

# Anlagebericht - 30. Juni 2005

## Finanzmärkte – Rückblick

### Vorwort

Der Umstand, dass seit ca. 2 Jahren sämtliche von uns beobachteten Anlagekategorien (Aktien, Obligationen, Rohwaren inklusive Immobilien in den USA und Grossbritannien) gleichzeitig starke Renditen aufweisen, ist einzigartig. Wir haben uns die Frage gestellt, worin die treibende Kraft des momentanen Wirtschaftszyklus liegt. Unserer Meinung nach befinden wir uns nicht in einem üblichen Wirtschaftszyklus, sondern vielmehr in einem Liquiditäts- und Kreditzyklus, angetrieben durch den konsumfreudigen Amerikaner und finanziert durch die Chinesen und Japaner.

Welche Anlagekategorie wird zuerst unter Druck geraten?

Im nachstehenden Bericht möchten wir Ihnen eine Kurzfassung der wichtigsten Geschehnisse des letzten Quartals präsentieren und in der Konklusion versuchen, die oben gestellte Frage zu beantworten.

### Aktien

Wie schon eingangs erwähnt, können wir nach dem ersten Halbjahr 2005 mehrheitlich, mit Ausnahme des amerikanischen Aktienmarktes, auf positive Preisrenditen zurückblicken. Trotz der nicht unerwarteten schwachen Preisperformance des amerikanischen Aktienmarktes hat sich das Engagement für europäische Investoren über den Währungseffekt gelohnt. In Euro und Schweizer Franken gerechnet, wies der S&P 500 Index für das erste Halbjahr eine währungsbereinigte Kursrendite von über 11% aus.

Ein weiterer Zinsschritt der amerikanischen Notenbank am Quartalsultimo dürfte nur die wenigsten Anleger auf dem falschen Fuss erwischt haben. Jedoch wurde die Erwartung verschiedener Marktteilnehmer eines baldigen Endes der Zinserhöhungen in Amerika nicht bestätigt. Im Gegenteil, die Formulierung, die weiter lockere Geldpolitik könne in massvollem Tempo reduziert werden, und die Befürchtung, dass somit die amerikanische Notenbank die Wirtschaft mittelfristig abwürgen könnte, verunsicherte die Anleger. Entsprechend korrigierte der amerikanische Aktienmarkt am letzten Han-

delstag des Quartals. Die Aktienmärkte in Europa, Grossbritannien und der Schweiz hingegen liessen sich dadurch nicht beeindrucken.

Wir dürfen auf ein sehr positives erstes Halbjahr zurückblicken. Mit dem europäischen Aktienportfolio konnten wir eine Rendite von 13.53% erwirtschaften, in den von uns eingesetzten HNW Performa Produkten können wir ebenfalls über eine positive, über Benchmark Entwicklung berichten: HNW Performa European Equity +10.98%, HNW Performa US Equity 0% (gegenüber dem S&P 500 von -1.7%); HNW Performa Asian Equity +5.32%.

		<u>31.12.2004</u>	<u>30.6.2005</u>	<u>Preisrendite<sup>1</sup></u>
USA	S & P 500	1211.92	1191.33	<b>-1.7%</b>
Europa	DJ Stoxx 600	251.02	276.20	<b>10.0%</b>
Deutschland	DAX	4256.08	4610.28	<b>8.3%</b>
Schweiz	SPI	4234.56	4752.39	<b>12.2%</b>
Japan	Nikkei 225	11488.80	11584.01	<b>0.8%</b>

### Obligationen & Zinsen

In Amerika wurden zwar die kurzfristigen Zinsen zum neunten Mal in Folge durch die amerikanische Notenbank erhöht, doch scheint dies momentan den Markt nicht gross zu beeindrucken. Im Gegenteil, bei Laufzeiten bis zu einem Jahr sind die Renditen leicht angestiegen. In den restlichen Laufzeiten sind die Renditen jedoch um durchschnittlich 0.5% gefallen.

In Europa, Grossbritannien, Japan und der Schweiz können wir in den Laufzeiten ab einem Jahr eine parallele Verschiebung der Zinskurve nach unten feststellen. Dabei hat sich der Zinsbuckel für kurzfristige englische Staatspapiere nochmals verstärkt.

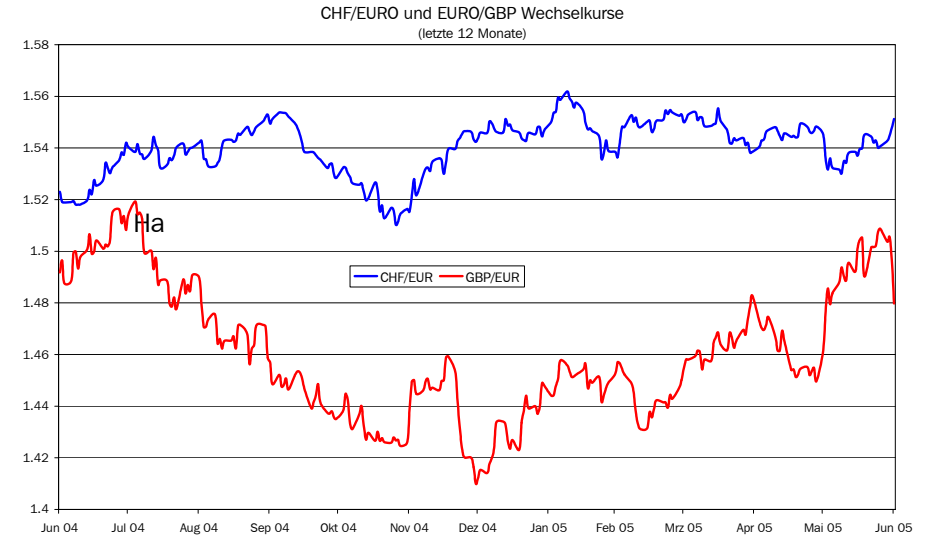
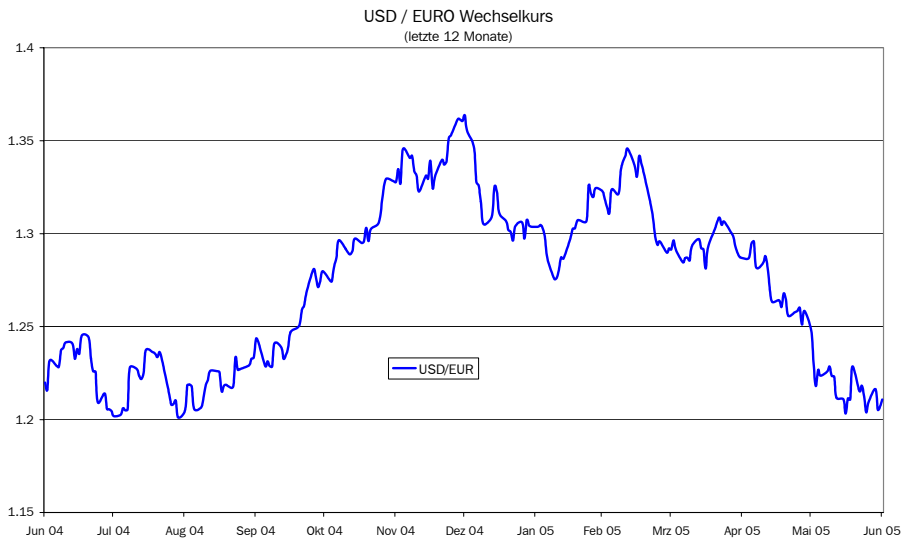
### Währungen

Ein starkes amerikanisches Wirtschaftswachstum von 3.8%, ein verbessertes Konsumentenvertrauen, sowie eine Zinsdifferenz zum Euro von über einem Prozent wirkte sich auf den „Greenback“ wertsteigernd aus.

<sup>1</sup> Preisrendite in lokaler Währung seit 31.12.2003

## Anlagebericht - 30. Juni 2005

Die restlichen „Crossrates“<sup>2</sup> bewegten sich in einem Seitwärtstrend. Einzig der japanische Yen zeigte nicht nur gegenüber dem US Dollar ein acht Monatstief, sondern auch gegenüber dem Euro ein vier Monatstief. Der Hauptgrund liegt in der hohen Erdölpreissensitivität der japanischen Wirtschaft. Japan und die USA gelten als die Wirtschaften mit den grössten Erdölimporten. Es ist deshalb zu befürchten, dass ein länger anhaltender hoher Erdölpreis der japanischen Wirtschaft entsprechenden Schaden zufügen könnte. Gemäss einer Studie der Bank of America soll ein 5% höherer Erdölpreis den Handelsüberschuss um 1% reduzieren.



### Finanzmärkte – Ausblick

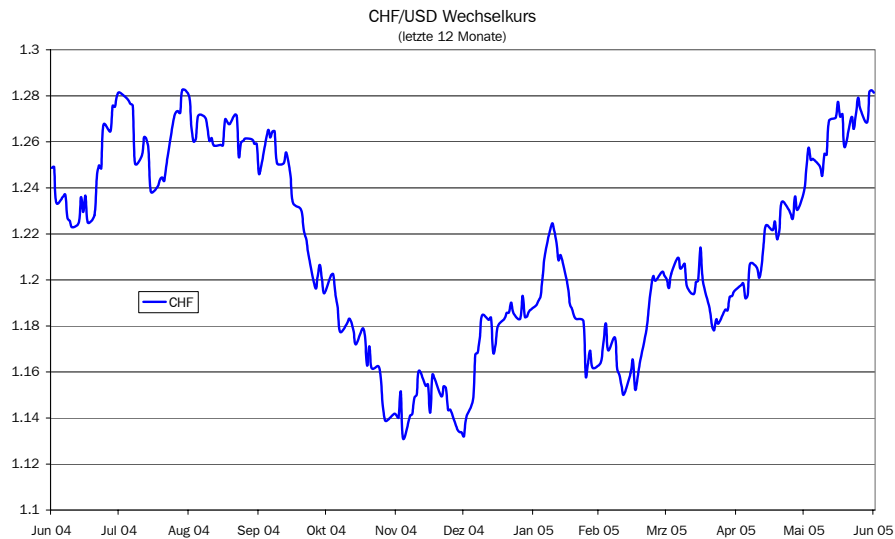
#### Aktien

Allgemein betrachtet haben die Aktienmärkte auf Grund hoher Unternehmensgewinne und tiefer Obligationenrenditen an Attraktivität zurückgewonnen. Fundamental betrachtet hingegen, bewegen sich die Aktienpreise je nach Markt in einem „fair-value“ bis teuren Bereich.

Trotzdem sind wir der Meinung, dass wir kurz- bis mittelfristig mit Aktien höhere Renditen als mit Obligationen erzielen werden.

<sup>2</sup> Crossrates = Wechselkursverhältnis verschiedener Währungen

## Anlagebericht - 30. Juni 2005



### Aktiegewinnrenditen<sup>3</sup>

USA	5.1%
Europa	5.7%
Deutschland	6.6%
Schweiz	5.8%
Japan	4.5%

### Obligationenrenditen

USA	3.9%
Europa	3.2%
Deutschland	3.2%
Schweiz	2.0%
Japan	1.2%

### USA

Der Trend zu tieferen Arbeitslosenzahlen (5.1% für Mai), zu höherer Kapazitätsauslastung (79.4% für Mai) sowie die starke amerikanische Wirtschaftsleistung in Verbindung mit einem Immobilienboom in den Vereinigten Staaten sorgen für ein ungebrochenes Konsumentenvertrauen.

<sup>3</sup> Bloomberg per Ende Juni 2005

Trotz all den guten Nachrichten glauben wir, erste Anzeichen erkennen zu können, dass die amerikanische Wirtschaft ihren Höhepunkt des Wachstums in diesem Zyklus bereits hinter sich gelassen hat. Beispielsweise lässt der „Absturz“ des Chicago Einkaufsmanager Index über die letzten drei Monate von knapp 70 Punkten auf unter 55 Punkte auf eine Verlangsamung der amerikanischen Wirtschaft schliessen.

Seit Oktober letzten Jahres befindet sich die Inflation in den USA auf hohem Niveau (>3%). Die für Mai rapportierte Inflationsrate von 2.8% vermag über die Tatsache eines zunehmend höheren Rohölpreises nicht hinwegzutäuschen.

Um die Inflation zu bekämpfen, fährt die amerikanische Notenbank seit längerem eine restriktive Geldpolitik. Am 30. Juni hat das „Fed“<sup>4</sup> den Leitzinssatz von 3% auf 3.25% angehoben, zusätzlich befindet sich die Geldmenge M1<sup>5</sup> auf einem 10 Jahres Tief.

Unserer Meinung nach wird das „Fed“ durch weitere Zinsschritte eine restriktive Geldpolitik beibehalten.

Fundamental sowie relativ betrachtet und unter Einbezug makroökonomischer Erwartungen, sehen wir uns veranlasst, die Untergewichtung amerikanischer Aktien beizubehalten.

### Europa

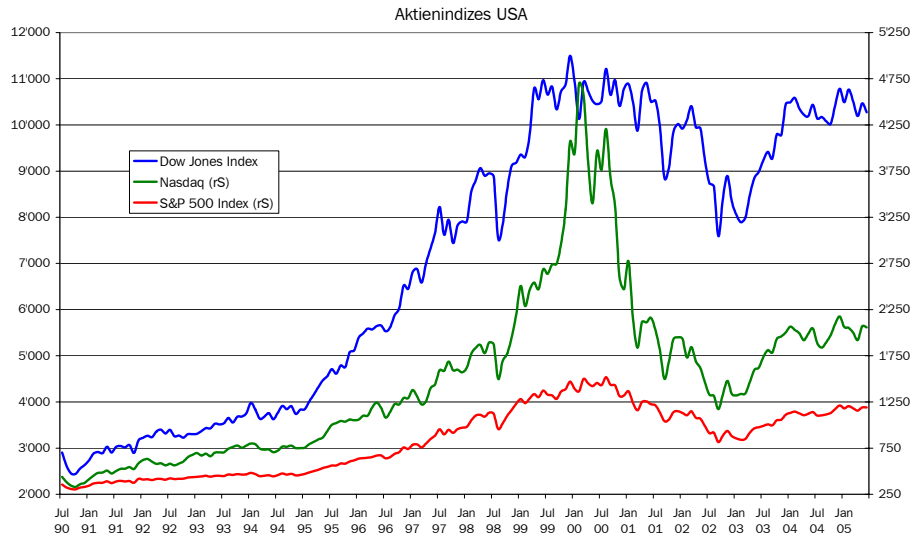
Europa ist unbestritten in einer politischen Krise. Der Verfassungsvertrag in Europa ist gescheitert und über die Finanzplanung zwischen 2007 und 2013 konnte man sich noch nicht einigen. Irland, Österreich, Grossbritannien, Luxemburg und Dänemark gehören mit Werten unter 5% zu den Ländern mit den tiefsten Arbeitslosenraten. Hingegen belaufen sich die Raten in Deutschland, Frankreich und Spanien zwischen 9.6% – 9.9%. Wesentlich höher ist die Arbeitslosenrate in den neuen EU-Ländern wie Polen (17.8%) und der Slowakei (15.5%). Nicht verwunderlich ist deshalb die Stagnation des Konsumentenvertrauens auf tiefem Niveau.

<sup>4</sup> Fed = The Federal Reserve Board; zuständig für die amerikanische Geldpolitik

<sup>5</sup> Geldmenge M1 = Spareinlagen plus alle Geldmarktfonds

## Anlagebericht - 30. Juni 2005

Die Kapazitätsauslastung hat sich leicht gesteigert und war seit Anfang 2002 nicht mehr auf diesem Niveau.



Begünstigt durch hohe Liquiditätsbestände und tiefe Zinsen dreht sich das Übernahmeharassell in Europa zwar langsam aber stetig. Dies regt Kursphantasien an und belebt den Markt, obwohl in der Vergangenheit betrachtet, die meisten Übernahmen fehlgeschlagen sind (siehe Credit Suisse / Winterthur, Allianz / Dresdner Bank, Morgan Stanley / Dean Witter und viele andere). Deshalb halten wir von einer möglichen Übernahme der Banca Antonveneta durch die ABN Amro Holding NV nicht viel und würden es begrüßen, wenn ABN nicht zum Zuge käme und die überschüssige Liquidität an den Aktionär zurückbezahlt würde.

Die momentane Inflation von 1.9% in Zusammenhang mit hohen Rohstoffpreisen wird den Bewegungsraum der Europäischen Zentralbank (EZB) stark einschränken. Zudem wirkt ein schwächerer Euro exportfördernd und hat zugleich eine expansive Wirkung. Obwohl der Druck auf die EZB durch gewichtige Mitglieder der EU wie

Deutschland, Frankreich und Italien steigen wird, würde uns deshalb eine Reduktion der Leitzinsen seitens der EZB überraschen.

Auf Grund der fundamentalen Bewertung der europäischen Aktien halten wir die europäische Aktienallokation übergewichtet.

### Deutschland

Die Hoffnung auf einen Regierungswechsel und auf einen Schub der Reformen, die endlich die strukturelle Wachstumsschwäche des Landes beheben, sowie der starke US Dollar beflügeln zur Zeit den deutschen Aktienmarkt.

Das Wirtschaftswachstum von 1.1% liegt leicht unter dem europäischen Durchschnitt von 1.3%. Die Inflation von 1.7% scheint in Deutschland zur Zeit kein Thema zu sein, könnte aber in naher Zukunft wegen des hohen Rohölpreises eine grössere Rolle spielen.

Die Arbeitslosenrate hat sich zwar gegenüber den Vormonaten etwas reduziert, ist aber mit 11.8% immer noch unerträglich hoch.

Wir sind der Meinung, dass die politische Entwicklung das Börsengeschehen am deutschen Aktienmarkt weiterhin bestimmen wird.

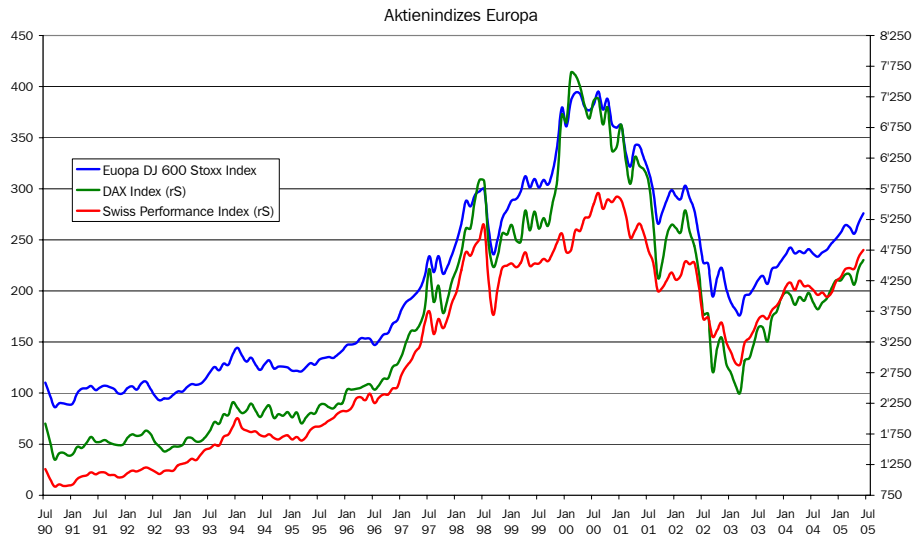
### Schweiz

In der Schweiz hat sich die Arbeitslosenrate auf knapp unter 4% stabilisiert. Das Konsumentenvertrauen stagniert auf relativ tiefem Niveau. Die Kapazitätsauslastung hat sich gegenüber dem Vorquartal um 1.8% verringert. Auch der Einkaufsmanger Index bestätigt das weiter rückläufige Wirtschaftswachstum.

Ohne Belegung des Euro Raumes wird eine durchgreifende Konjunkturbelebung in der Schweiz eher unwahrscheinlich. Hingegen dürfte ein schwächerer Schweizerfranken den Warenexport beleben.

Unserer Ansicht nach sind Schweizer Aktien höher bewertet als europäische. Da wir für europäische Aktien ein grösseres Kurspotential sehen, untergewichten wir Schweizer Aktien.

## Anlagebericht - 30. Juni 2005



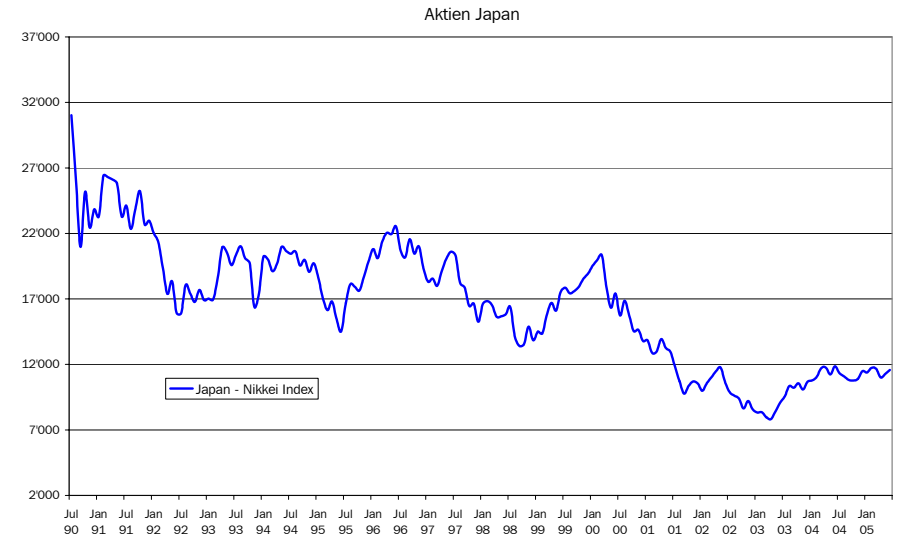
### Japan

Die Entwicklung des Erdölpreises wird für die japanische Wirtschaft massgebend sein. Nichts desto trotz zeigt der letzte Tankan Report der japanischen Notenbank eine deutliche Stimmungsverbesserung. Entsprechend expansiver zeigen sich die Investitionspläne, als sie dies noch im letzten Quartal taten (9.4% vs. 1%).

Der Privatkonsum weist nach drei stagnierenden Quartalen eine Steigerung von 4.9% aus. Grössere Sorge bereitet uns aber der seit längerer Zeit schwächelnde Export. Höhere Rohstoffpreise belasten die Gewinnmarge und behindern Japan's Wettbewerbsfähigkeit.

Der Erdölpreis und die Deflation werden Japan's Aktienmärkte weiterhin in Schach halten.

Zu diesem Zeitpunkt sind wir gegenüber dem japanischen Aktienmarkt etwas positiver gestimmt als auch schon, denken aber, dass wir mit einer Aufstockung von japanischen Aktien noch zuwarten können. Wir lassen sie weiterhin untergewichtet.



### Schwelmländer (BRIC)<sup>6</sup>

Wegen der politischen Unsicherheiten in Russland haben wir uns im April von unserem russischen Aktienengagement getrennt.

Trotz der relativ günstigen Bewertung des brasilianischen Aktienmarktes (Indien und China sind relativ gesehen zu teuer) zwingt sich unser Erachtens ein Engagement in diesen Märkten aus folgendem Grund nicht auf:

Ein mögliches Platzen der Obligationenblase in den USA würde die Zinsen in den Schwelmländern in die Höhe treiben. In einem solchen Szenario würden internatio-

<sup>6</sup>BRIC = Brasilien, Russland, Indien und China

## Anlagebericht - 30. Juni 2005

nale Investoren Sicherheit suchen. Als Folge davon würden die Aktienmärkte im Speziellen von Schwellenländern unter Druck geraten.

Wir sind der Meinung, dass mittelfristig das Aufgeld für Obligationen von Schwellenländern steigen wird. Dies würde auf den Aktienmarkt dieser Länder zusätzlich Druck ausüben.

### Obligationen, Zinsen und Währungen

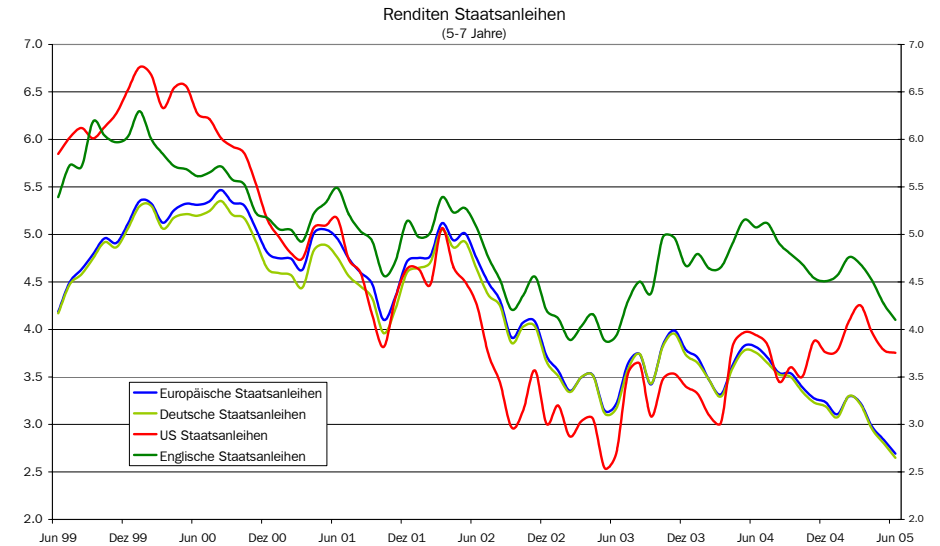
Relativ hohe Inflation plus starke Wirtschaftszahlen lassen weitere Zinsschritte der amerikanischen Notenbank vermuten. Der Zinskurve nach zu beurteilen, erwartet der Obligationenmarkt mittel- bis längerfristig aber keine grosse Zinserhöhung.

Die europäische Zentralbank führt bereits eine expansive Geldpolitik. Mit Zinsen von 2%, einer starken US Valuta und potentiell höherer Inflation sind der Zentralbank für tiefere Zinsen die Hände gebunden.

Mit einer Inflation von 0.7% im letzten Quartal und einer Wirtschaftsleistung von 0.8% für dieselbe Zeit, ist vorerst seitens der Schweizerischen Nationalbank nicht mit höheren Zinsen zu rechnen.

Obwohl sich die englische Wirtschaftsleistung im ersten Quartal auf real 2.1% abgeschwächt hat, die Inflation und die Immobilienpreise zur Zeit unter Kontrolle gehalten werden, erwarten wir von der englischen Notenbank vorerst keine Zinsveränderung.

Ein weiterhin starkes Wirtschaftswachstum in den USA gegenüber einer schwachen Wirtschaft in Europa sowie eine Zinsdifferenz zu Gunsten des US Dollars am kurzen Ende von über 1% und ca. 0.8% am langen Ende, wird diesen kurz- bis mittelfristig stützen. Längerfristig jedoch wird das Handels- sowie das Budgetdefizit auf die amerikanische Währung wieder Druck ausüben.

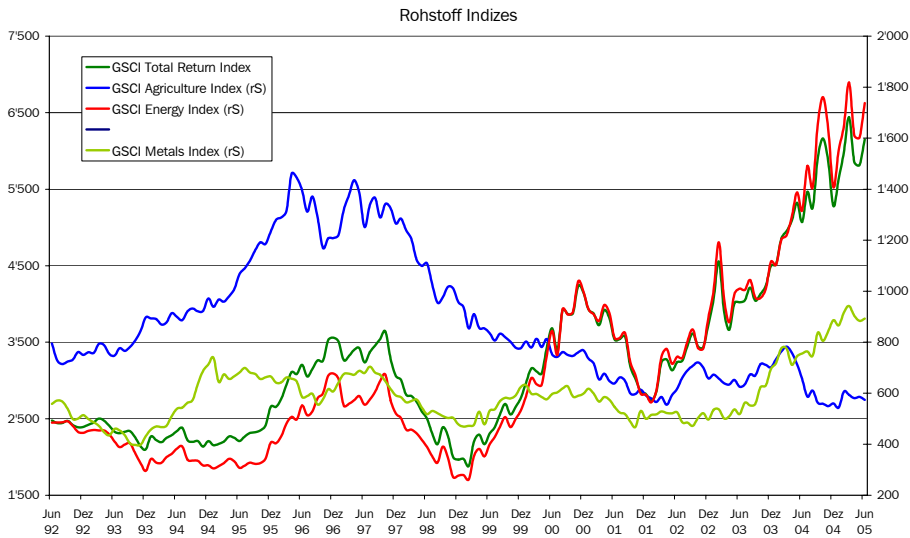


### Commodities/Rohwaren

Nach der Präsidentschaftswahl in Iran Ende Juni notierte das Öl kurzfristig auf über USD 60 pro Fass. Unserer Meinung nach liegt das Problem nicht in der Förderung von Rohöl, sondern vielmehr am Kapazitätsengpass vollausgelasteter Raffinerien. Wie sich gezeigt hat, ist die Preiselastizität für Erdöl sehr hoch. Trotzdem glauben wir, dass der Erdölpreis wieder tiefer notieren wird, sobald zusätzliche Kapazität geschaffen worden ist.

Auffallend ist, dass landwirtschaftliche Güter relativ und absolut gemessen zur Zeit zu sehr tiefen Preisen gehandelt werden, d.h. zu Marktwerten die wir das letzte Mal 1987 gesehen haben.

## Anlagebericht - 30. Juni 2005



### Konklusion

Aus unseren Analysen geht hervor, dass der momentane weltweite Wirtschaftszyklus den Höhepunkt des Wachstums hinter sich gelassen hat und eine etwas gemächlichere Gangart einschlagen wird.

Unter Berücksichtigung verschiedener Szenarien scheint uns die Wahrscheinlichkeit am höchsten, dass sich weltweit eine höhere Inflation durchsetzen und die Zentralbanken zwingen wird, entsprechend zu reagieren. Dabei wird der Immobilienmarkt in den USA abgebremst. Der Obligationenmarkt wird sich ebenfalls anpassen müssen. Die Frage ist nur, wie schnell der Obligationenmarkt eine solche Neueinschätzung vornehmen wird? – Dies beantwortet die eingangs des Berichtes gestellte Frage. Wahrscheinlich wird in solch einem Fall die Anlageklasse der Obligationen zuerst unter Druck kommen.

Deshalb halten wir an unserer konservativen Anlageallokation fest und untergewichtigen Obligationen, d.h. wir investieren weiterhin in Obligationen mit kurzer Duration (ca. 3 Jahre).

Aktienseitig übergewichten wir nur Märkte in denen wir einen Mehrwert erkennen können.

Zusätzlich erlauben wir uns, einen relativ grossen Anteil des Portfolios in liquiden Mitteln zu halten, um unseren Anlegern den bestmöglichen Schutz gegenüber fallenden Obligationenpreisen gewähren zu können.

Unsere Assetallokation zusammengefasst:

Anlagekategorien

Geldmarkt	übergewichtet
Obligationen	untergewichtet / kurze Duration
Aktien USA	untergewichtet
Aktien Europa	übergewichtet
Aktien Schweiz	untergewichtet
Aktien Japan	untergewichtet
Aktien Asien	übergewichtet
Nicht traditionelle Anlagen	untergewichtet

Stefan Riesen, CFA

Chief Investment Officer

Vaduz/Zürich, 30. Juni 2005