
Anlagebericht - 30. September 2006

Überblick

“Sell in May and go away, but remember to come back late September” – Hätte man sich dieses Jahr nach dieser alten Börsenregel verhalten, Anfang Mai den MSCI Weltindex verkauft und sich per Ende September wieder eingedeckt, so hätte man der Depotbank zu mehr Spesen verholfen und bestimmt ruhiger geschlafen, aber unter dem Strich nichts verdient. Gemessen am MSCI Weltindex in Euro hätte man mit dieser Strategie einem Verlust von 0.67% ausweichen können. – Aber wohl gemerkt vor Kosten!

Ende Juli war in der Schweizer Sonntagspresse folgende Schlagzeilen zu lesen:

„Fondsmanager schlagen Alarm – Profis halten so viel Bargeld wie seit dem 11. September 2001 nicht mehr!“

Seit jenem Wochenende bis Ende September legten die weltweiten Aktienmärkte, in Euro gemessen, um über 6% zu. – Manchmal lohnt es sich eine konträre Haltung einzunehmen. Nicht auf Grund dieses Artikels, aber wegen der fundamental günstigen Bewertung des europäischen Aktienmarktes, haben wir im August die Gewichtung europäischer Aktien um 5% erhöht.

Investoren von Obligationen rechnen weltweit mit einer starken wirtschaftlichen Verlangsamung. Aktienhalter hingegen scheinen sich dem zu entziehen. Die Aktienmärkte befinden sich zur Zeit nahezu oder auf Höchstständen. Tiefere Renditen drücken die effektiven Kosten von Aktien, was in sich in der günstigeren Bewertung der Beteiligungspapiere niederschlägt.

Das Übernahme-Karussell dreht fröhlich weiter und unterstützt den globalen Aktienmarkt weiterhin. In den ersten neun Monaten dieses Jahres haben wir ein Rekordvolumen von über 1'200 Mrd. gesehen, davon 34 Transaktionen über USD 10 Mrd. Die grösste Übernahme hat in den Vereinigten Staaten im Gesundheitsbereich stattgefunden. Ein Konsortium von Private Equity Firmen übernahm die HCA Inc. für über USD 32 Mrd.

Tiefere Rohstoffpreise dienen Aktien als zusätzlicher Katalyst. Der Preis für Rohöl hat seit den Höchstkursen im Juli bis Ende September um nahezu 25% korrigiert. Übrigens die Korrektur, auf welche wir bei Salmann schon seit längerem warteten. Credit Suisse schätzt, dass diese Korrektur das amerikanische BIP dieses Jahr um 0.4% anheben wird.

Das amerikanische Fed¹ hat in ihrer letzten Sitzung im August beschlossen, die Zinsen vorläufig nicht mehr zu heben und die Entwicklung der Inflation sowie der Wirtschaft weiterhin aufmerksam zu beobachten.

Vorrausschauend rechnet der Terminmarkt bereits im zweiten Quartal nächstes Jahr mit tieferen kurzfristigen Zinssätzen. Dies sollte regelmässige Leser unseres Quartalsreports nicht überraschen.

Eine weiche Landung der amerikanischen Wirtschaft scheint immer wahrscheinlicher. Für die nächsten 12 Monate erwarten wir deshalb, dass Aktien für ein ausgewogenes Portefeuille den grössten positiven Performancebeitrag leisten werden. Zur Zeit halten wir Aktien leicht übergewichtet und werden dies möglicherweise in den nächsten Wochen durch eine Erhöhung amerikanischer Aktien verstärken.

Rückblick

Aktien

Eine der Hauptursachen für die Korrektur der Aktienmärkte in den letzten beiden Quartalen sehen wir im Wechsel der Geldpolitik in der japanischen Notenbank. Im Frühjahr dieses Jahr hatte diese entschieden, die Liquidität für Geschäftsbanken massiv zu reduzieren, nämlich um USD 175 Mrd. Damit wurde die Kreditvergabe der Kommerzbanken beeinflusst und der Wirtschaft entsprechend Liquidität entzogen. Dies gepaart mit der Angst, dass die amerikanische Wirtschaft von der Notenbank durch endloses Drehen der Zinsschraube in die Rezession gestossen würde, verunsicherte weltweit Aktienanleger. Der von der UBS geführte UBS Optimisten Index fiel Ende Juli in Tiefen, wie wir dies das letzte Mal Anfang 2003 gesehen hatten.

Strategische Investoren haben sich von dieser Entwicklung kaum beeinflussen lassen. Im Gegenteil, Investment Bank Transaktionen gehören zur Tagesordnung. Gemäss Goldman Sachs verfügen amerikanische Unternehmen über sehr hohe Liquiditätsbestände, rund USD 193 Mrd. über dem langfristigen Durchschnitt.

Aber nicht nur Übernahmespekulationen haben die Aktienkurse angeheizt sondern auch qualitativ besser dastehende Unternehmen, mit grossen Liquiditätsreserven

¹ Federal Reserve System – Notenbank Amerikas

Anlagebericht - 30. September 2006

und relativ günstiger Bewertung. Tiefere Zinsen weltweit und günstigere Preise für Rohöl taten ihr übriges.

Von der makroökonomischen Seite mehren sich die Zeichen einer Abschwächung der amerikanischen Wirtschaft. Gemäss dem amerikanischen Handelsministerium hat das amerikanische BIP im zweiten Quartal um 2.6% statt den zuerst veranschlagten 2.9% zugelegt. Die Korrektur liegt im schwächeren Häusermarkt und in tieferen Ausstattungsinvestitionen.

Für Verunsicherung an den Aktienmärkten sorgte der Philadelphia Fed Manufacturing Index², der deutlich schwächer ausfiel als erwartet und auf eine Kontraktion der amerikanischen Wirtschaft hindeutet. Positiv überrascht haben hingegen klar tiefere PPI³ Zahlen für den Monat August und dies, obwohl die Energiepreise im August gegenüber dem Vorjahr leicht anzogen (plus 0.3%).

Auf Produktebene dürfen wir insgesamt auf eine sehr positive Entwicklungen zurückblicken. So konnten wir mit unserem Direktanlageportfolio, dem European Stock Portfolio, die Benchmark⁴ um 0.81% schlagen. In effektiven Zahlen: 12.71% für das Portfolio und 11.90% für den Index. Wie schon im letzten Bericht angekündigt, ist dieses Portfolio seit Anfang September zusätzlich als Aktienfonds verfügbar.

HNW Performa European Equities	8.23% ⁵
HNW Performa US Equities	7.87%
HNW Performa Asian Equities	15.11%
Neuberger Berman US Equity Value	3.33%

Der HNW Performa European Equities Fonds wird von zwei verschiedenen Managern verwaltet. Wir haben einen der beiden Manager Anfang dieses Jahres ersetzt. Dieser Manager konzentriert sich hauptsächlich auf Aktien klein und mittelgross kapitalisierter Unternehmen, welche gegenwärtig nicht in der Gunst der Anleger liegen. Wir werden die Entwicklung weiterhin mit wachsamem Auge verfolgen.

² Misst monatlich das generelle Geschäftsumfeld

³ Producer Price Index

⁴ MSCI Europe Index netto Div. reinvestiert in Euro

⁵ Performance seit 1.1.06

Der Value Fonds von Neuberger Berman hinkt dem S & P 500 Index ebenfalls hinterher. Dies sollte aber nicht beunruhigen. Im Gegenteil, wir sind überzeugt, dass längerfristig der wertorientierte Anlagestil unseren Kunden zu Gute kommen wird.

Aktienindizes:

		31.12.2005	30.9.2006	Preisrendite ⁶
USA	S & P 500	1'248.29	1'335.85	7.01%
Europa	MSCI Europe	3'307.62	3'701.15	11.90%
Deutschland	DAX	5'408.26	6'004.33	11.02%
Schweiz	SPI	5'742.41	6'567.56	14.37%
Japan	Nikkei 225	16'111.40	16'127.58	0.10%

Obligationen und Zinsen

Mit Renditenveränderungen von bis zu 0.5% (je nach Region und Laufzeit) haben Obligationen im letzten Quartal ein starkes Rally hingelegt. Der Hauptgrund dafür liegt in der Erwartung fallender Zinsen im nächsten Jahr.

Trotz allem, die Zinserhöhung Anfang August seitens der englischen Notenbank hat die Anleger überrascht und brachte die englischen Obligationen- und Aktienmärkte kurzfristig ins Wanken. Die Zinsentscheide der SNB⁷, EZB⁸ und der amerikanischen Notenbank waren schon eher voraussehbar und hinterliessen an den Finanzmärkten kaum Spuren.

Die Zinskurven für den Euro, den Schweizer Franken und den Yen haben sich im letzten Quartal zwar verflacht, befinden sich aber nach wie vor in einer normalen Struktur. Wobei zu bemerken ist, dass die Zinskurve für den Euro am flachsten ist und die grösste Gefahr birgt, eine inverse Struktur anzunehmen. Die inversen Kurven für den US Dollar und das englische Pfund haben sich im letzten Quartal nochmals verstärkt.

⁶ Preisrendite, ausser MSCI Europe inkl. Div. reinvestiert, in lokaler Währung seit 31.12.2005

⁷ Schweizerische Nationalbank

⁸ Europäische Zentralbank

Anlagebericht - 30. September 2006

Renditetabelle⁹ 10-jähriger Staatsobligationen:

	<u>30.9.2005</u>	<u>30.9.2006</u>	<u>Renditediff.</u>
USA	4.33%	4.64%	0.31%
Europa	3.15%	3.71%	0.56%
Schweiz	1.89%	2.38%	0.49%
Grossbritannien	4.29%	4.52%	0.23%
Japan	1.48%	1.74%	0.26%

Währungen

In der unten aufgeführten Tabelle zeigen wir die jeweiligen Kursveränderungen über verschiedene Laufzeiten auf.

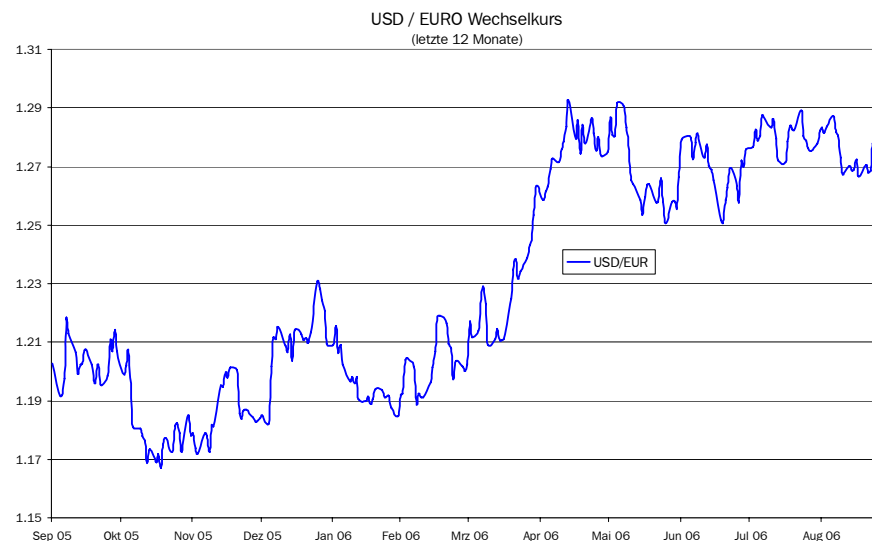
Veränderung in % über die letzten	<u>15J</u>	<u>10J</u>	<u>1J</u>	<u>3M</u>	<u>Kassa</u>
CHF pro EUR ¹⁰	-10.9¹¹	1.0	1.9	1.2	1.58
CHF pro GBP	-7.4	19.7	3.0	0.3	2.35
CHF pro USD	-14.2	-1.0	-3.8	1.5	1.24
CHF pro 100 Yen	-3.3	-6.1	-7.2	1.2	1.06
GBP pro EUR	-3.9	-15.6	-1.1	-2.6	0.67
USD pro EUR	3.8	-0.7	5.9	-0.3	1.27
USD pro GBP	7.8	20.7	7.0	2.2	1.89
YEN pro EUR	-8.1	7.7	9.8	2.5	149.96
YEN pro USD	-11.4	5.5	3.7	2.8	117.72
YEN pro GBP	-4.4	27.5	11.0	5.2	222.51

Bei näherer Betrachtung stellt man überraschenderweise fest, dass (den USD und den Wechselkurs CHF/EUR ausgeschlossen) sich die Devisenkurse über die längste Laufzeit nur leicht voneinander entfernten. D.h. die zunehmende Globalisierung und engere Vernetzung von Ländern und Unternehmen zeigt, dass das Risiko einer Währungsveränderung der Hauptwährungen langfristig vernachlässigbar ist.

⁹ Quelle: Bloomberg

¹⁰ ECU als Proxy für Euro

¹¹ Zweistellige Veränderungen sind fett gedruckt



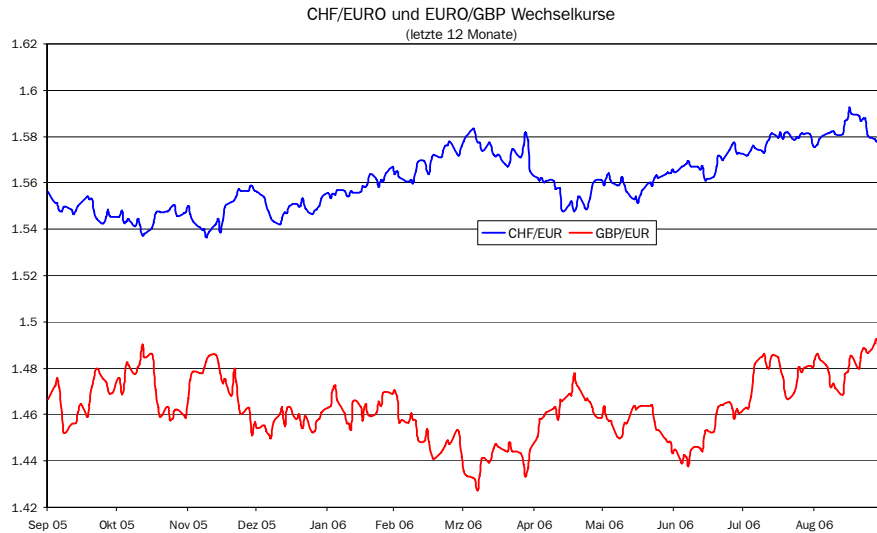
Diese Beobachtung bestärkt uns in der Praxis, dass da, wo die Veränderung des Devisenkurses einen einschneidenden Performancebeitrag leisten kann, nämlich bei den Obligationen, wir diese für unsere Kunden (bis auf wenige Ausnahmen) in der Referenzwährung des Kunden halten.

Ausser beim USD würden sich die Kosten (z.B. für Prämienaufwand) für eine Absicherung, die übrigens einmal angefangen immer wieder gerollt werden müsste, nicht rechtfertigen lassen.

Zum Vergleich: Hätte ein Euro Investor am Anfang des vierten Quartals 1991 in einen der Aktienmärkte investiert, so könnte er mit einer „buy and hold Strategie“ per Ende dieses Quartal auf folgende Preisrenditen zurückschauen:

S&P 500 Index	233.30%
Swiss Market Index	467.69%

Anlagebericht - 30. September 2006



Wie man sieht, wäre für einen Euro Investor ein Devisenverlust von 4% des USD und 11% des CHF gegenüber der Kursrendite der obenaufgeführten Aktienindices vernachlässigbar.

Finanzmärkte – Ausblick

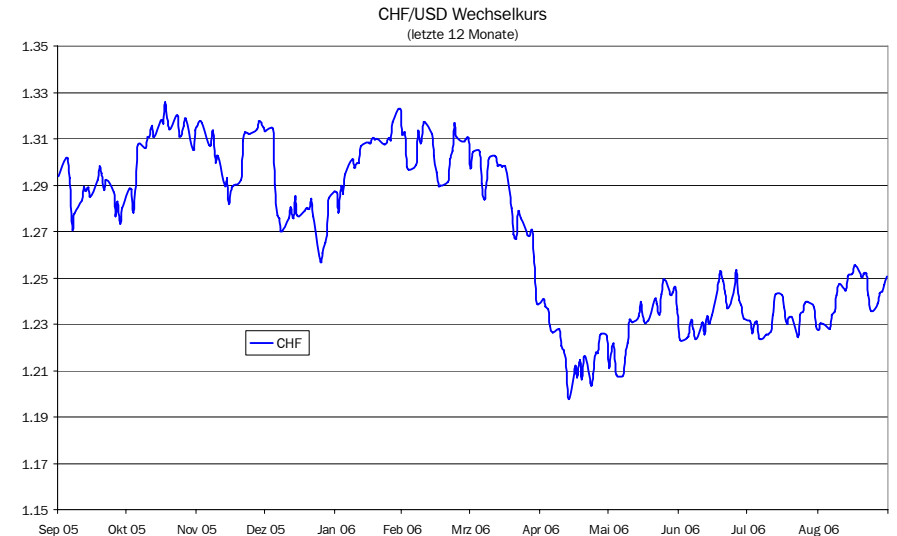
Aktien

Der Swiss Market Index, der Dow Jones Industrial Index und andere Aktienindices notieren wöchentlich neue Höchststände. Der MSCI Weltindex in USD weist seit dem März 2003 eine stolze Kursrendite von über 80% aus. Befinden wir uns in einer Aktienblase, die schon bald zu platzen droht? Wir sind der Meinung **NEIN**.

Wöchentlich neue Rekordstände an den Aktienmärkten drücken lediglich ein Momentum des Marktes aus. Die Höhe der Aktienmärkte sagt aber nichts über die fundamentale Bewertung aus. So bewegt sich beispielsweise das KGV¹² der Aktienmärkte auf tieferem Niveau als im März 2003. Nicht wirklich typisch für einen Aktienmarkt,

¹² Kurs-Gewinn-Verhältnis

dem das Ende naht. Normalerweise folgt nach einem Wirtschaftshöhepunkt bei den Unternehmen vermehrt Margendruck und bei Aktien eine sogenannte „Multiple Expansion“, d.h. Unternehmensgewinne verlangsamten sich und Aktienkurse legen zu.



Davon sind wir aber zur Zeit noch weit entfernt, eher befinden wir uns in der Situation, in welcher Aktienkurse den erwirtschafteten Gewinnen noch hinterher hinken. D.h. bei gleichbleibenden Gewinnen der Unternehmen müssen Aktien zulegen, damit wir eine für diese Zeit „normale“ Aktienbewertung erhalten. Gemäss ZKB ist dies in den letzten 36 Jahren noch nie so stark zum Ausdruck gekommen. In den USA handle es sich sogar um die grösste KGV-Kontraktion seit der Grossen Depression.

Solide Unternehmensgewinne, verbesserte Bilanzen der Unternehmen und eine relativ günstige Bewertung von Aktien gegenüber anderen Anlageklassen, sind für uns relevanter, als Indices, die in neue Höhen vorstossen.

Allerdings scheint die Volatilität in den Aktienmärkten total abhanden gekommen zu sein. Nach den Unsicherheiten im zweiten und anfangs dritten Quartal ist die historische Volatilität wieder auf Tiefstniveau gefallen, welches sich zur Zeit 50% unter

Anlagebericht - 30. September 2006

dem historischen Durchschnitt befindet. Wir gehen davon aus, dass diese Anomalie, wie wir sie in den letzten drei Jahren beobachten konnten, nicht mehr lange anhalten wird. Wir erwarten, dass sich die Volatilitäten in Zeiten einer „Multiple Expansion“ deutlich erhöhen werden.

Eine für uns nicht wirklich relevante, aber trotzdem interessante monatliche Erhebung der UBS über den Investoren Optimismus zeigt eine markante Erholung von der tief pessimistischen Haltung Ende Juli in eine neutrale Zone Ende August.

Für Aktien weiterhin unterstützend ist nach wie vor das anhaltend starke Wirtschaftswachstum. Das IWF¹³ hat erst kürzlich die Prognose für das weltweite Wirtschaftswachstum nochmals um 0.2% erhöht. Für dieses Jahr erwartet die Agentur ein Wachstum von 5.1% und für das nächste Jahr 4.9%.

Wir sind gegenüber Aktien weiterhin positiv eingestellt und werden in den nächsten Wochen die Aktienquote allenfalls erhöhen.

Aktiegewinnrenditen ¹⁴	Obligationenrenditen	Risikoprämie	
USA	5.69%	4.64%	1.05%
Europa	6.82%	3.71%	3.11%
Deutschland	7.65%	3.71%	3.94%
Schweiz	5.65%	2.38%	3.27%
Japan	4.00%	1.74%	2.26%

USA

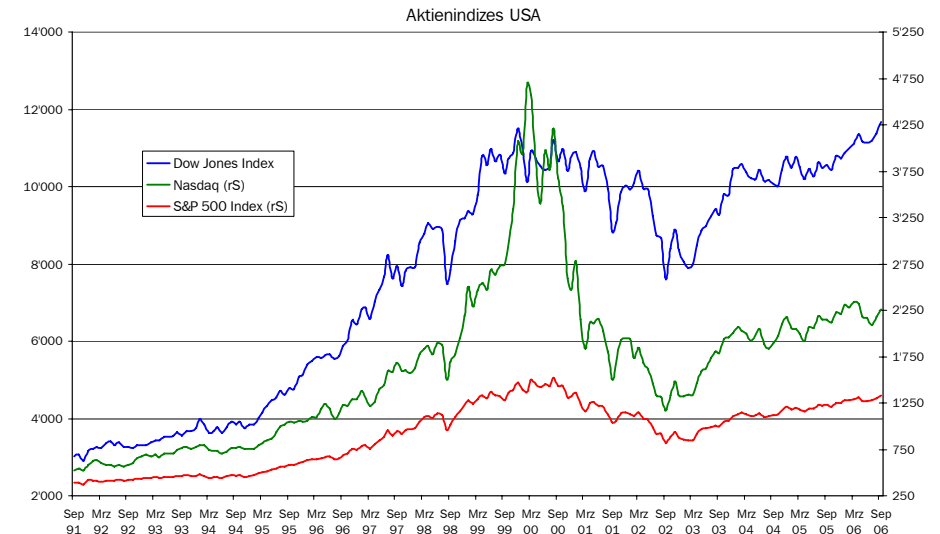
Gemäss der letzten ISM PMI¹⁵ Erhebung hat sich das Wachstum in den Vereinigten Staaten deutlich abgeschwächt, liegt aber nach wie vor auf über 50 Punkten (52.9), welches weiterhin auf Expansion der Wirtschaft hindeutet.

Obwohl der Immobilienmarkt in den Vereinigten Staaten stark eingebrochen ist, hält sich das Konsumentenvertrauen auf unerwartet hohem Level. Das verbesserte Vertrauen dürfte auf die Preiskorrektur für Benzin (von über USD 3 pro Gallone auf unter

USD 2.50) und die verbesserte Situation im Arbeitsmarkt zurück zu führen sein. Die tieferen Preise für destillierte Erdölprodukte dürften sich in den kommenden Inflationsszahlen niederschlagen, was wiederum für eine weiche Landung der amerikanischen Wirtschaft sprechen würde.

Hingegen sehr negativ ausgefallen ist die von der Fed in Philadelphia monatlich erhobene Umfrage über das zukünftige Geschäftsklima mit -0.4 Punkten. Der Hauptgrund dafür ist im Einbruch des Unterindex über Neubestellungen zu finden.

Wir sind der Meinung, dass die amerikanische Notenbank auf gutem Wege ist, ein „Softlanding“ der Wirtschaft zu bewerkstelligen.



Ohne Zweifel wird durch die sich beruhigende amerikanischen Wirtschaft das Gewinnwachstum der Unternehmen verlangsamt. Wir sind aber davon überzeugt, dass wir schon bald in eine Periode der Multiple Expansion eintreten werden. Zudem befindet sich die Bewertung für amerikanische Aktien auf attraktivem Niveau. Wir machen uns über eine allfällige Erhöhung der Aktienquote Gedanken.

¹³ Internationale Währungsfonds

¹⁴ Bloomberg per Quartalsende

¹⁵ Institute for Supply Management Purchasing Manager Index

Anlagebericht - 30. September 2006

Europa

Europas Wirtschaft ist im zweiten Quartal gleich schnell gewachsen wie die amerikanische, nämlich um 2.6%.

Die Arbeitslosenzahl hat sich bis Juli dieses Jahres schrittweise auf 7.8% verbessert. Für das nächste Jahr erwarten die EZB und das IMF jedoch eine Verlangsamung des BIP Wachstums auf etwas über 2%.

Als positiv zu werten ist die kürzlich publizierte Inflation von 1.8%. Damit liegt die Teuerung erstmals seit März letzten Jahres unter den angestrebten 2%.

Obwohl die Inflation auf relativ tiefem Wert liegt, gibt es andere Anzeichen für weitere Zinsschritte: beispielsweise lag das Wachstum der Geldmenge (M3) mit 8.2% offensichtlich über dem Ziel der EZB von 4.5%.

Die EZB macht keinen Hehl daraus, dass sie die Inflationsentwicklung weiterhin scharf im Auge behält. In der nächsten Sitzung kann man von einer Erhöhung der Leitzinsen um 0.25% ausgehen.

Die relative sowie auch die absolute Bewertung sprechen nach wie vor für europäische Aktien, deshalb halten wir die europäische Aktienquote übergewichtet.

Deutschland

Die Arbeitslosenzahl in Deutschland ist weiterhin am Sinken, 10.6% gegenüber 11.2% im Vormonat.

Deutsche Detailhandelsumsätze haben im August stagniert, liegen aber mit 1.0% gegenüber dem Vorjahr im Plus. Der Geschäftsklimaindex¹⁶ für das gegenwärtige Umfeld hält sich hartnäckig auf hohem Niveau. Nicht wirklich überrascht hat uns die negativere Einschätzung deutscher Geschäftsführer bezüglich der zukünftigen Wirtschaftsentwicklung über die nächsten sechs Monate, da doch eine Mehrwertsteuererhöhung von 3% vor der Tür steht.

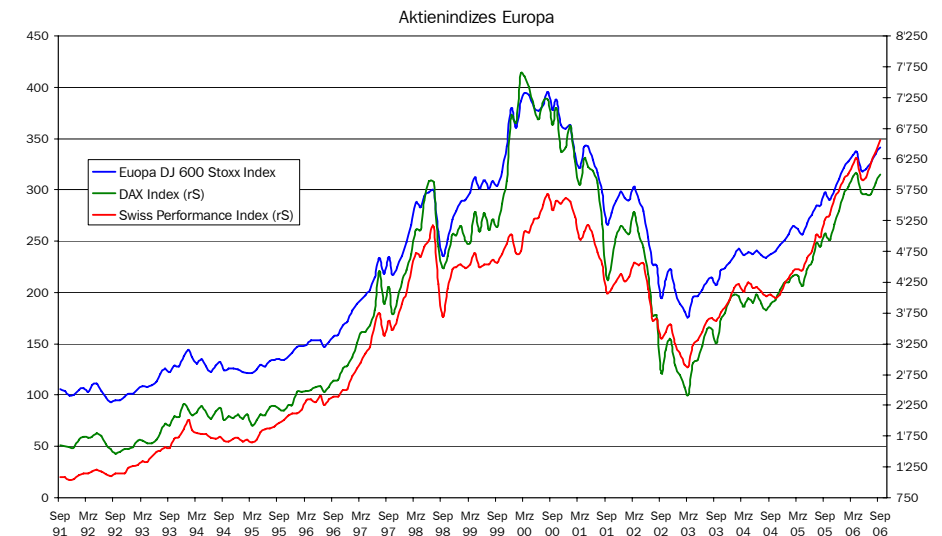
Die sich öffnende Schere zwischen eingeschätzter aktueller Lage und zukünftiger Lage deutet unseres Erachtens auf eine Verlangsamung der Wirtschaft hin.

Deutsche Aktien halten wir innerhalb der europäischen Aktienquote.

¹⁶ ifo Institut

Schweiz

Anders als in anderen Teilen der Welt, wurden die Gewinnerwartungen für dieses und die nächsten zwei Jahre nach oben korrigiert, d.h. für das 2006 erwartet der Markt ein Gewinnwachstum von +20.8%, 2007: +10.2%, 2008: +11.1%.¹⁷ Im Umfeld einer sich merklich verlangsamenden Wirtschaft in der westlichen Industrieländerwelt scheinen uns diese Vorgaben etwas zu ehrgeizig zu sein.



Das SECO¹⁸ sowie der KOF¹⁹ Frühindikator meldeten Ende September eine Verlangsamung der helvetischen Wirtschaft Anfang nächsten Jahres. Das SECO rechnet mit einem Wachstum von 1.7% für das kommende Jahr. Die geschätzte Arbeitslosenrate, die typischerweise verspätet auf den Wirtschaftszyklus reagiert, wird mit 3.3% für dieses Jahr und 2.8% nächstes Jahr angegeben.

¹⁷ Siehe ZKB Research: Daily Market Opinion vom 27.9.06

¹⁸ Schweizer Staatssekretariat für Wirtschaft

¹⁹ Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich

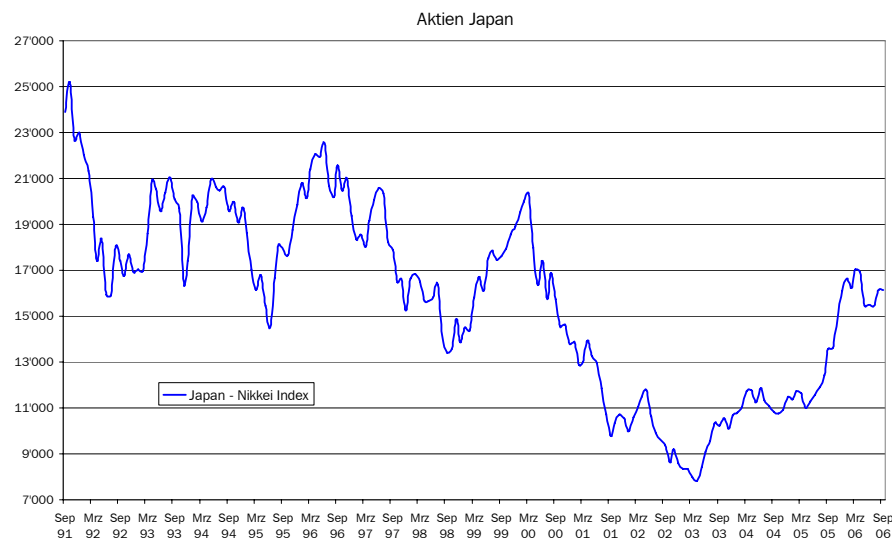
Anlagebericht - 30. September 2006

Die Bewertung spricht nicht für Schweizer Aktien, deshalb halten wir diese untergewichtet.

Japan

Japan hat einen der jüngsten Premierminister der Nachkriegszeit gewählt, Shinzo Abe (52). Das von ihm vorgestellte neue Kabinett wird als zurückhaltend, defensiv und ohne grossem Überraschungspotential eingeschätzt.

Japans neuer Premier ist für die Zukunft voller Zuversicht und meldet nach dem positiv ausgefallenen Tankan Report ein Wirtschaftswachstum für die nächsten zehn Jahre von jährlich real 2.2%. Über die letzten 12 Monate vermochte die japanische Wirtschaft um 2.5% zuzulegen.



In seiner ersten Parlamentsrede hat der neue Premier versichert, dass er die Wirtschaftsreformen mit dem gleichen Elan weiterführen wolle, wie sein Amtsvorgänger Junichiro Koizumi.

Die japanische Wirtschaft wird hauptsächlich durch die Binnennachfrage angetrieben. Der schwache Yen dürfte den Export zukünftig unterstützen. Gemäss dem letzten Tankan Report sollen die Unternehmensinvestitionen nochmals heftig heraufgeschraubt werden und der Wirtschaft weitere Impulse verleihen.

Die gegenwärtigen Wirtschaftszahlen sind aber noch enttäuschend:

- das zweite Quartal zeigte in Wirtschaftswachstum von gerade mal 0.2%;
- die Industrieproduktion ist rückläufig;
- schwächere Detailhandelsumsätze;
- im Juli sind die Maschinenaufträge um 17% eingebrochen
- bei der Revision des Konsumentenpreisindexes musste festgestellt werden, dass die Inflationsdaten in der Vergangenheit um 0.5% überschätzt worden sind, dementsprechend scheint die Deflation noch nicht völlig vom Tisch gewischt worden zu sein. Mit weiteren Zinserhöhungen bis Ende Jahr ist demzufolge nicht zu rechnen.

Gemäss Credit Suisse handelt der japanische Aktienmarkt auf einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von ca. 18 und ist somit höher bewertet als die Börsen Europas und Amerikas. Allgemein sehen wir im japanischen Aktienmarkt zur Zeit kein allzu grosses Potential und halten deshalb japanische Aktien untergewichtet.

Schwellenländer (BRIC)²⁰

In Brasilien sind zur Zeit Präsidentschaftswahlen im Gange. Präsident da Silva muss, um im ersten Wahlgang gewählt werden zu können, die absolute Mehrheit erreichen. Bis die Wahlen vorbei sind, ist weder mit weiteren Reformen noch anderen politischen Impulsen zu rechnen. Der brasilianische Aktienmarkt ist mit einem KGV von 11, einem KUV²¹ knapp über 1 sicherlich nicht zu teuer bewertet.

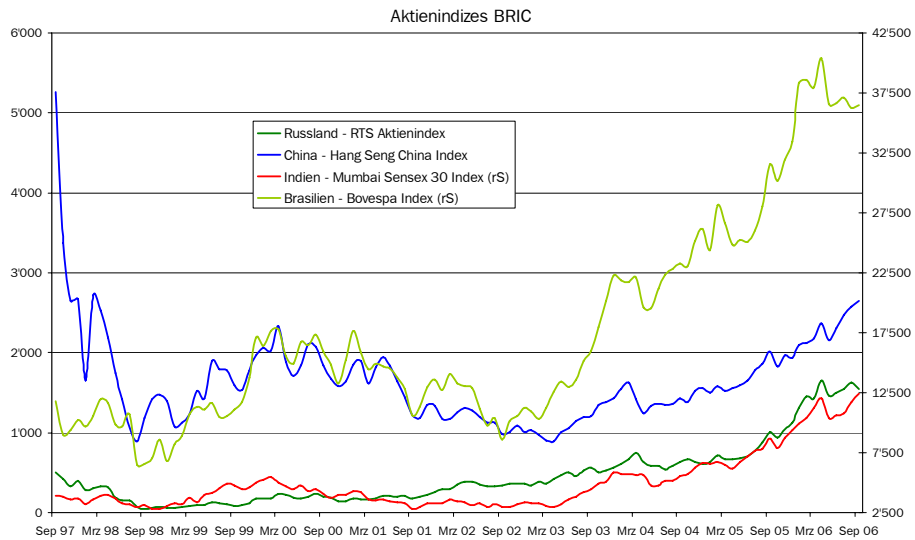
Machtspiele dominieren zur Zeit die Erdölprojekte in Russland. Die neu eingeschlagene Energiepolitik Russlands hinterlässt einmal mehr negative Signale bei Investoren und Politikern. Vor kurzem hat das russische Rohstoffministerium dem von Royal Dutch Shell angeführten Konsortium, Sachalin 2, die Lizenz mit der Begründung entzogen, dass das Projekt auf die Umwelt zuwenig Rücksicht nimmt. Der Kreml

²⁰BRIC = Brasilien, Russland, Indien und China

²¹ Kurs Umsatz Verhältnis

Anlagebericht - 30. September 2006

beteuerte, dass definitiv keine politischen oder wirtschaftlichen Motive hinter dem Entzug stehen. Irgendwie kommt einem das Vorgehen der russischen Regierung bekannt vor. Ohne Zweifel wird sie sich gegen das Konsortium durchsetzen können. Die Frage nur ist zu welchem Preis! Die Bewertung des russischen Aktienmarktes hält sich auf fairem Niveau, korreliert aber sehr stark mit den Preisen für Energierohstoffe.



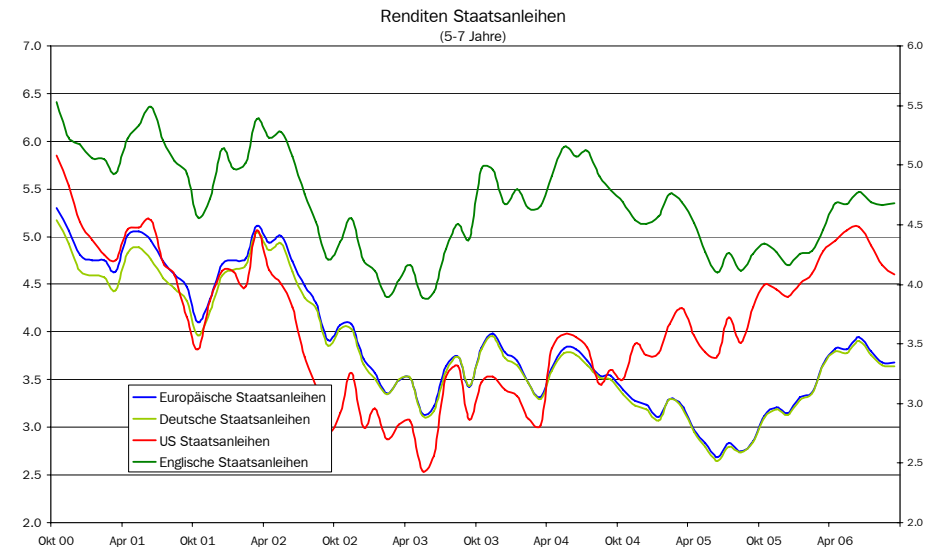
Indien hat gegenwärtig mit hoher Inflation zu kämpfen. Hauptursachen sind starkes Kreditwachstum, ein überhitzter Immobilienmarkt, überdurchschnittliches Wachstum der Industrieproduktion, Lebensmittelknappheit und ein voraussichtlich höherer Ölpreis von 5 bis 10%²². Die Credit Suisse rechnet deshalb mit einer Leitzinserhöhung von 0.25% im Oktober. Indien hat einen sehr engen Aktienmarkt, dies konnten wir im Mai beobachten, als der Sensex Index innerhalb weniger Tage um nahezu 30% absackte. Der Aktienmarkt ist auf diesem Niveau weiterhin überbewertet und dürfte bei einem Kapitalabfluss internationaler Anleger stark unter Druck geraten.

²² In der Vergangenheit bestimmte die indische Regierung den Preis für Rohödestillate

Chinas Zentralbank will das Wachstum abbremsen. Sie strebt deshalb eine weitere Straffung der Geldpolitik an. Ende August hat die Bank die Leitzinsen zum zweiten Mal dieses Jahres um 0.27% erhöht, plus die Depositenverpflichtung der Kommerzbanken gesteigert. Im ersten Halbjahr hat die chinesische Wirtschaft um 10.9% zugelegt. Im zweiten Quartal hat sogar noch eine Beschleunigung auf über 11% stattgefunden. Per Ende Juni hatte das Geldmengenwachstum um 18.4% gegenüber dem Vorjahr zugenommen.

Gemäss der Akademie für makroökonomische Forschung in China muss im vierten Quartal mit einer weiteren Zinserhöhung gerechnet werden.

Die Abhängigkeit von Rohstoffpreisen, die Überhitzung einzelner Volkswirtschaften, vor allem Indien und China, sowie die Erwartung steigender Volatilitäten der weltweiten Aktienmärkte, lassen unseres Erachtens gegenwärtig keine Aktienallokation für BRIC Länder zu.



Anlagebericht - 30. September 2006

Obligationen, Zinsen und Währungen

Trichet hat letzte Woche signalisiert, dass die EZB die Zinsen in ihrer nächsten Sitzung anfangs Oktober erhöhen wird. Der Markt zweifelt nicht daran und rechnet bis Ende Jahr mit zwei Zinserhöhungen. Die erste im Oktober, die zweite im Dezember, jeweils 0.25% pro Sitzung scheinen realistisch zu sein.

Es gilt als so gut wie ausgemacht, dass die SNB bis Ende Jahr eine Erhöhung des Zinszielbandes für den Dreimonatslabor um 0.25% durchführen wird.

Die amerikanische Notenbank hat klar zum Ausdruck gebracht, dass die Zinsen vorerst auf diesem Niveau belassen werden, die Teuerung aber mit Argusaugen observiert wird. Englands Zinserhöhung Anfang August hat die Anleger überrascht. Der Terminmarkt erwartet bis Ende Jahr eine weitere Zinssteigerung auf 5%.

In Amerika geht der Terminmarkt von einer Leitzinsreduktion von 0.25% im April und einer weiteren im August von nochmals 0.25% aus.

In Amerika und England sind die Zinskurven invers. Die beiden Notenbanken bewegen sich zur Zeit auf einem sehr schmalen Grat zwischen Rezession und weicher Landung der Wirtschaft.

In Europa, Japan und der Schweiz haben sich die Zinskurven zwar abgeflacht, entsprechen aber der „Normalität“, d.h. mit längeren Fälligkeiten steigende Renditen.

Inverse Zinsstrukturen waren in der Vergangenheit ziemlich zuverlässige Indikatoren einer nahenden Rezession. Für amerikanische Staatsanleihen verläuft die Zinskurve bis zu einer Laufzeit von zehn Jahren Richtung Süden, längere Laufzeiten hingegen weisen eine normale Struktur auf. Deshalb scheint uns ein „soft landing“ als realistisches Szenario für die Vereinigten Staaten. In England sieht die Situation für die Wirtschaft nicht ganz so zuversichtlich aus und könnte mit einem weiteren Zinsschritt bis Ende Jahr im 2007 in eine Rezession abgleiten.

Längerfristig werden wir uns vom aktiven Duration Management von Obligationen abwenden und wieder eine Leiterstruktur einführen.

Nicht Traditionelle Anlagen

Schlechte Nachrichten seitens von Hedge Funds scheinen zur Zeit nicht bis zu den Investoren durchzudringen oder diese zumindest nicht zu interessieren. Es wäre wün-

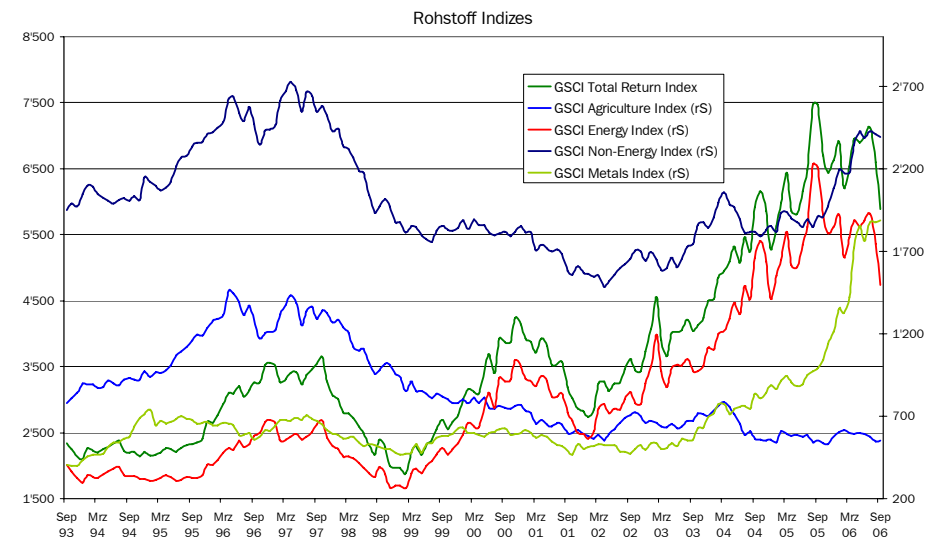
schenswert, dass dies auch so bleibt. Um nur zwei Beispiele zu nennen, die den Finanzmarkt kaum beeindruckt haben:

Amaranth verlor innerhalb einer Woche USD 5 Mrd. durch Erdgasspekulationen. Anfangs September verwaltete der Hedge Fund ca. USD 10 Mrd., heute sind es noch etwas über USD 3 Mrd.

Im vergangenen Juli meldete der Hedge Fund Mother Rock das Aus; ebenfalls durch Fehlspekulationen in Erdgasfutures. Der Hedge Fund verwaltete „nur“ USD 430 Mio., galt aber als einer der grössten im Erdgasfutures Geschäft.

Wir hoffen, dass dies Einzelfälle bleiben, denn sollten sich solche Fälle häufen, wären die Konsequenzen unkontrollierbar.

Die Hedge Fund Indices der Firma HFRX weisen für dieses Jahr bis Ende September Kursanstiege von 0.22% für Makro Strategien bis 7.89% für Merger Arbitrage Strategien aus.



Anlagebericht - 30. September 2006

Commodities/Rohwaren

Energierohstoffe haben im letzten Quartal eine Achterbahn hinter sich gelassen. So hat beispielsweise Rohöl vom Höchststand am 14. Juli bis zum Tiefsstand am 22. September nahezu 25% verloren. Gründe dafür waren eine Beruhigung der geopolitischen Situation im Nahen Osten und Nigeria, eine ruhige Hurrikansaison sowie die früher als erwartete Wiederaufnahme der Produktion in Alaska von British Petroleum, Prudhoe Bay.

Gemäss einer Studie der Bank Société Générale (SG) geht diese davon aus, dass das Erdöl heute um bis zu 40% überbewertet ist. SG hat fünf der früheren Boomphasen des Rohöls seit 1975 untersucht und dabei festgestellt, dass die durchschnittliche Boomphase je 28 Monate dauerte. Der Zyklus vor der Korrektur seit Mitte August war bereits über 56 Monate alt. Die Preise hatten sich über die beobachteten Boomphasen jeweils um 35% erhöht, bis zum Top Ende Juli hatten sie sich mehr als verdreifacht.

Gemäss der IFS²³ in London haben Investitionen von Hedge Funds im Energiesektor von USD 3 Mrd. im Jahre 2000 auf über 90 Mrd. im 2005 zugenommen! – Könnte es sein, dass wir uns in einer Energiepreisblase befinden?

Übrigens wächst die Nachfrage nach dem schwarzen Gold durchschnittlich etwas über ein Prozent pro Jahr (China und Indien miteingerechnet!). – „*Diesmal ist alles anders!*“ Wie schon in anderen Quartalsberichten erwähnt, sind und waren dies jeweils die teuersten vier Worte für Anleger.

Konklusion

Wie aus dem Bericht hervorgeht, sind wir gegenüber Aktien weiterhin positiv eingestellt. Das Risiko einer übermässigen Marktkorrektur sehen wir von der Bewertungsseite her nicht.

Going Private, Übernahmen, Aktienrückkäufe und andere Investment Banking Aktivitäten haben eines gemeinsam: Sie pumpen Liquidität in den Aktienmarkt und verkleinern zugleich das Angebot. Ein Phänomen, dass wir bereits Mitte der 90iger Jahre beobachten konnten. – Ein weiteres Argument um in Aktien zu bleiben. Allerdings auch ein Zeichen dafür, dass wir uns im letzten Teil des Aufschwungs befinden.

²³ The Institute for Fiscal Studies

Wir sind der Meinung, dass die weltweite Wirtschaft den Zenit definitiv überschritten hat, sehen aber noch keine Rezession am Horizont und erwarten von Aktien über die nächsten zwölf Monate den grössten Performancebeitrag.

Risiken für unser Szenario sind: Immobiliencrash in den USA, Crash des US Dollars, eine harte Landung der amerikanischen Wirtschaft, starke Gewinneinbrüche von Unternehmen, abrupt steigende Volatilitäten an den Finanzmärkten ein „hard landing“ der chinesischen Wirtschaft oder einen strengen Winter, der die Erdölpreise in die Höhe schnellen lassen würde.

Gegenüber Aktien sind wir weiterhin zuversichtlich und würden uns nicht wundern, Ende Dezember doch noch auf ein überdurchschnittliches Aktienjahr zurückblicken zu dürfen.

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. September 2006