
Anlagebericht - 31. Dezember 2006

Überblick

Einmal mehr dürfen wir auf ein weit überdurchschnittliches Aktienjahr zurückschauen! Die Übergewichtung der Aktien seit August dieses Jahres forderte zwar etwas Mut, hat sich aber schlussendlich bezahlt gemacht. Die Haupttreiber für die starken Aktienmärkte haben sich gegenüber 2005 nicht gross verändert:

- die weiterhin lockere Geldpolitik der Währungshüter weltweit spricht nach wie vor für eine hohe Liquidität im System
- global starkes Wirtschaftswachstum
- tiefe absolute Aktienbewertung
- tiefe relative Aktienbewertung (in Relation zu anderen Anlageklassen)
- starke Unternehmensgewinnentwicklung
- freundliche Kapitalmärkte, d.h. günstige Fremdfinanzierungsmöglichkeiten, die das M&A¹ Geschäft und Private Equity Transaktionen vorantreiben

Der Swiss Performance Index, der Dow Jones Index, der MDax Index u.a., haben das Jahr nahe dem „Allzeithöchst“ abgeschlossen. Die Spitze der Aktienemissionen vom Jahr 2000 wurde dieses Jahr um mehr als 20% übertroffen. Sind nach vier Jahren „Bullmarkt“ die Aktien nun ausgereizt, sprich überbewertet?

Wir glauben nicht! Im Gegenteil, gemessen am KGV, handelt der Aktienweltindex gegenüber Dezember 2005 zu einer über 8% tieferen Bewertung. Ein eindeutiges Zeichen, dass bis anhin weder eine Ausdehnung der Preisratio noch eine Übertreibung in den Aktienmärkten stattgefunden hat.

Relativ gesehen zu anderen Anlageklassen, sind Aktien ebenfalls unterbewertet. So erhält man beispielsweise für eine 10jährige Staatsobligation in den Industriestaaten eine Verzinsung von 1.7%² bis 5%³. Dem gegenüber stehen Aktiengewinnrenditen von 4.3%⁴ bis 6.9%⁵.

Die meisten Marktteilnehmer sind sich über eine Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums im 2007 einig. Welches die Marktwirtschaften in den USA sowie

Europa negativ beeinflussen wird. Dennoch erwarten die meisten Volkswirte ein globales Wachstum von etwas über 3%.

Hedge Funds haben ein positives Jahr hinter sich gelassen, vermochten aber in der Performance den Aktienmärkten das Wasser nicht ganz zu reichen. Dennoch, um uns gegen unruhige Zeiten abzusichern, rückt der Zeitpunkt für eine entsprechendes Engagement immer näher.

Etwas nachdenklich stimmt uns, dass Ereignisse, wie die Krise in Thailand, das Säbelrasseln in Nordkorea und Iran, die Implosion eines der grössten Hedge Funds, Amaranth, und die Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten bis anhin so spurlos an den Finanzmärkten vorüber gegangen sind. Sicherlich, diese Ignoranz ist ein Zeichen gereifter Finanzmärkte. – Das Jahr 2007 könnte zum Jahr der Übertreibungen an den Finanzmärkten werden, entsprechend vorsichtiger werden wir im neuen Jahr ans Werk gehen müssen. – Übrigens, ein weiteres Argument Hedge Funds grössere Bedeutung beizumessen.

Trotz allem gelangen wir zur Ansicht, dass auch im neuen Jahr Aktien den grössten Performancebeitrag leisten werden. Deshalb halten wir diese bis auf weiteres übergewichtet, genauso werden wir es mit der Liquidität halten. Gemäss unserem Bondmodell können wir von Obligationen im 2007 nicht allzu viel erwarten, dementsprechend halten wir an kurzen Laufzeiten fest.

Rückblick

Aktien

„The Name of the Game“ waren dieses Jahr Private Equity und Investment Bank Transaktionen. Insgesamt wurden Transaktionen im Gegenwert von über USD 3'900 Mrd. abgeschlossen und damit das Rekordjahr 2000 mit 20% übertroffen. Gemäss der Unternehmensberatung McKinsey verhalten sich aber die Käufer bis anhin deutlich disziplinierter als es im 2000 der Fall gewesen war. Der Aufschlag für zu übernehmende Firmen belief sich dieses Jahr auf 20% gegenüber 30% im letzten Zyklus. Zudem werden Transaktionen vermehrt in bar abgegolten, wogegen früher in der Regel Aktien als Übernahmewährung benutzt wurden.

Freundliche Finanzmärkte, hohe Liquidität, tiefe Aktienbewertungen und signifikante Gewinnsteigerungen der Unternehmen sorgten für ein heftiges Drehen des Übernahmekarussells und eine gute Stimmung an den Aktienmärkten. Einzig im zweiten

¹ Investment Bank Transaktionen, wie Übernahmen, Management Buy Outs u.a.

² In Japan

³ In den Vereinigten Staaten

⁴ In Japan

⁵ Deutschland

Anlagebericht - 31. Dezember 2006

Quartal vermochten die Angst vor einer Abkühlung der globalen Wirtschaft und die Liquiditätsreduktion seitens der japanischen Notenbank die Aktienmärkte ins Straucheln zu bringen.

Mitte August haben wir uns dann überwunden gegen den Strom zu schwimmen und die Aktienquote hoch zu fahren, wovon schlussendlich unsere Kunden profitieren konnten.

Ebenso dürfen wir auf eine sehr positive Entwicklung bei den von uns eingesetzten Produkten zurückblicken:

HNW Performa European Equities	19.10% ⁶
HNW Performa US Equities	15.25%
HNW Performa Asian Equities	32.99%
Neuberger Berman US Equity Value	11.81%

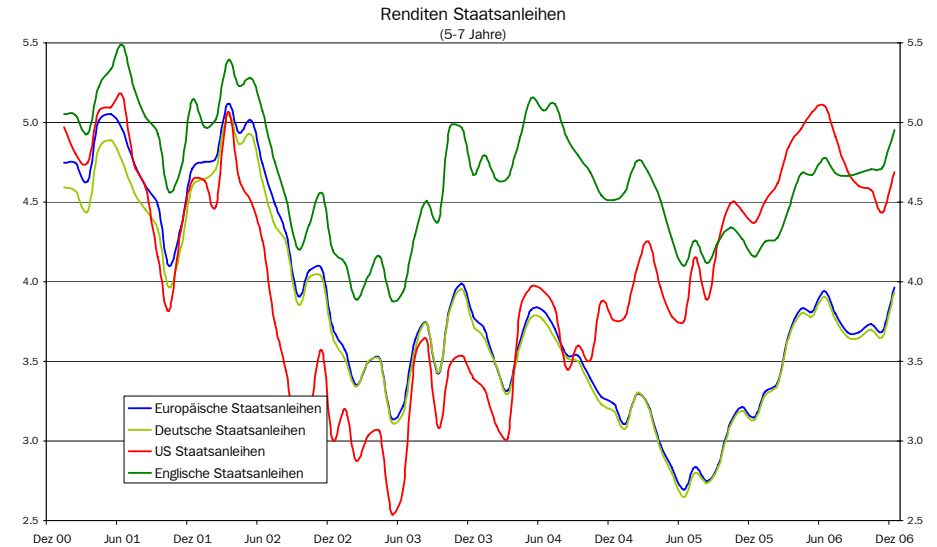
Mit dem Direktanlageportfolio ESP können wir auf eine Mehrperformance gegenüber dem Index von 3.8% und einer absoluten Performance von 23.77% zurückblicken. In der kurzen Zeit seit Lancierung anfangs September konnten wir mit dem SIM ESP Fonds eine Rendite von 9.89% verbuchen.

Hier nun die Aktienindizes im Vergleich:

		<u>31.12.2005</u>	<u>31.12.2006</u>	<u>Preisrendite⁷</u>
USA	S & P 500	1'248.29	1'418.30	13.62%
Europa	MSCI Europe	3'307.62	3'968.13	19.97%
Deutschland	DAX	5'408.26	6'596.92	21.98%
Schweiz	SPI	5'742.41	6'929.18	20.67%
Japan	Nikkei 225	16'111.40	17'225.83	6.92%

Obligationen und Zinsen

Fundamental betrachtet sind Obligationen im Vergleich zu Aktien immer noch keine Anlagealternative. Zudem sendet unser Obligationenmodell für die meisten Märkte ein neutrales Signal. Einzig gegenüber Grossbritannien ist das Modell negativ.



Aufschläge für Kreditqualität haben sich in den letzten 12 Monaten kaum merklich verändert und befinden sich auf historischen Tiefstwerten. In Europa werden für Obligationen der Kreditqualitäten zwischen AAA und BBB 87 Bps Aufschlag bezahlt. Der Durchschnitt über die letzten sieben Jahre liegt dagegen bei rund 129 Bps.

Sämtliche von uns beobachtete Obligationenmärkte sind im 2006 unter Druck gekommen. Hier der Überblick 10jähriger Staatsobligationen:

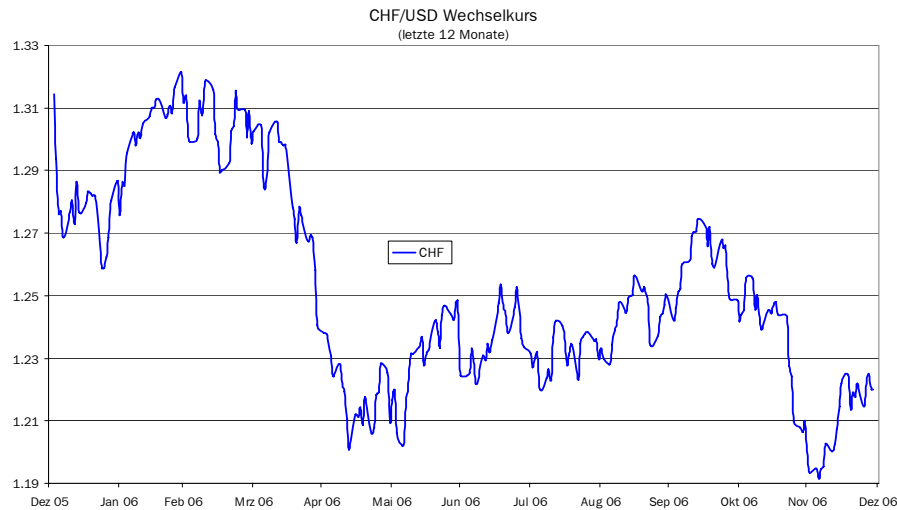
	<u>31.12.2005</u>	<u>31.12.2006</u>	<u>Renditediff.</u>
USA	4.40%	4.71%	0.31%
Europa	3.31%	3.95%	0.64%
Schweiz	1.97%	2.52%	0.55%
Grossbritannien	4.10%	4.74%	0.64%
Japan	1.48%	1.69%	0.21%

⁶ Performance seit 1.1.06

⁷ Preisrendite, ausser MSCI Europe inkl. Div. reinvestiert, in lokaler Währung seit 31.12.2005

Anlagebericht - 31. Dezember 2006

Auffallend ist die Volumenexplosion, welche im Kreditderivatengeschäft stattgefunden hat. Gemäss der ISDA⁸ verdoppelte sich das Geschäft in diesem Jahr auf über USD 26 Billionen. Größte Käufer und Verkäufer solcher Transaktionen sind Hedge Funds und Private Equity Unternehmen, die damit ihre Investment Bank Transaktionen finanzieren.



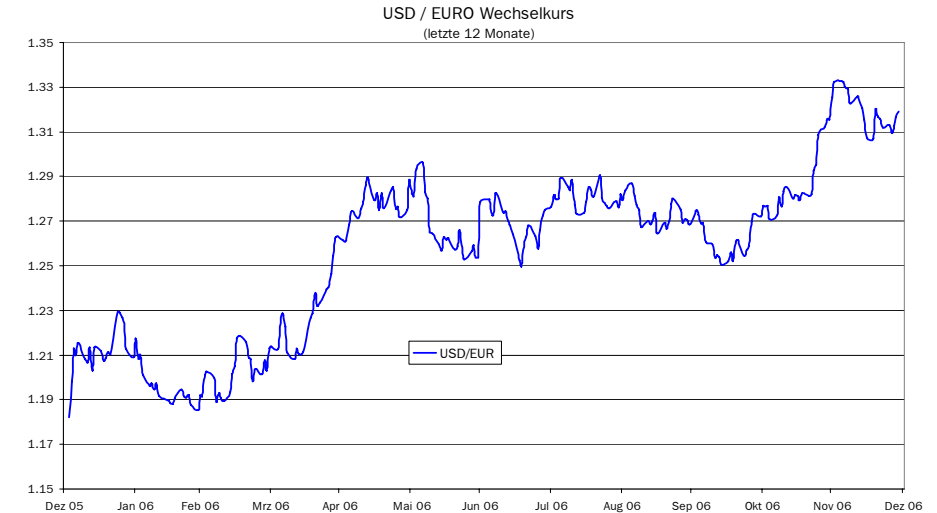
Währungen

Für viel Diskussionsstoff sorgte die kürzlich beobachtete USD Schwäche. Gründe dafür dürften in der Erwartung einer schrumpfenden Zinsdifferenz zwischen dem USD und dem Euro, dem amerikanischen Zwillingdefizit sowie der Absicht verschiedener Notenbanken die Zusammenstellung der Währungsreserven zu verändern, zu finden sein.

Neuerdings haben vor allem erdölproduzierende Länder die Absicht bekundet, den Euro Reserveanteil zu Lasten des USD erhöhen.

Global hat der USD zwar als Reservewährung an Wichtigkeit verloren, ist aber mit einem Anteil von 65% immer noch die dominanteste Währung. Der Euro hat sich mitt-

lerweile auf Platz zwei hervorgekämpft und hält einen Marktanteil von 25%. Im Bargeldverkehr sind die Plätze genau umgekehrt verteilt. Der Lead des Euro dürfte mit der höheren Akzeptanz des Plastikgeldes in Amerika zusammenhängen⁹.



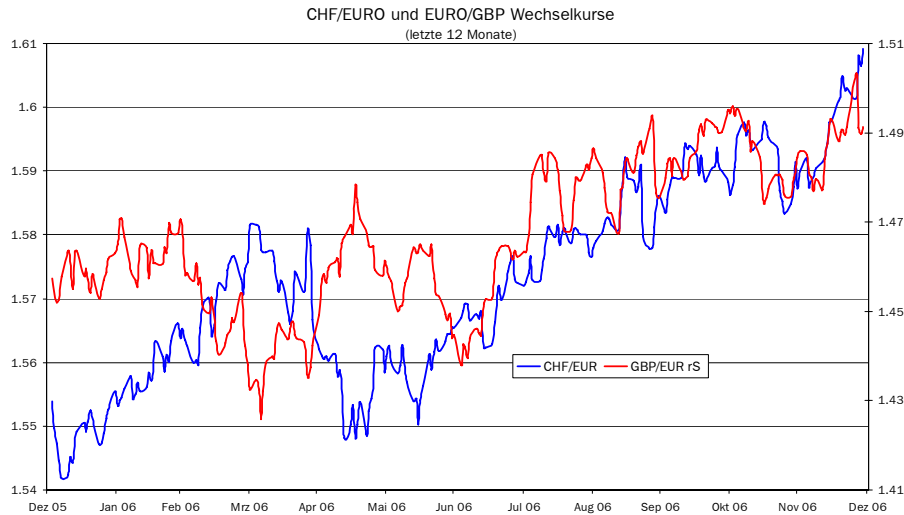
Wie aus der Tabelle zu entnehmen ist, kam der USD nur kurzfristig unter Druck. Verdoppelt man den Betrachtungszeitraum auf 24 Monate so stellt man fest, dass zwar gegenüber dem GBP der USD leicht abgewertet wurde, aber gegenüber den anderen beiden Währungen an Wert zugelegt hat:

	Kursentwicklung des USD gegenüber anderen Währungen über die letzten 12 Monate	über die letzten 24 Monate
EUR	-11.5%	2.7%
CHF	-7.2%	7.0%
GBP	-13.9%	-2.1%

⁸ International Swaps and Derivatives Association

⁹ Siehe NZZ, „Der Dollar behält Vormachtstellung vorerst“, 29.12.2006

Anlagebericht - 31. Dezember 2006



Finanzmärkte – Ausblick

Aktien

Die Erwartung des globalen Wirtschaftswachstums für das neue Jahr liegt bei etwas über 3%, dies liegt deutlich unter den geschätzten 4.5% für dieses Jahr. In den USA wird sich die Verlangsamung der Wirtschaft verdeutlichen. Wir gehen aber weiterhin von einem „Softlanding“ aus und messen dem Potential einer Rezession eine sehr kleine Wahrscheinlichkeit bei.

	Reales BIP Wachstum ¹⁰		Teuerung	
	2006	2007	2006	2007
Grossbritannien	2.6%	2.4%	2.3%	2.1%
Deutschland	2.4%	1.5%	1.7%	2.2%
Japan	2.8%	2.0%	0.2%	0.5%
Schweiz	2.9%	2.1%	1.2%	1.1%
USA	3.3%	2.2%	3.3%	2.1%
Euroland	2.6%	1.9%	2.2	2.1

¹⁰ The Economist, Dezember 2006

Für Liquidität wird nach wie vor reichlich gesorgt. Ausser in der Schweiz und in Japan sind die Notenbanken tüchtig am Geldscheine drucken:

	Geldmengenwachstum		
	2006	vs Langzeit DS ¹¹	vs 12Mte DS
USA	5.1%	darüber	darüber
Euro-Länder	8.8%	darüber	darüber
Schweiz	-3.8%	darunter	darunter
Grossbritannien	13.1%	darüber	darüber
Japan	0.7%	darunter	darunter

Die lockere Geldpolitik der Notenbanken dürfte weiterhin das Geschehen an den Finanzmärkten mitbestimmen.

Ausgehend von einem Gewinnwachstum der Unternehmen von 5% (der Markt geht übrigens von einer Zunahme von 8% aus), einer Inflation von 2% plus einer Dividendenrendite von durchschnittlich 2%, ist im 2007 mit einer Aktienperformance von ca. 7-9% auszugehen. Wir denken, dies ist eher ein konservatives Ziel, bedenkt man doch, dass fundamentale Bewertungskriterien sich auf einem Stand befinden, den wir das letzte mal Mitte der 90iger Jahre gesehen haben. Auch verglichen zum Januar 2006, handelt der Weltaktienindex zu einem Abschlag von mehr als 8%.

Im dargestellten Szenario haben wir eine Expansion des Kurs-/Gewinnverhältnisses (KGV) noch nicht berücksichtigt.

Heutige Aktienbewertung gemessen am KGV gegenüber anfangs 2006:

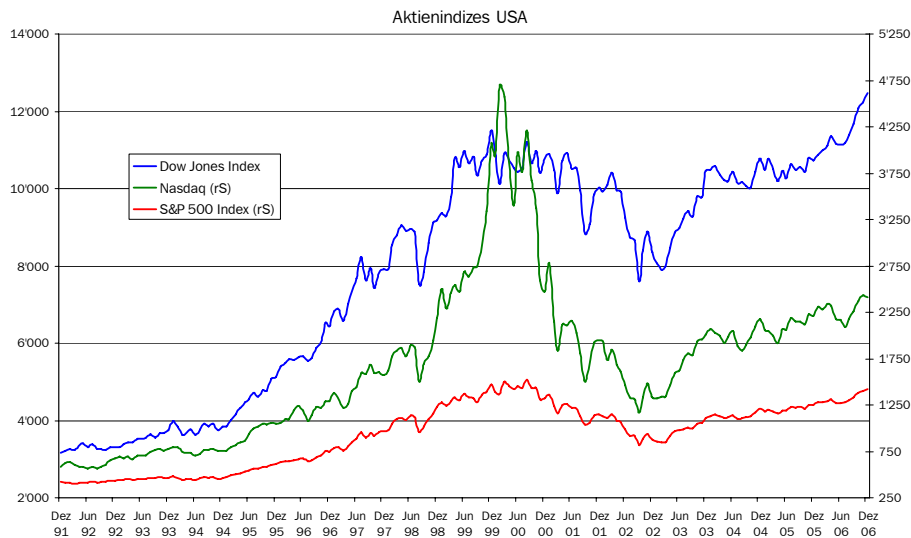
	heute	Januar 2006	Abschlag
MSCI Welt Index	17.41	18.96	-8.2%
S & P 500 Index/USA	17.76	18.24	-2.6%
DJ STOXX 600 Index/EU	15.99	16.73	-4.4%
TOPIX Index/JPN	23.23	26.77	-13.2%
SPI Index/CH	18.99	19.25	-1.4%

Eine Gefahr sehen wir allerdings: In Zeiten von tiefen Zinsen und tiefer Aktienbewertung verlangen Investoren nach grösseren Hebelwirkungen. Spezialisten darin sind vor allem Hedge Funds und Private Equity Firmen, welche versuchen, mittels Fremdfinanzierung die Eigenkapitalrendite von Unternehmen in die Höhe zu treiben. Ge-

¹¹ Durchschnitt

Anlagebericht - 31. Dezember 2006

lingt dies nicht, so werden solche Firmen ausgehöhlt, d.h. mittels Fremdfinanzierung werden Sonderdividenden ausgeschüttet. Solange die Zinsveränderung einen klaren Trend aufweist, ist dies unproblematisch. Sollte sich jedoch der Zinstrend abrupt ändern und die Liquidität an den Kapitalmärkten abnehmen, so könnte der eine oder andere Hedge Fund leicht ins schleudern geraten. Da nun die meisten Kapitalgeber, sprich Geschäftsbanken, ebenfalls einen relativ hohen Verschuldungsgrad aufweisen, stellt dies ein Systemrisiko dar, welches wie ein Damoklesschwert nicht nur über den Aktienmärkten, sondern über allen Kapitalmärkten schwebt.



Trotz der höheren Verschuldung der Unternehmen sollte es gemäss Standard & Poors im 2007 wegen der hohen Liquidität nicht zu übermässig hohen Zahlungsunfähigkeiten kommen. Bis zum November dieses Jahres waren zwar 1.19% Insolvenzen zu beklagen, der Durchschnitt liegt jedoch bei 4.61%¹².

Positiv stimmt uns auch die Tatsache, dass über USD 1'600 Mrd. bei Private Equity Häusern bereitstehen, um investiert zu werden. Auch, dass Fondmanager gemäss der letzten Fondmanagererhebung von Merrill Lynch bezüglich europäischen Aktien nicht

mehr so euphorisch sind und nur noch 34% der Manager in diesem Segment überwiegend sind, überzeugt uns, richtig zu handeln. Zusätzlich zeigt der UBS Optimisten Index eine faire Bewertung und noch keinen übereifernden Optimismus.

Die Risikoprämie für Aktien hat zwar gegenüber dem Vorjahr etwas eingebüsst, befindet sich aber, ausser in den USA, immer noch deutlich über dem historischen Durchschnitt von 1.5%.

	<u>Aktienrenditen</u> ¹³	<u>Obligationenrenditen</u>	<u>Risikoprämie</u>
USA	5.63%	4.71%	0.92%
Europa	6.25%	3.95%	2.30%
Deutschland	6.93%	3.95%	2.98%
Schweiz	5.27%	2.52%	2.75%
Japan	4.31%	1.69%	2.62%

Die Gewindynamik der Unternehmen dürfte nächstes Jahr etwas nachlassen, dennoch sprechen mehr positive Fakten für Aktien als für irgendeine andere Anlageklasse.

USA

Im Dezember ist die implizierte Volatilität von amerikanischen Aktien auf ein 13jähriges Tief gefallen. Da es sich hierbei um eine Anomalie handelt, ist anzunehmen, dass die Preisschwankungen in der nächsten Zeit eher zunehmen werden.

Erste Anzeichen einer Stabilisierung des Häusermarktes sind auszumachen, doch der Schein trügt. Rückläufige Hypothekarzinsen und leicht fallende Häuserpreise haben im November für bestehende Immobilien zu einer leichten Verkaufssteigerung von 0.6% geführt. Die Verkaufszahlen für neue Häuser konnte gar um 3.4% zulegen. Doch ist zu vermuten, dass ausserordentliche Anstrengungen (kommerzielle Anreize) unternommen worden sind, um diese Zahlen zu erreichen. Weiterhin besteht aber ein Angebotsüberhang und die Anzahl von Neubauten war dieses Jahr um mehr als 30% rückläufig. Der Boden der Korrektur wird vermutlich erst dann erreicht sein, wenn in der Presse niemand mehr darüber berichtet, dass die Talsohle erreicht sei.

Zu hoffen ist, dass private Haushalte über die Vorsorge an Aktieninvestitionen Vermögen gewinnen und somit die (Buch-) Verluste von privaten Liegenschaften ge-

¹² Siehe NZZ, 27.12.2006, „Investoren müssen sich entscheiden“

¹³ Bloomberg per Quartalsende

Anlagebericht - 31. Dezember 2006

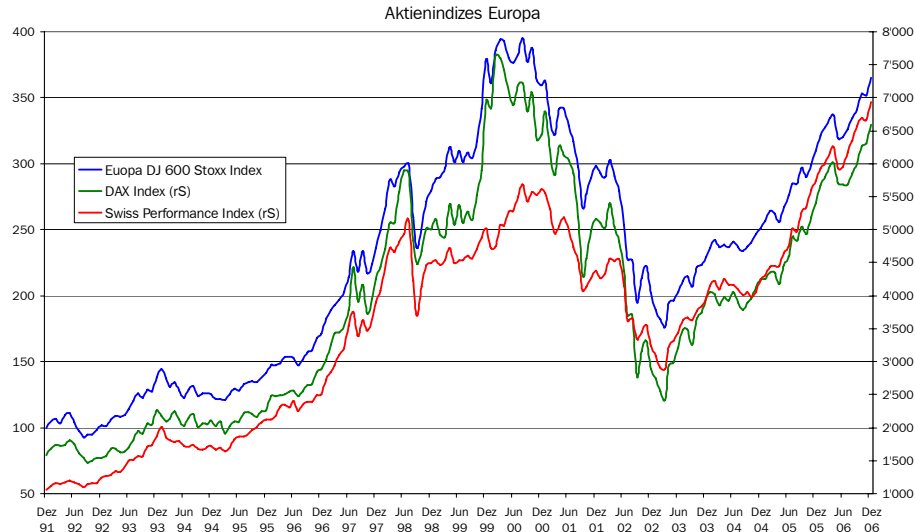
deckt werden können, so dass sich der Amerikaner wohlhabend fühlt. Denn nur dann ist ein weiterhin stabiler Konsum seitens der Amerikaner zu erwarten.

Der ISM Index¹⁴ für Dienstleistungen, welche immerhin 90% der Wirtschaft in den USA ausmachen, zeigt sich seit April 2003 hartnäckig über 50 Punkte und weist auf ein reges Wirtschaftswachstum hin.

Die Risikoprämie ist zwar eine der tieferen, die wir verfolgen. Fundamental gesehen, befinden sich amerikanische Aktien aber immer noch auf fairem bis günstigem Terrain. Wir halten deshalb unsere neutrale Aktiengewichtung.

Europa

Es ist zu vermuten, dass sich auch die europäische Wirtschaft abkühlen wird. Obwohl die kürzlich präsentierten Frühindikatoren und das Konsumentenvertrauen in Gegenrichtung zeigen. Ein stärker als erwartetes Wachstum in Europa würde uns daher nicht verblüffen.



¹⁴ Institute für Supply Management

Relativ sowie absolut gemessen, sind europäische Aktien nach wie vor am günstigsten bewertet und weisen zugleich die höchste Dividendenrendite (3%) der industrialisierten Welt auf.

Auch in Europa ist die Volatilität der Aktienmärkte 30-40% unter dem langfristigen Durchschnitt. Es würde uns deshalb nicht überraschen, wenn auch hier der Weg der Aktienperformance zunehmend holpriger werden würde.

Auf Grund der sehr attraktiven Bewertung, übergewichten wir bis auf weiteres europäische Dividendenpapiere.

Deutschland

Da das Thema der Mehrwertsteuer von den Medien ziemlich breit getreten worden ist und der Markt sowie die Wirtschaft sich auf die Erhöhung eingestellt haben, ist damit zu rechnen, dass die Suppe nicht ganz so heiss gegessen wird, wie sie gekocht wurde. Mit anderen Worten, der Kater wird vermutlich nicht so heftig ausfallen, wie ursprünglich erwartet.

Innerhalb Europa ist Deutschland einer der am tiefsten bewerteten Aktienmärkte. Es kommt deshalb nicht von ungefähr, dass Deutschland die grösste Ländergewichtung innerhalb unseres European Stock Portfolios hält.

Schweiz

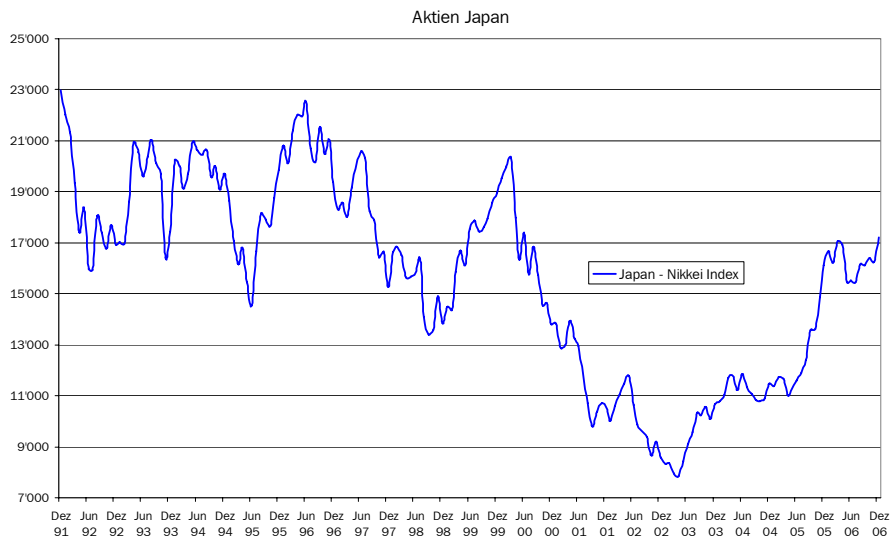
Die Performance des Schweizer Aktienmarktes über die letzten Jahre war mit über 60% phänomenal! Dies widerspiegelt sich leider auch in der relativ hohen Bewertung der Aktien. Im internationalen Vergleich der Dividendenrendite der westlichen Industrieländer belegen die helvetischen Dividendenpapiere den zweitletzten Platz vor Japan. Absolut betrachtet sind Schweizer Aktien aber noch nicht überteuert, jedoch sehen wir in europäischen Aktien grösseres Kurspotential für geringeres Risiko, weshalb wir Schweizer Aktien untergewichten.

Japan

Bisher wurde die japanische Wirtschaft vor allem durch den Export getragen. Der Konsum und das Konsumentenvertrauen haben inzwischen zwar etwas angezogen, befinden sich aber weiterhin auf tiefem Niveau. Da man auch in Japan den langsameren Gang der globalen Wirtschaft spüren wird, wird es spannend zu beobachten, ob die Binnenwirtschaft die Verlangsamung der exportierenden Güter wettmachen kann.

Anlagebericht - 31. Dezember 2006

Das Problem der Deflation in Japan ist unseres Erachtens noch nicht überwunden. Der GDP Deflator, welcher die Inflation der Wirtschaft misst, liegt im Jahresvergleich immer noch im Minus (-0.7%). Deshalb setzten wir ein grosses Fragezeichen, ob es der japanische Notenbank möglich sein wird, die Zinsen bereits im ersten Quartal des neuen Jahres heben zu können.



Schwellenländer (BRIC)¹⁵

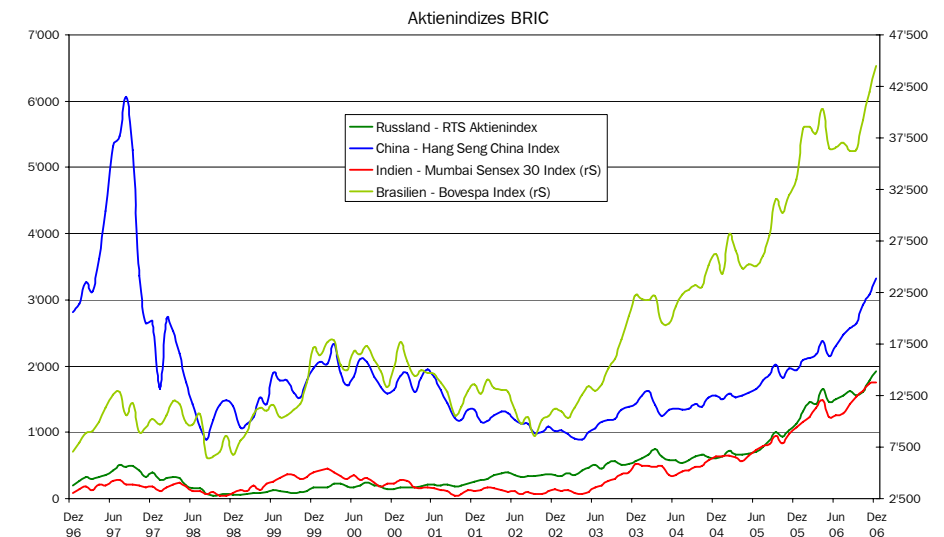
Die weltweit tiefe Volatilität haben wir in diesem Bericht schon mehrmals angesprochen. Da es sich dabei um eine Anomalie handelt, ist zu befürchten, dass sich die Volatilität über kurz oder lang nach oben bewegen wird. Die Leidtragenden werden die Kapitalmärkte der Schwellenländer sein. Aufschläge für Kreditqualitäten bei Obligationen werden sich vergrössern. Das Resultat: die Finanzierungskosten für Fremdkapital werden steigen und genauso die Kosten für Unternehmen. Entsprechend tiefer wird in diesen Ländern die Aktienbewertung ausfallen. Was das für das „schnelle Geld“ internationaler Investoren bedeutet, kann man sich an einer Hand abzählen.

¹⁵BRIC = Brasilien, Russland, Indien und China

Deshalb ist zu vermuten, dass Emerging Market Investoren mittelfristig an die etwas sichereren Aktienmärkte zurückkommen werden.

Die Krise in Thailand hat an den Kapitalmärkten kurzfristig ein Frösteln hervorgerufen und an die Asienkrise 1997/98 erinnert. Für mehr hat es jedoch nicht gereicht.

Zur Zeit sind Investoren gewillt, potentielle Risiken zu ignorieren. Dies ist vermutlich ein Zeichen, dass wir uns nach den enormen Renditen und Geldzuflüssen in einer Blase befinden. Trotz der grundsätzlich tieferen Verschuldung dieser Länder und der besseren Widerstandskraft gegen externe Schocks würde eine grössere Korrektur in Rohwaren das Bild schlagartig ändern. So hat Credit Suisse beispielsweise ausgerechnet, dass über 40% der Gewinne in diesen Ländern von Rohwaren herkommen. In Russland liegt dieser Prozentsatz sogar bei 80.



Auf Grund der Bewertung, den enormen Geldzuflüssen und dem Bedenken, dass sich Kreditaufschläge, wenn schon nicht im 2006, aber sicherlich im 2007 ausweiten sollten, werden wir bezüglich Aktienmärkten in Schwellenländern zunehmend zurückhaltender, halten aber bis auf weiteres eine Übergewichtung.

Anlagebericht - 31. Dezember 2006

Obligationen, Zinsen und Währungen

Trotz der inversen Renditenkurve amerikanischer Staatsobligationen rechnen wir mit einer weichen Landung der Wirtschaft in den Staaten.

Der Terminmarkt in Nordamerika geht davon aus, dass die Notenbank bis Ende 2007 den Leitzins um 0.75% senken wird. Auf der Gegenseite haben die Währungshüter für den Euro und den CHF durchblicken lassen, dass beim Verlassen der Komfortzone der Inflation von 1-2% mit weiteren höheren Zinsschritten zu rechnen ist.

Unser Bondmodell signalisiert, dass im Obligationenmarkt gegenwärtig nicht viel zu holen ist. D.h. für die USA, Europa, die Schweiz und Japan sind die Zeichen auf neutral gestellt, für Grossbritannien negativ.

Tendenziell tiefere Zinsen in den USA, das amerikanische Zwillingdefizit sowie potentiell höhere Zinsen in Europa dürften mittelfristig den USD daran hindern an Wert zuzulegen. Eine stärker als angenommene US Wirtschaft könnte die Valuta allerdings stützen. Erste Anzeichen dafür haben wir in der positiv ausgefallenen Konsumenten-erhebung der Universität von Michigan gesehen.

Nicht Traditionelle Anlagen

In Zeiten von höherer Volatilität können Investments in nicht traditionellen Anlagen, wie Hedge Funds, Preisabweichungen eines ausgewogenen Portfolios stabilisieren. Die Renditen von Fund of Hedge Funds konnten dieses Jahr zwar mit den Aktienmärkten mit 8.45% (bis Ende November vs. Weltindex +17.95%) nicht mithalten, erwirtschafteten den Ertrag jedoch unter sehr kleineren Preisfluktuationen, nämlich mit 4.1% gegenüber 9.9%. Dies bewegt uns, im 2007 voraussichtlich eine entsprechende Anlage vorzunehmen.

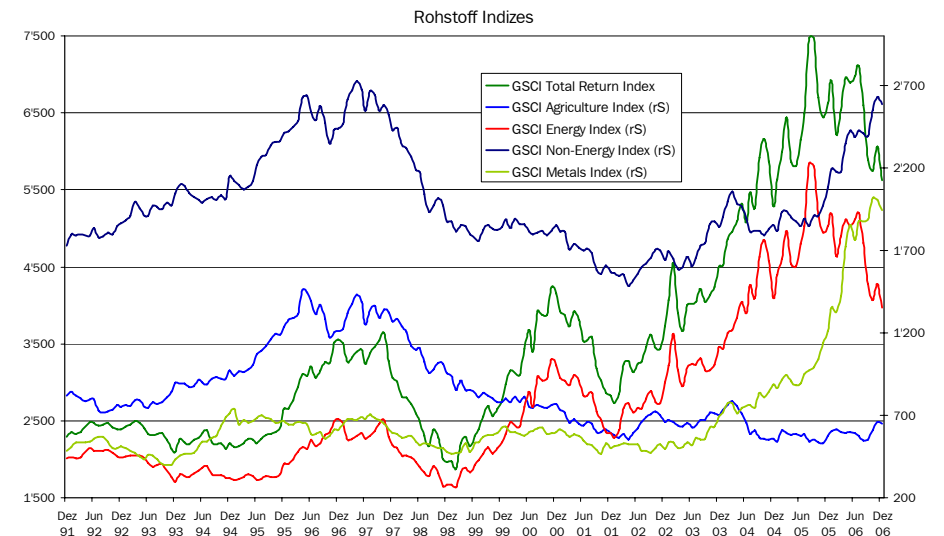
Commodities/Rohwaren

Mit der Verlangsamung der Wirtschaft ist mit einem Nachfragerückgang von Rohwaren, im Speziellen im Rohöl, zu rechnen. Um den Preis dennoch hoch zu halten, bräuchte es ein koordiniertes und diszipliniertes Handeln der OPEC. – Die Vergangenheit hat aber gezeigt, dass die OPEC Mitglieder in der Praxis ziemlich autonom agieren.

Gemäss Bloomberg zählte man per Ende Jahr einen Erdöllagerbestand von 329,1 Mio. Fass, welcher um rund 11% über dem Durchschnitt der letzten fünf Jahre liegt.

Die Vermutung liegt deshalb nahe, dass die Korrektur für Rohöl noch nicht vorüber ist.

In der Vergangenheit wurde der Goldpreis, neben Angebot und Nachfrage, durch den Greenback und die Inflation bestimmt. Ausgehend von einem tendenziell schwächeren USD dürfte das Gold an Fahrt gewinnen. Andere Edelmetalle wie Silber, Palladium und Platin werden dem Gold nachziehen.



Konklusion

Notenbanken sind weiterhin daran Liquidität zu schaffen. In den Vereinigten Staaten ist es eher unwahrscheinlich, dass diese Liquidität in den Immobilienmarkt fließen wird. Obligationen sind ebenfalls noch zu wenig attraktiv, deshalb sind wir der Ansicht, dass das Geld in die zur Zeit günstigste Anlageklasse fließen wird, nämlich Aktien.

Die Risiken für unser Szenario haben sich gegenüber unserem letzten Quartalsbericht kaum verändert:

Anlagebericht - 31. Dezember 2006

Ein weiterer Einbruch des Immobilienmarktes in den USA, welcher den amerikanischen Konsumenten verunsichern könnte, ein Crash des US Dollars, eine harte Landung der amerikanischen und/oder chinesischen Wirtschaft, eine abrupte Aufwertung des Yen und ein harter Wintereinbruch, der den Preis für Rohöl in die Höhe schnellen lassen würde.

Unsere Assetallokation zusammengefasst:

Anlagekategorien

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

Einmal mehr danken wir Ihnen für das entgegengebrachte Vertrauen. 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 viel Erfolg!

Stefan Riesen, CFA

Chief Investment Officer

Vaduz/Zürich, 31. Dezember 2006