

Überblick

„Carry Trades“¹ und die Krise im „Subprime“² Hypothekarmarkt bestimmten im letzten Quartal das Geschehen an den Finanzmärkten. – Beides Exzesse, die für die gegenwärtige Marktsituation typisch sind. Wie schon in der Vergangenheit darauf hingewiesen, befinden wir uns inmitten einer Liquiditätsblase, die nicht mehr alleine über die Notenbanken gesteuert wird, sondern deren treibende Kraft vermehrt Hedge Funds und Emissionshäuser von Derivaten sind.

Nicht dass uns diese Anomalie zur Zeit den Atem raubt, aber sicherlich eine Entwicklung, die man im Auge behalten muss. Schon seit jeher wurden Übertreibungen vom System über kurz oder lang bereinigt. Einen kleinen Vorgeschmack dazu durften wir Ende Februar erleben, als ein solcher „deleveraging“ Prozess, sprich die Auflösung von „Carry Trades“, angedeutet wurde. Das Resultat: → Flucht in die Qualität, der Schweizer Franken sowie der Yen wurden stark nachgefragt, zusätzlich wurde das Kapital aus risikoreichen Anlageklassen, wie Aktien abgezogen. Am meisten zu leiden hatten darunter Aktien der Schwellenländer.

Mit einer etwas glücklichen Hand haben wir vor dieser Korrektur Mitte Januar unsere Aktienquote für europäische Aktien reduziert. Die daraus entstandene Liquidität investierten wir in Hedge Funds. Nicht, dass wir unsere Meinung bezüglich der Aktienbewertung geändert hätten, aber wir trauten der Börsenpsychologie nicht mehr und meinten die ersten Ermüdungserscheinungen des vierjährigen Aktienbullmarktes festzustellen. Dies bestätigte sich am 26. Februar, als irgend ein Grund gesucht wurde, um Gewinne zu realisieren.

Wie geht's weiter? – Analysten rechnen mit einer Wahrscheinlichkeit von 50%, dass die amerikanische Wirtschaft noch in diesem Jahr in eine Rezession fallen wird. Es ist klar, dass nach einer Korrekturphase der Finanzmärkte die Bären am tanzen sind. Wir teilen jedoch die Meinung des neuen Fed³ Präsidenten, Ben S. Bernanke, und rechnen weiterhin mit einer weichen Landung der amerikanischen Wirtschaft.

Das ärgste für Aktieninvestoren ist, wenn an den Märkten kein klarer Trend auszumachen ist und die potenteste Wirtschaft (USA) in eine Mittezykluspause fällt.

Bis wieder ein klarer Börsentrend zu erkennen ist, rechnen wir deshalb mit volatilen Aktienmärkten. Die Wahrscheinlichkeit ist hoch, dass sich dies bis zur Sommerpause hinziehen wird. Wir gehen davon aus, dass die amerikanische Notenbank spätestens im vierten Quartal einen Zinsschnitt vornehmen wird. Dies auf Grund einer schwächeren Konjunktur und einer daraus resultierenden tieferen Inflation.

Tiefere Zinsen und eine günstige Aktienbewertung auf absoluter sowie relativer Basis werden Aktien als Anlageklasse bis Ende dieses Jahr begünstigen.

Neben der hohen Liquidität stimmt uns die Tatsache positiv, dass das Angebot von Aktien am Schrumpfen ist, ähnlich wie wir dies bereits Mitte der 90iger Jahre gesehen haben. Gemäss Citigroup ist der Gesamtwert aller öffentlich gehandelten Aktien in Amerika letztes Jahr um 2.2% gefallen, in Europa um 1.2%, in England um 4.1% und dies zum dritten Jahr in Folge! Der starke Neuemissionskalender von USD 242 Mrd. letztes Jahr konnte diesen Prozess nicht aufhalten, im Gegensatz dazu erreichten beispielsweise angekündigte Aktienrückkäufe in den Staaten letztes Jahr alleine schon eine Summe von USD 654.9 Mrd. (+39% gegenüber dem Vorjahr). Dieses verkleinerte Angebot dürfte zusätzlich für ein freundliches Aktienjahr sorgen.

Rückblick

Aktien

Investment Banken liessen sich von den turbulenten Märkten im letzten Quartal nicht beeindrucken und verbuchten weltweit ein Rekordvolumen von USD 1.13 Trillionen an M & A Transaktionen⁴.

Interessant zu beobachten war, dass man sich in der Korrektur im ersten Quartal nicht hinter dem Gold (-7.3%) verstecken konnte, also nicht den erhofften Diversifikationseffekt erhielt. Der offene Geldhahn der Notenbanken seit 2000 bewirkte eine starke „Asset Inflation“, d.h. in beinahe allen Anlagekategorien war über die letzten Jahre eine starke Preissteigerung festzustellen. Entsprechend darf man nicht überrascht sein, wenn Versicherungen, wie sie einst in der Vergangenheit Edelmetalle darstellten, dieses Mal das Versprochene nicht hielten.

Obwohl der Optimisten Index der UBS nun den zweiten Monat in Folge tiefere Werte zeigt und sich nur gerade 3% oberhalb der übertriebenen Pessimismuskarte befindet, fiel die Korrektur des Aktienmarktes für unseren Geschmack etwas zu zaghaft

¹ Fremdfinanzierung in Währungen mit tiefer Volatilität und Zinsen, wie dem Schweizer Franken oder dem japanischen Yen, welche für Anlagen mit vielversprechender Rendite in anderer Währung benützt wird.

² Hypothekendarlehen in den USA an Schuldner mit schlechter Bonität

³ Organisation, verantwortlich für den Leitzinssatz in den USA

⁴ Privatisierungen, Übernahmen u.a.

Anlagebericht - 31. März 2007

aus. Zu vielen Investoren ist die Korrektur des zweiten Quartals letzten Jahres präsent. Sie haben sich entsprechend passiv verhalten.

Alle von uns eingesetzten Produkte konnten trotz der Turbulenzen das Quartal in positivem Bereich abschliessen.

HNW Performa Asian Equities	5.92%
HNW Performa European Equities	3.81% ⁵
HNW Performa US Equities	0.56%
Neuberger Berman US Equity Value	1.84%
SIM European Stock Portfolio	0.49%

Besonders gefreut hat uns die Lipper Preisverleihung für den HNW Performa Asian Equities Fund für den besten asiatischen Aktienfonds in Deutschland, Luxemburg, Österreich und der Schweiz über die letzten drei Jahre.



Übrigens hat unser Publikumsfonds für europäische Aktien, das SIM European Stock Portfolio, nun auch die Zulassung der Eidgenössischen Bankenkommision erhalten. Somit ist der Aktienfonds in Deutschland, Liechtenstein, Österreich und der Schweiz zum Vertrieb zugelassen.

Hier nun die Aktienindizes im Vergleich:

		31.12.2006	30.03.2007	Preisrendite ⁶
Deutschland	DAX	6'596.92	6'917.03	4.85%
Europa	MSCI Europe	3'968.13	4'065.25	2.45%
Japan	Nikkei 225	17'225.83	17'287.65	0.36%
Schweiz	SPI	6'929.18	7'183.53	3.67%
USA	S & P 500	1'418.30	1'420.86	0.18%

⁵ Performance seit 31.12.2006

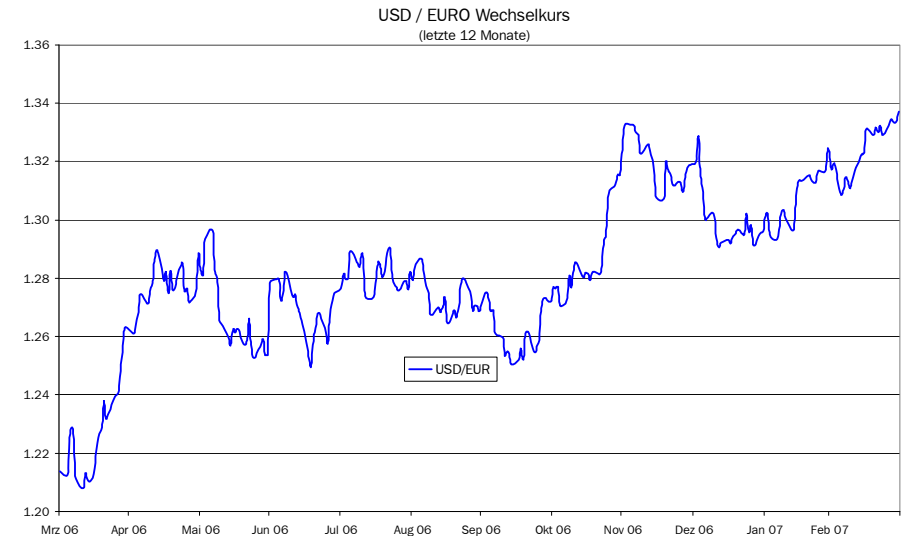
⁶ Preisrendite, ausser MSCI Europe inkl. Div. reinvestiert, in lokaler Währung seit 31.12.2006

Obligationen und Zinsen

Die Unruhe im Subprime Hypothekarkreditmarkt in den Vereinigten Staaten war bei Anlegern Anlass zur Sorge, dass diese Bewegung die Gesamtwirtschaft beeinflussen könnte. Denn verschiedene Hypothekart Institute mussten wegen ansteigender Zahlungsunfähigkeit ihre bis anhin nachlässigen Regeln zur Kreditvergabe verschärfen. Einige Kreditinstitute mussten gar ihre Tore schliessen und/oder stellten sich unter Gläubigerschutz (wie z.B. New Century Financial Corp.).

Der gesamte US Hypothekenmarkt wird auf ca. USD 10 Billionen geschätzt, wovon ungefähr ein Fünftel Darlehen minderer Qualität, sprich Subprime, sind. Das Hauptproblem dieses Segmentes liegt darin, dass die Zahlungsunfähigkeit von Schuldern in diesem Bereich mit 13% auf ein Niveau angestiegen ist, welches das letzte Mal in der Rezession nach 2000 beobachtet wurde.

Bis anhin haben grosse Gläubiger, wie Grossbanken und Hedge Funds, die Subkreditinstitute gedeckt, indem sie deren Kreditforderungen abkauften, sie bündelten, in Obligationen verpackten (Securisation) und an Investoren weiterverkauften. Diese



Anlagebericht - 31. März 2007

Zwischenhändler sicherten sich wiederum mit entsprechenden Kreditderivaten ab. Damit wurde das Risiko zwar nicht eliminiert, aber auf viele Anleger aufgeteilt.

Die Europäische Zentralbank sowie die Schweizerische Nationalbank haben sich von den Turbulenzen an den Finanzmärkten nicht beeinflussen lassen und haben beide die Zinsen für kurzfristige Verbindlichkeiten um 25 Bp angehoben. Die Notenbanken in Nordamerika und England hingegen haben die Zinsen auf ihrem Niveau belassen.

In den Bondmärkten in Europa, der Schweiz und England hat mehrheitlich eine parallele Renditeverschiebung nach oben stattgefunden. Kaum bewegt gegenüber Ende des letzten Jahres hat sich der Bondmarkt in Japan. Wie zu erwarten war, hat sich die inverse Renditekurve in Amerika leicht verstärkt.

Hier der Überblick 10jähriger Staatsobligationen:

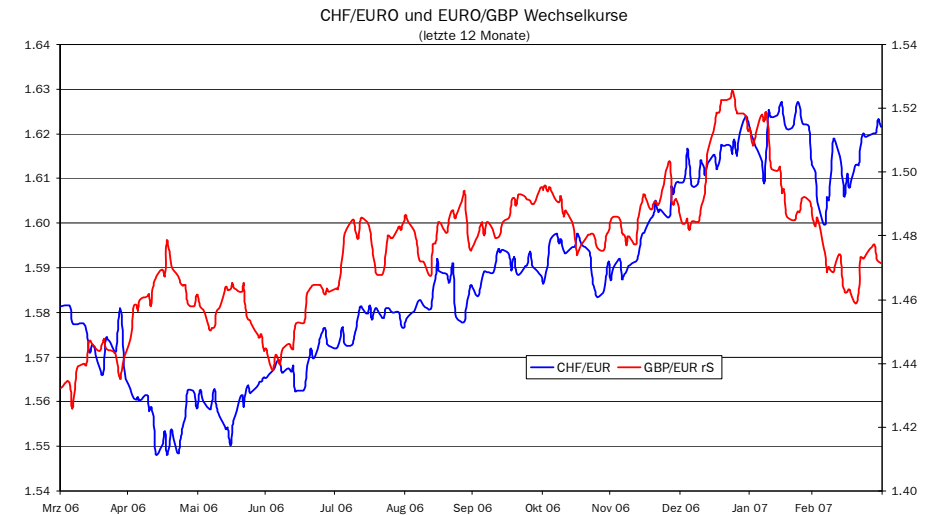
	<u>31.12.2006</u>	<u>31.3.2007</u>	<u>Renditediff.</u>
USA	4.71%	4.65%	-0.06%
Europa	3.95%	4.06%	0.11%
Schweiz	2.52%	2.75%	0.22%
Grossbritannien	4.74%	4.97%	0.23%
Japan	1.69%	1.66%	-0.03%

Währungen

Auf Quartalsbasis konnte in den Währungen keine grosse Veränderung festgestellt werden. Der Euro, das Englische Pfund, der Yen und der Schweizerfranken legten gegenüber dem USD 0.6 bis 1.4% zu. Im Verlauf der vergangenen drei Monate zeigt sich das Bild jedoch wesentlich volatiler, dies vor allem im Yen (+4.8%) und Schweizer Franken (+3%). Kurzfristig aufgelöste Carry Trades waren der Auslöser für die hastige Bewegung Ende Februar. Jedoch nur von kurzer Dauer: Nach der Erholung der Aktienmärkte waren nämlich Carry Trades in beiden Währungen wieder „en vogue“.

Kursentwicklung des USD gegenüber anderen Währungen
über die letzten 12 Monate über die letzten 24 Monate

CHF	-6.9%	1.4%
EUR	-10.1%	-3.1%
GBP	-13.2%	-4.2%
Yen	0.7%	9.7%



Finanzmärkte – Ausblick

Aktien

Der von der OECD geführte Frühindikatorenindex stiess nun zum dritten Mal in Folge bei 109.5 an und deutet auf eine Verlangsamung der globalen Konjunktur hin. Diese Entwicklung überrascht uns nicht. Wir erwarten aber nach wie vor, dass die amerikanische Wirtschaft weich landen wird. Wie die monatliche Erhebung⁷ des Economist zeigt, befinden wir uns mit dieser Meinung in guter Gesellschaft:

	Reales BIP Wachstum		Teuerung	
	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>
Deutschland	2.2%	2.1%	1.9%	1.5%
Europa	2.3%	2.2%	1.9%	1.9%
Grossbritannien	2.7%	2.6%	2.2%	2.0%
Japan	2.2%	2.3%	0.2%	0.6%
Schweiz	2.1%	2.0%	0.9%	1.2%
USA	2.6%	2.9%	1.9%	2.3%

⁷ Erhebung von Anfang März

Anlagebericht - 31. März 2007

Ende Februar konnte es sich Allan Greenspan⁸ mit seiner Aussage, dass die amerikanische Wirtschaft dieses Jahr noch zu einer Wahrscheinlichkeit von 33% in eine Rezession falle, nicht verkneifen, Öl ins Feuer zu giessen.

Wie so oft in solchen Situationen zählten von da an nur noch negative Schlagzeilen.

Das latente Problem des Subprime Hypothekarmarktes ist nicht neu, doch wurde es durch die Korrektur der Finanzmärkte an die Oberfläche geschwemmt.

Die Folge der laxen Vorgaben für Hypothekarkreditvergaben werden konsequentere und schärfere Bestimmungen für die Darlehensvergaben sein. Ohne Zweifel werden solche Massnahmen zu einer Verminderung der Nachfrage von Darlehen und Eigenheimen führen. Mehr noch, dies in Verbindung mit höheren Zinsen wird die amerikanische Wirtschaft hemmen und die globale Konjunktur beeinträchtigen. Trotzdem schätzen wir das Risiko einer Rezession als gering ein. – Ein Argument für Aktien, welches gegen das Szenario einer kollabierenden Wirtschaft spricht, ist exzessive Liquidität:

	Geldmengenwachstum		
	2007	vs Langzeit DS ⁹	vs 12Mte DS
USA	5.3%	darüber	darüber
Europa	10.0%	darüber	darüber
Schweiz	-5.0%	darunter	darunter
Grossbritannien	4.1%	darunter	darunter
Japan	1.1%	darunter	darüber

Andere Argumente, die weiterhin für eine Allokation in Aktien sprechen, sind

- relative sowie absolute Bewertung
- Expansion der Preisratio (Details, siehe letzter Anlagebericht)
- weiche Landung der amerikanischen Wirtschaft.

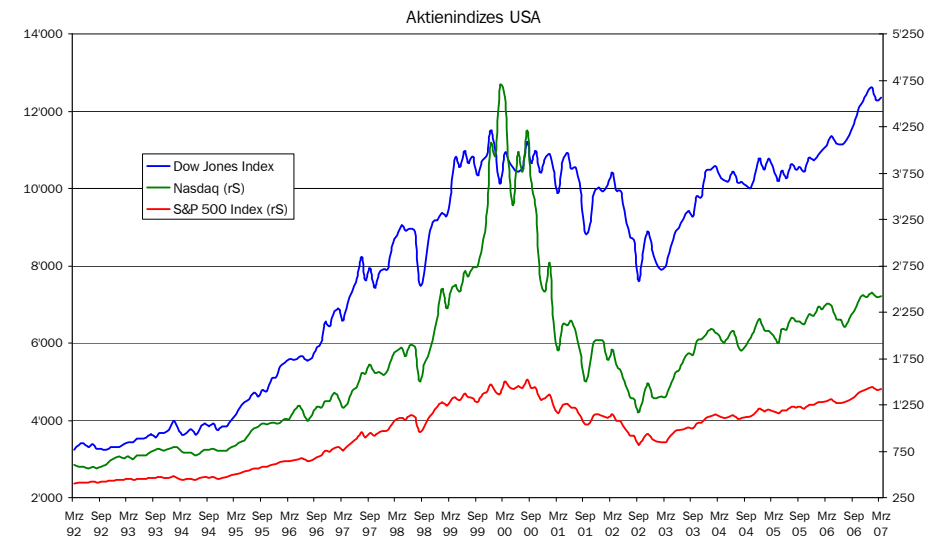
USA

Wie definieren wir eine weiche Landung der amerikanischen Wirtschaft? Unter einem „Soft-Landing“ verstehen wir vermindertes Wirtschaftswachstum und damit auch eine Abnahme der Inflation. Mit anderen Worten: Die Wirtschaft verschafft sich eine Ver-

schnaufpause, um dann wieder aus dem „Vollen“ schöpfen zu können. Es liegt in der Natur der Sache, dass in einer solchen Phase die Makrozahlen keine eindeutige Sprache sprechen.

Strengere Kreditvergabevorschriften, anziehende Liegenschaftenbestände, hohe Zinsen sowie steigende Mieten werden das Wirtschaftswachstum zusätzlich negativ beeinträchtigen. Gleichzeitig höhere Lohnstückkosten müssen entweder durch höhere Produktivität oder zu Lasten der Gewinnmargen kompensiert werden.

Die Frühindikatoren der amerikanischen Wirtschaft sind hingegen auf grün geschaltet: So zeigt der Chicago Einkäufer Index einen Wert von deutlich über 50, sprich 61.7. Auch der Index für Bauinvestitionen signalisiert mit einem Plus von 0.3% gegenüber dem Vormonat (-0.8%) anziehende Aktivitäten. - Wie gesagt, die Makrozahlen zeigen sich zur Zeit uneinheitlich.



Seit Ende Juli letzten Jahres invertierte die Renditekurve für amerikanische Staatsobligationen, d.h. für kurzfristige Gelder bis 6 Monate werden höhere Zinsen entrichtet als für 10jährige Staatspapiere. In der Vergangenheit war eine solche Form der Renditekurve ein klares Indiz einer aufkommenden Rezession. In einer derartigen Situation wäre man wohl ein Narr in höhere Risikopapiere zu investieren, sprich

⁸ Ex Notenbank Präsident in USA

⁹ Durchschnitt

Anlagebericht - 31. März 2007

Flucht in Qualität wäre angesagt. – Nicht wahr? In Tat und Wahrheit ist es aber so, dass seit Ende Juli letzten Jahres Aktien von klein- und mittelkapitalisierten Unternehmen den „Bluechip“ Index um über 3% respektive 4% übertroffen haben.

Am wenigsten korrigierten dann Ende Februar Aktien mittelkapitalisierter Unternehmen, vor den Bluechip Aktien und den kleinkapitalisierten Aktien, aber alle wiesen ein Minus zwischen 3.6 und 4.2% aus. In der kurzen Zeit nach dem Kursrutsch erholten sich Aktien von klein- und mittelgrossen Unternehmen 2% respektive 1% stärker als die ganz Grossen.

Ein ähnliches Verhalten war im Obligationenmarkt zu erkennen. Der Preisabschlag für Obligationen minderer Qualität veränderte sich kaum.

Möglich, dass der Markt und wir uns täuschen, dennoch das Szenario einer weichen Landung in den Vereinigten Staaten, scheint unserer Meinung nach immer noch am wahrscheinlichsten.

Zusätzlich positiv stimmt uns die Tatsache, dass die Analysten für nordamerikanische Aktien seit Oktober letzten Jahres die Gewinnwachstumserwartung für das laufende Jahr sukzessive von 10% auf 6.2% reduziert haben. Mit anderen Worten: Professionelle Anleger sind vorsichtiger geworden.

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

Europa

Es wäre naiv zu erwarten, dass die europäische Wirtschaft von der amerikanischen nicht beeinflusst würde. Die schwächere Wirtschaft in Übersee, der Trend zu höheren Zinsen in Europa und ein stärkerer Euro werden die Konjunktur in Europa nicht unberührt lassen.

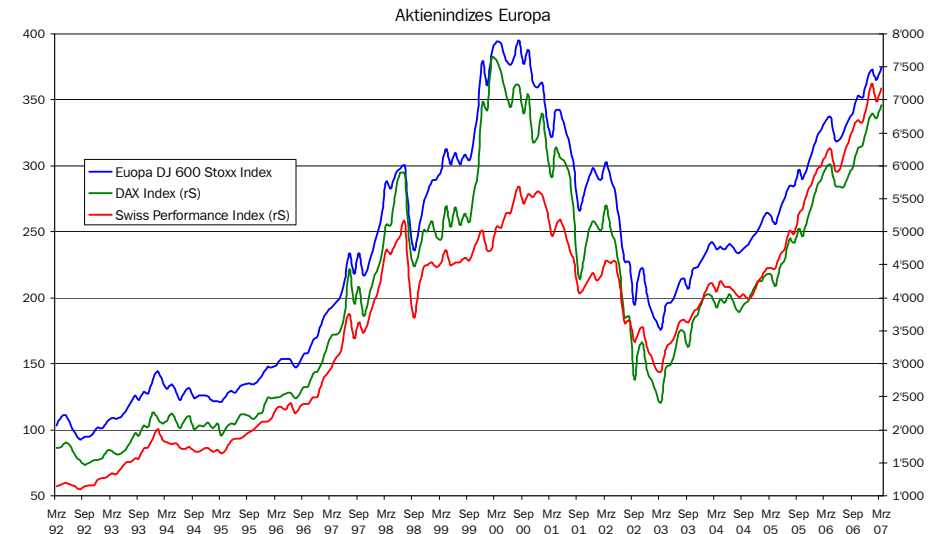
Relativ sowie absolut gemessen, sind europäische Aktien nach wie vor am günstigsten bewertet und weisen zugleich die höchste Dividendenrendite (3%) der industrialisierten Welt auf.

Wie bereits im letzten Anlagebericht erwartet, stieg die Volatilität für europäische Aktien im März an, ist aber bereits wieder rückläufig. Obwohl wir Mitte Januar die Quote für europäische Aktien zurückstufen und dies aber mehr aus börsenpsychologischen als fundamentalen Überlegungen vornahmen, überzeugt uns die sehr attraktive Be-

wertung europäischer Aktien weiterhin. Wir halten die Gewichtung europäischer Aktien auf neutralem Niveau.

Deutschland

Die Arbeitsmarktstatistik hat seit Mitte 2005 einen Abwärtstrend eingeläutet und sollte mittelfristig positiv auf den Privatkonsum durchschlagen. Überraschenderweise hat die Erhöhung der Mehrwertsteuer anfangs dieses Jahres in keiner Weise die Teuerung beeinflusst, dürfte aber durchaus einer der Gründe dafür sein, warum der Detailhandel in Deutschland im neuen Jahr noch etwas gehemmt ist.



Zuversicht bezüglich der deutschen Wirtschaft kann man aus dem ifo-Geschäftsklimaindex in Deutschland lesen, der letzten Monat von 107.0 auf 107.7 anstieg.

Innerhalb Europas 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.

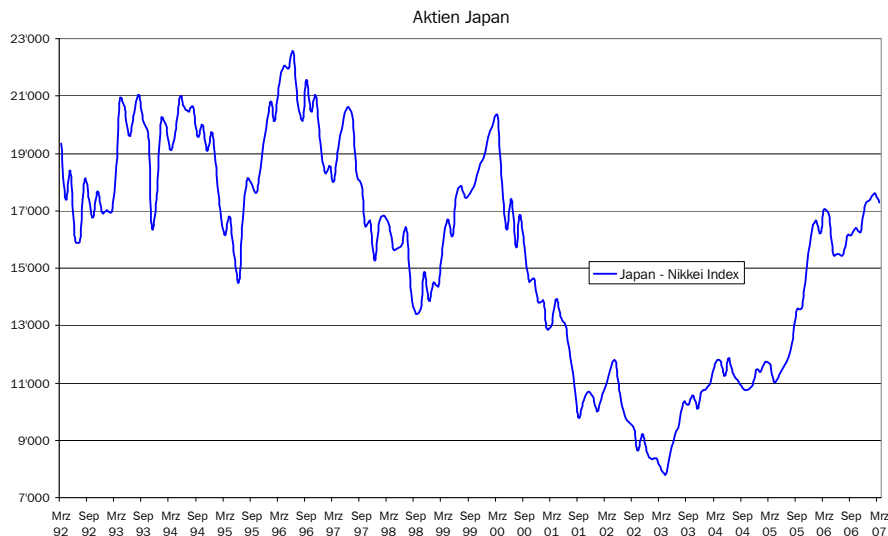
Anlagebericht - 31. März 2007

Schweiz

Der Konsumindikator der UBS ist im Februar gegenüber dem Januar nochmals angestiegen und befindet sich seit 11 Monaten in einem klar steigenden Trend. Dies zeigt sich auch im stark wachsenden Privatkonsum von plus 3.7% im Januar gegenüber dem letzten Jahr. Die Arbeitslosenzahlen scheinen auf einem tiefen Niveau von 3% zu verharren.

Der Export hat mit +13% bis Ende Februar ebenfalls einen starken Aufschwung erlebt.

Fundamental betrachtet befinden sich Schweizer Aktien auf fairem Niveau. Wir sehen jedoch in europäischen Aktien grösseres Kurspotential bei geringerem Risiko, weshalb wir Schweizer Aktien untergewichtet.



Japan

Ausgaben privater Haushalte sind im Februar markanter als erwartet angestiegen und lassen auf eine positive Entwicklung hoffen.

Das Schreckgespenst Deflation scheint hingegen immer noch nicht abgeschüttelt zu sein. So zeigte sich der GDP Deflator¹⁰ über dem kurz- sowie langfristigen Durchschnitt, aber leider immer noch im Minusbereich -0.5% , genauso der Konsumentenpreisindex. Sicherlich ein weiteres Argument, die Zinsen tief zu halten. Zudem hat die japanische Regierung kaum Interesse daran, die Leitzinsen zu erhöhen. Einerseits ist da die gut laufende Exportindustrie und andererseits eine extrem hohe Staatsverschuldung.

Die öffentliche Verschuldung beläuft sich zur Zeit auf rekordhohen 165% des BIP. Wesentlich höher als noch als 1990, als die Verschuldung bei 60% lag. Der Zinsaufwand hingegen ist dank tiefer Zinsen noch wesentlich geringer als damals.¹¹

Zur Zeit sind wir gegenüber dem japanischen Aktienmarkt noch etwas vorsichtig gestimmt und halten die Aktienallokation noch untergewichtet.

Schwellenländer (BRIC)¹²

Der chinesische Aktienmarkt war der Auslöser für die jüngste Korrektur, dabei macht die Marktkapitalisierung nur gerade 3% des weltweiten Aktienmarktes aus. Sicher ist jedoch, dass die Bewertung der Aktienmärkte aller BRIC Länder gegenwärtig zuwenig attraktiv ist, als dass wir uns gezwungen fühlten, in diesen Märkte zusätzlich investiert zu sein.

Richtig schwierig wird es in diesen Märkten erst, wenn Carry-Trades aufgelöst werden, der Prozess des „Deleveraging“¹³ beginnen wird und alle auf denselben Ausgang zusteuern.

Obligationen, Zinsen und Währungen

Da zur Zeit nur ein sehr geringes Risiko für höhere Zinsen in den Staaten besteht, gehen wir davon aus, dass sich die Zinsdifferenz zwischen dem USD und anderen Hauptwährungen schliessen dürfte.

Der Wechselkurs ist nichts anderes als ein relativer Preis und als solcher abhängig von Angebot und Nachfrage.¹⁴ Geldflüsse werden entsprechend beeinflusst: Bei tie-

¹⁰ Unterschied zwischen nominalem und realem Bruttosozialprodukt

¹¹ Siehe FuW, 31.3.07: Zweifel an Japans Geldpolitik

¹²BRIC = Brasilien, Russland, Indien und China

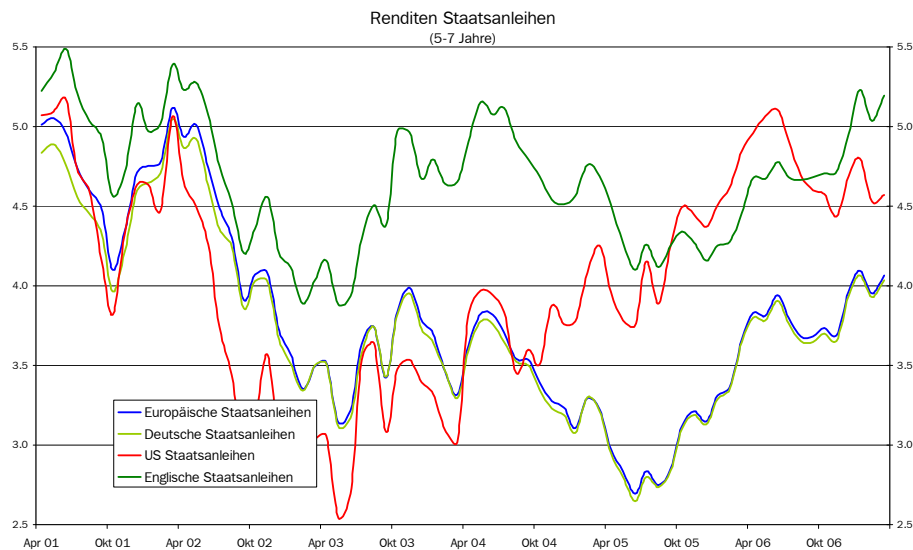
¹³ Fremdfinanzierte Positionen, die ein mehrfaches des eingesetzten Kapitals ausmachen

¹⁴ Siehe NZZ, 13.3.07: Das riskante Spiel mit den Carry-Trades

Anlagebericht - 31. März 2007

fen Zinsen in der Schweiz besteht eine kleine Nachfrage für die helvetische Währung. Im Gegenteil, es lohnt sich unter Umständen sich in dieser Währung zu verschulden, d.h. Schweizer Franken zu verkaufen, um diese in eine Hochzinswährung zu investieren (= Carry Trade).

Wie wir aber in der Vergangenheit schon oft beobachten konnten, reagiert der relative Preis weniger auf momentane Unterschiede, sondern vielmehr auf zu erwartende Veränderungen. Richtig gefährlich würde es erst, wenn sich das Zinsumfeld in der Schweiz und Japan vehement und überraschend schnell verändern würde, d.h. die Volatilität dieser Währungen würde steigen und damit Hedge Funds aus diesen Währungen treiben.



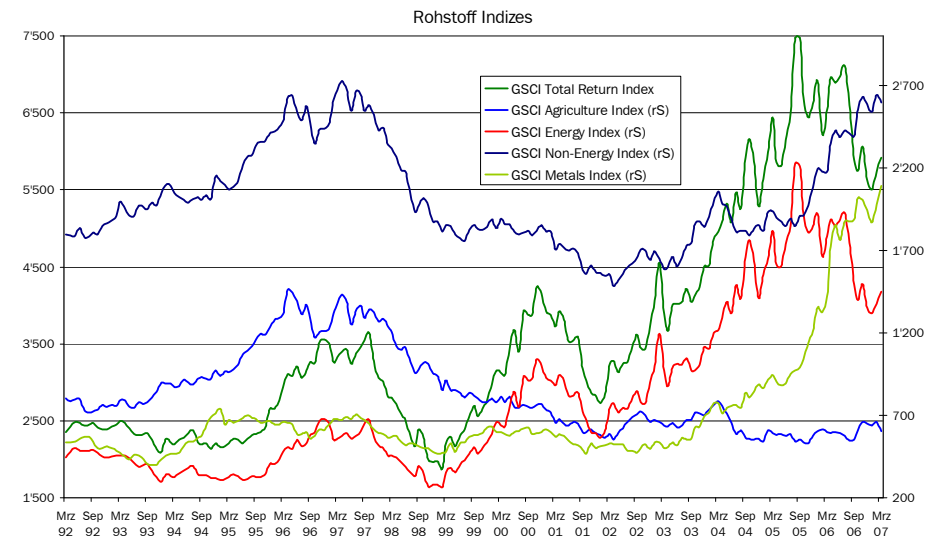
Auch charttechnisch betrachtet, sollte der USD gegenüber dem Euro, dem CHF und dem Yen nach unten korrigieren. Zudem rechnet der amerikanische Terminmarkt ab Oktober dieses Jahres mit tieferen Zinsen.

Die Marschrichtungen für Leitzinsen scheinen bekannt zu sein: In Amerika sind sie höchstwahrscheinlich an ihrem Höchst angekommen, wohingegen in Europa, in Japan, der Schweiz und in England mit weiteren Zinsschritten gerechnet werden muss.

Nicht Traditionelle Anlagen

Wie bereits in anderen Anlageberichten angekündigt und aus Diversifikationsgründen, bauen wir in Fund of Hedge Funds zur Zeit eine Position von ca. 4% auf.

Bis Ende Februar rentierte der Index für Fund of Hedge Funds¹⁵ 2.08% und konnte mit den Aktienmärkten durchaus mithalten. Um das Gesamtbild allerdings beurteilen zu können, wird es interessant sein zu erfahren, wie sich diese Vehikel im März gehalten haben.



Commodities/Rohwaren

Spannungen in der Golfregion sorgten für höhere Erdölpreisnotierungen. Ein für diese Situation typisches Szenario wäre die Flucht in einen sicheren Hafen, wie Edelmetalle. Stattdessen haben sich der Gold- sowie der Silberpreis seit Ende des letzten Jahres relativ stabil in einem Seitwärtstrend gehalten.

Eine deutlich tiefere US Valuta sowie eine Eskalation der Situation in der Golfregion könnte den Preis für das gelbe Metall wie auch für Erdöl verschärfen.

¹⁵ HFRI monthly Indices

Anlagebericht - 31. März 2007

Die kumulierten Erdöllager, strategische plus kommerzielle, befinden sich auf einem Stand, den wir das letzte Mal Ende 1998 gesehen haben und damals handelte das Barrel Öl bei einem Preis von gerade mal USD 15. Auf das Gerücht hin, dass Iran ein US Kriegsschiff im Persischen Golf beschossen habe, schnellte der Preis für das schwarze Gold innert Minuten um USD 5 auf über USD 68 hoch.

Da der Preis für Erdöl sich zur Zeit um über zwei Standardabweichungen über der Normalität bewegt, gehen wir von einer Rückkehr zur Preisnormalität¹⁶ aus und erwarten mittelfristig deutlich tiefere Preisnotierungen.

Konklusion

Unsere Konklusion hat sich gegenüber dem letzten Anlagebericht kaum verändert: Wie wir gesehen haben, sind Notenbanken weiterhin am Geld drucken. Mit grosser Bestimmtheit können wir sagen, wohin diese neugeschaffene Liquidität *n i c h t* fließen wird, nämlich in Immobilien in den USA oder Obligationen, ausser letztere würden derart korrigieren, dass sie fundamental betrachtet attraktiver wären als Aktien.

Von der amerikanischen Wirtschaft erwarten wir eine weiche Landung, tiefere Leitzinsen im zweiten Halbjahr sowie eine Expansion der Preisratio für Aktien in der industrialisierten Welt und damit auch höhere Preisniveaus für solche.

Selbstverständlich enthält unsere Erwartung gewisse Risiken:

- ein unerwartet hoher Erdölpreis
- ein Anstieg der Volatilität des Schweizer Franken sowie des Yen
- ein Übergreifen restriktiver Kreditvergabestandards ausserhalb des Hypothekarkreditmarktes auf andere Kreditarten in den Vereinigten Staaten
- eine harte Landung der amerikanischen und/oder chinesischen Wirtschaft

könnten uns einen Strich durch die Rechnung machen.

Hier nun unsere Assetallokation zusammengefasst:

Anlagekategorien

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

Stefan Riesen, CFA

Chief Investment Officer

Vaduz/Zürich, 31. März 2007

¹⁶ Reversion to the Mean Theory