

---

## Anlagebericht - 31. Dezember 2005

---

### Überblick

Was für ein sensationelles Aktienjahr!!! – Trotz Terroranschlägen in London, zerstörerischen Wirbelstürmen in den Vereinigten Staaten und rekordhohen Energiepreisen, haben nahezu alle grösseren Aktienmärkte das Jahr 2005 mit einer ausserordentlichen Performance abgeschlossen. – Und, wie geht's weiter? Was hält das Jahr 2006 für die Anleger bereit?

Um der Antwort ein bisschen näher zu kommen, haben wir die Statistik des schweizerischen Aktienmarktes der letzten 80 Jahre beigezogen und konnten folgende interessante Beobachtungen machen:

- i) über den genannten Zeitraum wurden zehn Ausnahmejahre mit einer Kursavance von über 30% registriert;
- ii) die durchschnittliche Kursperformance des darauffolgenden Jahres betrug 11.52%, welche über dem Mittel der gesamten Periode von ca. 10% liegt;
- iii) lediglich zwei der nachfolgenden Aktienboomjahre wiesen fallende Kurse aus.

Für Aktien sprechen nach wie vor hohe Liquiditätsbestände, mangelnde Investitionsalternativen und eine relativ günstige Bewertung von Aktien gegenüber Obligationen.

Eine Verlangsamung der weltweiten Wirtschaft, eine historisch tiefe Volatilität an den Finanzmärkten, fundamental nicht mehr günstig bewertete Aktien, sowie die Ermüdung des amerikanischen Konsumenten stehen einer überdurchschnittlichen Entwicklung der Aktienpreise entgegen.

Diese und andere Faktoren berücksichtigt, rechnen wir mit einem leicht unterdurchschnittlichen Aktienjahr. Wir gewichten deshalb Aktien leicht unter der strategischen Asset Allokation von 50%.

Vieles spricht dafür, dass wir die Untergewichtung amerikanischer Aktien im 1. Quartal reduzieren werden. Wir werden aber die Sitzung des Fed<sup>1</sup> Ende Januar abwarten,

---

<sup>1</sup> Fed = The Federal Reserve Board; zuständig für die amerikanische Geldpolitik

um die zukünftige Marschrichtung des neuen Notenbankchefs, Ben Bernanke, besser beurteilen zu können. Zusätzlich werden wir im neuen Jahr die weitere Entwicklung der inversen Zinskurve in den Staaten in unsere Beurteilung miteinbeziehen müssen.

Obligationen werden wir vorerst weiterhin untergewichten. Obwohl die Globalisierung gegenwärtig zu einer starken weltweiten Desinflation beiträgt, rechnen wir mittelfristig mit höheren Zinsen, da Zentralbanken proaktiv gegen hohe Rohstoffpreise vorgehen werden. Wenn auch die Zentralbanken zur Zeit nur beschränkten Einfluss auf die Gestaltung der Zinsen am langen Ende haben, könnte dies längerfristig zu einer Übertreibung führen, welche wir allerdings erst nach 2006 zu spüren bekommen dürften.

Nicht traditionelle Anlagen kommen wieder in unseren Fokus. Wir haben gut daran getan, uns über die letzten 15 Monate gegenüber Hedge Funds vorsichtig zu zeigen und uns einzig auf traditionelle Märkte zu konzentrieren. Sehr tiefe Volatilitäten, hohe Korrelationen und vor allem grosse Geldzuflüsse haben die Renditen dieser Anlageklasse stark unter Druck gebracht. Da wir für das Jahr 2006 mit höheren Volatilitäten und tieferen Korrelationen rechnen, erwarten wir von Hedge Funds ähnliche Renditen wie von traditionellen Anlagen, rechnen aber mit einem zusätzlichen Diversifikationseffekt.

Für ein entsprechendes Engagement werden wir uns Zeit nehmen und nach einem geeigneten Partner Ausschau halten, der unsere Investmentphilosophie teilt.

### Rückblick

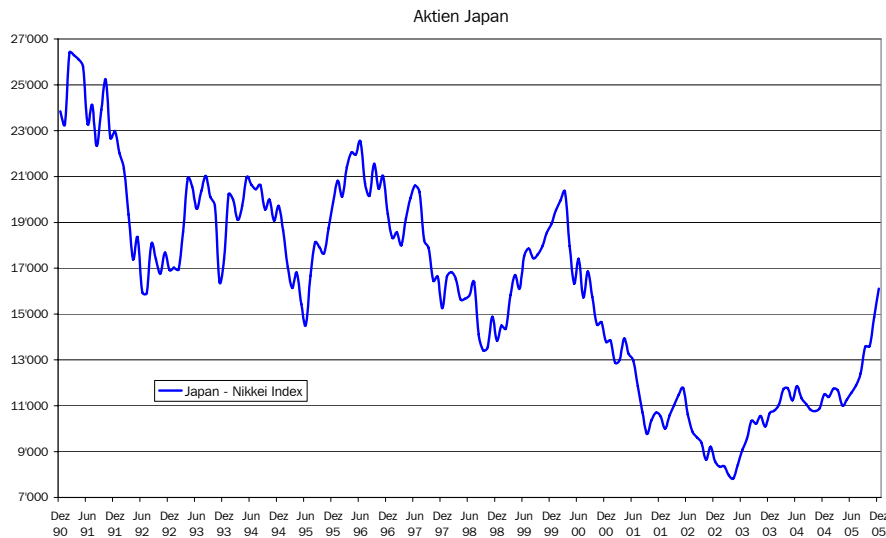
#### Aktien

Die Story hat sich gegenüber unserem letzten Quartalsreport nicht gross verändert. Überschüssige Liquidität sowie tiefe Zinsen haben M&A Aktivitäten auf sehr hohem Niveau gehalten, zusätzlich haben starke Unternehmensgewinne und die Verbesserung der Wirtschaftsaussichten bei den Aktien auf dem alten Kontinent und in Japan einen regelrechten Boom ausgelöst. Die Aktien in den Vereinigten Staaten hingegen hinkten mit einer Kurssteigerung von drei Prozent (in USD) der allgemeinen Entwicklung des Börsengeschehens gewaltig hinterher. Anziehende Zinsen und relativ

## Anlagebericht - 31. Dezember 2005

unattraktive Bewertungen sorgten für einen Fluss amerikanischer Geldströme nach Europa, Japan und in die Schwellenländer. Europäische und Schweizer Kunden profitierten deshalb von der Strategie, amerikanische Aktien unterzugewichten.

Japans Industrieproduktion liegt schon seit mehreren Monaten im positiven Trend und unterstützt gemeinsam mit dem Export den allgemeinen wirtschaftlichen Aufschwung in Japan. Diese Gründe, gepaart mit einer sich verabschiedenden Deflation sowie einer mehrjährigen Unterperformance des japanischen Aktienmarktes, haben zur stärksten Kurssteigerung seit dem letzten Aktienboomjahr in 1986 geführt.



Das zweite Jahr in Folge dürfen wir auf eine starke Überperformance unseres ESP<sup>2</sup> zurückschauen. Im vergangenen Jahr erreichten wir mit dem ESP eine Kurssteigerung von 33.83%.

<sup>2</sup> ESP = European Stock Portfolio

Wie schon im letzten Quartalsreport besprochen, wurden wir gegenüber dem japanischen Aktienmarkt zunehmend positiver. Im September haben wir uns kurzfristig entschlossen an der Aktienrally mittels eines Topix ETF<sup>3</sup>-Zertifikates teilzunehmen. Mitte Dezember haben wir das Zertifikat mit einem Gewinn von über 17 Prozent wieder veräussert.

Die von uns verwendeten Aktienfondprodukte haben bis auf eine Ausnahme ebenfalls eine ausserordentlich starke Performance erzielt:

HNW Performa European Equities	28.32%
HNW Performa US Equities	5.91%
HNW Performa Asian Equities	32.57%
JP Morgan America Equity	1.49%

JP Morgan hat das von uns erwartete Performanceziel nicht erreicht. Da sich dies bereits gegen Ende Jahr abzeichnete, haben wir uns deshalb bereits im alten Jahr entschlossen entsprechende Massnahmen einzuleiten und werden diese im ersten Quartal 2006 umsetzen.

Aktienindizes:		31.12.2004	31.12.2005	Preisrendite <sup>4</sup>
USA	S & P 500	1211.92	1248.29	<b>3.00%</b>
Europa	DJ Stoxx 600	251.02	310.03	<b>23.51%</b>
Deutschland	DAX	4256.08	5408.26	<b>27.07%</b>
Schweiz	SPI	4234.56	5742.41	<b>35.61%</b>
Japan	Nikkei 225	11,488.80	16,111.43	<b>40.24%</b>

### Obligationen und Zinsen

Hedge Funds, eine exzessive Geldpolitik der Notenbanken in der Vergangenheit, sowie desinflationäre Einflüsse der Globalisierung haben die Renditen für Obligationen auch dieses Jahr weltweit auf tiefem Niveau gehalten.

<sup>3</sup> Exchange Traded Fund = Index Zertifikat

<sup>4</sup> Preisrendite in lokaler Währung seit 31.12.2004

## Anlagebericht - 31. Dezember 2005

Ende Jahr sank in den USA die Rendite für zehnjährige Obligationen unter diejenige der zweijährigen und verunsicherte damit die amerikanischen Finanzmärkte. In der Vergangenheit hat eine inverse Zinskurve stets eine Rezession angekündigt. Dieses Mal dürfte die Situation jedoch etwas anders interpretiert werden, da die Konstellation zum einen durch sehr tiefe Volumina Ende Jahr zu Stande gekommen ist und zum anderen sich die Zinsen am langen Ende seit geraumer Zeit auf unüblich tiefem Niveau befinden.

In Europa, der Schweiz sowie Grossbritannien haben die Zinsen am langen Ende aufgrund des schwächeren Wirtschaftswachstums über Jahresfrist nachgegeben. In Japan hingegen verblieben die Renditen für zehnjährige Staatsobligationen praktisch auf Vorjahresniveau.

Renditetabelle<sup>5</sup> 10-jähriger Staatsobligationen:

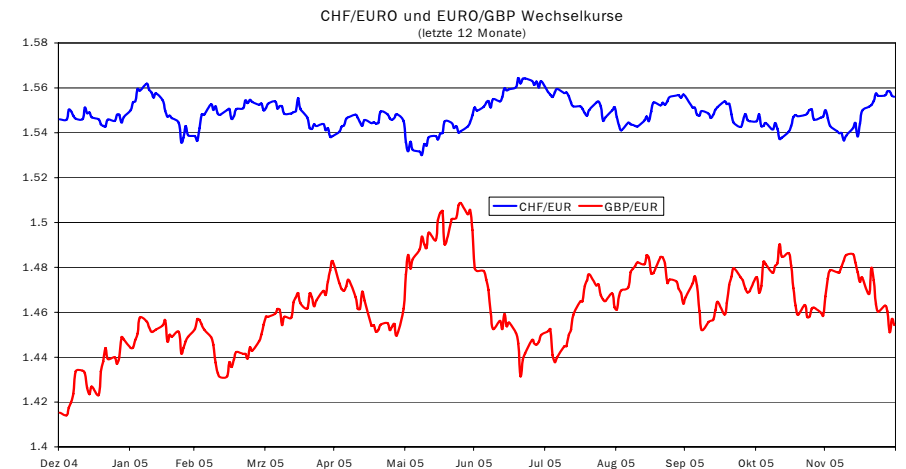
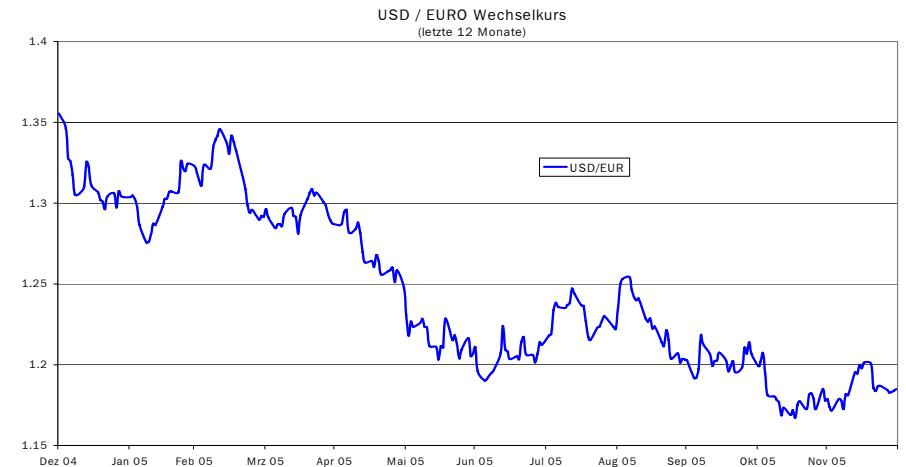
	31.12.2004	30.12.2005	Renditediff.
USA	4.22%	4.40%	<b>0.18%</b>
Europa	3.68%	3.31%	<b>-0.37%</b>
Schweiz	2.31%	1.97%	<b>-0.34%</b>
Grossbritannien	4.54%	4.10%	<b>-0.44%</b>
Japan	1.44%	1.48%	<b>0.04%</b>

### Währungen

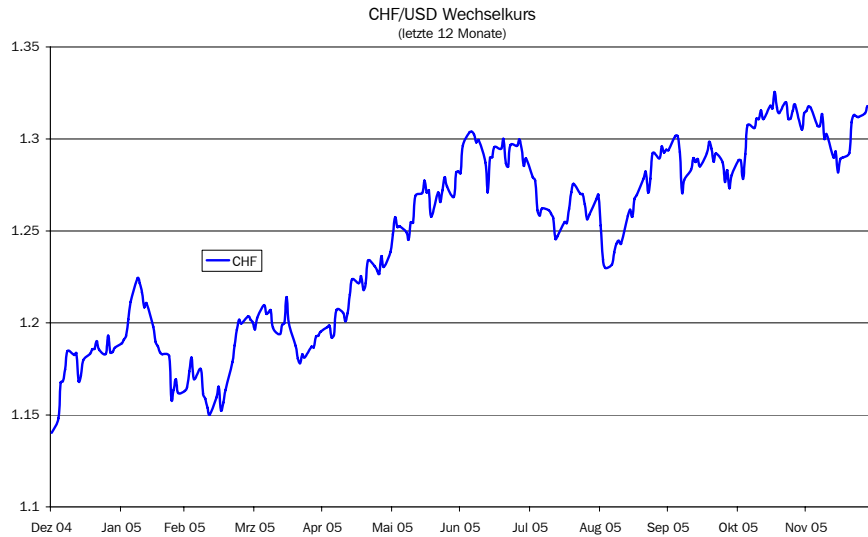
Eine starke Wirtschaft sowie eine positive Zinsdifferenz zu Gunsten des USD hatten letztes Jahr mehr Gewicht als das Zwillingsdefizit, beziehungsweise die tiefe Sparquote der Amerikaner und haben dem „Greenback“ zu überraschend starken Avancen verholfen. Zusätzlich sorgte der in Kraft tretende „Homeland Investment Act“, der repatriierte Gewinne vom Ausland steuerbegünstigt, für zusätzlichen Kursauftrieb.

Die amerikanische Valuta vermochte während der letzten 12 Monate gegenüber dem Euro, dem englischen Pfund, dem Yen und dem Schweizer Franken um elf bis fünfzehn Prozent zuzulegen. Dies unterstützte die Nachfrage nach Exportgütern aus Japan, Europa und der Schweiz.

<sup>5</sup> Quelle: Bloomberg



## Anlagebericht - 31. Dezember 2005



### Ausblick

#### Aktien

Das fundamentale Bild für Aktien hat sich in den letzten drei Monaten kaum verändert. Wir sind der Meinung, dass sich Aktien allgemein auf fairem bis teurem Level befinden. Aufgrund mangelnder Anlagealternativen und der relativ günstigen Bewertung gegenüber Obligationen erwarten wir von Aktien weiterhin grössere Kurssteigerungen als von anderen Anlageklassen.

#### Aktienrenditen<sup>6</sup>

USA	5.5%	4.4%
Europa	5.9%	3.3%
Deutschland	6.6%	3.3%
Schweiz	5.3%	2.0%
Japan	3.7%	1.5%

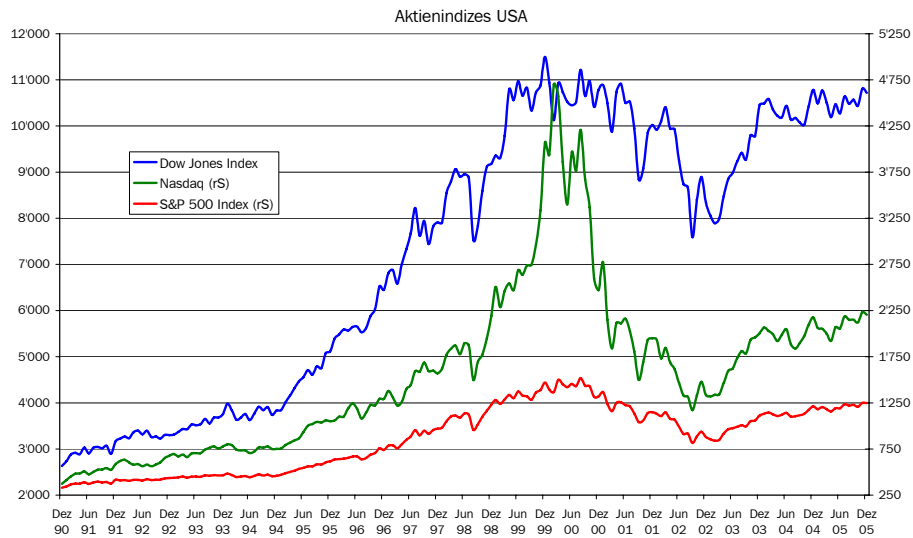
#### Obligationenrenditen

Entgegen der Erwartung, dass sich nach den Wirbelstürmen die amerikanische Wirtschaft verlangsamen würde, wird das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal auf über 4 Prozent geschätzt. Es ist allerdings zu erwarten, dass sich das Wirtschaftswachstum in den USA 2006 abkühlen wird. Der Immobilienmarkt zeigt ebenfalls die ersten Anzeichen einer Ermüdung. Es ist zu hoffen, dass die Immobilieninflation ähnlich unter Kontrolle gebracht werden kann, wie wir dies dieses Jahr bereits in der UK beobachten konnten. Untere Einkommensschichten würden von den negativen Folgen einer Korrektur im Immobilienmarkt stärker betroffen und würden früher an die Grenzen der Verschuldung stossen. Entsprechend würde sich dies in geringerem Konsum ausdrücken.

Der Versuch der amerikanischen Notenbank die Geldmenge seit über einem Jahr mittels kurzfristigen Zinsen zu steuern, die relative Überbewertung amerikanischer Aktien letztes Jahr gegenüber anderen Regionen und einer starken Rallye in Rohwaren liess Investoren den amerikanischen Aktienmarkt bis anhin vernachlässigen. Gemäss einem Report von Merrill Lynch wurden letztes Jahr drei Viertel (USD 90 Mrd.) der zu investierenden Gelder Amerikas in internationale Aktienmärkte ausserhalb den USA geleitet und nur gerade ein Viertel (USD 31 Mrd.) wurde für US Aktien aufgewendet. Seit kurzer Zeit wird aber beobachtet, dass sich das sogenannte „smart money“, d.h. Pensionskassen und andere institutionelle Anleger, in amerikanischen Aktien zu positionieren beginnen.

<sup>6</sup> Bloomberg per Quartalsende

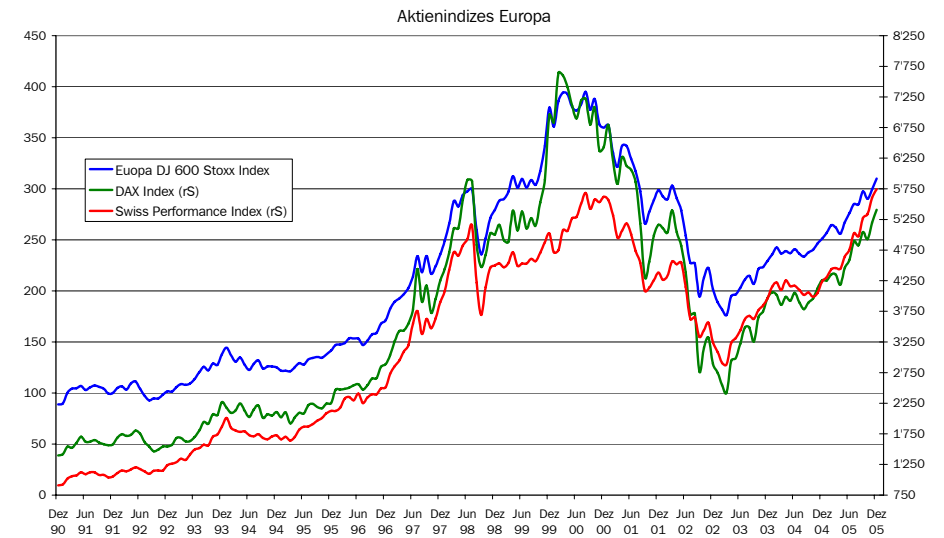
## Anlagebericht - 31. Dezember 2005



### USA

Wir werden gegenüber amerikanischen Aktien ebenfalls zunehmend positiver. Nicht unbedingt der fundamentalen Bewertung wegen, sondern vielmehr aus Momentumüberlegungen interessieren wir uns vermehrt für den zurückgebliebenen amerikanischen Aktienmarkt. Zudem ist anzunehmen, dass die amerikanische Notenbank die kurzfristigen Zinsen dieses Jahr um weitere 25 bis 50Bp anheben wird, dann aber an der Zinsschraube vorerst nicht weiter drehen wird.

Zur Zeit halten wir amerikanische Aktien untergewichtet, werden dies aber in den kommenden Wochen neu überdenken. Wichtige Signale, die unsere Entscheidung beeinflussen werden, sind das Fed Meeting mit dem neuen Notenbankchef Ende Januar wie auch die inverse Zinskurve für amerikanische Obligationen.



### Europa

Das erste Mal seit fünf Jahren hat die Europäische Zentralbank im Dezember die Leitzinsen um 25Bp angehoben. Der Markt erwartet bis Ende 2006 eine weitere Steigerung von 50Bp. Es ist aber nicht zu erwarten, dass dies im ersten Semester passieren wird. Verglichen mit der zuletzt rapportierten Inflation von 2.3% befindet sich der reale Zins auf rekordtiefem Niveau von nahezu 0%. D.h. auch bei einer Erhöhung der Leitzinsen um 50Bp kann von einer restriktiven Geldpolitik nicht wirklich die Rede sein.

Das europäische Wirtschaftswachstum hinkt dem amerikanischen mit nur 1.6% deutlich hinterher. Entgegen der amerikanischen Wirtschaft, die sich zu verlangsamten scheint, erwarten wir in Europa eine Zunahme der Wirtschaftsaktivitäten, hauptsächlich durch die Nachfrage europäischer Güter aus dem Ausland und höheren Kapitalinvestitionen einheimischer Unternehmen.

---

## Anlagebericht - 31. Dezember 2005

---

Auf der Strecke liegen bleibt grundsätzlich weiterhin der europäische Verbraucher, der sich gegenüber dem Konsum passiv verhält und sich vor allem um die finanzielle Zukunft sorgt. Solange sich die Arbeitsmärkte nicht erholen, wird sich an dieser Front auch nichts verändern.

Im internationalen Vergleich und gegenüber Obligationen sind europäische Aktien günstig bewertet. Fundamental betrachtet aber werden europäische Aktien nicht mehr auf günstigem Niveau gehandelt.

Nach der phänomenalen Kurssteigerung europäischer Aktien dieses Jahr haben wir uns entschlossen einen Teil der Gewinne zu realisieren. Die Aktienallokation für europäische Aktien halten wir aber nach wie vor leicht übergewichtet.

### Deutschland

Obwohl sich die Arbeitsmarktsituation in Deutschland noch stark verhalten zeigt, sind gute Nachrichten aus Deutschland seitens der Konsumenten zu vermelden: das Verbrauchervertrauen ist auf das höchste Stand seit 1990 geklettert! - Grosse Hoffnung und Optimismus werden in die neue Regierung gesetzt. Vor allem zeigt sich dies im steigenden Optimismus gegenüber einer stärker wachsenden Wirtschaft und weniger in der Aussicht einer Verbesserung der eigenen finanziellen Situation.

Die neue Bundeskanzlerin, Angela Merkel, erhält von der Bevölkerung grosses Vertrauen. Dies sollte aber nicht zum Anstoss genommen werden, von dringenden Reformen abzuweichen. Im Gegenteil sollten die Reformen bezüglich des Arbeitsmarktes und der sozialen Sicherheit in kleinen, aber stetigen Schritten vorwärts getrieben werden.

Deutschland hat riesiges Potential und könnte, wenn sich der Erfolg einmal einstellt, einen mächtigen Beitrag zur effektiven Vereinigung Europas leisten.

Deutsche Aktien sind im weltweiten Vergleich günstig bewertet. Wir halten diese in der europäischen Aktienallokation.

### Schweiz

Der Frühindikator der schweizerischen Wirtschaft des KOF<sup>7</sup> signalisiert ein klares Ansteigen der schweizerischen Wirtschaft in den nächsten sechs bis neuen Monaten.

Die Arbeitslosenzahl pendelt seit längerem in einem Bereich von 3.7 bis 4 Prozent. Trotz des leichten Anstieges der wirtschaftlichen Aktivitäten auf über zwei Prozent im dritten Quartal, ist davon im Arbeitsmarkt noch nichts zu verspüren.

Die Inflation hält sich mit einem Prozent im Zielbereich der Schweizerischen Nationalbank und drängt keine ausserordentliche Zinserhöhung auf.

Die Aktien in der Schweiz haben mit einem Plus von über 35% ein Rekordjahr hinter sich. Die Fundamentaldaten haben sich entsprechend verändert, und der Markt ist nach unserem Ermessen fair bis teuer bewertet.

Wir erwarten vom schweizerischen Aktienmarkt eine leicht unterdurchschnittliche Performance und halten diese entsprechend untergewichtet.

### Japan

Konsumentenpreise stabilisieren sich, die Deflation scheint schon bald der Vergangenheit anzugehören. Japans grosse Abhängigkeit vom schwarzen Gold und dessen Preisanstieg haben das Land seinem Ziel, sich von der Deflation zu verabschieden, einen deutlichen Schritt entgegengebracht. Arbeiter verdienen mehr und der Export floriert. – Alle Ampeln sind auf grün gestellt! – Wenn da nicht der Zwist zwischen der Bank of Japan<sup>8</sup> und der Regierung wäre. Die japanische Zentralbank will die Nullzinspolitik möglichst bald beenden. Die Regierung hingegen befürchtet, die Wirtschaft zu früh abzubremsen mit dem Risiko, sie wieder in eine Deflation zu führen.

Nach der diesjährigen Aktienhausse ist der japanische Aktienmarkt reif für eine Verschnaufpause, da sich in manchen Sektoren eine Überhitzung abzeichnet, wie im Falle des Immobiliensektors, der sich in diesem Jahr mehr als verdoppelt hat! – Ge-

---

<sup>7</sup> Frühindikator der schweizerischen Wirtschaft (6 – 9 Monate) der Konjunkturforschungsstelle der Eidgenössischen Technischen Hochschule (ETH) Zürich

<sup>8</sup> Notenbank von Japan

## Anlagebericht - 31. Dezember 2005

nauso haben vor allem Subindices der Rohwarenspektoren exorbitante Kurssteigerungen von 80 bis 100 Prozent erfahren. Die japanische Börse kann auf das beste Aktienjahr seit 1986 zurückblicken.

Bei den Investmentbanken herrscht annähernd einstimmiger Optimismus. Damit können diese als Käufer ausgeschlossen werden, da sie sich höchstwahrscheinlich im Markt bereits eingedeckt haben. Deshalb vermögen positive Meldungen dem Markt kurzfristig positive Impulse geben. Letztendlich wird jedoch der einheimische Investor an die japanische Wirtschaft glauben und im Heimmarkt auftreten müssen, damit die Hausse weiterhin gestützt bleibt.

Aufgrund der zu erwartenden Korrektur untergewichten wir momentan die Allokation japanischer Aktien.

### Schwellenländer (BRIC)<sup>9</sup>

Brasilien hat den eingeschlagenen Trend tieferer Zinsen fortgesetzt. Der Tagesgeldsatz, die sogenannte Taxa Selic, wurde seit September von 19.75 auf 18 Prozent gesenkt. Das erste Mal seit Jahren scheint es der brasilianischen Notenbank zu gelingen, die Inflation auf das beabsichtigte Niveau zu reduzieren.

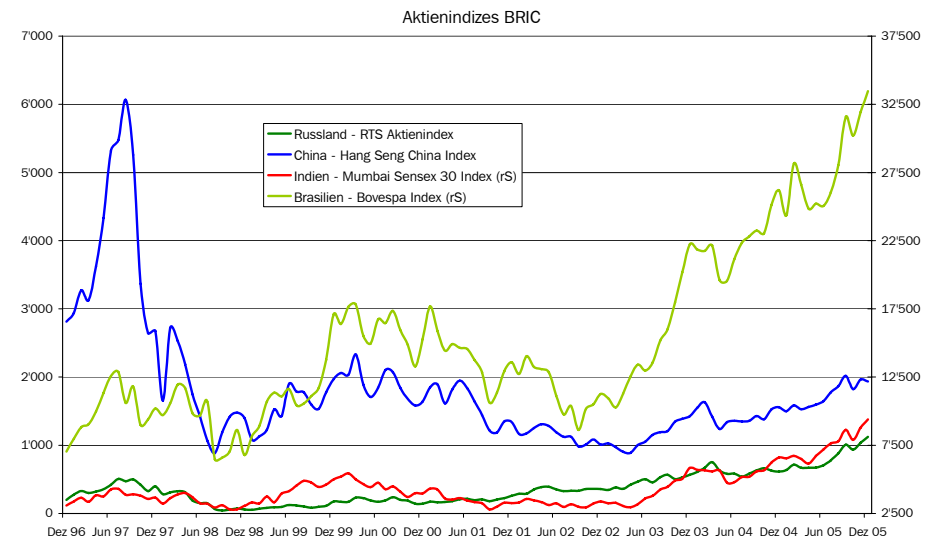
Die starke Nachfrage nach Exportgütern und Rohwaren verteuerte den Real gegenüber dem US Dollar in Jahresfrist um mehr als 36%.

Nächstes Jahr sind in Brasilien Präsidentschaftswahlen, deshalb ist nicht davon auszugehen, dass neue Reformen durchgesetzt werden.

In Russland ist Zentralisation „the name of the game“. Nach Yukos und Gazprom werden weitere Unternehmen wie AVTOVAZ<sup>10</sup>, der grösste russische Autohersteller, zurückverstaatlicht und Korruption gehört in Russland, wie schon im letzten Bericht erwähnt, zur Tagesordnung.

Russlands Entwicklung der letzten 18 Monate spricht leider nicht für Nachhaltigkeit. Die Chance den Sprung von einem Schwellenland zur industrialisierten Welt zu schaffen, scheint nicht auf Präsident Putin's Agenda zu sein.

Indien hat gegenüber der chinesischen Wirtschaft ein gewaltiges Aufholpotential und besitzt längerfristig das grösste Wachstumspotential der BRIC Länder. Das Volkseinkommen pro Kopf in Indien liegt deutlich unter demjenigen von China, zusätzlich ist die Altersstruktur in Indien jünger und zwischen den Geschlechtern gleichmässiger verteilt. Untypisch für ein Schwellenland trägt der Dienstleistungssektor über 50 Prozent zur indischen Ökonomie bei. Hinderlich für eine längerfristig starke Wirtschaft sind jedoch die ungenügende Infrastruktur, die immense Bürokratie und der stark regulierte Arbeitsmarkt.



China hat Mitte Dezember bekannt gegeben, dass die bisherige Berechnung der Wirtschaft um USD 278 Mrd. zu tief angegeben worden ist. Mit dem neuen Volumen hat China damit renommierte Länder, wie Italien, Frankreich und die U.K. hinter sich gelassen und hat es somit auf Rang vier der weltweit grössten Volkswirtschaften geschafft.

<sup>9</sup> BRIC = Brasilien, Russland, Indien und China

<sup>10</sup> AVTOVAZ produziert unter anderem die Automarke Lada

## Anlagebericht - 31. Dezember 2005

Trotz des rasanten Wachstums von geschätzten 9.8% ist die Inflation in China nicht wirklich ein Thema. Im Gegenteil: hohe Lagerbestände, Überkapazitäten und eine Armee von zulaufenden Arbeitskräften ländlicher Gegenden wirken auf die Preise stark deflationär.

Aufgrund der hohen fundamentalen Bewertung drängt sich zur Zeit ein Engagement in keinem der BRIC Länder auf.

Halter von Obligationen eher negativ, da eine LBO<sup>11</sup> Transaktion die Bonität der Unternehmung normalerweise schwächt.

In Amerika erwarten wir vom neuen Notenbankchef weitere Zinserhöhungen im Rahmen von 50 bis 75Bp. Dies wird vorerst die Zinsdifferenz zu anderen Hauptwährungen aufrecht halten und den US Dollar stützen. Sollte sich jedoch das Wachstum der amerikanischen Wirtschaft schwächer als angenommen zeigen, wird die Zinsdifferenz alleine den US Dollar nicht mehr halten können. Im Gegenteil, das alte Problem des Zwillingdefizits wird dann die Hauptrolle wieder übernehmen und die amerikanische Währung unter Druck bringen.

Die Geldrestriktionen seit 18 Monaten hatten bisher weder auf die amerikanische Wirtschaft noch auf die Zinsen am langen Ende einen Einfluss. Unseres Erachtens nach werden wir die Auswirkungen in der zweiten Hälfte 2006 zu spüren bekommen. Es bleibt zu hoffen, dass Ben Bernanke bei aufkeimenden Inflationszeichen nicht überreagiert und somit die Weichen für Ende 2006 bereits schon am Anfang des Jahres stellt.

Gegenüber dem US Dollar sind wir in der ersten Jahreshälfte neutral und bis Ende Jahr negativ eingestellt.

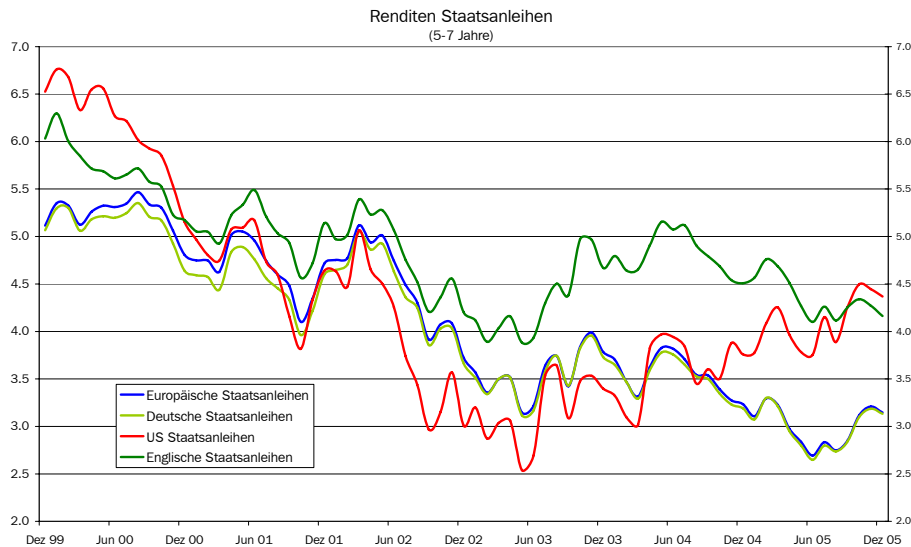
Die Europäische Zentralbank hat am 1. Dezember 2005 die Zinsen um 25Bp auf 2.25% angehoben. Es ist gut möglich, dass die Zinsen dieses Jahr nochmals um 50Bp angehoben werden, dies wird aber den Euro nicht gross beeinflussen.

In Grossbritannien befindet sich das Wirtschaftswachstum auf stabilem Pfad. Die Inflation liegt im Toleranzbereich und der Immobilienmarkt hat sich ebenfalls stabilisiert. Mit grossen Zinsveränderungen ist deshalb nicht zu rechnen. Falls sich die englische Notenbank ins Geschehen einmischen wird, rechnen wir eher mit einer Zinsreduktion.

Die Schweizerische Nationalbank wird sich ähnlich wie die EZB verhalten. Die in der Schweiz tiefe Inflation drängt zunächst keine Massnahmen auf.

Obwohl die Bank of Japan sich voraussichtlich im Laufe des Jahres von der Nullzinspolitik abwenden wird, bleibt zwischen Amerika und dem Land der aufgehenden

<sup>11</sup> LBO = Leveraged buy out; fremdfinanzierte Firmenübernahme



### Obligationen, Zinsen und Währungen

Allgemein ist zu erwarten, dass sich mit ansteigenden Zinsen, die Volatilität und die Preisaufschläge für Obligationen niederer Qualität erhöhen werden. Zusätzlich hat das Risiko fremdfinanzierter Übernahmen drastisch zugenommen und wird aufgrund grosser Liquiditätsbestände in der nächsten Zeit auf hohem Stand bleiben. Dies ist für

## Anlagebericht - 31. Dezember 2005

Sonne eine grosse Zinsdifferenz bestehen. Von dieser Seite ist also keine Wertzunahme des Yen zu erwarten. Der Yen hat sich jedoch seit der letzten Korrektur stark abgewertet und handelt zur Zeit zu einem Abschlag zum inneren Wert. Zusätzlich scheint die Deflation überwunden zu sein. Wir gehen deshalb von einer stärker werdenden japanischen Währung aus.

### Nicht Traditionelle Anlagen

Unserer Meinung nach werden 2006 die Zinsen ansteigen und für deutlich höhere Volatilitäten in den Finanzmärkten sorgen. Wir vermuten, dass höhere Volatilität nächstes Jahr eines der Hauptthemen sein wird. Nicht zuletzt aufgrund der Tatsache, dass sich die Korrelation<sup>12</sup> auf einem 13-Jahres-Hoch und zugleich die Volatilitäten von Aktien auf einem Tief halten, welches das letzte Mal im Oktober 1996 beobachtet worden ist.

Vor einiger Zeit haben wir in einem unserer Quartalsberichte erwähnt, dass wir uns in einem außerordentlichen Liquiditätszyklus befinden. Entsprechend zeigt sich heute das Resultat: hohe Renditen in beinahe allen Anlageklassen und Regionen, hohe Korrelationen in Kombination mit tiefen Volatilitäten. Es liegt auf der Hand, dass in einer solchen Umgebung die Diversifikation traditioneller Anlageklassen in Stresssituationen nicht das halten wird, was man von ihr erwartet. Als Konsequenz werden wir uns im nächsten Jahr vermehrt mit Produkten beschäftigen müssen, die mit traditionellen Anlagen nur schwach korrelieren, d.h. auch mit Hedge Funds.

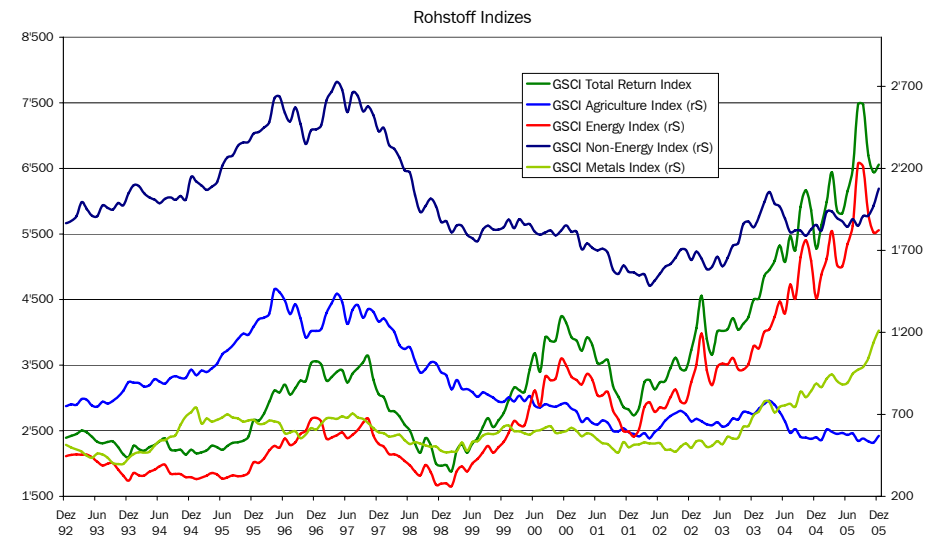
### Commodities/Rohwaren

Die Aussichten für die Preisentwicklung des Rohöls sind zur Zeit stark umstritten. Die weltweite Nachfrage dieses Jahr nach dem schwarzen Gold wuchs bedeutend weniger rasch als angenommen um weniger als die Hälfte des Wachstums in 2004.

Trotz Wirbelstürmen, starken Verwüstungen und anderen Lieferschwierigkeiten haben sich die Erdölvorräte dieses Jahr um 1 Million Fass pro Tag erhöht.

Die Volatilität des schwarzen Goldes wird bestehen bleiben. Wir gehen allerdings davon aus, dass die Rohölpreise in der ersten Hälfte des nächsten Jahres weiter korrigieren werden.

Gold! – Das gelbe Metall hat seinen Wert seit Anfang 2001 verdoppelt und handelt mittlerweile auf über USD 500 pro Unze. Der grösste Teil der Nachfrage für Gold kommt von der Schmuckindustrie, die starken saisonalen Schwankungen unterworfen ist. Wir sind der Meinung, wie schon im Frühling dieses Jahres im Erdöl beobachtet, dass sich viel spekulatives Geld im Gold aufhält. Es ist gut möglich, dass wir dieses Jahr noch höhere Notierungen sehen werden. Auf diesem Niveau ist uns das Gold als Anlageklasse aber zu spekulativ und wir lassen lieber die Hände davon.



### Konklusion

Insgesamt sind wir für das nächste Jahr positiv eingestellt, erwarten aber volatilere Märkte. Optimistisch stimmt uns auch, dass im Dezember das Anlegervertrauen weltweit zurückgekommen ist. Das zeigt uns, dass wir uns zur Zeit noch nicht in ei-

<sup>12</sup> Siehe Merrill Lynch: Global Equity Volatility Insights, 20. Dezember 2005

---

## Anlagebericht - 31. Dezember 2005

---

ner Überhitzung befinden und weiterhin hohe Liquiditätsbestände vorhanden sind. Wachsam müssen wir hingegen gegenüber unterschätzter Inflation, hohen Rohstoffpreisen und der amerikanischen Immobilienblase sein.

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

Für das von Ihnen entgegengebrachte Vertrauen danken wir Ihnen bestens. Wir werden auch das nächste Jahr bestrebt sein, unser Möglichstes zu tun, um Ihnen einen überdurchschnittlichen Service zu leisten und Ihr Vertrauen belohnen zu können.

Für das kommende Jahr wünschen wir Ihnen und Ihren Angehörigen gute Gesundheit, viel Glück und grossen Spass!

*Stefan Riesen, CFA*

*Chief Investment Officer*

Vaduz/Zürich, 31. Dezember 2005