

Anlagebericht - 30. September 2005

Überblick

Im letzten Quartal hat trotz volatiler Energiepreise und zwei zerstörerischen Wirbelstürmen in den Vereinigten Staaten eine spektakuläre Aktienrally stattgefunden. Die Ausnahme bildete einmal mehr der amerikanische Aktienmarkt. Aufgrund des Zins- und makroökonomischen Umfeldes sowie der fundamentalen Bewertung amerikanischer Aktien erwarten wir von diesen auch für das nächste Quartal keine Outperformance. Deshalb untergewichten wir amerikanische Aktien, beziehungsweise übergewichten wir europäische Aktien weiterhin.

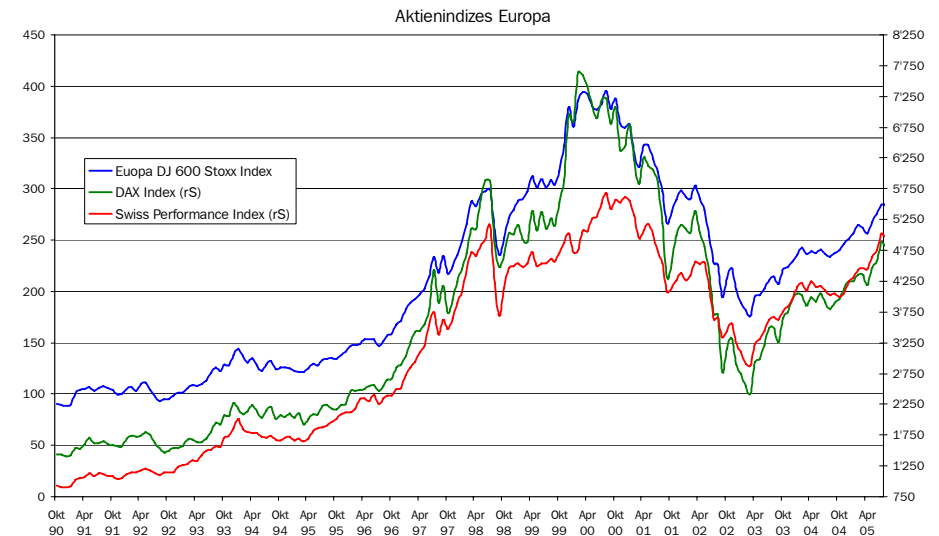
Wie schon im letzten Anlagebericht vom 30. Juni 2005 berichtet, wurden wir gegenüber japanischen Aktien zunehmend positiver. Die von Koizumi und der LDP Partei deutlich gewonnenen Unterhauswahlen haben uns im Entscheid, japanische Aktien aufzustocken, bestärkt. Wir haben dies Mitte September durch den Kauf von ETF Zertifikaten¹ umgesetzt.

Die Renditen für Obligationen in Europa sowie der Schweiz sind im 3. Quartal auf rekordtiefe Niveaus gefallen. Hingegen konnten sich die Renditen in den USA, Grossbritannien und Japan von ihren Tiefs leicht lösen. Wir halten die allgemeine Zinsentwicklung für übertrieben und ziehen es deshalb vor, für Obligationen eine kurze Duration von 2 ½ bis 3 Jahren beizubehalten.

Der Erdölpreis hat sich seit Anfang 2002 mehr als verdreifacht! Wir sind weiterhin der Ansicht, dass Rohwaren, beispielsweise in der Form eines Indexzertifikates, zur Struktur eines modernen Portfolios gehören, doch nicht zu jedem Preis! Wir gehen davon aus, dass sich seit längerer Zeit spekulatives Geld in dieser Anlageklasse befindet und werden deshalb abwarten müssen, bis sich der Preis für Rohwaren „normalisiert“.

Andere, nicht traditionelle Anlagen, wie beispielsweise Hedge Funds, sind in unserer strategischen Assetallokation vorgesehen. Da aber dieser Assetklasse letztes Jahr rekordhohe Geldströme zugeführt wurden, war anzunehmen, dass eine Verwässerung der Renditen stattfinden würde. Dies war und ist einer der Hauptgründe, wieso sich aus unserer Sicht ein solches Investment zur Zeit nicht aufdrängt.

¹ Nomura TOPIX Exchange Traded Fund



Rückblick

Aktien

Hohe Unternehmensgewinne, überschüssige Liquidität sowie generell tiefe Zinsen drehen zur Zeit das Übernahmekarussell weltweit in rasantem Tempo. Hinzu kommt eine Verknappung des Aktienvolumens in Europa. So wurden in Europa bis Anfang August dieses Jahres Übernahmen in der Grössenordnung von Euro 195 Mrd. getätigt, hinzu kamen Aktienrückkäufe im Wert von Euro 23 Mrd. Im Gegenzug wurden lediglich Aktien im Gegenwert von Euro 72 Mrd. emittiert. Es ist anzunehmen, dass institutionelle Anleger, die anfangs Quartal in Aktien noch unterinvestiert waren, wegen der starken Aktienperformance gezwungen waren sich einzudecken. Entsprechend führte dies in europäischen Aktien im letzten Quartal zu überdurchschnittlichen Gewinnen.

Anlagebericht - 30. September 2005

Die von uns verwendeten Produkte, das ESP² sowie der HNW Performa European Equities Fund, schlossen die ersten drei Quartale mit respektablen Renditen von 24.08%, beziehungsweise 20.36% ab.

In Amerika hingegen dümpelt der Aktienmarkt in diesem Jahr vor sich hin. Nicht ganz unerwartet, denn die relativ hohe Aktienbewertung, die hohen Energiepreise und der Versuch der Notenbank die Geldmenge zu verknappen, hinterlassen am amerikanischen Aktienmarkt ihre Spuren. Nichtsdestotrotz, ein europäischer Anleger erzielte über den HNW Performa US Equities Fund seit Anfang Jahr immerhin eine Rendite von 19.56%, in USD gerechnet, waren es allerdings lediglich 5.48%.

Die Aktienmärkte in Japan und Asien vermochten im letzten Quartal gewaltig zuzulegen. Der japanische Aktienmarkt wurde nicht zuletzt durch die ausserordentlich einberufenen Neuwahlen des Unterhauses und den überwältigenden Sieg Koizumi's LDP Partei angeheizt. Der HNW Performa Asia Equities Fund leistet auch hier einen überdurchschnittlichen Performancebeitrag von 21.62% in USD, respektive 37.87% in Euro.

Aktienindizes:

| | | 31.12.2004 | 30.9.2005 | Preisrendite ³ |
|-------------|--------------|------------|-----------|---------------------------|
| USA | S & P 500 | 1211.92 | 1228.81 | 1.4% |
| Europa | DJ Stoxx 600 | 251.02 | 297.40 | 18.5% |
| Deutschland | DAX | 4256.08 | 5044.12 | 18.5% |
| Schweiz | SPI | 4234.56 | 5271.01 | 24.5% |
| Japan | Nikkei 225 | 11488.80 | 13574.30 | 18.2% |

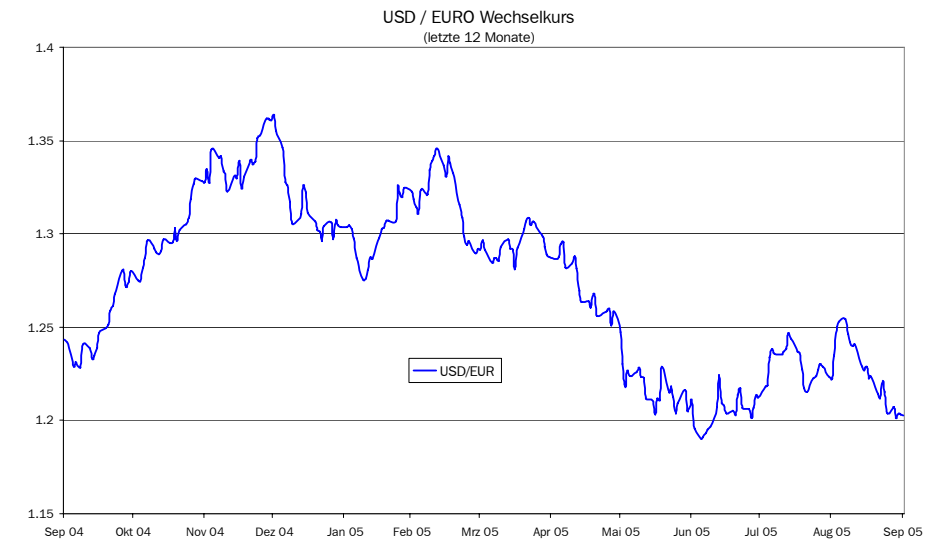
Obligationen & Zinsen

Die gegenwärtig tiefen Renditen an den Obligationenmärkten sind auf eine jahrelange exzessive Geldpolitik der Notenbanken zurückzuführen. Die Notenbanken scheinen zur Zeit weder in der Lage zu sein Inflation zu generieren, noch die Konjunktur kurzfristig steuern zu können.

Die Renditen für Obligationen in Euro und CHF haben im letzten Quartal neue Rekordtiefs geschrieben, hingegen konnten sich die Obligationen in USD, Yen und GBP leicht erholen. Der schon in früheren Anlageberichten beschriebene Zinsbuckel am kurzen Ende in GBP wurde im letzten Quartal beinahe vollständig abgetragen, d.h. die Zinskurve hat sich deutlich abgeflacht.

Renditetabelle 10-jähriger Staatsobligationen:

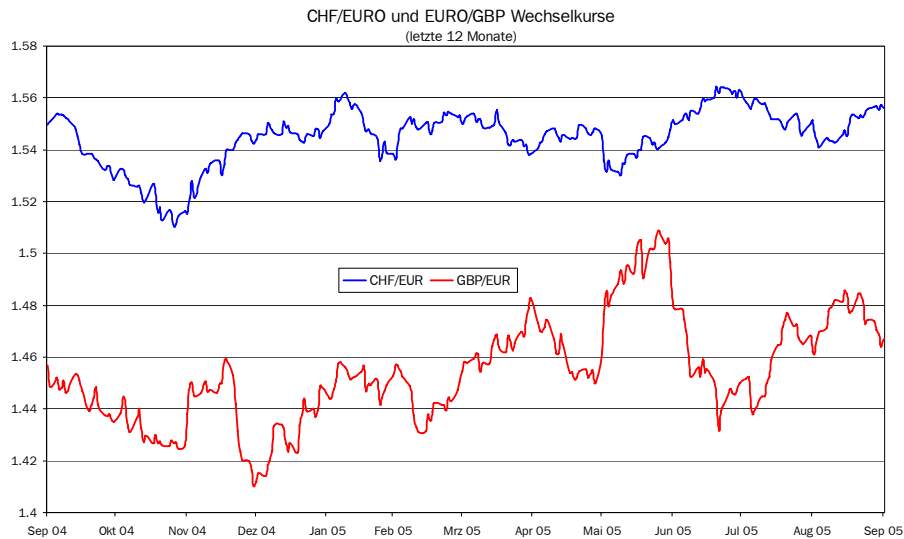
| | 31.12.2004 | 30.9.2005 | Renditediff. |
|-----------------|------------|-----------|--------------|
| USA | 4.26% | 4.33% | 0.07 |
| Europa | 3.69% | 3.15% | -0.54 |
| Schweiz | 2.32% | 1.89% | -0.43 |
| Grossbritannien | 4.58% | 4.29% | -0.29 |
| Japan | 1.44% | 1.48% | 0.04 |



² ESP = European Stock Portfolio

³ Preisrendite in lokaler Währung seit 31.12.2004

Anlagebericht - 30. September 2005

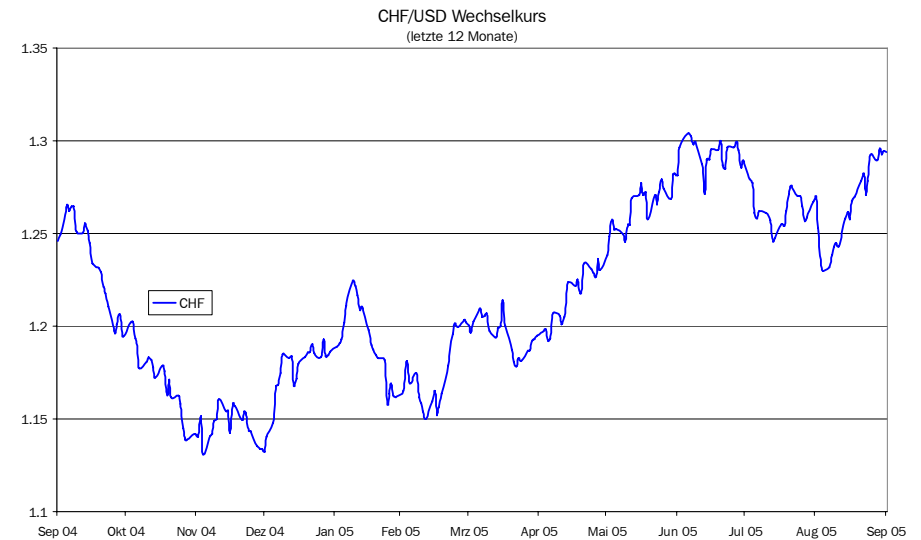


Währungen

Für Unruhe sorgte am 21. Juli die chinesische Zentralbank als sie den Renmimbi gegen den USD um 2.1% aufwertete. Die Theorie schien sich in der Praxis zu bestätigen, dass eine zu schnelle Aufwertung den USD unter Druck bringen würde und andere asiatische Währungen ebenfalls zwingen würde aufzuwerten. Für die USA hätte eine frei konvertierbare chinesische Währung verheerende Konsequenzen: Amerikas Defizite könnten nur über höhere Kosten finanziert werden, d.h. die Zinsen in den USA müssten massiv ansteigen und würden damit die Wirtschaft in eine Rezession stossen. Erste Marktreaktionen liessen nicht lange auf sich warten: der USD korrigierte gegenüber dem CHF um 2 Rappen, der Yen stieg sprunghaft an und die langfristigen Zinsen in den USA stiegen um 10 Basispunkte⁴.

⁴ 10 Basispunkte = 0.1%

Der Devisenmarkt realisierte, dass ein solches Szenario weder im Interesse der USA noch Chinas sein kann, deshalb kehrte das Vertrauen in den „Greenback“ schon bald wieder zurück und der seit Anfang Jahr eingeläutete Trend eines stärkeren USD setzte sich wieder durch.



Ausblick

Aktien

Fundamental betrachtet befinden sich die globalen Aktienmärkte im fairen bis teuren Bereich. Im Vergleich zu anderen Anlageklassen bieten Aktien immer noch das grösste Kurspotential. Deshalb halten wir die Aktienposition weiterhin leicht übergewichtet.

Anlagebericht - 30. September 2005

| | <u>Aktiegewinnrenditen</u> ⁵ | <u>Obligationenrenditen</u> |
|-------------|---|-----------------------------|
| USA | 5.2% | 4.3% |
| Europa | 5.5% | 3.2% |
| Deutschland | 6.3% | 3.2% |
| Schweiz | 5.5% | 1.9% |
| Japan | 3.9% | 1.5% |

USA

Erste Anzeichen einer schwächer werdenden amerikanischen Wirtschaft scheinen sich zu mehren. Amerikas „Leading Indicator“ Index hat sich im August (-0.2%) zum zweiten Mal in Folge reduziert.

Die Konsumnachfrage in Amerika ist auf ein 13 Jahrestief gefallen. Es ist zu erwarten, dass sich diese aufgrund hoher Energiekosten, Nachwehen des Wirbelsturmes Katrina und der Aktionen des Fed⁶ weiter verlangsamt. Hingegen dürfte der Wiederaufbau von New Orleans und Umgebung sowie die damit verbundenen freigegebenen Gelder stimulierend wirken.

Am 20. September erhöhte die Notenbank den Leitzins erneut um 25 Bp auf 3.75%. Investoren zeigten sich kurzfristig enttäuscht, da sie nach dem Wirbelsturm mit einer Pause der Geldverknappung gerechnet haben. Der steigende Trend der Inflation, anhaltend hohe Energiepreise sowie der verschwenderische amerikanische Haushalt werden die Notenbank jedoch auch in naher Zukunft veranlassen, weiter an der Liquiditätsschraube zu drehen. Das Fed wird sich dieses Jahr noch zwei Mal treffen. In beiden Sitzungen ist mit einer Erhöhung der Leitzinsen zu rechnen.

Positiv stimmen die kürzlich rapportierten tiefen Lagerbestände (minus 0.5% im Juni). Ursprünglich wurde eine Zunahme von 0.1% erwartet. Das „Stocks to Sales“ Ratio befindet sich auf rekordtiefem Niveau.

Die Arbeitslosenrate zeigt sich zur Zeit etwas erhöht, dies ist aber vor allem auf die Auswirkungen des Wirbelsturmes Katrina zurückzuführen. Reduziert man nämlich den

Gesamtbestand um die Erstanträge, die aufgrund des Hurrikans entstanden sind, so kommt man zum Schluss, dass sich die Arbeitslosenrate wenig verändert hat.

Grosses Kopferbrechen bereitet uns weiterhin die Immobilienblase, die gegenwärtig wenig Anzeichen einer bevorstehenden Abkühlung zeigt.

Aufgrund dieser und weiterer makroökonomischer sowie fundamentaler Kriterien erwarten wir vom amerikanischen Aktienmarkt bis Ende Jahr keinen überdurchschnittlichen Kursanstieg. Deshalb halten wir in unseren Portfolios amerikanische Aktien weiterhin untergewichtet.

Europa

In Europa, ausser Grossbritannien, befinden wir uns in einem anderen Stadium des Wirtschaftszyklus. In Amerika verlangsamt sich das Produktivitätswachstum, in Europa hingegen steigt dieses, wenn auch von einer bedeutend tieferen Basis.

Die europäische Industrieproduktion legte im Juli leicht zu (0.2%), konnte aber die Erwartungen von 0.4% nicht ganz erfüllen.

Europa konnte im Juli bezüglich der Eingänge von Industrienaufträgen mit Deutschland nicht ganz mithalten. Während sich diese in Europa um 1.6% verringerten, verzeichnete Deutschland einen Zuwachs von 3.8%. Die Statistik zeigt sich auf Monatsvergleichsbasis nach wie vor volatil. Ein klarer Trend kann daher daraus noch nicht abgelesen werden.

Obwohl sich die Inflation mit 2.5% derzeit deutlich über dem Ziel der Europäischen Zentralbank bewegt, hat die EZB in der letzten Sitzung verständlicherweise die Zinsen nicht verändert. Schliesslich will man die auf spärlicher Flamme laufende Wirtschaft nicht vorzeitig zum Stillstand bringen. Es ist aber auch zu erwähnen, dass sich die Konsumentenpreise ex Energiekosten nicht signifikant verändert haben.

Im letzten Anlagebericht haben wir darüber berichtet, dass wir von einer Übernahme der Banca Antonveneta durch die ABN Amro Holding NV nicht viel halten. Wie schon damals vermutet, hat ABN Amro Holding NV nun den Zuschlag erhalten und dafür einen sehr stolzen Preis bezahlt. Trotzdem halten wir an unserer Beteiligung

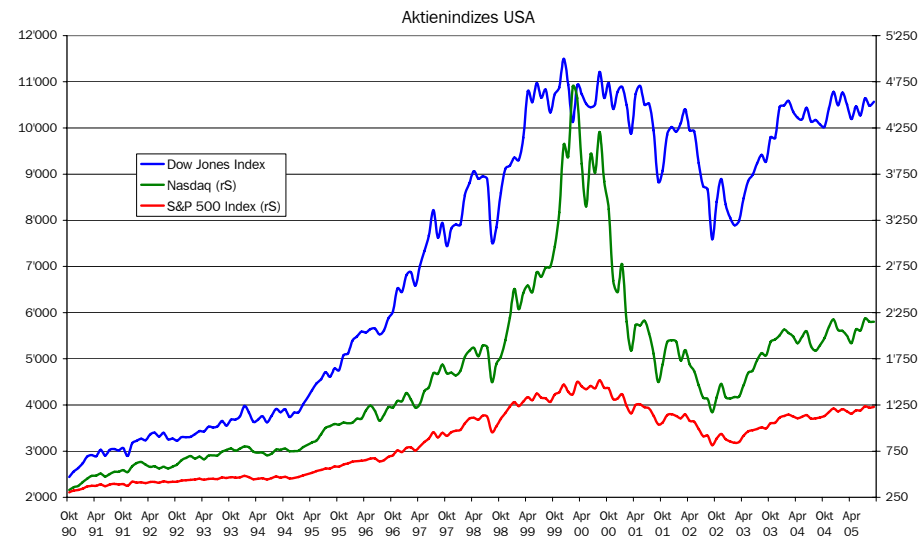
⁵ Bloomberg per Ende September 2005

⁶ Abkürzung des Federal Reserve System

Anlagebericht - 30. September 2005

fest, da die Aktien der ABN Amro Holding NV relativ günstig bewertet sind und eine Dividendenrendite von über 5% aufweisen.

Fundamental betrachtet, befinden sich europäische Aktien auf fairem bis teurem Niveau. Eine relativ hohe Dividendenrendite plus sehr tiefe Obligationenrenditen sprechen für das Engagement in europäischen Aktien, weshalb wir diese nach wie vor übergewichten.



Deutschland

Hauptthema seit August sind die von Bundeskanzler Schröder herbeigeführten Wahlen. Leider konnten sich die Bundesbürger zu keinem klaren Auftrag an die Bundesregierung durchringen. Deshalb herrschen auch heute noch Diskussionen darüber, wer das Zepter der deutschen Regierung übernehmen darf. Schlussendlich wird es keine Rolle spielen, welche Koalition zum Zug kommen wird, viel wichtiger wird sein, dass die neugebildete Regierung begonnene Reformen weiter durchzubringen vermag.

Sicherlich, die Börsianer hätten einen Sieg des bürgerlichen Lagers favorisiert, da sie diesem eine Wiederbelegung der deutschen Wirtschaft eher zutraut. Doch sollte man den Einfluss der Politik auf internationale Unternehmen nicht überbewerten. Corporate Deutschland hat aufgeräumt. Gemäss der CSFB sind die Lohnstückkosten seit 1999 um 11% reduziert worden. Die Wettbewerbsfähigkeit konnte gesteigert werden und die Umstrukturierungen deutscher Unternehmen sind auf gutem Kurs.

Der deutsche Aktienmarkt ist relativ günstig bewertet. Zudem haben der starke USD plus eine robuste Investitionstätigkeit deutscher Unternehmen das makroökonomische Umfeld verbessert.

Dies widerspiegelt sich in leicht besseren Wirtschaftszahlen: so konnte der PMI⁷ im September das erste Mal seit sechs Monaten über 50 notieren (51). Deutschlands Industrieproduktion konnte trotz hohen Energiepreisen zum dritten Mal in Folge zulegen. Um jedoch das Konsumentenvertrauen zurückzugewinnen zu können, müsste die Wirtschaft bedeutend stärker zulegen und neue Arbeitsplätze schaffen.

Die Gewichtung deutscher Aktien ist Bestandteil der europäischen Aktienquote.

Schweiz

Der starke USD verhilft dem Schweizer Export zu weiteren Avancen. Die Exporte zeigen seit geraumer Zeit einen ungebrochenen Aufwärtstrend. In den ersten acht Monaten sind die Exporte um real 3.2% angestiegen.

International verglichen, verharren die Arbeitslosenzahlen auf relativ tiefem Niveau von 3.8% (saisonadjustiert).

Trotz hoher Benzin- und Heizölpreise scheint die Inflation in der Schweiz nicht wirklich ein Thema zu sein. Gegenüber dem Vorjahr haben sich die Konsumentenpreise um 1.4% verteuert. Die Schweizerische Nationalbank erwartet dieses Jahr eine Teuerung von 1.2%, mit abnehmender Tendenz für das nächste Jahr (0.8%) und einer Zunahme für das Jahr 2007 von 1.4%.

Die Detailhandelsumsätze legten im Juli trotz schwächerem Konsumentenvertrauen gegenüber dem Vorjahr um 1.6% zu.

⁷ PMI = Purchasing Manager Index; ein Wert über 50 indiziert zukünftiges Wirtschaftswachstum

Anlagebericht - 30. September 2005

Auch die Industrieproduktion vermochte auf Quartals- und Jahresbasis kräftig zulegen: +4% gegenüber dem 1. Quartal und +7.6% gegenüber dem Vorjahr, welches sich im PMI⁸ für den Industriesektor widerspiegelt. Dieser Index hat sich in den vergangenen Monaten laufend verbessert und deutet mit 54 Punkten auf ein kräftiges Wachstum der Industrie hin.

Hingegen legte die schweizerische Wirtschaft im 2. Quartal gegenüber der Vorperiode lediglich um 0.3% zu.

Wir haben das Potential Schweizer Aktien in diesem Jahr stark unterschätzt. Dieser Markt hat sich aber inzwischen deutlich verteuert und es ist gut möglich, dass die optimistischen Gewinnerwartungen in naher Zukunft nicht mehr erfüllt werden können. Der schweizerische Aktienmarkt ist fair bis teuer bewertet. Die Dividendenrendite liegt jedoch mit 1.6% deutlich unter derjenigen Europas. Wir halten deshalb die Untergewichtung bei.

Japan

Koizumi hat von den Wählern einen klaren Auftrag zu weiteren Wirtschaftsreformen erhalten.

Die revidierten Wirtschaftswachstumswahlen sprechen mit +3.3% (annualisiert) eine klare Sprache. Offensichtlich hat sich Japan von der letzten Rezession erholt.

Der IMF⁹ reagierte auf die stark abgebauten Lagerbestände, anziehende Exporte und höhere Industrieinvestitionen (CAPEX) und hob die Wachstumsprognose für dieses Jahr von 0.8% auf 2% an.

Dank stärkerer Unternehmensgewinnen hat sich die Lohnpolitik zu Gunsten der Arbeitnehmer verändert. Es ist zu hoffen, dass dies auf den Konsum durchschlagen wird. Von der leicht höheren Arbeitslosenrate darf man sich nicht täuschen lassen. Neu ist diese zwar 4.4% (Vormonat 4.2%), doch zeigt sich vermehrt, dass sich zusehends mehr Arbeitnehmer trauen, sich nach neuen Jobs umzuschauen.

Der tiefere Yen (seit Anfang Mai minus 9% gegenüber dem USD) wird Japans Export weiterhin unter die Arme greifen.

Die positive makroökonomische Entwicklung in Japan hat uns im September bewogen, die Gewichtung japanischer Aktien um weitere 3% zu erhöhen. Wir möchten vor allem am positiven Momentum partizipieren. Die fundamentale Bewertung des Aktienmarktes hat dieses Mal ausnahmsweise nur eine untergeordnete Rolle gespielt. Das gegenwärtige Börsengeschehen wird hauptsächlich durch internationale und weniger von japanischen Investoren bestimmt. D.h., dass es sich um relativ schnelles Geld handelt. Entsprechend wachsam werden wir uns gegenüber dem japanischen Aktienmarkt verhalten müssen.



⁸ PMI = Purchasing Manager Index

⁹ IMF = International Monetary Fund

Anlagebericht - 30. September 2005

Schwellenländer (BRIC)¹⁰

Brasiliens Börse lässt sich durch politische Skandale kaum beeinflussen und hat seit Anfang Juli um über 25% zulegt. Gemäss der brasilianischen Zentralbank wird die Wirtschaft dieses Jahr um +3.4% wachsen. Die Inflation sollte mit ca. 5% unter Kontrolle gehalten werden können. Wegen der kräftigen Aktienhausse sind brasilianische Firmen noch nie so hoch bewertet wie heute.

Mit der Öl-Bonanza scheinen sich in Russland erste Zeichen der „holländischen“ Krankheit abzuzeichnen: mit einem Nachfrageprogramm will die Regierung 1.5% des BSP aufwenden, um den öffentlichen Konsum weiter zu stimulieren. Dieses muss selbstverständlich auch dann finanziert werden, wenn der Ölpreis fallen sollte. Die so neu generierte Konsumnachfrage wird die bereits zweistellige Inflation weiter anheizen.

Der Fluch des schwarzen Goldes liegt in der Steigerung von Begehrlichkeiten und Korruption, während gleichzeitig Reformen vernachlässigt werden. Man wägt sich in falscher Sicherheit, denn die meisten erdölexportierenden Länder sind auch heute noch schwach industrialisiert.

Da in Russland in zwei Jahren Wahlen anstehen, scheint das Verlangen, die Korruption zu bekämpfen, so tief wie schon lange nicht mehr zu sein.

Die indische Wirtschaft konnte im letzten Quartal um 8.1% expandieren, was selbst die optimistischsten Prognosen übertraf. Die stärksten Impulse kamen von der verarbeitenden Industrie (11.3%) und dem Dienstleistungssektor (12.4%). Die hohen Energiekosten setzten der indischen Wirtschaft hingegen zu und haben mit einem Leistungsbilanzdefizit von 3% des BIP zu Buche geschlagen. Ferner wird befürchtet, dass weiterhin hohe Erdölpreise die Inflation auf über 5% drücken könnte. Der indische Aktienmarkt weist seit Anfang Jahr in Euro eine Performance von über 50% aus.

Die chinesische Wirtschaft läuft auf Hochtouren (9.5% im 2. Quartal). Die Inflation hält sich auf bescheidenen 1.3%. Öl als Energieträger hat in den letzten 5 Jahren stetig abgenommen und macht heute rund einen Viertel des ganzen Energiebedarfes aus. Der Hauptenergieträger ist mit 70% Kohle, deren Preis bedeutend tiefer ist als

der des Rohöls. Die Peoples Bank¹¹ kann sich angenehm zurücklehnen und den Geldhahn offen halten.

Chinas Aktien können mit der rasant wachsenden Wirtschaft nur teilweise mithalten. Die „Redchips¹²“ in Hongkong legten dieses Jahr um 33.24% zu, dagegen wiesen die in Shanghai gehandelten Aktien eine negative Performance von 6.59% aus.

Unsere Meinung bezüglich den Aktienmärkten der BRIC Ländern hat sich nicht verändert.

Obligationen, Zinsen und Währungen

Wir gehen davon aus, dass die US Notenbank weiter an der Zinnschraube drehen wird. Die Europäische Zentralbank andererseits ist in einem Dilemma: das europäische Wirtschaftswachstum ist verhalten, die Arbeitslosenzahlen in Deutschland sowie Frankreich befinden sich auf hohem Stand. Gleichzeitig drücken hohe Energiepreise die Verbraucherpreise nach oben. Es ist davon auszugehen, dass die EZB dem Wachstum den Vorrang gibt und somit die Zinsen unverändert lässt. Seitens der japanischen, englischen oder Schweizerischen Nationalbank sind gegenwärtig ebenfalls keine Zinsschritte zu erwarten. Ein solches Szenario wird den USD kurzfristig stützen. Längerfristig sind wir jedoch der Meinung, dass Amerikas Überschuldung dem USD ihren Tribut abverlangen wird.

Commodities/Rohwaren

Anlässlich einer von Steve Forbes organisierten Manager Tagung in Sidney, an der sich über 350 CEOs globaler Unternehmen trafen, herrschte mehrheitlich die Meinung, dass der Ölpreis in den nächsten 12 Monaten auf USD 35 bis 40 pro Fass fallen wird.

Das wahre Gesicht der Erdölnachfrage hat sich nach dem Hurrikan Katrina gezeigt, als die Vereinigten Staaten 30 Millionen Fass Rohöl dem Markt anboten. Es konnten aber lediglich 11 Millionen Fass an den Mann gebracht werden. Was einmal mehr die Vermutung stärkt, dass spekulative Kräfte heftig am Preis für Rohöl schrauben.

¹⁰BRIC = Brasilien, Russland, Indien und China

¹¹ Peoples Bank = Chinesische Zentralbank

¹² Redchips = Ausdruck für chinesische Bluechips

Anlagebericht - 30. September 2005

Gold legte im vergangenen Monat um 9% zu und befindet sich zur Zeit auf einem 18 Jahreshoch. Aus der Tagespresse war zu erfahren, dass sich ein Fond mit 4% der Jahresproduktion über den Futures Markt eingedeckt hat. Es scheinen sich auch hier Trendinvestoren breit zu machen. Die Bondmärkte melden aber keine übermässige Inflation an, andere Anlageklassen zeigen ebenfalls keinen baldigen Kollaps voraus, der den Anstieg des Goldes rechtfertigen würde.

Aufgrund der starken Preisentwicklung sehen wir uns gegenwärtig nicht veranlasst in Rohwaren zu investieren.

Unternehmensgewinne auswirken wird. Die Zinsen liegen historisch gesehen auf tiefem Niveau und entwickeln sich in Europa und in den USA zur Zeit entgegengesetzt. Deshalb droht den Aktien seitens der Zinsen noch keine Gefahr. In der Vergangenheit haben wir beobachtet, dass die letzten drei Monate des Jahres den Aktienmärkten gegenüber freundlich gestimmt sind. Wir sehen keinen Grund warum es dieses Jahr anders sein sollte.

Denkbare Risiken für die Aktienmärkte sehen wir in der Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums, höheren Zinsen in Europa und eines möglichen Immobilien-crashes in den USA.

Wir sind jedoch der Meinung, dass zur Zeit die positiven Indikatoren die negativen übertreffen, deshalb halten wir die Aktienallokation weiterhin leicht übergewichtet.

Unsere Assetallokation zusammengefasst:

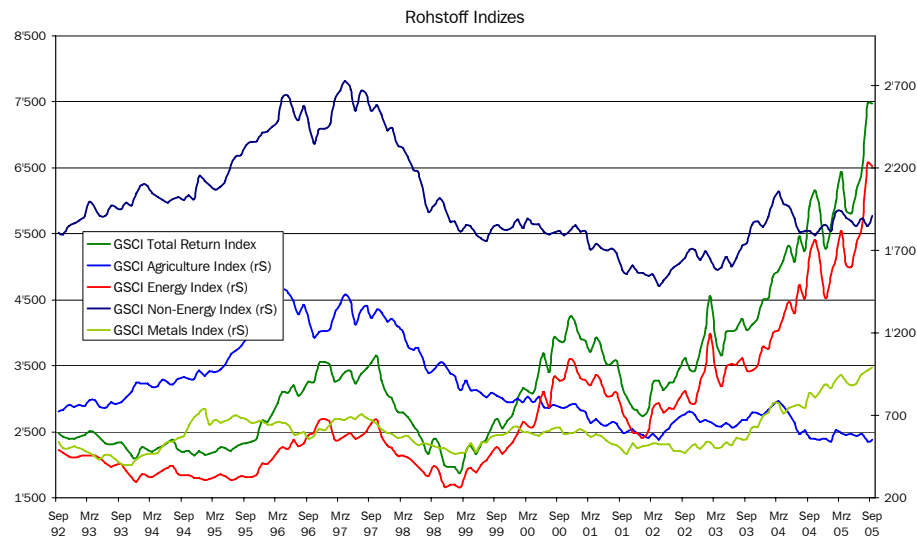
Anlagekategorien

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

Stefan Riesen, CFA

Chief Investment Officer

Vaduz/Zürich, 30. September 2005



Konklusion

Allgemein sind wir gegenüber Aktien positiv eingestellt. Der starke USD wird vor allem exportorientierten Unternehmen zu weiteren Gewinnen verhelfen. Selbstverständlich wirft der hohe Rohölpreis auf die Weltwirtschaft seine Schatten, dämpft die Konsumnachfrage und sorgt für Unsicherheit. Die Preisentwicklung für das schwarze Gold befindet sich jedoch derzeit im negativen Trend, welche sich ebenfalls positiv auf