
Anlagebericht - 30. Juni 2006

Überblick

Seit Anfang Mai spricht die Welt von Inflation. Dies war jedoch lediglich eine Entschuldigung für die langerwartete Korrektur an den Aktienmärkten. Die Liquiditätsblase sowie die damit verbundene unnachgiebige Suche nach Renditen weltweit, hat über die letzten Jahre beinahe allen Anlagekategorien Flügel verliehen. Die extremen Zukäufe von Aktien, vor allem in Schwellenländern anfangs Mai, nahmen Grössenordnungen an, die über kurz oder lang unweigerlich zu Kurskorrekturen führen mussten. Solche Korrekturen hatten wir in der Vergangenheit schon des öfteren gesehen, nur dieses Mal war/ist das Ausmass aufgrund des explosionsartigen Wachstums von strukturierten Produkten sowie Hedge Funds unberechenbar.

Hedge Funds (long-short) reduzierten ihre Aktienrisiken durch den Verkauf von Indexfutures. Andere mussten ihre Carry Forward Transaktionen¹ glattstellen. Investment Banken neutralisierten herausgegebene Derivate über den Basismarkt, sprich Aktienmarkt. Durch den rasanten Anstieg der Volatilitäten forderten Risikomanagementmodelle, wie sie hauptsächlich bei institutionellen Anlegern (Pensionskassen und Versicherungen) Anwendung finden, eine Verringerung des Risikos. – Es bedarf wohl keiner grossen Vorstellungskraft, um zu verstehen, dass die Pendelbewegungen des Aktienmarktes in Stresssituationen durch obenerwähnte Aktionen exponential verstärkt und zeitlich in die Länge gezogen werden.

Die Korrektur hat uns nicht überrascht. Im letzten Quartalsbericht schrieben wir, dass die Aktienmärkte, bis auf wenige Ausnahmen, nicht mehr günstig bewertet sind und dass wir verschiedene Anzeichen eines späten Zeitpunktes im Aktieninvestmentzyklus feststellten. Entsprechend hielten wir seit Ende letzten Jahres ein Liquiditätspolster von ca. 20 Prozent.

Eine Korrektur bringt immer Reinigung mit sich, d.h. fundamental betrachtet, wurden die Aktienbewertungen auf ein Niveau gedrückt, wie wir sie seit Ende 1998 nicht mehr gesehen haben. Obligationen bieten in den meisten Regionen keine Anlage-

alternative. Kreditaufschläge für Obligationen minderer Qualität haben sich in den Hauptwährungen seit Anfang Mai kaum bewegt, was wiederum für Aktien spricht.

Positiv stimmen uns auch die weltweit hohen Liquiditätsbestände von institutionellen Investoren und der anhaltende Durst nach Firmenübernahmen (Mittal Steel Co NV / Arcelor, NYSE Group Inc. / Euronext, Axa Group / Winterthur Group und andere).

Unbeirrt von den Marktreaktionen rechnen die OECD und der Internationale Währungsfonds (IWF) dieses Jahr weiterhin mit einer starken Weltwirtschaft.

Den grössten Teil der Bereinigung in den Aktienmärkten haben wir vermutlich hinter uns. Wir sind deshalb gegenüber den Aktienmärkten wesentlich zuversichtlicher gestimmt, als wir dies noch vor ein paar Wochen waren. Die zur Zeit stark negative Haltung des Investors, gemessen am UBS Gallup Index, bestärkt uns ebenfalls in der Ansicht, die Aktienquote nächstens erhöhen zu müssen. Wir werden aber mit dem Kauf von Aktien noch etwas zuwarten, da wir vor allem während der Sommermonate weiterhin mit volatilen Märkten rechnen und wir die bevorstehenden Unternehmensberichte abwarten wollen.

Rückblick

Aktien

Eine einzige Inflationszahl löste weltweit eine langerwartete Korrektur aus. Von da an beherrschten zwei Ängste die Märkte: Inflation und Wachstum. Sofort konnte man die Flucht in Qualität feststellen. Insbesondere Aktienmärkte von Schwellenländern hatten unter Geldabfluss zu leiden.

Die Amerikanische Notenbank hat zum siebzehnten Mal in Folge die Zinsen angehoben. Nach den Äusserungen des Fed² Chefs Ben Bernanke bleiben die Inflationsrisiken bestehen, auch wenn es den Anschein hat, dass sich das Wirtschaftswachstum in Amerika abschwächt.

Die kurze Aktienmarkttrallie Ende Juni deutet unseres Erachtens noch nicht auf eine Erholung der Aktienmärkte hin. Vielmehr ist davon auszugehen, dass diverse institu-

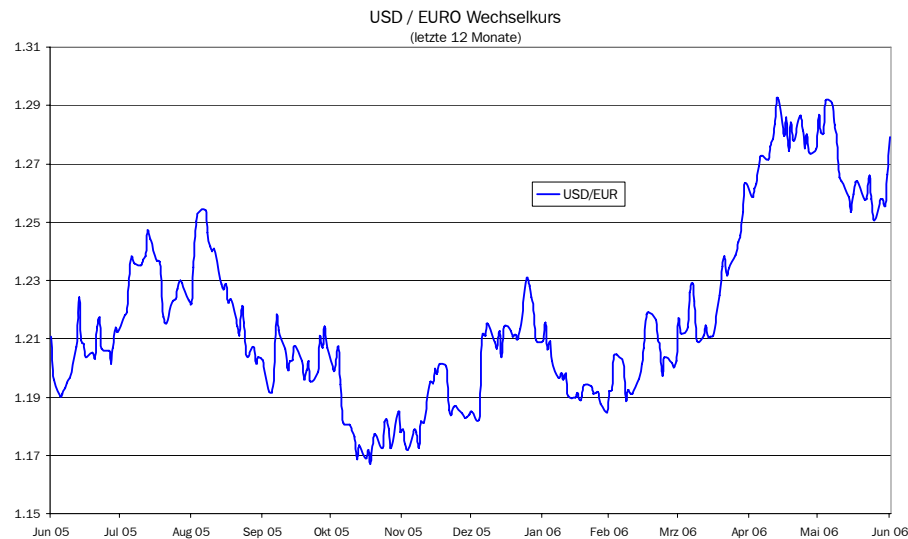
¹ Carry Forward Transaktion = Aufnahme von Geldern zu günstigen Konditionen (z.B. Yen) und Wiederanlage in höher rentierende Produkte, wie Aktien.

² Fed = Federal Reserve Board, bestimmt die amerikanische Geldpolitik

Anlagebericht - 30. Juni 2006

tionelle Investoren die Aktienkurse auf Ende Juni vorübergehend aufpolierten, um bessere Zahlen zeigen zu können. Ein Phänomen wie wir es normalerweise Ende des Jahres beobachten können (→ Windowdressing).

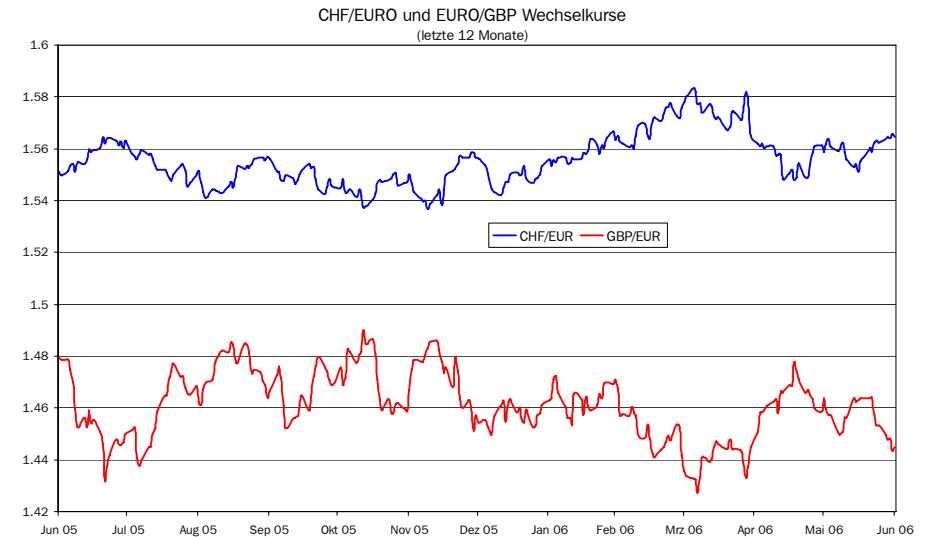
Wie schon letztes Jahr, war das zweite Quartal für unser Direktanlageportfolio ein schwieriges. Das ESP Direktanlageportfolio rentierte im 1. Halbjahr 3.70 Prozent gegenüber dem MSCI Europa Index netto Dividende reinvestiert von 5.12 Prozent.



Insgesamt konnten wir jedoch mit dem ESP Direktanlageportfolio über die letzten zweieinhalb Jahre, eine Rendite von 61.01 Prozent erwirtschaften. Im gleichen Zeitraum rentierte der Index 49.70 Prozent. Unser Ziel ist es gegenüber dem Index eine Mehrperformance von durchschnittlich 2-3 Prozent pro Jahr zu erwirtschaften. Ein ehrgeiziger Anspruch, wenn man bedenkt, dass über zwei Drittel aller Manager weltweit die Benchmark nicht zu schlagen vermögen.

Aufgrund des durchschlagenden Erfolges haben wir uns entschlossen, das ESP Direktanlageportfolio ab kommenden September in Form eines Aktienfonds anzubieten.

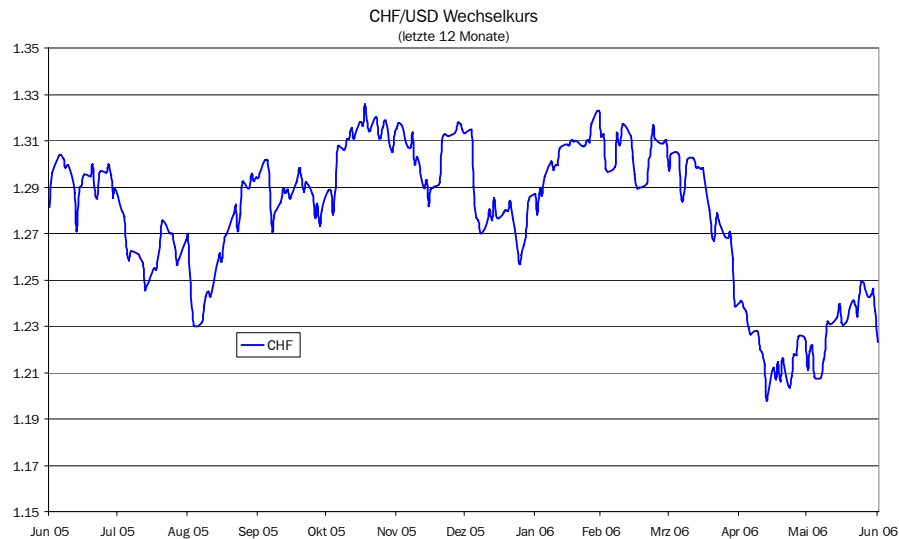
Der neue Fonds wird unter dem Namen SIM European Stock Portfolio täglich gehandelt werden. – Für weitere Informationen kontaktieren Sie bitte Ihren Betreuer bei uns.



Die Aktienfonds für die Regionen Amerika und Asien konnten die jeweilige Benchmark klar hinter sich lassen. Einzig der HNW Performa Fund European Fund konnte den Index nicht schlagen. Dies sollte weiter nicht beunruhigen, da diese Entwicklung vermutlich nur von kurzer Dauer sein wird und zu erwarten ist, dass sich die Rendite mittelfristig dem Index wieder angleichen wird.

HNW Performa European Equities	1.52%
HNW Performa US Equities	4.18%
HNW Performa Asian Equities	11.88%
Neuberger Berman US Equity Value	3.20%

Anlagebericht - 30. Juni 2006



Aktienindizes:

		31.12.2005	30.6.2006	Preisrendite ³
USA	S & P 500	1'248.29	1,270.20	1.76%
Europa	DJ Stoxx 600	310.03	320.66	3.43%
Deutschland	DAX	5,408.26	5,683.31	5.09%
Schweiz	SPI	5,742.41	5,955.64	3.71%
Japan	Nikkei 225	16,111.40	15,505.18	-3.76%

Obligationen und Zinsen

In allen Obligationenmärkten konnten wir eine Parallelverschiebung der Renditenkurven beobachten. In Großbritannien zeigt sich die Kurve invers und deutet mittelfristig auf tiefere Zinsen hin. In den Staaten ist man sich über die Veränderung der Zinsen noch nicht im klaren. Zinsen am kurzen und langen Ende weisen ähnliche Renditen

³ Preisrendite in lokaler Währung seit 31.12.2005

auf. Die Kurven für japanische, europäische und schweizerische Obligationen zeigen ein normales Profil auf, d.h. mit längerer Maturität steigende Renditen.

Die kurze Duration hat uns auch in diesem Quartal geholfen, Buchverluste zu minimieren.

Renditetabelle⁴ 10-jähriger Staatsobligationen:

	30.12.2005	30.6.2006	Renditediff.
USA	4.40%	5.16%	0.76%
Europa	3.31%	4.08%	0.77%
Schweiz	1.97%	2.82%	0.85%
Grossbritannien	4.10%	4.72%	0.62%
Japan	1.48%	1.98%	0.50%

Währungen

Über den Verlauf des Quartals verlor die US Valuta gegenüber den Hauptwährungen klar an Terrain. Einerseits hat die Erwartung einer kleiner werdenden Zinsdifferenz gegenüber dem Euro, CHF und Yen den US Dollar ins Rutschen gebracht, andererseits wird das Handelsbilanzdefizit der USA vermehrt zu einem Thema.

Eine mögliche Pause von Zinserhöhungen in Amerika haben Investoren veranlasst den US Dollar zu verkaufen. Das Fed hat zwar dafür noch kein klares Zeichen gegeben, war aber gegenüber der Teuerung auch schon deutlicher. Wie schon vielfach in der Vergangenheit beobachtet, ist nicht die effektive Zinsdifferenz für Währungskursveränderungen ausschlaggebend, sondern die allgemeine Zinserwartung.

Wie zu erwarten war, hat die Bank of England dieses Quartal keine Zinsveränderung vorgenommen. Die Europäische Zentralbank und die Schweizerische Nationalbank hingegen erhöhten die Zinsen um jeweils 25 Basispunkte.

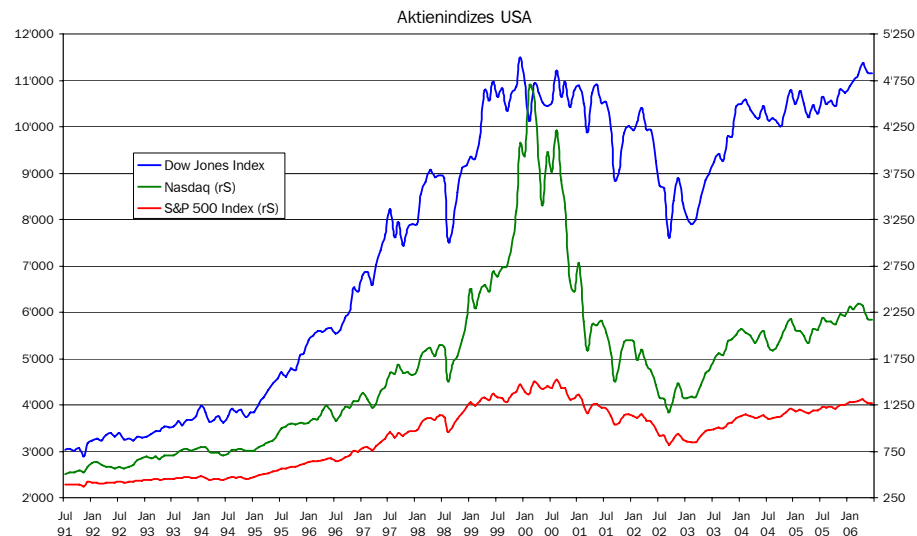
⁴ Quelle: Bloomberg

Anlagebericht - 30. Juni 2006

Ausblick

Aktien

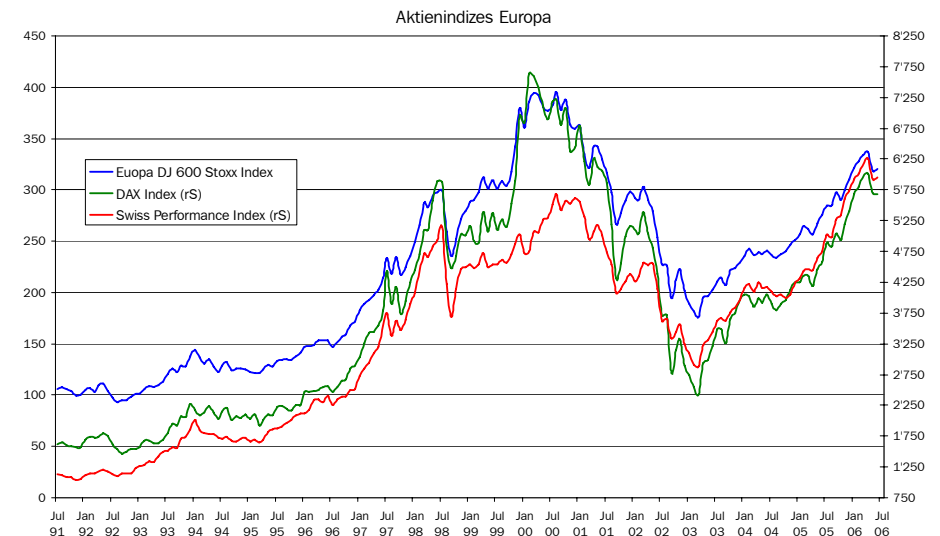
Gemäss einer Studie von Credit Suisse haben über die letzten sieben Jahre „Small Cap“ Aktien besser als „Large Cap“ Aktien rentiert. Dies ist zugleich die längste Periode seit 1926! Selbstverständlich weiss zum heutigen Zeitpunkt niemand, ob diese Bewegung anhalten wird oder nicht. Nimmt man jedoch die Statistik zu Hilfe, so steigt die Wahrscheinlichkeit, dass eine Gegenbewegung⁵ stattfinden wird. Unterstützend dafür wirken die fundamentale Unterbewertung von Aktien grosskapitalisierter Unternehmen gegenüber kleinkapitalisierten sowie die Evidenz dafür, dass Aktien kleinkapitalisierter Unternehmen unter steigenden Zinsen stärker zu leiden haben als diejenigen grösserer Firmen.



⁵ Reversion to the mean

Neben den „Small Caps“ dürften mit ansteigenden Zinsen auch Aktien von Schwellenländern zunehmend unter Druck geraten.

Der IWF und die OECD erwarten für das laufende sowie das nächste Jahr weltweit weiterhin ein starkes Wirtschaftswachstum, je nach Agentur von bis zu 5 Prozent. Wir sind zwar positiv, aber nicht ganz so optimistisch und erwarten eine Abkühlung der wirtschaftlichen Aktivitäten.



Wohin wird der Geldstrom aus den „Small Caps“ und Schwellenländern fließen? Anleihen bieten gegenwärtig nicht wirklich konkurrenzfähige Renditen. Die Nachfrage nach Rohwaren wird sich bei einer Abkühlung der Wirtschaft ebenfalls abschwächen. Wir gehen deshalb davon aus, dass die Liquidität den Weg zu Aktien grosskapitalisierter Unternehmen von Industrienationen⁶ finden wird. Ferner spricht eine fundamental günstige Bewertung für dieses Anlagensegment. Wir werden aber die Be-

⁶ Flight to Quality

Anlagebericht - 30. Juni 2006

richtsperiode der Unternehmensgewinne und vielleicht auch die nächste Sitzung der amerikanischen Notenbank abwarten, bevor wir den Aktienanteil aufstocken werden.

	<u>Aktienrenditen⁷</u>	<u>Obligationenrenditen</u>	<u>Risikoprämie</u>
USA	5.68%	5.16%	0.52%
Europa	6.71%	4.08%	2.63%
Deutschland	7.43%	4.08%	3.35%
Schweiz	5.68%	2.82%	2.86%
Japan	4.98%	1.98%	3.00%

Die Risikoprämie für Aktien hat sich über das letzte Quartal beachtlich erhöht und spricht für eine Anlage in Aktien in den meisten Regionen. Normalerweise liegt die Risikoprämie für Aktien zwischen einem und zwei Prozent.

USA

Die amerikanische Wirtschaft hatte im ersten Quartal einen deutlich stärkeren Vorwärtstrieb als angenommen. Die zweite Revision des BIP ergab ein Wachstum von ausserordentlichen 5.6 Prozent statt den zuerst veranschlagten 4.8 Prozent.

Der fragile Immobilienmarkt und ein zunehmend schwächerer Konsum lassen uns ein deutlich schwächeres Wirtschaftswachstum in den Staaten erahnen.

Der gegenwärtige Terminmarkt für Fed Funds ist sich über eine Zinserhöhung im August noch nicht schlüssig. Sollte der Fall eintreten, dass wir mit 5.25 Prozent bereits das Top gesehen haben, wäre dies mittelfristig ein starkes Signal für den amerikanischen Aktienmarkt. Mitte der 90iger Jahre hatten wir eine ähnliche Situation. Von Dezember 1993 bis Februar 1995 wurden die Zinsen von 3 auf 6 Prozent erhöht. Während dieser Zeit erhöhten sich die Unternehmensgewinne stetig, die Wirtschaft trat mehr oder weniger auf der Stelle und der Aktienmarkt avancierte um etwas über 5 Prozent. – Die „weiche Landung“ war vollbracht. In der Zeit danach zwischen Dezember 1994 und März 2000 konnten amerikanische Aktien um mehr als 200 Prozent zulegen.

⁷ Bloomberg per Quartalsende

Die fundamentale Bewertung amerikanischer Aktien hat sich durch die Korrektur verbessert, eindeutige Signale, die Aktienquote für diese Region zu erhöhen sind aber noch wenig ausgeprägt.

Europa

Gemäss der Europäischen Kommission wird die europäische Wirtschaft bis Ende Jahr um 2.1 Prozent zulegen. Diese Schätzung dürfte nach den sehr hoch ausgefallenen Konsumenten- und Geschäftsvertrauensindizes, die seit 2001 nicht mehr so stark waren, nach oben revidiert werden. Parallel zum Wachstum wurde das zweite Mal in Folge eine Inflation von 2.5 Prozent ausgewiesen, welche deutlich über dem Ziel von zwei Prozent der Europäischen Zentralbank liegt. Entsprechende Erwartungen setzt der Terminmarkt in die Zinsen. Bis Ende diesen Jahres rechnet man mit einer Erhöhung von 0.75 Prozent auf 3.25 Prozent.

Die fundamentale Bewertung europäischer Aktien sowie das makroökonomische Umfeld sprechen für europäische Aktien. Deshalb werden wir die Aktienquote für Europa voraussichtlich im nächsten Quartal erhöhen.

Deutschland

Gut möglich, dass die anstehende Mehrwertsteuererhöhung von 16 auf 19 Prozent Anfang nächsten Jahres, die übrigens der Wirtschaft mit ca. Euro 20 Mrd. zu Buche schlagen⁸ soll, kurzfristig einen Kaufrausch auslösen kann. Nach dem Motto: heute kaufen ist günstiger als morgen. Das Erwachen im nächsten Jahr wird dann aber kaum ohne Kater möglich sein. Trotzdem ist Ende Juni das deutsche Konsumentenvertrauen auf den höchsten Stand seit Ende 2002 angestiegen. Ein Teil der Begründung dafür dürfte in den tieferen Arbeitslosenzahlen zu finden sein.

Im 2006 wird für die deutsche Wirtschaft ein Wachstum von ca. 1.5 Prozent prognostiziert, zu zwei Dritteln getragen durch die Exportwirtschaft und einem Drittel durch den Konsum.

⁸ FuW, 14.6.2006: „Schlüsselkunde Deutschland in guter Laune“

Anlagebericht - 30. Juni 2006

Deutsche Aktien sind relativ sowie absolut gesehen fundamental günstig bewertet. Wir werden dies bei der Erhöhung der Aktienquote für Europa entsprechend berücksichtigen.

Schweiz

Verschiedene BIP Schätzungen deuten auf eine Beschleunigung des BIP Wachstums bis Ende Jahr hin. Diese Einschätzung wurde durch die Vertreter des Volkswirtschaftsdepartements des Bundes bestätigt. Für dieses Jahr wird von einer Steigerung des BIP von real 2.7 Prozent ausgegangen. Die Hauptgründe liegen im starken Exportwachstum sowie gestiegene Ausgaben für Ausrüstungsinvestitionen. Dies könnte zu einem Wirtschaftswachstum ohne Teuerungsschub führen. Die Jahresteuern für Juni bezifferte sich auf 1.6 Prozent. Weiter erwartet die Expertengruppe für das nächste Jahr eine Arbeitslosenzahl von unter 3 Prozent.

Aufgrund der relativ hohen Bewertung schweizerischer Aktien, ziehen wir europäische Aktien vor und halten die Aktienquote für die Schweiz weiterhin untergewichtet.

Japan

Die Regierung und die Zentralbank sind sich noch uneinig, ob man sich weiterhin in einer leichten Deflation befindet oder sich bereits von dieser verabschiedet hat. Die Zentralbank vertritt die Meinung, dass man sich schon bald von der Nullzinspolitik abwenden sollte. Berücksichtigt man den BIP Deflator, der sich hartnäckig im Minusbereich aufhält (-1.2 Prozent) und die Konsumententeuerung, die sich nur knapp über Null hält, scheinen uns Hoffnungen auf höhere Zinsen im Land der aufgehenden Sonne noch zu verfrüht. Falls die japanische Notenbank die Zinsen zu früh anhebt, besteht die Gefahr, dass sie damit die Wirtschaft ins alte Dilemma der Deflation stürzen wird.

Trotz allem ist die Bank of Japan bezüglich der Teuerung sehr optimistisch und erwartet dieses Jahr um 0.6 Prozent höhere Preise und bis Ende 2008 einen Spitzenwert von 0.8 Prozent.

Wegen der fundamental eher hohen Bewertung halten wir die Aktienallokation für Japan untergewichtet.

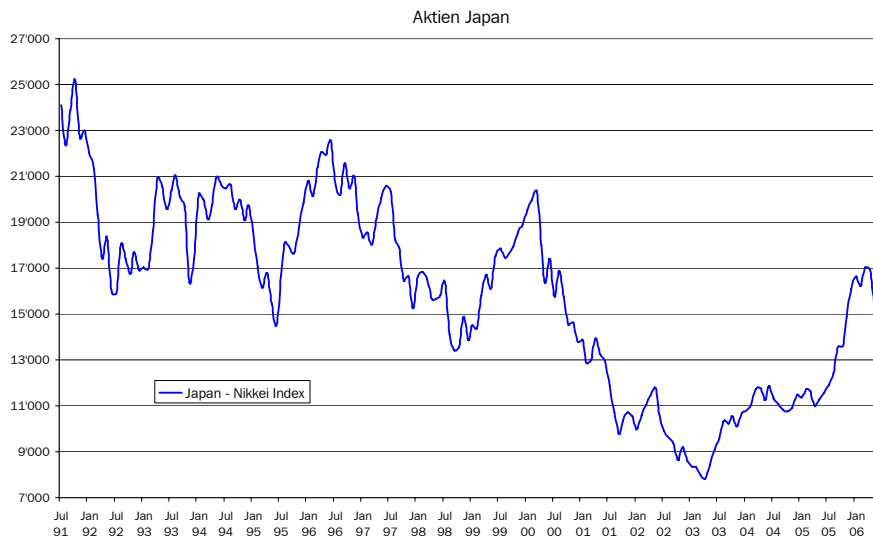
Schwellenländer (BRIC)⁹

Die Angst vor Inflation und schwächerem Wachstum in der weltgrößten Ökonomie brachten die meisten Aktienmärkte der von uns beobachteten Schwellenländer, ausser China, ins Wanken. Wir vermuten, dass der chinesische Aktienmarkt künstlich hochgehalten wird, da noch viele Neuemissionen anstehen. Aufgrund der geringen Marktkapitalisierung ist dies mit relativ kleinem Aufwand möglich. So wurde beispielsweise im Jahr 2001 der chinesische Aktienmarkt rund zwanzig Mal umgesetzt, hingegen der europäische nur etwas über ein Mal.

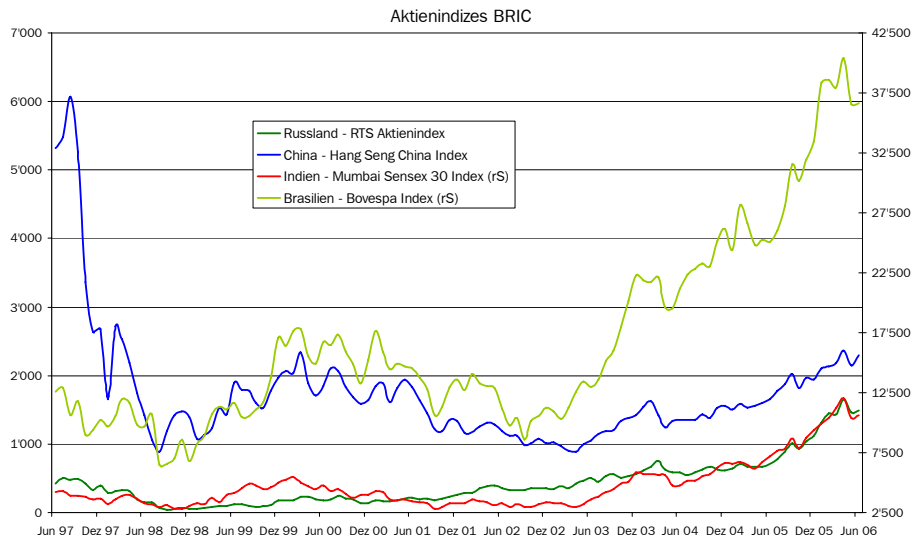
Unter der Annahme, dass sich das globale Wachstum verlangsamen und damit die Nachfrage nach Rohstoffen ebenfalls zurückgehen wird, erwarten wir, dass internationale Gelder mittelfristig aus Aktien von Schwellenländern in grosskapitalisierte Aktien der westlichen Industrieländer fließen werden (→ „Flight to Quality“).

Wir halten zur Zeit keine bedeutende Positionen in den BRIC Ländern.

⁹ BRIC: Brasilien, Russland, Indien und China



Anlagebericht - 30. Juni 2006



Obligationen, Zinsen und Währungen

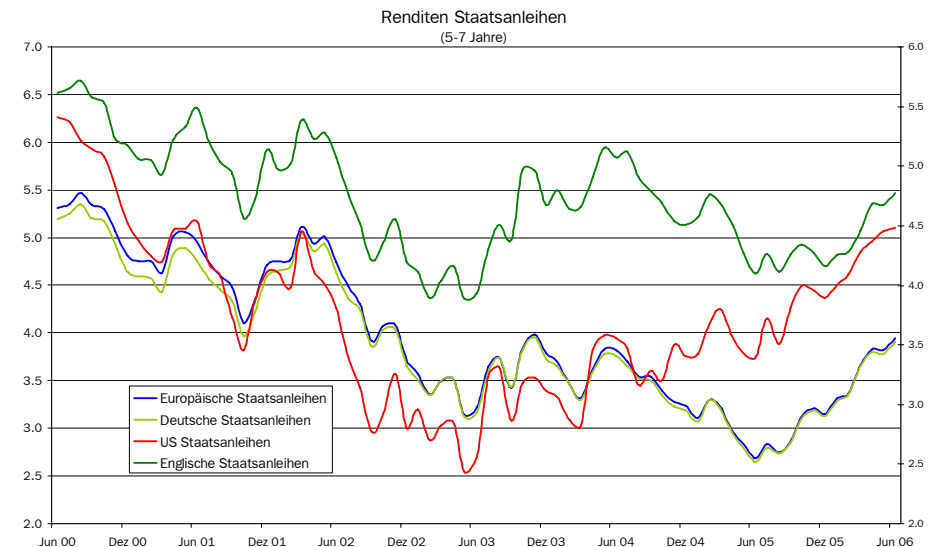
Das wie eben beschriebene Szenario einer sich abschwächenden Weltwirtschaft wird die Anzahl Insolvenzen vermehren und die Kosten für Schuldner minderer Qualität in die Höhe treiben, sprich die Kreditaufschläge sollten sich mittelfristig ausweiten.

Die stärkere Wirtschaft sowie eine anziehende Inflation in Europa und der Schweiz wird die Notenbanken zwingen, die Zinsen am kurzen Ende zu erhöhen. In Grossbritannien ist zeitverzögert mit ähnlichen Reaktionen zu rechnen. In den Vereinigten Staaten zeigt sich das Bild noch nicht ganz so eindeutig, sicher ist aber, dass die amerikanische Zentralbank schon bald das Ende der Zinserhöhungen erreicht hat. Wir gehen davon aus, dass das Fed eine „weiche Landung“ herbeiführen wird und den Fuss früher von der Zinsbremse nehmen wird, als manche Marktteilnehmer es erwarten. Falls Japan weiterhin erfolgreich sein wird, Inflation zu generieren, ist schon bald mit höheren Zinsen zu rechnen.

Unserer Meinung nach werden sich der CHF und der Euro in einem engen Kanal bewegen, wie wir dies bereits seit Mitte 2004 beobachten können.

Der Zinsvorteil für die amerikanische Valuta ist am schwinden. Zusätzlich dürfte die alt bekannte Thematik des Zwillingdefizites den US Dollar mittelfristig drücken. Beim Einsetzen der Bewegung zur „Flucht in Qualität“ Bewegung hingegen, wie wir sie bereits in anderen Kapiteln besprochen haben, könnte der US Dollar allerdings vorübergehend gestützt werden.

Da wir weiterhin höhere Zinsen erwarten, werden wir in den Referenzwährungen CHF und Euro eine kurze Duration beibehalten. In der Referenzwährung US Dollar sollte die Duration neutral gehalten werden.



Nicht Traditionelle Anlagen

Bekanntlich ist die Performancestreuung der verschiedenen Hedge Fund Anbieter wesentlich größer als diejenige von Verwaltern traditioneller Anlagen. Auch werden

Anlagebericht - 30. Juni 2006

rapportierte Renditen durch den sogenannten Survivorship bias¹⁰ meistens überschätzt. Deshalb ist eine äußerst genaue Analyse der verschiedenen Anbieter unumgänglich.

Es erstaunt nicht, dass der grosse Ansturm der letzten zwei Jahre auf die Hedge Fund Industrie in eine höhere Korrelation der Renditen gegenüber traditionellen Anlagen resultiert. Der HFRI Fund of Funds Composite Index¹¹ zeigt dementsprechend ähnliche Renditen von -1.62 Prozent im Mai und 5.13 Prozent seit Anfang des Jahres.

Aufgrund der tiefen Volatilität von 4.7 Prozent (annualisiert) sind wir aber weithin der Meinung, dass über kurz oder lang Hedge Funds die Rendite für ein ausgewogenes Wertschriftendepot glätten.

Commodities/Rohwaren

Gemäss der EIA¹² sind die Vorräte für Benzin in den USA just vor dem Start der amerikanischen „Driving-Season“ auf ein neun Wochen Tief gefallen. Wie wir in der Vergangenheit gesehen haben, ist die Nachfrage nach dem fossilen Brennstoff nicht sehr elastisch, d.h. trotz Preiserhöhungen lässt die Nachfrage zur Zeit nicht nach. Im Gegenteil, im Juni wurde in den Staaten eine rekordhohe Nachfrage von 9.5 Mio. Fass pro Tag gemeldet.

Uneinigkeit herrscht über den weiteren Verlauf des Ölpreises. Die Internationale Energie Agentur in Paris rechnet mittelfristig mit einer stärkeren Korrektur der Nachfrage als zunächst angenommen wird.

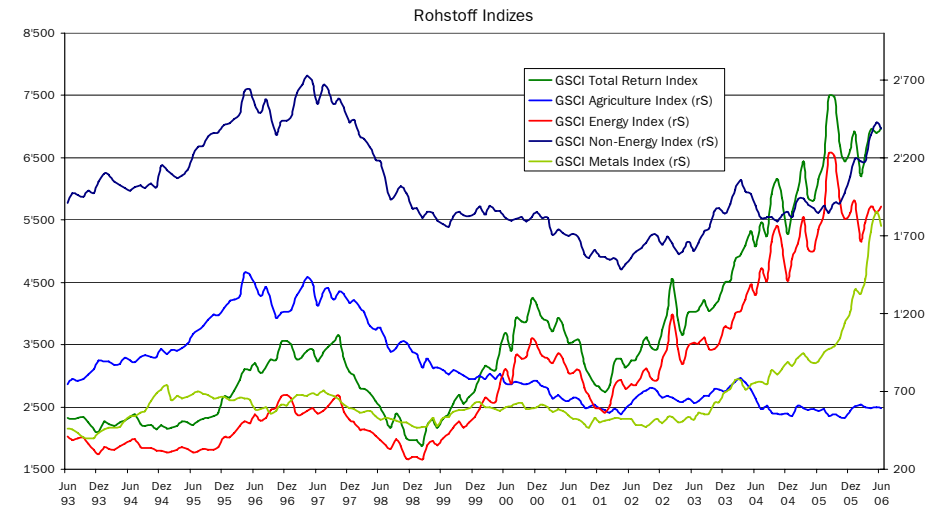
Mittel- bis längerfristig scheint die Prognose für das schwarze Gold klar zu sein: ein hoher Preis fördert grosse Kapitalinvestitionen und ruft Substitute auf den Markt, die sich vorher nicht rechnen liessen. Konsequenz: der Rohölpreis wird fallen. Falls die Weltwirtschaft wirklich an Schwungkraft verlieren wird, wie wir dies erwarten, wird die Nachfrage nach Rohstoffen nachlassen. Konsequenz: der Rohölpreis wird fallen.

¹⁰ Survivorship bias = bezeichnet das Problem, dass Hedge Funds die aufgrund schlechter Performance geschlossen wurden, in den Renditestatistiken nicht mehr enthalten sind. Dies führt zu einer Überschätzung von Renditen.

¹¹ HFRI = Hedge Fund Research Inc.

¹² EIA = Energy Information Administration

Die Rohölvorräte sind so hoch wie schon seit 1998 nicht mehr (kurz danach korrigierte dazumal der Preis für Rohöl um USD 10 pro Fass). Konsequenz: der Rohölpreis wird fallen. – Auch wenn wir mit unserer Preisprognose für Öl in der Vergangenheit falsch gelegen haben, bleiben wir dabei und erwarten mittelfristig tiefere Ölpreise.



Gold: Philip Hildebrand, Mitglied des Direktoriums der SNB¹³, erklärte an einer Konferenz in London, dass Gold weniger ein Rohstoff ist, sondern vielmehr eine Währung, die sich oft entgegen dem US Dollar bewegt. Diese Versicherung muss aber bezahlt werden, deshalb fällt die Rendite für Gold tiefer aus als für andere Anlageklassen. Seit 1871 hat Gold als Anlageklasse 2.5 Prozent p.a. rentiert gegenüber amerikanischen Aktien von 7.1 Prozent und amerikanischen Staatsanleihen von 4.6 Prozent pro Jahr.¹⁴ 2.5 Prozent Rendite pro Jahr? Nicht wirklich eine Anlageklasse, die uns beschäftigen sollte!

¹³ SNB = Schweizerische Nationalbank

¹⁴ SNB, NZZ v. 27.6.06: „SNB erwartet weiterhin volatilen Goldpreis“

Anlagebericht - 30. Juni 2006

Zur Zeit untergewichten wir nicht traditionelle Anlagen sowie Rohwaren.

Konklusion

Keine der Anlageklassen offeriert zur Zeit ein besseres Risiko/Gewinn Profil als Aktien. Innerhalb dieser Anlagekategorie scheinen europäische Aktien mit einer relativ hohen Risikoprämie, tiefer fundamentaler Bewertung und hoher Dividendenausschüttung am attraktivsten zu sein. Voraussichtlich werden wir im dritten Quartal entsprechend reagieren und einen Teil des aufgebauten Liquiditätspolsters zu Gunsten europäischer Aktien verwenden.

Ob es zeitlich bis Ende Jahr reichen wird, dass die Aktienmärkte überdurchschnittliche Renditen abwerfen werden, ist schwierig vorauszusagen. Die Wahrscheinlichkeit einer überdurchschnittlichen Kurssteigerung für die nächsten zwölf Monate ist über die letzten paar Wochen sprunghaft angestiegen.

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 2006