
Anlagebericht - 30. Juni 2007

Überblick

Orientierungslos - Wie zu erwarten war, ist an den Hauptmärkten noch kein klarer Trend auszumachen. Voraussichtlich wird sich dies bis zum Ende des dritten Quartals so hinziehen.

Bereits ein zweites Mal dieses Jahr haben die Finanzmärkte die Krise im „Sub-Prime“¹ Kredit-Segment zu spüren bekommen; Dieses Mal ausgelöst durch die Neubeurteilung von Schulden minderer Qualität durch die amerikanische Rating Agentur Moody's. Verschiedene Schuldner konnten ihren Verpflichtungen nicht mehr nachkommen, was Moody's veranlasste, zahlreiche „Sub-Prime MBS“² zurückzustufen und erwischte damit zwei Hedge Funds von Bear Stearns auf dem falschen Fuss. Anfängliche Befürchtungen, dass dies nur die Spitze des Eisberges sei, haben sich aber inzwischen wieder gelegt.

Gleichzeitig fand in den letzten vier Wochen eine „Gesundung“ des Bondmarktes in Amerika statt. In einen historischen Kontext gestellt, präsentiert sich die Renditekurve zwar immer noch aussergewöhnlich flach. Durch die letzte Korrektur wurde ihr aber die mit einer inversen Renditekurve verbundene Gefahr einer Rezession genommen. Mit anderen Worten, Anleger zeigen sich gegenüber der amerikanischen Wirtschaft wieder optimistischer.

Nicht nur in den USA haben sich die Renditen in den letzten vier Wochen in Bewegung gesetzt, sondern weltweit. Dies ist weniger auf Inflationsbefürchtungen zurückzuführen, als auf eine Normalisierung der Realzinsen ausgehend von einem sehr tiefen Niveau.

Trotz deutlich angestiegener Realzinsen befinden sich diese unter dem Potenzialwachstum der amerikanischen Wirtschaft. Mit anderen Worten, die Liquidität wird gegenwärtig nicht gross eingeschränkt.

Bei amerikanischen Gesellschaften ist nach wie vor ein hoher Liquiditätsüberhang festzustellen. Gemäss einer Statistik von Standard & Poor's halten die 500 grössten amerikanischen Unternehmen durchschnittlich Barmittel in einer Grössenordnung von USD 5,6 Mrd.! Die Ausschüttungsquote hat sich 2006 gegenüber dem Vorjahr von 47% auf 28% reduziert. Diese Liquidität dürfte dem Markt in der einen oder anderen Form wieder zu Gute kommen: Übernahmen, Aktienrückkäufe u.a.

Aktienhaussen können grundsätzlich in drei Stufen unterteilt werden: Skepsis, Zuversicht und Gewissheit³. Die Hauptmärkte befinden sich irgendwo zwischen Skepsis und Zuversicht. Sicherlich herrscht noch zu wenig blinder Optimismus, als dass man von Gewissheit sprechen könnte. Dafür sind sowohl die Analystenschätzungen als auch die fundamentale Bewertung der Aktien zu moderat. Ausgenommen hiervon sind Aktien verschiedener Schwellenländer, wie beispielsweise Indien oder China, sowie klein- bis mittelkapitalisierte Werte. Inflationsbefürchtungen sind ebenfalls zu bescheiden, als dass sie Liquidität aus den Finanzmärkten abzuschöpfen vermöchten.

Gemessen an der Risikoprämie besteht weder für Aktien in den USA, in Europa, in der Schweiz noch in Japan eine erhöhte Gefahr einer Abwanderung des Kapitals in Obligationen. – Voraussetzungen dazu sind allerdings eine gutgehende Wirtschaft und Unternehmen, die ihre Gewinne steigern. Je nach Region belaufen sich die Gewinnerwartungen für dieses Jahr auf ca. 7% und für das nächste Jahr auf etwas über 10%, sicherlich noch fern von jeder Übertreibung. Auch der Optimistenindikator der UBS sendet keine Signale von übertriebenem Optimismus.

Oben erwähnte Argumente im Zusammenhang mit einer „Multiple Expansion“⁴ und einer weiteren Verknappung des Aktienangebotes stimmen uns zuversichtlich, bis Ende des Jahres von Aktien den stärksten Performancebeitrag zu erhalten.

Rückblick

Aktien

Allgemein höhere Realzinsen und eine unklare Situation am amerikanischen Immobilienmarkt haben den Aktienmärkten in den letzten Wochen weltweit zu schaffen gemacht. Die Risikobereitschaft hat sich, wenn auch nur unwesentlich, etwas gemässigt. Trotz den Unsicherheiten kann man auf ein überdurchschnittlich rentierendes Quartal zurückschauen. Einmal mehr wurden diejenigen Anleger belohnt, die den Mut hatten, grössere Aktienpositionen zu fahren. Matchentscheidend in diesem Quartal war jedoch, wie sich die regionale Aktienallokation gestaltete, so rentierten beispielsweise japanische Aktien des Haupttableaus 3,6% wohingegen die DAX Werte mit plus 15,8% aus dem Markt gingen.

¹ Hypothekendarlehen in den USA an Schuldner mit minderer Bonität

² Mortgage Backed Securities

³ Siehe Finanz und Wirtschaft, 30.6.2007: „Emerging Markets noch nicht in gefährlichen Höhen“

⁴ Vergrößerung der Preisratio, da die Unternehmensgewinne den Aktienkursen davongeeilt sind.

Anlagebericht - 30. Juni 2007

Eher überraschend war die ausserordentliche Wertsteigerung von Aktien klein- und mittelkapitalisierter Unternehmen sowie Aktienmärkte vereinzelter Schwellenländer. Per Definition hätten Anlagen in solchen Märkten bei nachlassender Risikobereitschaft unter Druck kommen sollen. Nach unserem Ermessen kann es dafür eigentlich nur zwei Erklärungen geben: Entweder wird sich diese Situation in naher Zukunft bereinigen oder aber die Risikobereitschaft des internationalen Anlegers ist weiterhin sehr hoch. Beide Argumente sprechen dafür, dass grosskapitalisierte Aktienwerte mittelfristig überdurchschnittlich davon profitieren dürften.

Finanz und Wirtschaft hat erst kürzlich die besten amerikanischen Aktienfonds analysiert. Dabei durften wir mit Freude feststellen, dass der von uns eingesetzte Fonds von Neuberger Berman über die letzten fünf Jahre den ersten Platz belegte. Über diese Periode rentierte der Neuberger Berman US Equity Value Fund 34,8% gegenüber einer Performance des S&P 500 von 12,9%. Nach Anfangsschwierigkeiten im letzten Jahr liegt der Fonds nun dieses Jahr nahezu 5% vor dem Vergleichsindex. – Geduld zahlt sich manchmal aus.

Die Performance⁵ der anderen von uns eingesetzten Produkte darf sich ebenfalls sehen lassen:

HNW Performa Asian Equities	15.57%
HNW Performa European Equities	13.78%
HNW Performa US Equities	8.56%
Neuberger Berman US Equity Value	11.78%
SIM European Stock Portfolio	6.98%

Die Aktienindizes im Vergleich:

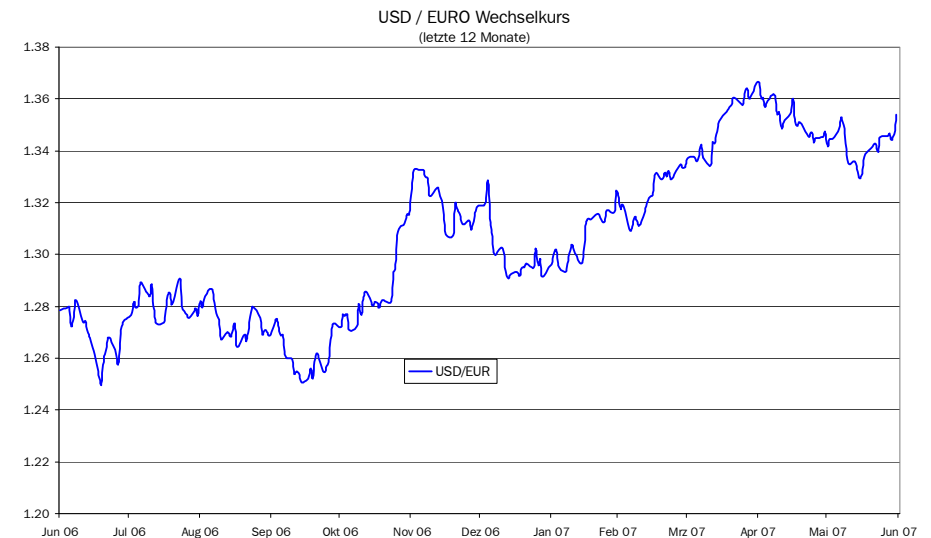
		31.12.2006	29.06.2007	Preisrendite ⁶
Deutschland	DAX	6'596.92	8'007.32	21.38%
Europa	MSCI Europe	3'968.13	4'348.77	9.59%
Japan	Nikkei 225	17'225.83	18'138.36	5.30%
Schweiz	SPI	6'929.18	7'514.07	8.44%
USA	S & P 500	1'418.30	1'503.35	6.00%

⁵ Seit 31.12.2006

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

Obligationen und Zinsen

Im Juni hat der schon lange erwartete Liquiditätsentzug im Obligationenmarkt stattgefunden. Nicht nur verbriefte und gebündelte Hypothekarschulden (ABS⁷) mussten Federn lassen, sondern auch fremdfinanzierte Firmenübernahmen. Gläubiger forderten für tiefere Bonitäten, d.h. grössere Risiken, eine höhere Verzinsung. Eine Normalisierung, die schon lange hätte stattfinden sollen, denn welchen Sinn macht es, dass ein BBB Schuldner in Euro nur gerade ein Aufgeld von 0,8% gegenüber einem AAA Schuldner bezahlen muss?



Die schlechten Nachrichten zweier Hedge Funds von Bear Stearns gossen weiteres Öl ins Feuer und brachten den Obligationenmarkt kurzfristig unter Druck. Um die beiden Hedge Funds am Leben zu erhalten, wird Bear Stearns insgesamt über USD 10 Mrd. einschiessen müssen, so schätzt Merrill Lynch. Von der Finanzspritze dürfte einiges über den Anleihenmarkt finanziert werden.

⁷ Asset Backed Securities

Anlagebericht - 30. Juni 2007

Schlechte Erinnerungen an LTCM und Amaranth wurden wach. Denn zu Spitzenzeiten sollen die beiden Finanzvehikel in über USD 20 Mrd. illiquide Vermögenswerte investiert haben. Durch die Bondkorrektur fand eine Neuberwertung der investierten Werte statt, die grosse Verluste für die beiden Fonds nach sich zog. Anfängliche Befürchtungen, dass es andere grosse Hedge Fonds ebenfalls getroffen haben soll, wurden nicht bestätigt und der Markt konnte sich wieder beruhigen.

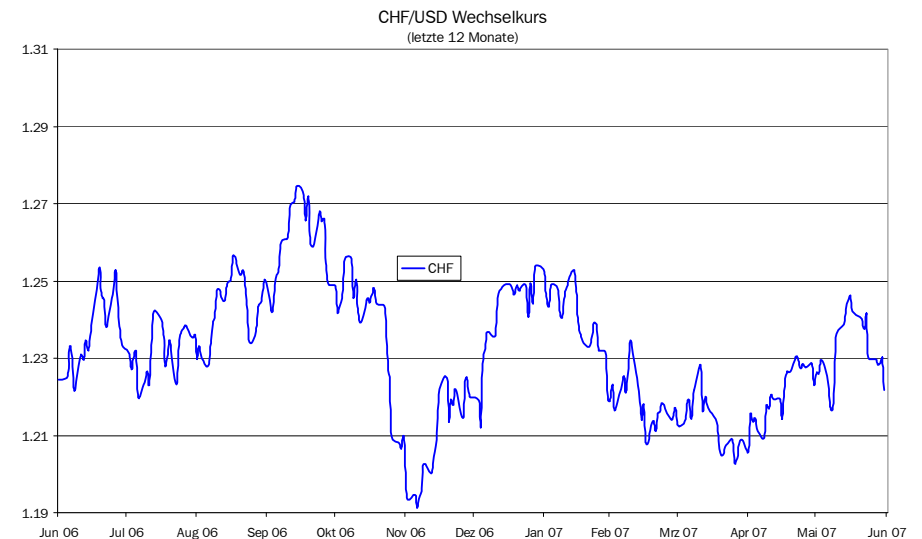
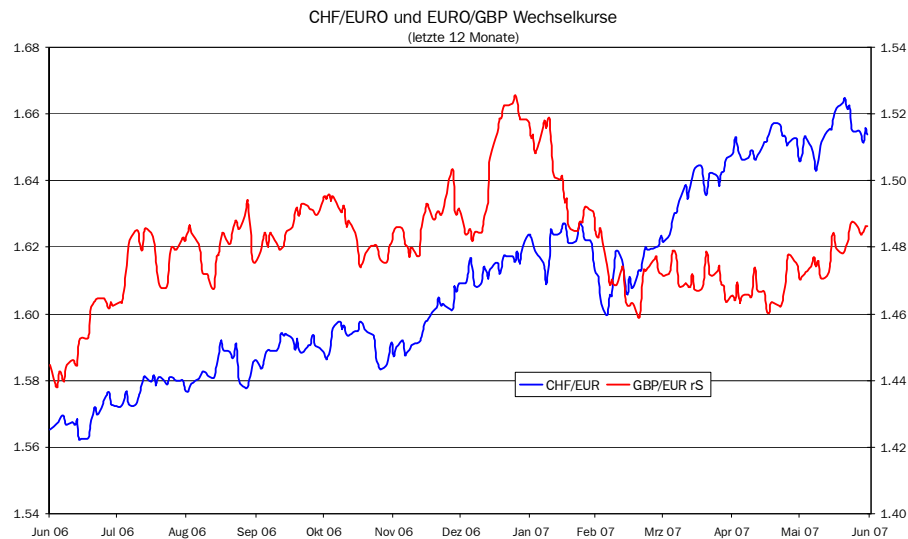
Renditen 10-jähriger Staatsobligationen:

	<u>29.12.2006</u>	<u>29.6.2007</u>	<u>Renditediff.</u>
USA	4.71%	5.03%	0.32%
Europa	3.95%	4.57%	0.62%
Schweiz	2.52%	3.23%	0.71%
Grossbritannien	4.74%	5.46%	0.72%
Japan	1.69%	1.88%	0.19%

Währungen

Das Umfeld für „Carry Trades“ hat sich in den Tiefzinswährungen nochmals verbessert. So hat sich die Volatilität für CHF gegenüber der amerikanischen Valuta von 8,3% auf 7,1% und im Yen von 8,3% auf 7,0% verringert. Entsprechend kamen diese beiden Währungen weiter unter Abgabedruck.

Nachwirkungen im US Dollar zeigte die Sitzung des FOMC⁹ Ausschuss Ende Juni, welcher beschlossen hatte, die Zinsen unverändert zu belassen. Der vom Markt erwartete schwindende Zinsvorteil gegenüber dem Euro schwächte den „Greenback“ zusätzlich.



Anzeichen auf höhere Zinsen in England verhalfen dem Englischen Pfund zu starkem Rückenwind.

⁸ Verschuldung in Tiefzinswährungen mit tiefer Volatilität, um eine Wiederanlage in Hochzinswährungen zu tätigen.

⁹ Federal Open Market Committee; verantwortlich für die Geld- und Zinspolitik in den USA

Anlagebericht - 30. Juni 2007

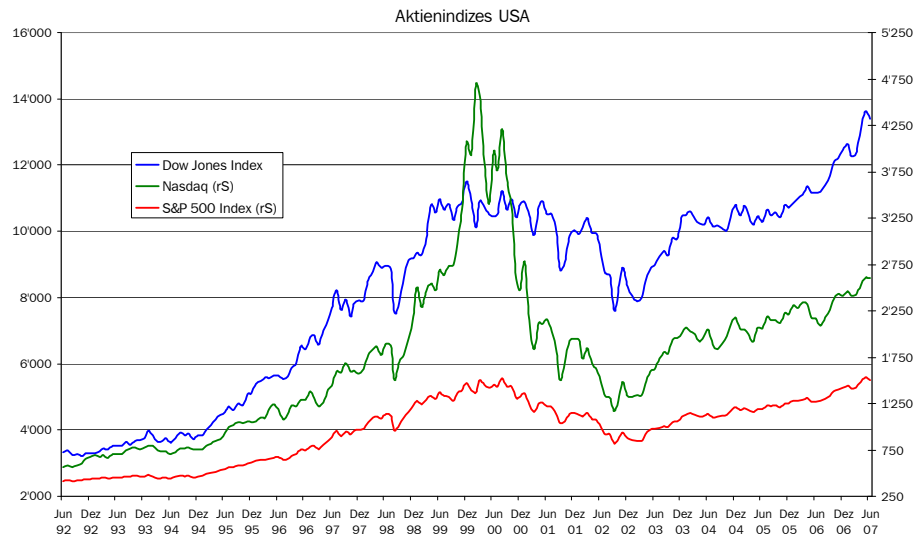
Kursentwicklung des USD gegenüber anderen Währungen
über die letzten 12 Monate über die letzten 24 Monate

CHF	-0.2%	-4.8%
EUR	-5.9%	-11.9%
GBP	-8.7%	-12.0%
Yen	7.7%	11.1%

Finanzmärkte – Ausblick

Aktien

Eine beinahe Stagnation der amerikanischen Wirtschaft von lediglich 0.7% Wachstum im ersten Quartal hat mit Bestimmtheit niemand überrascht. Ausserhalb des amerikanischen Immobilienmarktes mehren sich schon die ersten Anzeichen einer Erholung, so beispielsweise der als Frühindikator bekannte Chicagoer Einkaufsmanagerindex, der mit über 60 Punkten auf eine expandierende Wirtschaft hinweist. Auch Bondinvestoren teilen eine optimistischere Konjunkturschätzung und haben die gefährliche inverse Renditekurve zum grössten Teil entschärft. Eine weiche Landung der amerikanischen Wirtschaft scheint immer realistischer zu werden.



In Europa indizieren etwas verhaltene Makrozahlen ein baldiges Top des gegenwärtigen Zyklus. Da sich das Wirtschaftswachstum aber breit abstützt, darf weiterhin mit starkem Wachstum gerechnet werden.

Die japanische Wirtschaft ist ebenfalls auf Wachstumskurs, auch wenn sich die makroökonomischen Zahlen nicht einheitlich zeigen. Auf der positiven Seite präsentieren sich beispielsweise die Arbeitslosenzahlen, die Detailhandelszahlen und der Privatkonsum. Dem standen ein schwacher Maschinenbau, eine rückläufige Industrieproduktion sowie ein leichter „Leading Indicator“ gegenüber.

Insgesamt senden die Makroindikatoren positive Signale für die Aktienmärkte, verstärkt durch den gegenwärtigen Rückzug der Inflation.

	Reales BIP Wachstum ¹⁰		Teuerung	
	2007	2008	2007	2008
Deutschland	2.7%	2.3%	1.9%	1.6%
Europa	2.6%	2.2%	1.9%	1.9%
Grossbritannien	2.7%	2.5%	2.4%	1.9%
Japan	2.3%	2.3%	0.0%	0.3%
Schweiz	2.2%	2.1%	0.6%	1.2%
USA	2.0%	2.7%	2.5%	2.3%

	Geldmengenwachstum ¹¹		
	2007	vs Langzeit DS ¹²	vs 12Mte DS
USA	5.9%	darüber	darüber
Europa	9.4%	darüber	darüber
Schweiz	-6.5%	darunter	darunter
Grossbritannien	4.8%	neutral	darunter
Japan	1.4%	darunter	darüber

¹⁰ Economist Juni Durchschnitte

¹¹ Bloomberg

¹² Durchschnitt

Anlagebericht - 30. Juni 2007

Wie schon in anderen Berichten erwähnt, erwarten wir bei grosskapitalisierten Aktien eine Vergrösserung der Preisratios¹³. Dafür gibt es verschiedene Gründe:

- faire fundamentale Bewertung
- Unternehmensgewinne sind den Aktienkursen davongeeilt
- günstige relative Bewertung gegenüber Obligationen und kleinkapitalisierten Werten (siehe anschliessende Tabelle über die Risikoprämie)

		Aktien Gewinnrendite	Rendite 10j Staatsobli.	Differenz
Deutschland	DAX	6.8%	4.6%	2.2%
Europa	DJ STOXX 600	6.5%	4.6%	1.9%
Grossbritannien	FTSE 100	6.8%	5.5%	1.3%
Japan	TOPIX	3.2%	1.9%	1.3%
Schweiz	SPI	6.2%	3.2%	3.0%
USA	S&P 500	5.6%	5.0%	0.6%

Sicher, durch die höhere Verzinsung werden Fremdfinanzierungen über den Kapitalmarkt für Schuldner minderer Qualität je schwieriger werden. Deshalb gehen wir davon aus, dass sich die Geschwindigkeit des Übernahmekarussells, Private Equity Aktivitäten sowie „Leveraged-Buy-Out“ Transaktionen verlangsamen werden.

Den Investmentbanken dürfte damit eine grosse Einnahmequelle versiegen, nämlich die Emission von High Yield Obligationen.

Für Aktien allgemein erwarten wir höhere Volatilitäten und einen Seitwärtstrend bis Mitte September.

Die Teilnehmer am Aktienmarkt agieren weder in übertriebener Euphorie noch in blindem Optimismus. Im Gegenteil: Die Märkte widerspiegeln seit geraumer Zeit Unsicherheit und Skepsis. – Eine weitere Indikation dem Aktienmarkt treu zu bleiben.

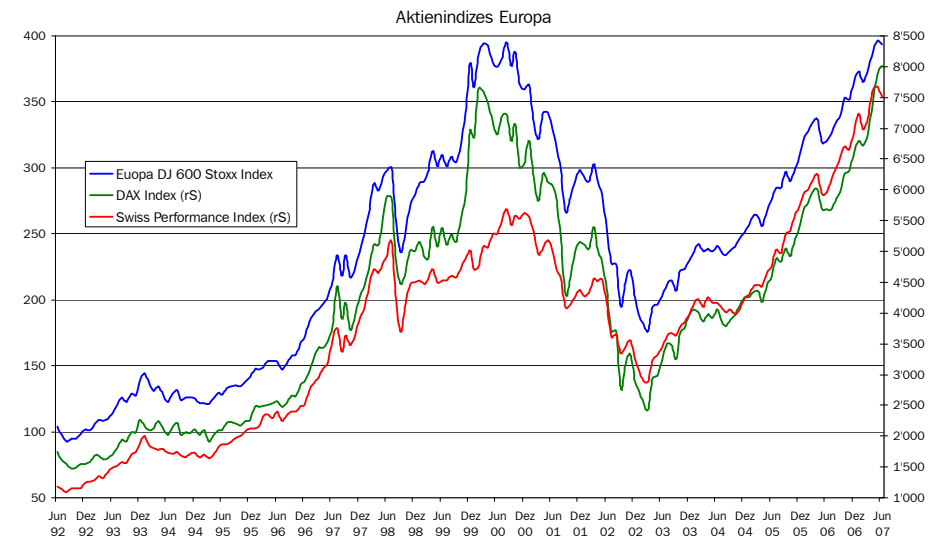
USA

Das Konsumentenvertrauen in den Vereinigten Staaten hat im Juni einen Rückschlag erlitten und ist von 108,0 auf unter 103,9 Punkte zurückgeglitten. Die Arbeitnehmer sehen die Situation nicht mehr so rosig wie noch vor ein paar Monaten. So haben die beiden Subindizes „Jobs hard to get“ und „Jobs plentiful“ wesentlich zur Verschlech-

terung des Indexes beigetragen. Dies dürfte sich in den kommenden Monaten in einem schwächeren Konsum niederschlagen.

Dennoch, die Rating Agentur Fitch erwartet ein Wachstum der amerikanischen Wirtschaft von 2,1% in diesem, 2,7% im nächsten und 2,9% im übernächsten Jahr.

Die Bewertung von amerikanischen Aktien befindet sich auf einem fairen Level. Wir sind jedoch der Meinung, dass die Dividendenpapiere in anderen Regionen auf günstigerem Niveau erhältlich sind. Deshalb untergewichten wir amerikanische Aktien.



Europa

Die Makroindikatoren für Europa zeigen sich verhalten aber positiv: Das konsumtive sowie das institutionelle Vertrauen in die Wirtschaft ist ungebrochen und befindet sich schon seit längerem in einem Aufwärtstrend. Die Zahl der erfolglosen Arbeitssuchenden tendiert ebenfalls seit Mitte des vorletzten Jahres nach unten. Auch die Inflationsrate verharrt hartnäckig unter der EZB Zielmarke von 2%. Also besteht weiterhin kein Preisdruck in Europa. Trotzdem überwacht die Notenbank die Teuerung

¹³ Multiple Expansion

Anlagebericht - 30. Juni 2007

wie bisher mit Argusaugen und die Erhöhung der Zinsen um 0,5% scheint eine beschlossene Sache zu sein.

Allgemein sind allerdings die Inflationsängste zu klein, als dass sie die Liquidität aus den Märkten treiben würde.

Die Kombination aus fundamental fairer Bewertung und hoher Risikoprämie (siehe Tabelle oben) veranlasst uns die Übergewichtung von europäischen Aktien beizubehalten.

Deutschland

Auch in Deutschland scheint das Vertrauen in die Wirtschaft und den Privatkonsum ungebrochen. Das deutsche Ifo-Institut kommt denn auch zum Schluss, dass sich der Aufschwung in Deutschland fortsetzen wird. Die hohe Kapazitätsauslastung dürfte die Nachfrage nach neuen Arbeitskräften hoch halten und auf die Konsumenten weiter vertrauensbildend wirken.

Wir können unsere Beurteilung bezüglich des deutschen Aktienmarktes vom letzten Quartalsbericht nur wiederholen:

„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.“

Schweiz

Die Schweiz ist gut unterwegs, allen voran die Exportindustrie. Bis Mai konnte diese um über 10% zuglegen. Genauso die Industrieproduktion, welche sich gegenüber dem ersten Quartal letzten Jahres um 7,3% erhöht hat. Der „schwächelnde“ Schweizerfranken dürfte seinen Beitrag dazu geleistet haben.

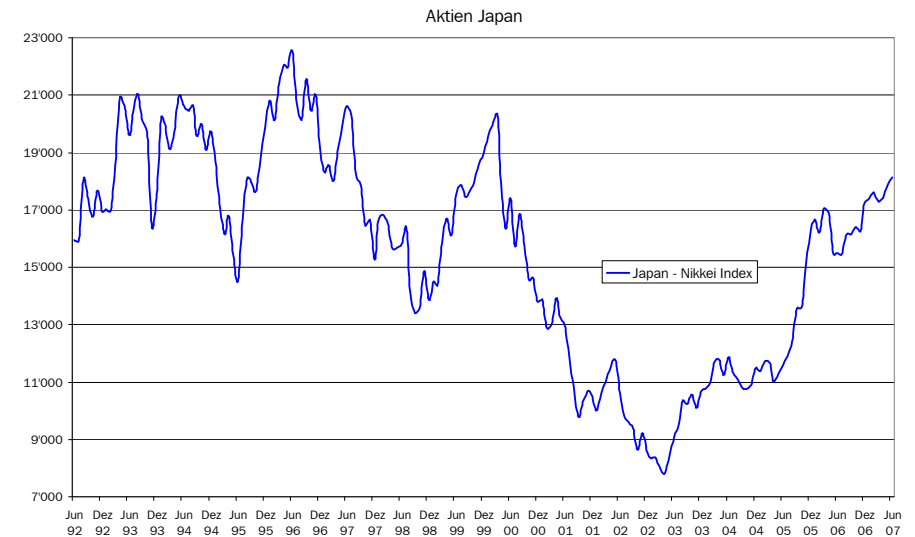
Die ETH-KOF¹⁴ erwartet für die zweite Jahreshälfte gar eine Wachstumsbeschleunigung. Der Einkaufsmanagerindex unterstreicht dies und bestätigt als Vorlaufindikator eine weiter anziehende Wirtschaft.

Die Risikoprämie für Aktien scheint sehr attraktiv, doch die fundamentale Bewertung präsentiert sich etwas teurer als für europäische Aktien. Deshalb ziehen wir europäische Werte den schweizerischen vor.

¹⁴ Konjunkturforschungsstelle der Eidgenössischen Technischen Hochschule

Japan

In den letzten 6 Monaten haben vor allem ausländische Investoren das Geschehen am japanischen Aktienmarkt bestimmt. Inländische Investoren zogen es vor, im Ausland zu investieren, währenddessen internationale Investoren ihre Positionen auf nahezu 30% des Gesamtmarktes ausgebaut haben. Erstaunlicherweise konnten diese massiven Käufe durchgeführt werden, ohne damit eine Aktienrally auszulösen.



Japan's Makronachrichten lassen ein etwas verhaltenes Wirtschaftswachstum vermuten.

Sicher, für die exportorientierte Insel ist ein schwacher Yen von Vorteil, doch mittlerweile sind die Anleger verunsichert, da die japanische Notenbank nichts dagegen unternimmt. Wobei zu bemerken ist, dass sie dies auch nicht ohne weiteres kann, denn die Deflation ist nach wie vor präsent. Der Konsumentenpreisindex zeigt dies in der Kernrate mit minus 0.3%.

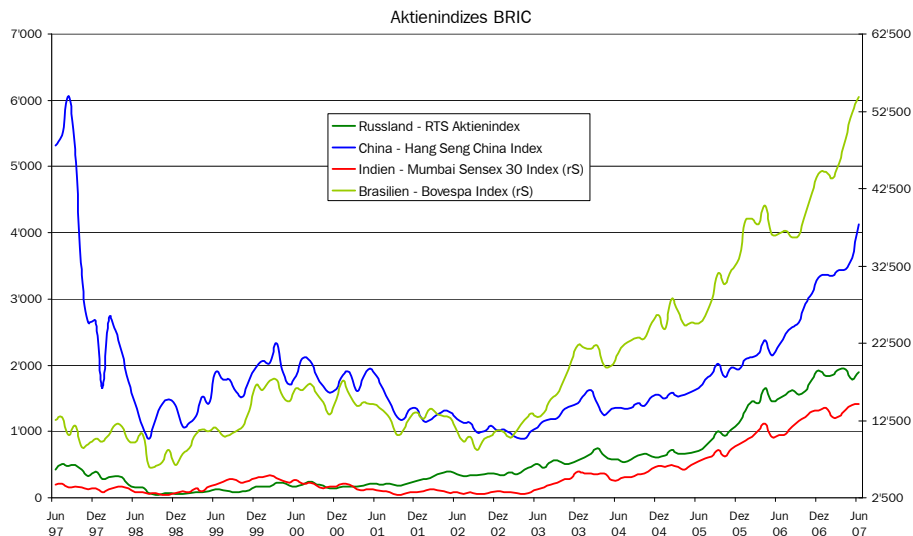
Zu viele gegenläufige Indikatoren bestimmen zur Zeit das Marktgeschehen in Japan, als dass wir die Untergewichtung japanischer Aktien verändern sollten. Zudem steht

Anlagebericht - 30. Juni 2007

über kurz oder lang die Repatriierung des Yens an, welche den Aktienmarkt kurzfristig kaum stützen würde.

Schwellenländer (BRIC)¹⁵

Gut möglich, dass sich die Investitionsphase für BRIC Länder dem Ende zu neigt. Die Aktienmärkte in China und Indien sind hoffnungslos überbewertet. Russland hat mit politischen Problemen zu kämpfen. Obwohl sich der Erdölpreis seit anfangs Jahr um nahezu 10% zu steigern vermochte, konnte man im letzten Halbjahr mit russischen Aktien kaum Geld verdienen. Der Aktienmarkt in Brasilien scheint hier die Ausnahme zu sein. Die Bewertung brasilianischer Aktien hält sich nach wie vor im fairen Bereich auf, obwohl der Aktienmarkt seit Anfang Jahr um ca. 30% zulegen konnte.



Wie schon in den letzten vier Wochen gesehen, rechnen wir mit einer weiteren Normalisierung der Zinsen und damit auch mit Kapitalabflüssen aus Anlagen mit höheren Risiken. Daher drängt sich zur Zeit für diese Aktienmärkte eine Erhöhung der Aktionallokation nicht auf.

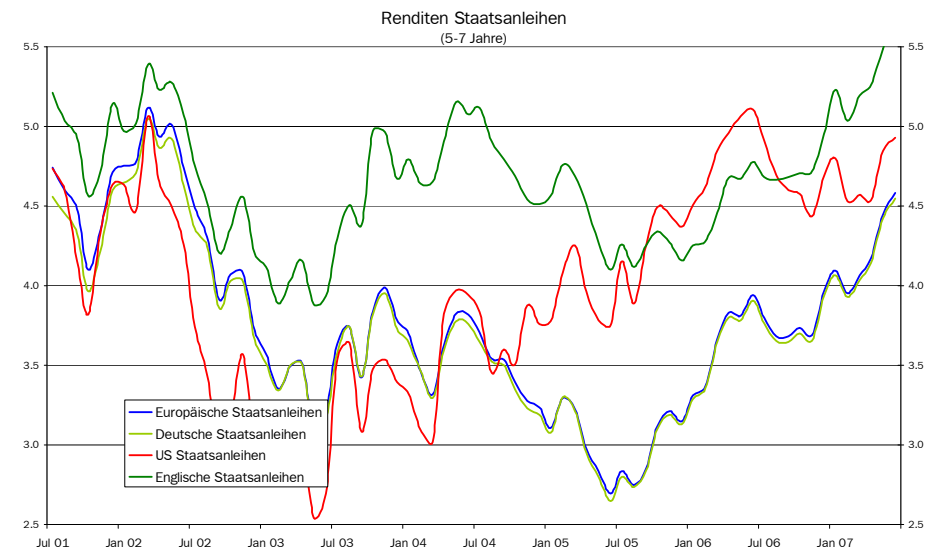
¹⁵ BRIC = Brasilien, Russland, Indien und China

Obligationen, Zinsen und Währungen

Es ist anzunehmen, dass der Normalisierungsprozess höherer Realzinsen noch etwas anhalten wird, vor allem in den Segmenten längerer Laufzeiten qualitativ minderer Schuldner.

Entgegen den Äusserungen des Alt-Notenbankchefs, Allan Greenspan, hat sich die Renditekurve für amerikanische Staatsanleihen normalisiert und das Gespenst einer baldigen Rezession verscheucht.

Seitens der amerikanischen Notenbank sind in der nächsten Zeit keine Zinsveränderungen zu erwarten. In Europa und der Schweiz hingegen ist mit weiteren Zinserhöhungen zu rechnen. Der Zinsvorteil der amerikanischen Valuta verkleinert sich damit. Der US Dollar wird sich deshalb in der nächsten Zeit von der schwachen Seite zeigen und vor allem den Euro begünstigen.



Ein Teil der Yen-Schwäche ist den japanischen Investoren zuzuschreiben, die vor allem von den höheren Renditen im Ausland profitieren möchten. Sollte sich die Volatilität der Wechselkurse gegenüber dem Yen oder Schweizerfranken vehement erhöhen, werden sich die beiden Länder mit der Repatriierung ihrer Währung kon-

Anlagebericht - 30. Juni 2007

frontiert sehen. Nach unserem Ermessen besitzen deshalb diese beiden Währungen für die nächsten 12 Monate das grösste Aufwärtspotenzial.

Unser Bondmodell ist für die Währungen Euro und CHF negativ; ansonsten verhält es sich neutral. Wobei festzuhalten ist, dass mit höheren Zinsen seitens der Bank of England zu rechnen ist, obwohl sich die Inflation leicht rückläufig entwickelt hat. Sollte sich die Teuerung weiter zurückbilden, könnte es dann allerdings die letzte Zinserhöhung sein. Der starke Immobilienboom sowie die Konsumfreudigkeit könnten einem solchen Szenario allerdings die Luft abdrücken.

In Anbetracht des gegenwärtigen Zinsumfeldes sehen wir uns nicht veranlasst, das relativ kurze Durationziel von 2,5 bis 3 Jahre zu verlassen.

Nicht Traditionelle Anlagen

Interessant war zu beobachten wie sich der Fund of Hedge Fund Index¹⁶ in der Korrekturphase von Februar/März dieses Jahres verhalten hatte. Dieses Mal hatte es mit der Versicherung geklappt, der HFRI Index erzielte über die beiden Monate eine Mehrrendite gegenüber dem MSCI Weltindex von über 3%.

Wie schon letztes Mal angekündigt, haben wir in der Zwischenzeit eine Position von durchschnittlich 4% im ausgewogenen Portfolio in zwei Fund of Hedge Funds investiert.

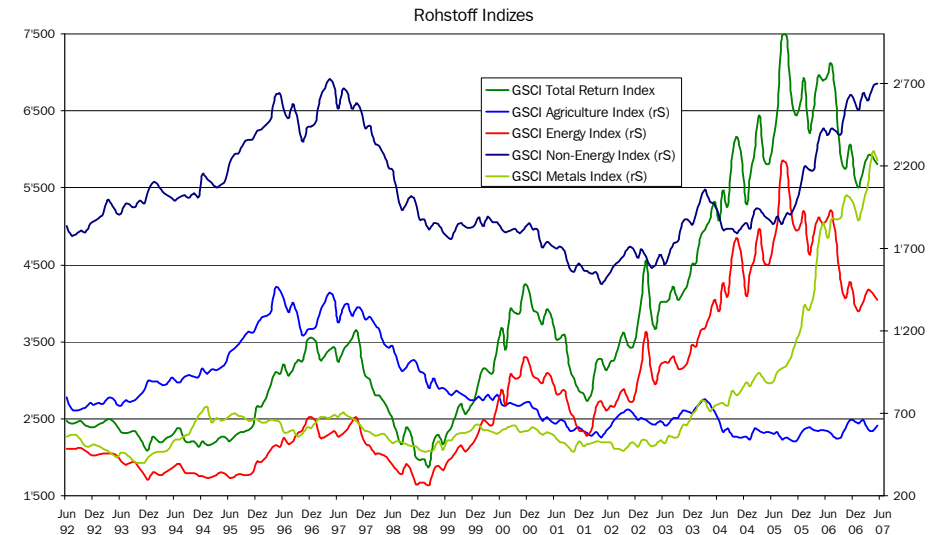
Commodities/Rohwaren

Aufflammende Inflationsängste sorgten für ein Rekordhoch im Gold anfangs Quartal. Danach korrigierte das Edelmetall wieder auf USD 650 pro Unze. In der Vergangenheit haben Inflationserwartung und Gold eine sehr enge Korrelation aufgewiesen, allerdings mit der Ausnahme seit Anfang Mai. Daher ist davon auszugehen, dass es sich bei der Zinsbewegung lediglich um eine Realzinserhöhung handelt.

Die angestiegenen Zinsen erhöhen die Lager-, Liefer- und Versicherungskosten für Gold, welches nur vom Wertzuwachs profitiert, aber sonst keine Erträge erwirtschaftet. Auch auf Grund der Saisonalität des gelben Metalls scheinen gegenwärtig wenig Gründe für einen Auftrieb vorhanden zu sein.

Mathematisch gesehen hat sich die Situation beim Erdölpreis nicht verändert. Nach wie vor bewegen sich die Preisnotierungen über zwei Standardabweichungen von der Normalität entfernt. Vergleicht man die durchschnittlichen Erdölpreise mit den rap-

portierten Beständen über die letzten 10 Jahre, so ist nur eine sehr schwache Korrelation festzustellen. Es liegt die Vermutung nahe, dass die Preise für diesen Rohstoff hauptsächlich durch spekulatives Geld getrieben werden.



Gemäss einer Meldung der CFTC¹⁷ sollen in den letzten Wochen Positionen grosser Hedge Funds in Benzin, Rohöl und Heizöl ausgebaut worden sein. So haben beispielsweise spekulative Benzin-Futures-Positionen den Rekordstand von Mai 2004 erreicht und sind somit einer erhöhten Gefahr für Gewinnmitnahmen¹⁸ ausgesetzt.

¹⁶ Hedge Fund Research Institute

¹⁷ Commodity Futures Trading Commission; Aufsichtsbehörde für die Rohstoffbörsen

¹⁸ Siehe FuW, 27.6.2007: "Kurskorrektur an den Ölmärkten"

Anlagebericht - 30. Juni 2007

Konklusion

Der aufgeschreckte Bondmarkt wird die Investment Banking Aktivitäten verlangsamen. Über kurz oder lang dürften vor allem Hochrisikokapitalanlagen zu leiden haben:

- Aktien von klein- und mittelkapitalisierten Unternehmen
- Obligationen von Schuldern minderer Qualität
- Aktienmärkte von Schwellenländern.

Ein daraus resultierender Kapitalabfluss, die hohe Risikoprämie für Aktien sowie die faire fundamentale Bewertung derselben dürften künftig die Dividendenpapiere von Hauptbörsen begünstigen.

Die Risiken zu unseren Einschätzungen haben sich gegenüber den letzten Berichten kaum merklich verändert:

- ein abrupter höherer Erdölpreis
- ein markanter Anstieg der Volatilität des Schweizer Frankens sowie des Yens
- ein Übergreifen restriktiver Kreditvergabestandards ausserhalb des Hypothekarkreditmarktes auf andere Kreditarten in den Vereinigten Staaten
- eine harte Landung der amerikanischen und/oder chinesischen Wirtschaft.

Hier nun 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 2007