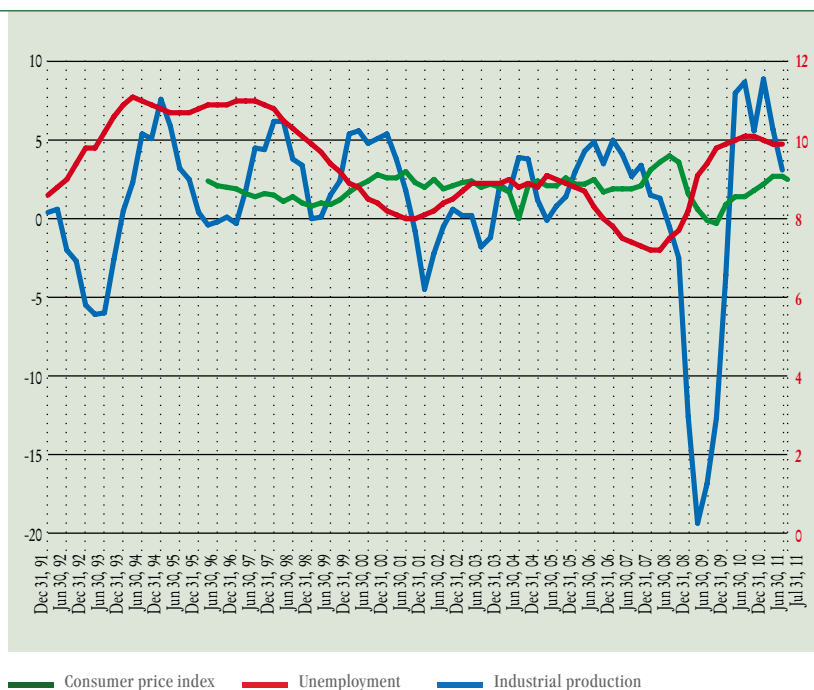
Although many might expect further quantitative easing, it must be remembered that its powerful injections of liquidity in support of the

economy have not yielded any significant results. This points to a crisis in the US model of economic growth.

As for the world's number-three economic power, **Japan**, 2011 will remain marked by the devastating effects of the lethal trio (earthquake, tsunami and nuclear accident) which struck the country in March. Apart from the thousands of deaths caused by the earthquake, entire production segments and much basic infrastructure have been totally destroyed. As was readily foreseeable, the first two quarters of the year have featured negative growth rates. In fact Japan is technically in recession. However, from as early as May and June, various indicators have shown signs of improvement. The predictions suggest recovery in the third quarter, bolstered by a major internal reconstruction plan. The general context, however, has become more vulnerable and uncertain. The main unknowns are the strengthening of the yen (which penalises the vital export sector), combined with times of great instability on the financial markets and international economic slowdown.

The downgrading of US sovereign debt releases a clear alarm signal with regard to Japan, another country affected by high indebtedness. In fact Japan's ratio of public debt to GDP stands at around 200%, the highest

Consumer price index, industrial production and unemployment rate (on the right scale) in the Euro Zone





Macroeconomic Comments

Mature economies “in decline”?

level among the industrialised nations. However, it should be noted that, unlike other countries, 95% of Japan’s debt is held by domestic investors. Besides, this Asian country has long boasted the world’s highest level of private savings.

Apart from the “mature” economies, **China** is still achieving sustained rates of growth, though these are being restrained by the credit restriction measures, implemented by the authorities to avoid overheating and to halt a persistent inflationary spiral.

1 September 2011

Iris Canonica



Stock Markets

News of a possible technical default by the USA and the new phase of Europe's public debt crisis gave significant impetus to the adjustments of stock exchange indices in the second half of July.

The situation was compounded by a worsening of global economic figures, from the slowdown in China to near-zero growth in the G-7 countries. In fact, the main concern of investors, which is bound to persist in the coming weeks, lies in the fear of another period of recession. After the sensitive adjustment that affected all the main indices, the equity markets already seem to be anticipating a cycle of economic stagnation. In the event of a more marked contraction, however, the listings would be at risk of further falls.

One of the problems in recent weeks has been linked to the purely political factor that a lack of cohesion and clarity has been apparent in both the United States and the Eurozone, leaving traders very uncertain as to how these scenarios will develop in future. This has always been a factor leading to reduced willingness to take risks.

Apart from these important considerations, the equity markets still enjoy a basically positive background. Interest rates are low, liquidity is plentiful, and there are no attractive investment alternatives.

If there is no recession, companies are also fundamentally attractive at these levels - valuations are not excessive (price/earning ratio, etc.), while dividends are high.

However, at this stage, it is the decisions of the political and monetary authorities, rather than corporate fundamentals and economic figures, which are crucial.

In particular, a catalyst would appear necessary to trigger any significant upturn in the indices. No such catalyst exists at present, but a new stimulus to growth from the US Federal Reserve or convincing decisions on a solution to the public debt crisis in the Eurozone might have this effect.

Massimo Andreoni



Bond Markets

For several quarters now, attention has been focused on Europe's public debt crisis.

The situation seems to be worsening, as reflected by the differences in yield between the German Bund and the government securities of the at-risk countries (Greece, Ireland, Portugal, Spain and Italy). This takes account of the direct involvement of Italy and Spain, whose bond markets have shown signs of stabilising only after significant buying in the market by the European Central Bank.

The development of the scenario cannot be predicted, because there is no agreed "structural" vision at European level. Instead, the monetary and political authorities concentrate on short-term measures, thereby serving to maintain high tension in the markets.

At the time of writing, analysts and investors agreed that the only solutions to the crisis seem to be either to issue eurobonds (a solution firmly rejected by Germany) or, at least, to make a significant increase in the stability fund.

Apart from markets in the Eurozone's "peripheral" countries, bonds continue to offer little attraction. In fact, yields are still visibly depressed, both in absolute terms and by historical comparison.

The last meeting of the Federal Reserve confirmed and indeed reinforced its extremely expansive monetary policy. The Fed announced that exceptionally low interest rates would be maintained at least until mid-2013.

Combined with negative macroeconomic figures and increased risk aversion, all this has encouraged a further fall in yields along the curve. The 10-year US Treasury bond is back to its 2008 level of around 2%.

This phenomenon and trend are the same for the German Bund.

We do not foresee any changes of scenario in the next few weeks. Therefore, yields should not shift significantly from their current levels.

Looking a few months ahead, we expect the resumption of a gradual rise in these yields, especially in the medium to long segment of the curve.

Massimo Andreoni



Currency Markets

US Dollar

Range against the euro:
1.3500–1.4500

The dollar and euro currency blocs continue to contend with major imbalances. At this point, it is difficult to tell whether these questions will be resolved and, if so, who will be the first to resolve them convincingly. We therefore remain of the opinion that the EUR/USD rate will remain within a limited bandwidth. We could well see alternating phases of renewed pressure on the euro and the dollar to force the hand of politicians.

Japanese Yen

Range against the USD:
75.00–85.00

Despite the Bank of Japan's direct interventions, the yen has continued to appreciate, due mainly to the fact that the recovery of the Japanese economy after the earthquake in March began earlier and was more pronounced than forecast. In addition, Japan is not managing to neutralise its current account surplus. In fact, the difficult international situation is certainly not attracting Japanese investors to venture into foreign investments. We therefore continue to believe that the yen will stay at its current strong levels.

Sterling

Range against the euro:
0.8500–0.9000

The pound sterling has regained its role as an alternative or even a safe-haven currency during this phase of the euro crisis. In fact, the cost of insuring against the risk of the United Kingdom's defaulting has fallen below that of Germany's. On the other hand, monetary policy remains very accommodating. Even further recourse to QE cannot be ruled out, which would indeed limit the appreciation of sterling.

Swiss Franc

Range against the euro:
1.0800–1.2500

The measures implemented by the Swiss National Bank have led to a weakening of the Swiss currency. Until the euro crisis is resolved, however, risks of sharp fluctuations in the EUR/CHF rate cannot be ruled out. It is likely that phases of relative stability will be followed by renewed pressures on the single European currency. We think that the SNB's intention is to return exchange rate to levels more sustainable for the Swiss economy.

Nicola Lafranchi



Raw Materials

Recently, prices of commodities, with the notable exception of the price of gold, have continued to move in line with trends on the equity markets.

Energy

Looking ahead to the medium term, consumption in emerging markets is rising, while production levels are close to maximum potential. This indicates that a persistent imbalance between supply and demand is a likely scenario.

The adjustment of the markets and expectations of a slowdown in economic growth even in the emerging markets have prompted a marked weakening of energy prices in recent months.

The unknown factor of possible geopolitical tensions in the Middle East continues to loom in the background.

Precious metals

The medium-term outlook for precious metals remains positive, apart from the likelihood of temporary profit-taking, due especially to the status of this asset class as a safe haven. Indeed, the latter aspect remains highly topical, in view of the “currency war” and the European public debt crisis.

In recent weeks, however, gold has notched up a remarkable performance, rising from USD 1,500 per ounce in June to around USD 1,900, before reflecting the effects of profit-taking.

Industrial metals

Medium-term prospects for industrial metals remain closely correlated to China’s capacity to maintain high growth rates. In recent weeks, growing risk aversion on the part of market players and the expected economic slowdown in China have led to an adjustment, though this has been more moderate than on the equity markets.

Agricultural products

Rising food consumption in emerging markets is creating a dangerous gap between supply and demand for soft commodities in the medium term. The gap exists especially in relation to the (wheat- and meat-based) products typical of Western countries, prompted by a shift towards such products in the emerging markets. The use of agricultural commodities in energy production (ethanol) gives further impetus to what is already an upward trend.

Massimo Andreoni



Asset Allocation

Following the adjustments of July and August, the equity markets already seem to be anticipating a phase of economic stagnation.

While it remains difficult to assess whether such a scenario would take place, it appears that the decisions of the political and monetary authorities are the driving factors determining investor and consumer confidence, especially in the G-7 area.

The general environment continues to favour the equity sector (low interest rates, an abundance of liquidity, and a lack of alternatives). The fundamentals of shareholding are also attractive (price/earning ratio, dividend yield, etc.).

In relative terms, we continue to favour the US and Japanese markets. The emerging nations could return to strong performance should the scenario of rising interest rates abate.

European equities are looking less attractive, due to the high degree of uncertainty about the public debt crisis. In addition, there are the well-known structural problems: weak growth, fiscal policies oriented towards austerity, and a banking system in difficulty.

Ultimately, the unclear prospects for economic growth and the risks inherent in the progression of the Eurozone crisis are creating an aversion to risk that is likely to increase the volatility of shares in the next few months.

We therefore think it appropriate to maintain a neutral equity exposure. However, we do not rule out significant short-term under-/overexposures in response to any new market development.

The bond market continues to offer little attraction. In fact, yields remain low both in absolute terms and by historical standards.

From our viewpoint it is therefore advisable to continue to stay on the short part of the curve (one to three years).

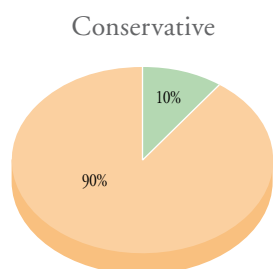
Massimo Andreoni

Investment profiles

Currency: CHF

Valid on 01.09.2011

Mainly single currency, with the possibility of temporary exposure in other currencies.

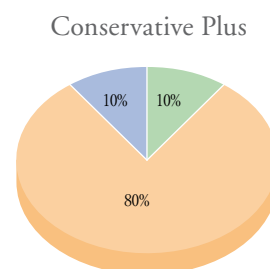


Composition:

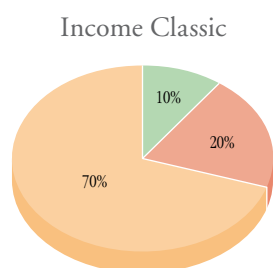
- high quality debtor bonds
- possibility of hedging transactions and portfolio optimisation

Conservative Plus:

- including alternative investments



Mainly single currency, with the possibility of temporary exposure in other currencies.

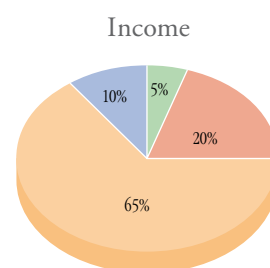


Composition:

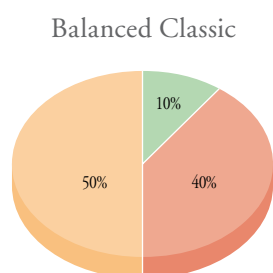
- high quality debtor bonds
- equities, equity funds and structured products
- possibility of hedging transactions and portfolio optimisation

Income:

- including alternative investments



Mainly single currency, with the possibility of temporary exposure in other currencies.

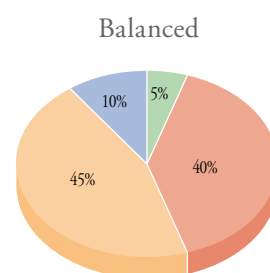


Composition:

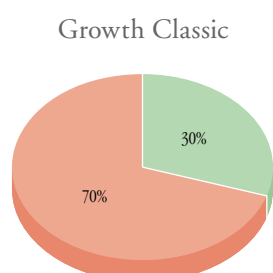
- high quality debtor bonds
- equities, equity funds and structured products
- possibility of hedging transactions and portfolio optimisation

Balanced:

- including alternative investments



Mainly single currency, with the possibility of temporary exposure in other currencies.

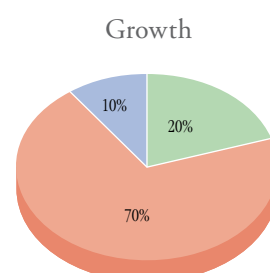


Composition:

- equities, equity funds and structured products
- possibility of hedging transactions and portfolio optimisation

Growth:

- including alternative investments



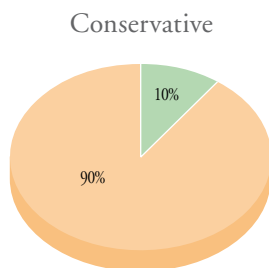
■ Bond ■ Equity ■ Money Market ■ Alternative Investments

Investment profiles

Currency: EUR

Valid on 01.09.2011

Mainly single currency, with the possibility of temporary exposure in other currencies.

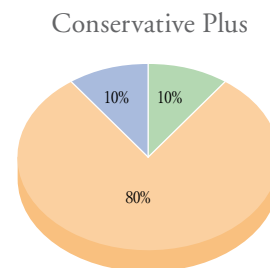


Composition:

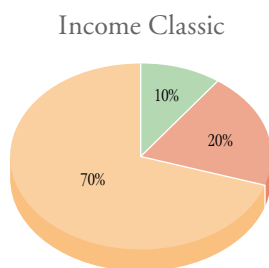
- high quality debtor bonds
- possibility of hedging transactions and portfolio optimisation

Conservative Plus:

- including alternative investments



Mainly single currency, with the possibility of temporary exposure in other currencies.

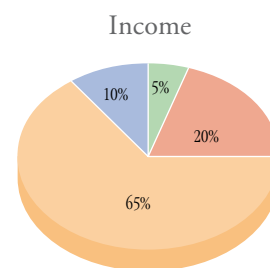


Composition:

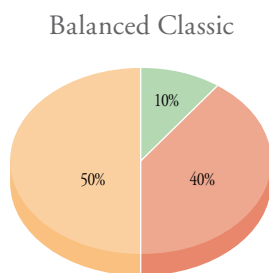
- high quality debtor bonds
- equities, equity funds and structured products
- possibility of hedging transactions and portfolio optimisation

Income:

- including alternative investments



Mainly single currency, with the possibility of temporary exposure in other currencies.

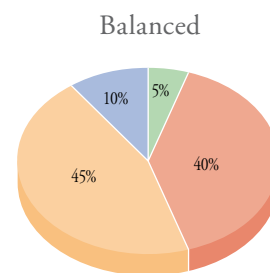


Composition:

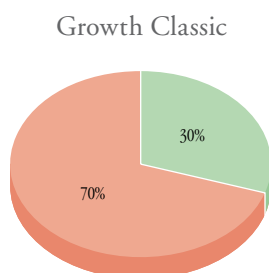
- high quality debtor bonds
- equities, equity funds and structured products
- possibility of hedging transactions and portfolio optimisation

Balanced:

- including alternative investments



Mainly single currency, with the possibility of temporary exposure in other currencies.

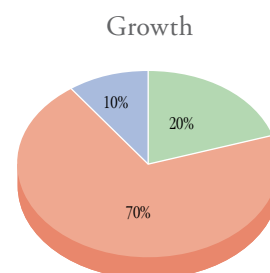


Composition:

- equities, equity funds and structured products
- possibility of hedging transactions and portfolio optimisation

Growth:

- including alternative investments



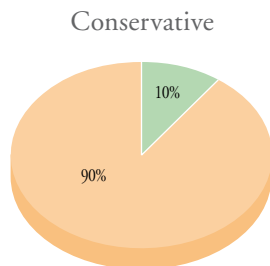
■ Bond ■ Equity ■ Money Market ■ Alternative Investments

Investment profiles

Currency: USD

Valid on 01.09.2011

Mainly single currency, with the possibility of temporary exposure in other currencies.

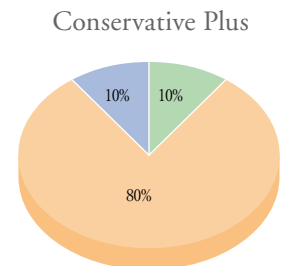


Composition:

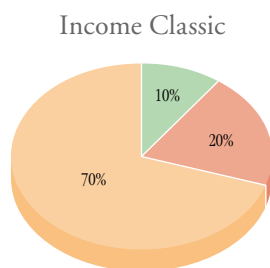
- high quality debtor bonds
- possibility of hedging transactions and portfolio optimisation

Conservative Plus:

- including alternative investments



Mainly single currency, with the possibility of temporary exposure in other currencies.

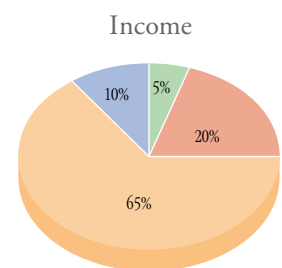


Composition:

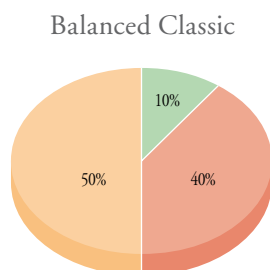
- high quality debtor bonds
- equities, equity funds and structured products
- possibility of hedging transactions and portfolio optimisation

Income:

- including alternative investments



Mainly single currency, with the possibility of temporary exposure in other currencies.

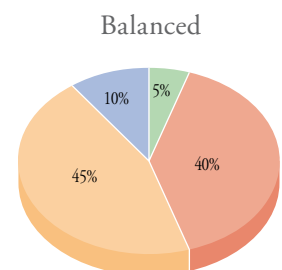


Composition:

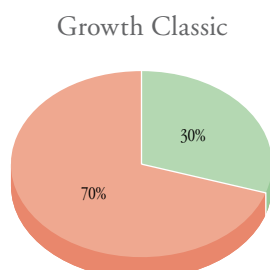
- high quality debtor bonds
- equities, equity funds and structured products
- possibility of hedging transactions and portfolio optimisation

Balanced:

- including alternative investments



Mainly single currency, with the possibility of temporary exposure in other currencies.

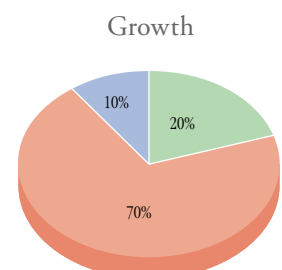


Composition:

- equities, equity funds and structured products
- possibility of hedging transactions and portfolio optimisation

Growth:

- including alternative investments




■ Bond ■ Equity ■ Money Market ■ Alternative Investments

Economic Statistics

as of 2 september 2011

	CPI % 2011 E.%	Industrial production latest YoY%	Surplus/ Deficit % GDP E. 2011	Debt/GDP % E. 2011	Govt 3M %	Govt 10Y %	EUR vs. Ccy	Equity Market Index 52 wk %
United States	3.0	3.7	-8.7	99.5	0.0	2.19	1.43	10.49
Euro Area	2.6	1.5	-4.4	85.1	0.4	2.16	-	-17.57
Japan	0.4	-1.7	-9.0	229.1	0.1	1.02	110.16	-1.24
United Kingdom	4.4	-0.3	-8.1	83.0	0.5	2.52	0.88	-0.89
Switzerland	0.9	4.9	0.4	52.7	0.0	1.03	1.15	-15.09
Australia	3.6	-5.4	-3.3	24.0	4.9	4.42	1.34	-6.39
China	5.2	14.0	-1.9	17.0	5.4	4.12	9.20	-4.80
India	7.2	8.8	-4.7	70.8	8.3	8.32	66.22	-6.43
Brazil	6.2	0.9	-2.5	65.7	12.9	6.16	2.28	-13.01
Russia	9.0	5.2	-0.7	8.5	5.0	7.39	41.52	9.30





“Le informazioni e i dati riportati si basano su fonti attendibili, di cui la Banca non può tuttavia garantire esattezza e veridicità. Il presente prospetto ha quindi carattere unicamente informativo e non implica alcuna responsabilità della Banca”.

“Les informations et les chiffres cités sont basés sur des sources dignes de foi, dont la Banque ne peut toutefois garantir l'exactitude et la véracité. Le présent document a par conséquent un caractère purement informatif et n'engage en aucune manière la responsabilité de la Banque”.

“Die hier aufgeführten Informationen und Daten stammen aus zuverlässigen Quellen, dennoch übernimmt die Bank für deren Richtigkeit und Korrektheit keine Gewähr. Der vorliegende Prospekt dient daher ausschließlich informativen Zwecken, ohne dass die Bank dafür haftbar gemacht werden kann”.

“The information and data used in this brochure come from reliable sources, but the Bank cannot guarantee their accuracy and truthfulness. This brochure must therefore be considered as purely informative and entails no liability on the part of the Bank”.

Direzione generale e Sede
Direction générale et Siège
Generaldirektion und Hauptsitz
General Management and Head Office

Cornèr Banca SA

Via Canova 16, 6901 Lugano / Switzerland
Tel. + 41 91 800 51 11, Fax + 41 91 800 53 49
www.cornerbanca.com, info@cornerbanca.com

Succursali
Succursales
Zweigniederlassungen
Branches

Chiasso
Via Bossi 26, 6830 Chiasso / Switzerland
Tel. + 41 91 800 35 80, Fax + 41 91 800 35 99

Lausanne
4, av. de Provence, 1007 Lausanne / Switzerland
Tél. + 41 21 625 02 52, Fax + 41 21 625 82 73

Locarno
Via alla Ramogna 14, 6600 Locarno / Switzerland
Tel. + 41 91 756 36 11, Fax + 41 91 756 36 59

Zürich
Usterstrasse 14, 8001 Zürich / Switzerland
Tel. + 41 44 218 10 20, Fax + 41 44 218 10 39

Agenzie
Agences
Geschäftsstellen
Agencies

Ascona
Cassarate
Paradiso
Pregassona

Cornèrcard

Via Canova 16, 6901 Lugano / Switzerland
Tel. + 41 91 800 41 41, Fax + 41 91 800 55 66
www.cornercard.ch, info@cornercard.ch

Affiliate
Filiales
Tochtergesellschaften
Affiliated

Cornèr Banque (Luxembourg) SA
10, rue Dicks, 1417 Luxembourg / Luxembourg
Tél. + 352 40 38 20, Fax + 352 40 38 19

Cornèr Bank (Overseas) Limited
308, East Bay Street, P.O. Box N-7134, Nassau / The Bahamas
Tel. + 1 242 394 4977, Fax + 1 242 394 5264





CORNER



Cornèr Banca SA, Via Canova 16, 6901 Lugano
Tel. +4191 800 51 11, www.cornerbanca.com