

### Überblick

#### „Die Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich“<sup>1</sup>

Wie von uns bereits im letzten Anlagebericht erwartet, hat sich die Orientierungslosigkeit in diesem Quartal fortgesetzt. Diese Desorientierung, welche zwischendurch eine sehr hohe Volatilität in den Finanzmärkten zur Folge hatte, dürfte Mitte Juli den Zenit erreicht haben und ist sich gegenwärtig wieder am beruhigen. – Trotzdem, die Krise dürfte noch nicht ausgestanden sein. Gemessen am UBS Optimisten Index agieren Investoren zur Zeit im Bereich von übertriebenem Pessimismus. Auch die monatliche Merrill Lynch Umfrage hält fest, dass die Risikoaversion institutioneller Anleger drastisch nach oben geschneit ist und Ausmasse annimmt, welche das letzte Mal Anfangs 2003 beobachtet wurden. Befürchtungen drehen sich vor allem um das Wohlbefinden des amerikanischen Konsumenten, der immerhin 19 Prozent des weltweiten BSP ausmacht.

In solchen Zeiten ist es immer ratsam, in den Rückspiegel zu schauen. Besonders gut geeignet dafür scheint uns das kleine Buch von Wolfgang F. Somary „Mit Ereignissen umgehen“, welches Sie bei uns kostenlos beziehen können, falls Sie ein solches von uns noch nicht erhalten haben.

Der Eine oder Andere wird dabei bemerken, dass sich die Geschichte nicht wiederholt, aber reimt und wird feststellen, dass es auch in der momentanen Krise Ähnlichkeiten zur Vergangenheit gibt. Seit 1980 hat die Weltbank weltweit 166 Finanzkrisen gemessen. Hauptsächlich waren davon allerdings Schwellenländer betroffen. Es gibt aber auch einige bekanntere Krisen der neueren Zeit, welche unter anderem auch die industrialisierte Welt in Atem hielt. Diese waren

- „Savings and Loan“ Krise Anfang der 90iger in den Vereinigten Staaten
- Mexiko Krise mit dem „Tequila Effect“ Mitte der 90iger Jahre
- LTCM<sup>2</sup> Krise in den späten 90igern mit der Schliessung des von Nobelpreisträgern verwalteten Hedge Fund
- Die Asien- und Russlandkrise, welche ebenfalls in den späten 90igern stattfand

Eines ist allen Krisen gemeinsam: Am Ende agieren die Zentralbanken und überhäufen das System mit Liquidität, um Investorenvertrauen zurückzugewinnen. Mit dem Effekt, dass jedes Mal, sofern die Wirtschaft nicht in eine Rezession abrutschte, mutige Aktienhalter mit überdurchschnittlichen Gewinnen belohnt wurden. – Übrigens stellten die Notenbanken dem Geldmarkt dieses mal weltweit über USD 400 Mrd. Liquidität zur Verfügung.

Auch die LTCM Krise war damals eine noch nie dagewesene Krise und löste am amerikanischen Aktienmarkt eine Kurskorrektur von über 20 Prozent aus. Die amerikanische Notenbank reagierte sofort und reduzierte die Leitzinsen um insgesamt 0,75%. Mit dem Resultat, dass der S&P 500 Index im selben Jahr mit einem Plus von 26% schloss.

Eine Rezession wird normalerweise durch den Aktien- sowie Obligationenmarkt mit einer Vorlaufzeit von 3 bis 6 Monate vorangekündigt. Gegenwärtig sendet weder der Aktienmarkt noch der Obligationenmarkt, beispielsweise mit einer inversen Zinskurve, entsprechende Signale. Eine weiche Landung der amerikanischen Wirtschaft wird deshalb immer wahrscheinlicher.

Wie wir schon Ende des letzten Quartals berichtet haben, sitzen die 500 grössten US-Konzerne auf Barmitteln, wie sie das letzte Mal in den sechziger Jahren zu beobachten waren. Dies in Zusammenhang mit relativ sowie absolut günstig bewerteten Aktien, überzeugt uns, dass wir bis Ende Jahr von dieser Anlageklasse den grössten Performancebeitrag erwarten können.

### Rückblick

#### Aktien

Interessanterweise hatten unter der Liquiditätsklemme im dritten Quartal vor allem europäische Aktienmärkte zu kämpfen. Während der Aktienweltindex<sup>3</sup> knapp 2 Prozent und der amerikanische um 1,5 Prozent zulegen konnte, verminderte sich der Wert der Aktien in Europa um etwas über 4 Prozent. Vom Jahreshöchst Anfang Juni bis zum Tiefst dieses Jahres verloren die Aktienmärkte<sup>4</sup> der industrialisierten Welt je nach Region zwischen –8.4% und –12,3%. In der Zwischenzeit haben sich die meisten Märkte von ihren Tiefstwerten wieder erholt. Trotz Vertrauensverlust an den Fi-

---

<sup>1</sup> Mark Twain 1835-1910

<sup>2</sup> Long Term Capital Management

---

<sup>3</sup> MSCI Weltindex

<sup>4</sup> In lokaler Währung

## Anlagebericht - 30. September 2007

nanzmärkten flirtete der Dow Jones Industrial Index in der letzte Woche des Quartals sogar mit dem Allzeithoch.

Einer der Hauptauslöser dürfte der Notenbankchef der amerikanischen Notenbank sein, welcher mit einem Zinsschnitt von 0,5% an den Aktienmärkten weltweit ein regelrechtes Kursfeuerwerk auslöste. Nicht, dass damit das Problem der Hypothekarkrise behoben worden wäre. Dies war aber auch nicht die Absicht, vielmehr sah sich die amerikanische Notenbank veranlasst, das allgemeine Vertrauen unter den Banken zu stärken.

Seit Anfang Jahr präsentieren sich die meisten Aktienindizes wieder im Plus:

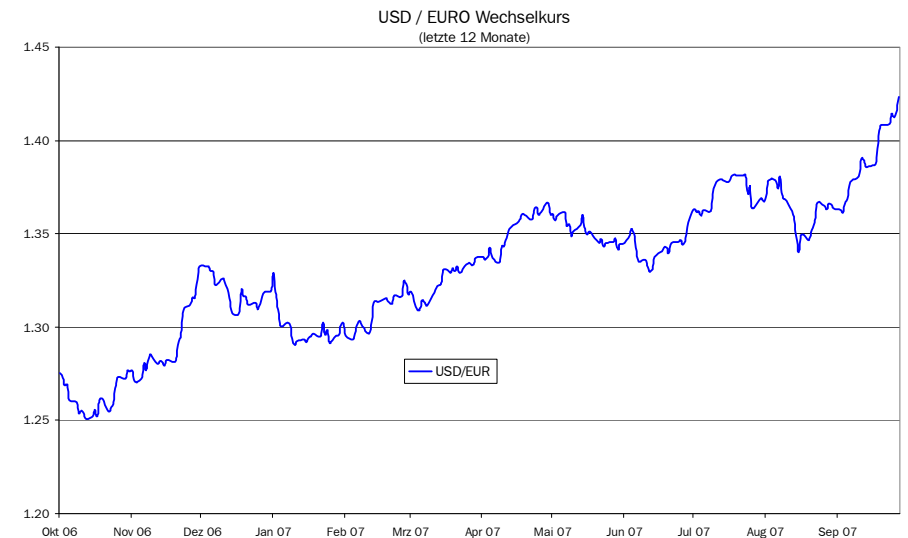
		<u>31.12.2006</u>	<u>28.09.2007</u>	<u>Preisrendite</u>
Deutschland	DAX	6'596.92	7'861.51	<b>19.17%</b>
Europa	DJ STOXX 600	365.26	377.86	<b>3.45%</b>
Schweiz	SPI	6'929.18	7'562.53	<b>4.81%</b>
Japan	Nikkei 225	17'225.83	16'785.69	<b>-3.83%</b>
USA	S & P 500	1'418.30	1'526.75	<b>7.65%</b>

Die Performance<sup>5</sup> der von uns eingesetzten Produkte:

HNW Performa Asian Equities	18,07%
HNW Performa European Equities	9,27%
HNW Performa US Equities	11,68%
Neuberger Berman US Equity Value	10,69%
SIM European Stock Portfolio	-0,13%

Die rote Laterne hält gegenwärtig unser eigenes Produkt, das SIM European Stock Portfolio, in welchem wir einen wertorientierten (Value) Anlageansatz umsetzen. Gemäss der Stil-Analyse der UBS waren in der letzten Zeit Wachstumsaktien in der Gunst der Anleger, wohingegen unterbewertete Aktien nur wenig Aufmerksamkeit erhielten. Als wir den Anlagestil im Januar 2004 für unsere Kunden implementierten, waren wir uns sehr wohl bewusst, dass es keinen Anlagestil gibt, der durchgängig eine Mehrrendite erwirtschaften kann und wir damit rechnen mussten, dass es Perioden geben wird, in welchen wir gegenüber dem europäischen Aktienmarkt schlechter abschneiden würden. Der Grund, weshalb wir uns dazumal für den Value-Anlagestil entschieden, liegt in der historisch ausserordentlichen Mehrperformance gegenüber

allen anderen Anlagestilen. – Alles in allem haben Investoren, welche seit Anfang 2004 unserem Anlagestil treu gewesen sind, eine Aktienrendite von durchschnittlich 96 Prozent gegenüber dem europäischen Aktienmarkt von 80 Prozent erzielt, d.h. insgesamt eine Mehrrendite von ca. 16% erwirtschaftet. – Mit dem SIM European Stock Portfolio verfolgen wir genau dieses Ziel nämlich den Aktienmarkt über einen längeren Zeithorizont, sprich 3 bis 5 Jahren, um 2 bis 3 Prozent pro Jahr zu schlagen. Wir erwarten, dass wir dies auch in Zukunft erreichen. Wichtig ist jedoch, dass wir in Perioden wie diesen den Kopf nicht verlieren und unserem Anlagestil treu bleiben.



### Obligationen und Zinsen

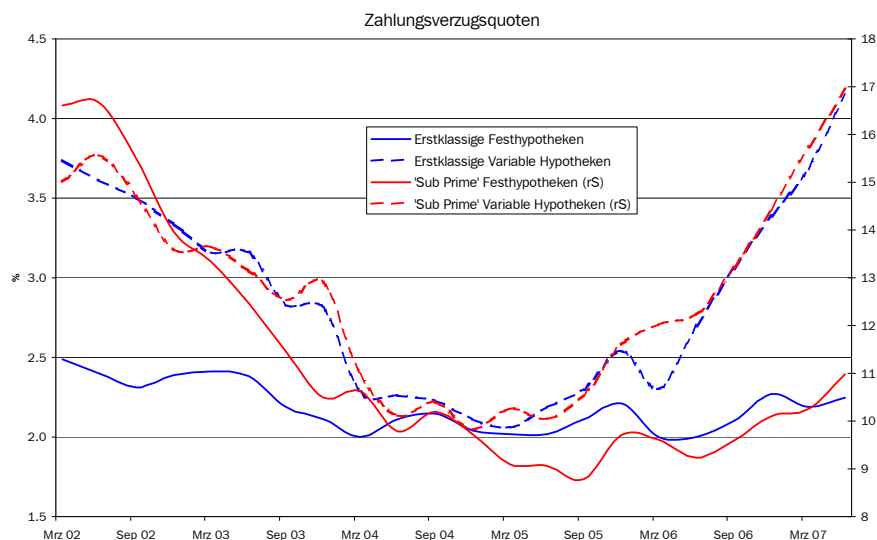
Am 16. September standen sich Kleinsparer in England vor den Geschäftstellen der Northern Rock Bank die Füsse platt, um ihre Ersparnisse zu sichern. Daraufhin musste die englische Notenbank gegen ihren Willen die „tough love“ Linie verlassen und mit einer initialen Finanzspritze von GBP 10 Mrd. dem Kapitalmarkt in Grossbritannien unter die Arme greifen. Zusätzlich wurden sämtliche Spareinlagen bei der Northern Rock Plc und anderen durch den Staat garantiert. Sofort schossen die

<sup>5</sup> Seit 31.12.2006 in Fondswährung

## Anlagebericht - 30. September 2007

Kosten für „Übernacht-Interbankkredite“ in Grossbritannien auf ein zuletzt nach 9/11 gesehenes Niveau von 6,5%, verglichen mit 5,75% in der Vorwoche.

Insgesamt schleusten Zentralbanken weltweit über USD 400 Mrd. in den Geldmarkt. Mittlerweile gibt es erste Anzeichen einer Normalisierung an den Kapitalmärkten.

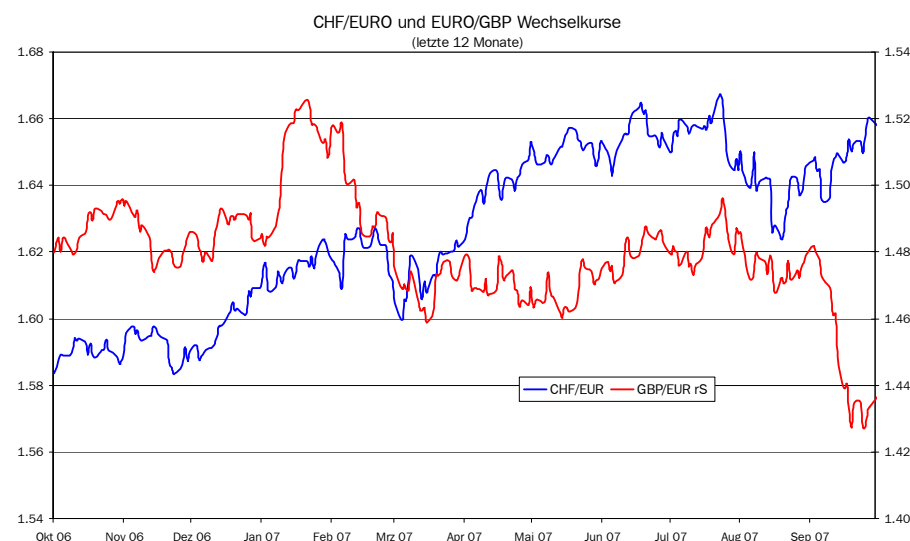


Die Korrektur der Finanzmärkte ist auf die exzessive Geldpolitik der Notenbanken der letzten Jahrzehnte zurückzuführen, wie sehr deutlich am Beispiel der USA zu sehen ist.

Die Liquiditätshausse in den Vereinigten Staaten kommt nicht von ungefähr. In den letzten 20 Jahren wurde die Geldmenge um jährlich satte 5% erhöht. Seit dem „Tequila Effect“ Mitte der 90iger Jahre liegt diese Ziffer sogar noch um nahezu 1% höher! Wie aus unten aufgeführter Tabelle ersichtlich ist, hat dies Fremdfinanzierungen stark verbilligt und somit einen wesentlichen Beitrag zur Inflation von Anlagen beigetragen, unter anderem auch von Liegenschaften.

	DS Hypo <sup>6</sup>	M2 Veränderung
Januar 1990 – September 2007	7,38%	4,90%
Januar 1990 – Dezember 1994	8,64%	2,70%
Januar 1995 – Dezember 1999	7,63%	5,20%
Januar 2000 – Dezember 2004	6,60%	6,70%
Januar 2005 – September 2007	6,16%	4,90%
Tiefster Hypothekarsatz: Mai 2003	5,13%	8,00%

Da wir uns historisch gesehen in der Nähe des tiefsten Punktes des Hypothekarsatzes befinden, kann die Höhe des Preises für Fremdfinanzierung nicht das eigentliche Problem sein. Vielmehr ist es die steigende Tendenz der Hypothekarzinsen, welche den Schuldern zu schaffen macht. Dies verdeutlicht die nebenstehende Grafik der Zahlungsmoral der Hypothekarschuldner sehr schön. Alle Welt spricht von einer Subprime Krise, wo es sich doch eher um eine ‚Adjustable Rate Mortgage‘ Krise handelt. Diese sollte durch die amerikanische Notenbank über die Mechanismen Geldmenge und Leitzins einfacher beeinflussbar sein.



<sup>6</sup> Mortgage Banker Fixed Rate Mortgage 30 Years Contract; der Index existiert seit Januar 1990

## Anlagebericht - 30. September 2007

Renditen 10-jähriger Staatsobligationen:

	<u>29.12.2006</u>	<u>28.9.2007</u>	<u>Renditediff.</u>
Grossbritannien	4,74%	5,01%	<b>0,27%</b>
Europa	3,95%	4,33%	<b>0,38%</b>
Schweiz	2,52%	3,01%	<b>0,49%</b>
Japan	1,69%	1,69%	-
USA	4,71%	4,59%	<b>-0,12%</b>

### Währungen

Nicht überraschend ist der USD auf Grund der Zinssenkungen der amerikanischen Notenbank sowie der Aussicht auf weitere Zinssenkungen zunehmend unter Druck geraten. Tiefstwerte der amerikanischen Währung gegen den Euro und CHF wurden bei USD 1.4200 resp. CHF 1.1625 gemessen.

Kursentwicklung des USD gegenüber anderen Währungen

über die letzten 12 Monate    über die letzten 24 Monate

GBP	<b>-9,0%</b>	<b>-15,6%</b>
EUR	<b>-12,2%</b>	<b>-18,3%</b>
CHF	<b>-6,7%</b>	<b>-10,0%</b>
Yen	<b>2,7%</b>	<b>-1,1%</b>

### **Finanzmärkte – Ausblick**

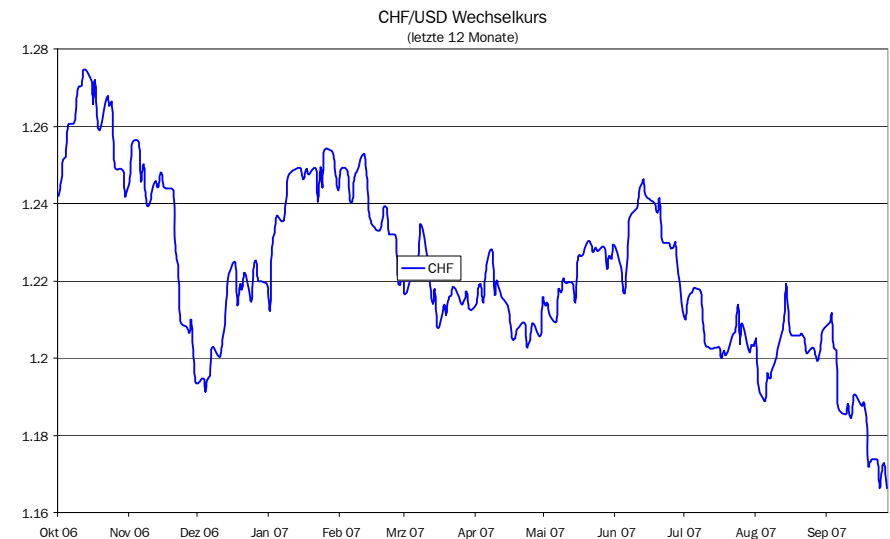
#### Aktien

Wie bereits ausführlich beschrieben, handelt es sich bei der Hypothekarkrise eigentlich nicht um eine Sub-Prime Krise, sondern vielmehr um eine, in welcher sich Schuldner die höheren Schuldzinsen nicht mehr leisten können. Die Fed<sup>7</sup> schätzt den zusätzlichen Verlust für amerikanische Gesellschaften auf bis USD 150 Mrd. Dies entspräche ca. 1% der Marktkapitalisierung des amerikanischen Aktienmarktes.<sup>8</sup>

Was wird nun an den Aktienmärkten passieren? Da niemand wirklich weiss, wie hoch die Buchverluste der einzelnen Unternehmen sein werden, werden Aktienanalysten versuchen, auf der sicheren Seite zu sein. - Wir dürfen nicht vergessen, dass sich der

Markt in übertriebenem Pessimismus befindet. - Die Erwartungen für Unternehmensergebnisse wurden bereits und werden weiter nach unten revidiert. In einer solchen Situation will sich niemand zu stark aus dem Fenster lehnen. Mit dem Effekt, dass die Erwartungen mit grosser Wahrscheinlichkeit zu tief ausfallen werden und somit einfacher zu übertreffen sind. Insbesondere dürfte dies der Fall in der Finanzindustrie sein. Obwohl wir von Gewinnprognosen eigentlich nicht viel halten, zitieren wir hier einen aus einem kürzlich erschienen Bericht der Zürcher Kantonalbank:

„Auf Basis der 12-Monats-Forward-Gewinne errechnet sich für den gesamten Schweizer Aktienmarkt ein KGV von 13,1. Das vergleicht sich mit dem historischen Durchschnitt seit 1989 von 14,6. Der Aktienmarkt ist also rund 10% günstiger bewertet als im Durchschnitt der vergangenen 18 Jahre.“<sup>9</sup>



Unsere eigene Analyse des Aktienweltindex zeigt uns, gemessen an effektiven (nicht geschätzten) Gewinnen ein noch viel drastischeres Bild: die Nettogewinne

<sup>7</sup> Das Federal Reserve System ist verantwortlich für die amerikanische Zinspolitik

<sup>8</sup> Siehe KMS Asset Management AG, September 2007: „A New Investment Environment – A New Bull Market“

<sup>9</sup> ZKB, 28.9.2007: „Daily Market Opinion“

## Anlagebericht - 30. September 2007

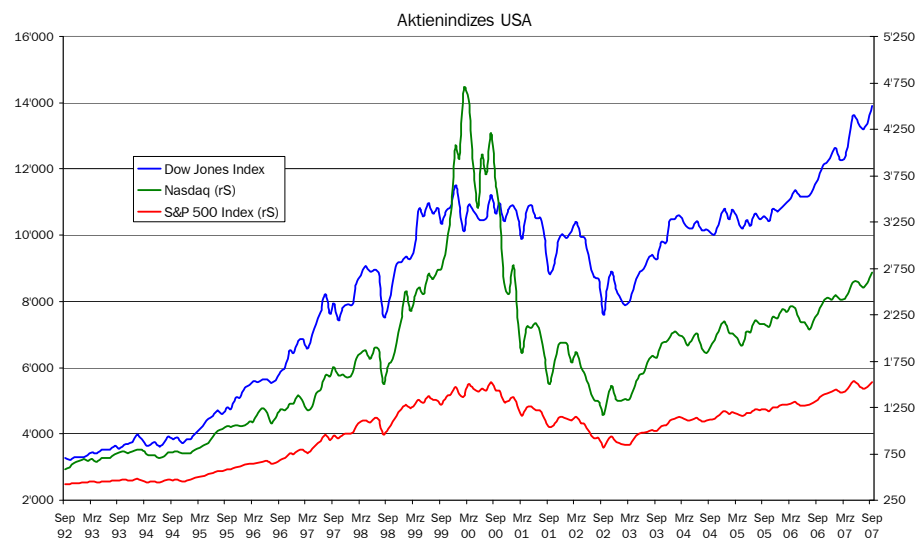
könnten um über 25 Prozente einbrechen, bevor man das durchschnittliche KGV seit März 2003 von 20,5 erreichen würde. Damit ist man aber von den Niveaus, welche für die späte Phase des Investmentzyklus, der „Multiple Expansion“<sup>10</sup> typisch sind, meilenweit entfernt. Zum Vergleich: das durchschnittliche KGV des Aktienweltindexes betrug nach der „Mid-Cycle-Pause“ von Januar 1995 bis März 2003 über 27. – Wohl gemerkt des Aktienweltindexes!

		Aktien Gewinnrendite	Rendite 10j Staatsobli.	Differenz
Deutschland	DAX	7,1%	4,3%	<b>2,8%</b>
Europa	DJ STOXX 600	7,3%	4,3%	<b>3,0%</b>
Grossbritannien	FTSE 100	7,6%	5,0%	<b>2,6%</b>
Japan	TOPIX	3,3%	1,7%	<b>1,6%</b>
Schweiz	SPI	6,9%	3,0%	<b>3,9%</b>
USA	S&P 500	5,6%	4,6%	<b>1,0%</b>

Als wir unseren letzten Bericht schrieben, war die Stimmung an den Finanzmärkten noch wesentlich besser als heute. Gemäss dem UBS Optimisten Index befanden wir uns zwischen Skepsis und Zuversicht. Heute zeigt sich das Bild wesentlich düsterer, man ist in den Bereich des übertriebenen Pessimismus abgedriftet. Zusätzlich herrscht Anlagenotstand. Aktien sind absolut sowie relativ günstig bewertet. – Dies bietet den besten Nährboden für Aktienavancen.

Das Makrobild zeigt sich heute wie folgt:

	Reales BIP Wachstum <sup>11</sup>		Teuerung	
	2007	2008	2007	2008
Deutschland	2,8%	2,3%	2,0%	1,7%
Grossbritannien	2,9%	2,4%	2,4%	2,0%
Europa	2,7%	2,3%	2,0%	2,0%
Schweiz	2,4%	2,1%	0,7%	1,2%
Japan	2,4%	2,2%	0,0%	0,3%
USA	2,0%	2,5%	2,7%	2,4%



	Geldmengenwachstum <sup>12</sup>		
	2007	vs Langzeit DS <sup>13</sup>	vs 12Mte DS
Grossbritannien	5,4%	<b>darunter</b>	<b>darunter</b>
Europa	10,7%	<b>darüber</b>	<b>darüber</b>
Schweiz	<b>-7,6%</b>	<b>darunter</b>	<b>darunter</b>
Japan	1,8%	<b>darunter</b>	<b>darüber</b>
USA	6,4%	<b>darüber</b>	<b>darüber</b>

### USA

Die Zahlen der amerikanischen Volkswirtschaft sprechen zur Zeit keine klare Sprache. Ebenso verhält sich auch der Konsument. Das Konsumentenvertrauen ist schwächer registriert worden, wohingegen der Konsum weiterhin am Steigen ist. Man darf sich vom amerikanischen Konsumenten und der Verteilung des Konsums kein falsches Bild machen. Die Vermögendsten 20 Prozent des Landes zeichnen für über 50 Prozent des Konsums verantwortlich. Deshalb dürften künftig die Arbeits-

<sup>10</sup> Erweiterung der Preisratio

<sup>11</sup> Economist Schätzungen

<sup>12</sup> Bloomberg

<sup>13</sup> Durchschnitt

## Anlagebericht - 30. September 2007

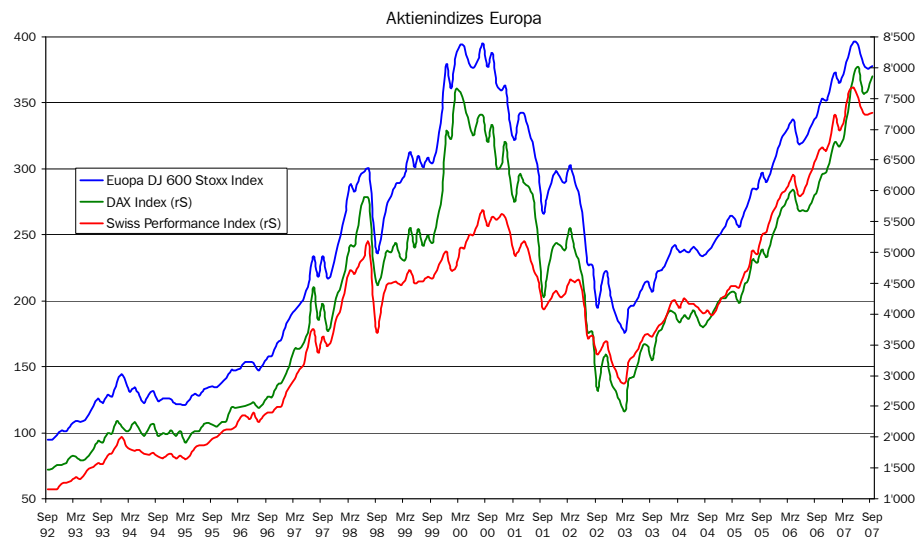
marktstatistiken über den Gesundheitszustand des amerikanischen Konsumenten sehr gute Auskunft geben.

Unsere Einschätzung amerikanischer Aktien hat sich gegenüber dem letzten Report nicht verändert. Nach unserem Ermessen werden diese zu fairen Kursen gehandelt. Wir sind jedoch nach wie vor der Meinung, dass die Dividendenpapiere in anderen Regionen auf günstigerem Niveau erhältlich sind. Deshalb untergewichten wir amerikanische Aktien.

Maastricht Vorgaben mit 3,2% nicht erfüllt werden konnte, ist dies ein sensationelles Resultat. Die Zukunft soll noch besser aussehen, die Europäische Kommission geht nämlich davon aus, dass das Defizit auf 1,1% im nächsten Jahr und 0,8% im darauffolgenden Jahr gesenkt werden kann.

Die deutsche Industrie ist allerdings weniger optimistisch. Der Geschäftsklimaindex zeigt sich seit 4 Monaten rückläufig und befindet sich auf der Höhe vom November 2005.

Auch hier sind wir gegenüber deutschen Aktien weiterhin positiv eingestellt und halten diese mit europäischen Aktien zusammen übergewichtet.



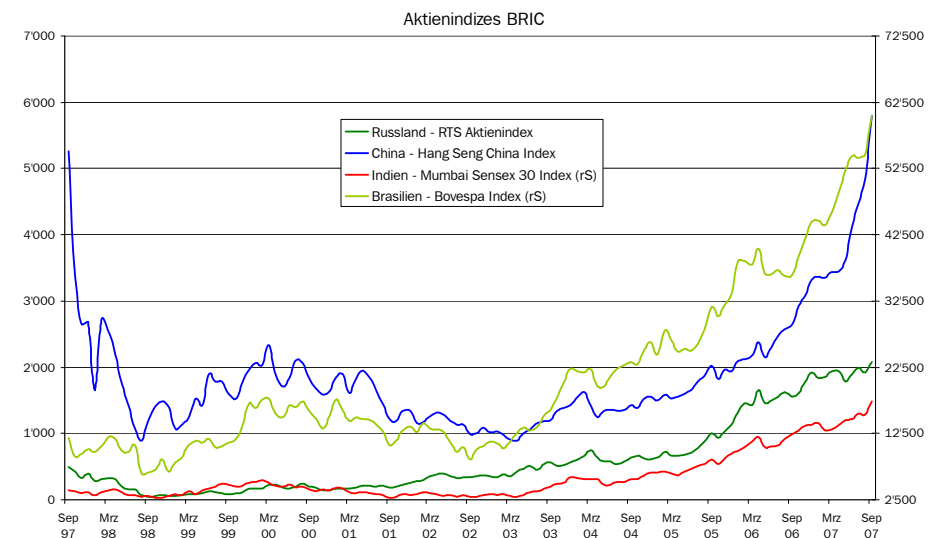
### Europa

Für europäische Unternehmen dürfte die schwache amerikanische Währung und die relativ hohen Rohstoffpreise zunehmend problematisch sein. Wobei gerade der schwache USD die hohen Rohstoffpreise noch leicht abfedert.

Trotz allem sind wir aufgrund der günstigen Bewertung gegenüber europäischen Aktien positiv eingestellt und halten die Quote weiterhin übergewichtet.

### Deutschland

Hohe Steuereinnahmen halten das Haushaltsdefizit in Deutschland auf einem annehmbaren Niveau von 1,7%. Wenn man bedenkt, dass noch vor zwei Jahren die



### Schweiz

Gemäss der SNB<sup>14</sup> dürfte der Zenit des Wirtschaftszyklusseees nun auch in der Schweiz überschritten worden sein. Trotzdem, eine kaum spürbare Teuerung und ein weiterhin stabiles Wachstum sieht das KOF<sup>15</sup> für die nächsten zwei Jahre. In Zahlen

<sup>14</sup> Schweizerische Nationalbank

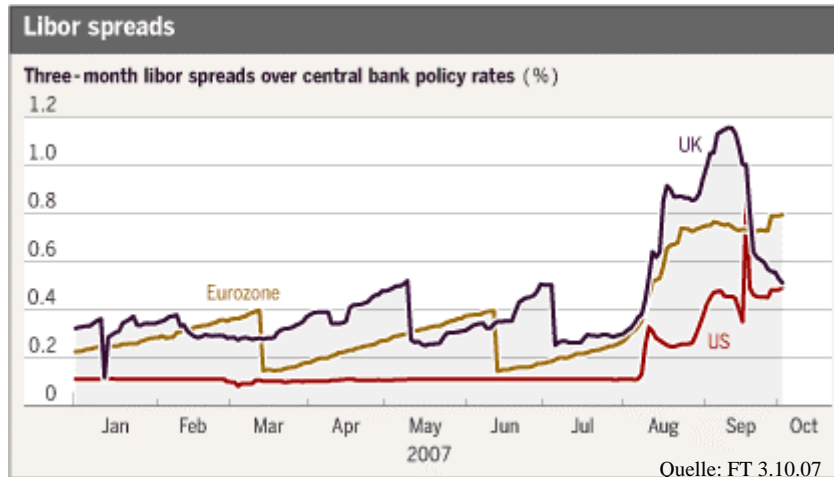
<sup>15</sup> Konjunkturforschungsstelle der Eidgenössischen Technischen Hochschule

## Anlagebericht - 30. September 2007

heisst das, dass die Schweizer Wirtschaft dieses Jahr um 2,8 Prozent und in den nächsten zwei Jahren um 1,5 bis 2,0 Prozent zulegen soll. Des weiteren soll die Arbeitslosenquote bis 2008 auf 2,2 Prozent gesenkt werden. Seitens der Preise wittert man ebenfalls keine Gefahr.

Etwas überraschend erhöhte die SNB dennoch die Zinsen um 0,25%, obwohl von der Inflationsseite her keine Überraschungen zu erwarten sind. Für dieses Jahr wird eine Inflation von 0,6%, 1,5% für das nächste Jahr und 1,8% für das 2009 erwartet.

Am Bewertungsvergleich hat sich nichts verändert. Schweizer Aktien sind fair bewertet, wir ziehen aber europäische Aktien vor, weil diese einen Tick günstiger sind.



### Schwellenländer (BRIC)<sup>16</sup>

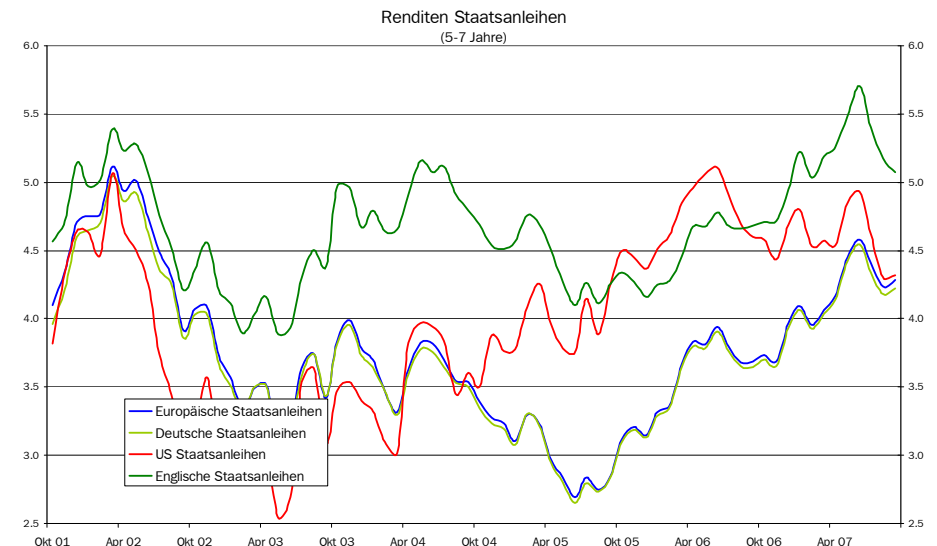
Gegen ein Engagement in den BRIC Ländern spricht deren Bewertung: Eine alte Börsenweisheit besagt: „there are no new eras – excesses are never permanent!“ Dies trifft auch auf die BRIC Länder zu, auch wenn man das heute nicht glauben mag. Übertreibungen werden längerfristig mit der entsprechend übertriebenen Gegenbewegung kompensiert werden. Erste Wolken im Fall von China sind bereits auszumachen: Bis Ende Jahr erwartet die chinesische Zentralbank ein Wirtschaftswachstum von

11,6%, gut möglich, dass diese Zahl noch zu bescheiden ist. Das hohe Wachstum verlangt aber auch seinen Zoll: Inflation. Mit 6,5% wurde die höchste Teuerungsrate seit 11 Jahren gemessen. Da sich das chinesische Volk lauthals über höhere Lebensmittelpreise ärgert, versucht die chinesische Regierung, der Inflation mit dem Einfrieren von Preisen entgegen zu wirken, wie sie das schon bei Öl, Elektrizität, Wasser und Parkgebühren praktiziert.

Wegen der hohen Bewertung drängt sich ein zusätzliches Engagement in diesen Märkten nicht auf.

### Obligationen, Zinsen und Währungen

Der Geldmarkt in der westlichen Industriewelt ist offensichtlich nach wie vor desorientiert, wie aus der obenstehenden Grafik gut ersichtlich ist.



Dem nahezu ausgetrockneten Geldmarkt steht ein enorm starker Emissionskalender von Obligationen gegenüber, in welchem Grösse und Laufzeit kaum eine Rolle spielen. Das Emissionsvolumen für den Monat September wird auf USD 100 Mrd. geschätzt. Eines der Beispiele war die Finanzierung der Übernahme der ABN AMRO Holding NV durch die Royal Bank of Scotland Gruppe, welche insgesamt Euro 5,5

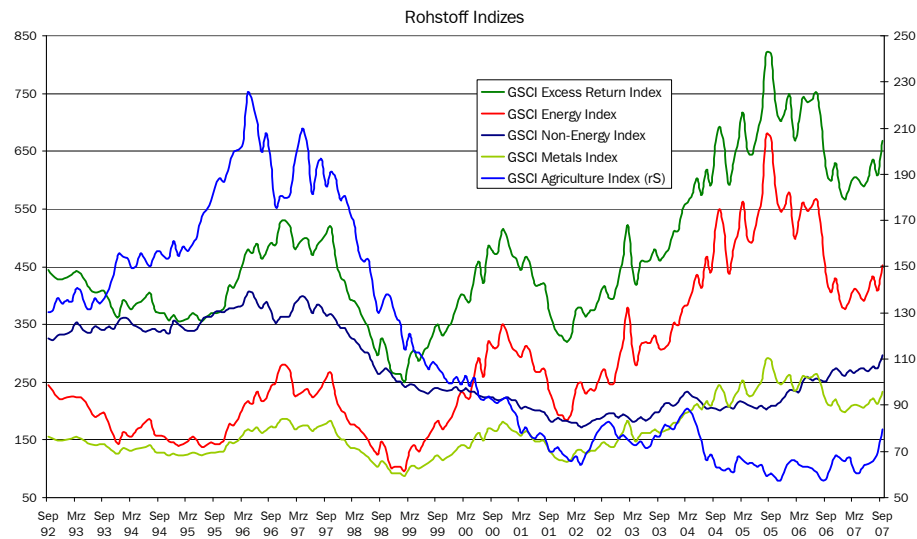
<sup>16</sup> BRIC = Brasilien, Russland, Indien und China

## Anlagebericht - 30. September 2007

Mrd. in verschiedenen Tranchen suchte. Die Emissionen<sup>17</sup> waren zwischen fünf und sechs Mal überzeichnet, womit mit einem Orderbuch von über Euro 30 Mrd. die grösste Nachfrage seit jeher in die Bondmarktgeschichte eingehen dürfte. – Dies könnte als erste Anzeichen einer Entspannung am Kapitalmarkt gelesen werden.

Die Diskussion von Zinserhöhungen scheinen vorerst vom Tisch zu sein. In England sowie Amerika spekuliert man über weitere Zinssenkungen. Gut möglich, dass sich dies in den Währungen widerspiegeln wird. Wobei sich nicht die effektiven Zinsveränderungen in der Währung abbilden, sondern deren Erwartungen. Unserer Meinung nach sollte der USD den Boden schon bald gefunden haben.

Unser Obligationenmodell zeigt sich gegenüber allen von uns verfolgten Referenzwährungen neutral.



### Commodities/Rohwaren

Gold ist weiterhin im Trend. ETFs<sup>18</sup> sowie die Schmuckindustrie sorgen für eine erhöhte Nachfrage. Die Angebotsseite hingegen zeigt ihre Probleme: die Notenbanken haben ihre Verkäufe für dieses Jahr getätigt. Die produzierende Industrie hat mit der Einhaltung der Produktionskosten um USD 400 pro Unze zu kämpfen. Obwohl der Obligationenmarkt in den Vereinigten Staaten für die nächsten Jahre keine überbordende Inflation anzeigt, befinden sich relativ grosse Positionen von spekulativem Geld im gelben Metall. Dies kann man vor allem in Rekord hohen „Open Interest“ Zahlen für offene Kontrakte in Optionen und Termingeschäften feststellen.

Aber nicht nur im Gold wurden Spitzenpreise bezahlt, sondern auch für Erdöl und dies, obwohl die diesjährige Hurrikan Saison (Gott sei Dank!) bis Ende September keine vernichtende Stürme mit sich brachte. Dass die OPEC ab November künftig 27,2 Mio Fass pro Tag von vormals 26,3 Mio Fass pro Tag zur Verfügung stellen will, hat ebenfalls keine Entspannung im Handel um das schwarze Gold gebracht.

Es wäre nicht das erste Mal, dass Investoren in der Spekulation um Rohstoffe Hemd und Hose verlieren könnten. Siehe den Edelmetallboom und darauffolgenden -crash anfangs der 80iger Jahre.

### Konklusion

Wie schon eingangs erwähnt, horten Unternehmen weiterhin grosse Mengen an Barmitteln. Allgemein herrscht Anlagenotstand. Die Risikoprämien für Aktien sind zu hoch, als dass es sich lohnen würde, eine überdurchschnittliche Position in Obligationen einzugehen. Gemessen am S&P GSCI sind Rohwaren seit Dezember 2001 praktisch ununterbrochen in einem Bullmarkt. Heute in diese Anlageklasse einzusteigen, dürfte mit nicht zu unterschätzenden Risiken verbunden sein. Hinzu kommt, dass sich der Preis von Rohwaren im Gegensatz zu Aktien, nur nach Angebot und Nachfrage richtet, d.h. es steht keine Unternehmung dahinter, welche neu bewertet werden könnte, da sich Unternehmensgewinne verändert haben. Demnach ist man als Investor der reinen Preisbildung ausgesetzt. Man erinnere sich an die Tulpen-Hausse im 17ten Jahrhundert. Eine weitere Möglichkeit bieten nicht-traditionelle Anlagen: Private Equity und Hedge Funds. Diese Anlageklasse hat allerdings die Eigenart, dass man selten wirklich weiss, was dahintersteht. Erschwerend hinzu kommt die illiquide Form. – Es bleiben noch die Anlageklassen Liquidität und Aktien.

<sup>17</sup> NZZ, 1.10.07: Konjunktursorgen fördern Zinsphantasie

<sup>18</sup> Exchange Traded Fund

---

## Anlagebericht - 30. September 2007

---

Auf Grund der absolut sowie relativen günstigen Bewertung der Aktien, dürfte diese Anlageklasse in den Genuss überdurchschnittlicher zukünftiger Kapitalströme kommen.

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

Liquidität	übergewichtet
Obligationen	untergewichtet / kurze Duration (neutrale Duration für USD Referenzportfolios)
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 2007*