

Anlagebericht - 30. Juni 2008

Überblick

Stagflation – stagnierende oder gar schrumpfende Wirtschaft in Begleitung von steigender Inflation – ist für die Finanzmärkte ein nur schwer verdaulicher Cocktail. Mr. Market sieht deshalb schwarz. – Vermutlich zu schwarz!

Solange die Inflation in der westlichen Industrieland nicht „home made“ ist und sich die Preis-Lohn Spirale nicht zu beschleunigen beginnt, wird in diesen Ländern die Preisteuerung von vorübergehender Natur sein. Schwellenländer hingegen mit der „neugeborenen“ Mittelklasse werden mit der Inflation deutlich stärker zu kämpfen haben. Zumal dem neuen Mittelstand in jenen Ländern die Kaufkraft mit zweistelliger Teuerung im Eiltempo abgeschöpft wird. Mit zunehmender Lebensmittelverknappung /-verteuerung steigt die Gefahr von Massenunruhen und Bürgerkrieg. Man bedenke: Ein Fünftel der Menschheit muss mit weniger als einem Dollar pro Tag leben und gibt mehr als 50% des Einkommens für Nahrung aus¹. Regierungen und Notenbanken, vor allem der betroffenen Regionen, sind deshalb daran interessiert möglichst eiligst Gegensteuer zu geben, um das Wirtschaftswachstum und die Nachfrage nach Rohstoffen zu dämpfen. Dies wird zu tieferen Erdölpreisen und schlussendlich auch tieferen Agrarpreisen führen.

Eine weltweit abnehmende Güterproduktion wird den westlichen Industriestaaten schon bald tiefere Teuerungsraten bescheren. Höhere Leitzinsen seitens der Notenbanken, ob in Europa oder den Vereinigten Staaten, sind daher ein eher unwahrscheinliches Szenario².

Da die Finanzkrise bei weitem noch nicht ausgestanden ist, werden die Zentralbanken weiterhin daran interessiert sein, ein Abrutschen der Volkswirtschaften in die Rezession zu verhindern. Daher werden sie die Ökonomien weiterhin mit genügend Liquidität ausstatten. Deshalb halten wir weiterhin an einem „Softlanding“ Szenario fest. Auf der nebenstehenden „Investment Clock“ befinden wir uns vermutlich auf dem Weg vom „Cash“ in den „Bonds“ Quadranten.

In den meisten Regionen sind Aktien gegenüber Obligationen unterbewertet, doch solche Ungleichgewichte können zeitweise länger anhalten als man erwartet. Auch wir halten in unseren Portfolios gegenwärtig einen hohen Liquiditätsanteil, Obligationen

mit kurzer Duration und eine Untergewichtung in Aktien. Kurzum sind wir gut aufgestellt, um auf Opportunitäten möglichst schnell reagieren zu können.

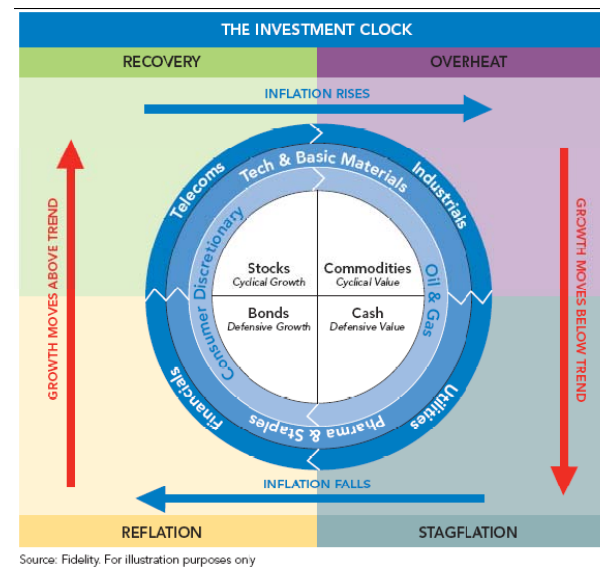
Themen, die uns zur Zeit besonders interessieren, sind aufgrund historisch sowie relativ tiefer Bewertung europäische sowie japanische Aktien. Verbriefte Unternehmenskredite, sogenannte CLO, werden wir uns in der nächsten Zeit ebenfalls etwas näher anschauen.

Marktsituationen, wie wir sie gegenwärtig durchleben, sind selten und bieten sehr attraktive Chancen. Das Packen solcher Möglichkeiten hat sich in der Vergangenheit über längere Zeit jeweils überdurchschnittlich auszahlt.

Rückblick

Aktien

Schlechte Nachrichten aus dem Finanzsektor in dichter Folge liessen die Notierungen der Aktien sogar unter die Tiefstände des März fallen. Eindeutig, wir befinden uns in einem Bärenmarkt.



Zusätzlich absorbiert der angeschlagene Finanzmarkt viel Liquidität. Allein in den USA wurden bis anhin über 40 Kapitalerhöhungen mit einem Volumen von über USD 120 Mrd. vorgenommen. Goldman Sachs rechnet im amerikanischen und europäischen Bankensektor mit einem weiteren Kapitalbedarf von je USD 65 Mrd. um die Eigenkapitalbasis auf einem vernünftigen Niveau zu halten. In einem Marktumfeld, wo sich Marktteilnehmer aus dem Aktienmarkt zurückziehen, müssen solche Transaktionen entsprechend günstig

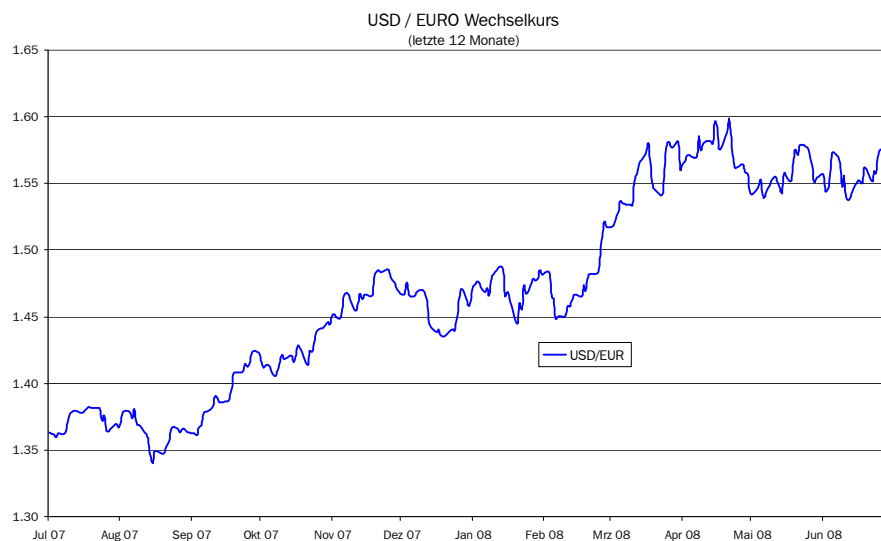
¹ FuW, Kurt R. Spillmann, 28. Juni 2008: „Brotkriege in Sicht?“

² Ausnahme Zinserhöhung um 0,25% der EZB anfangs Juli 2008

Anlagebericht - 30. Juni 2008

angeboten werden, um von Erfolg beschert zu sein.

Nach wie vor steigende Rohstoffpreise, die Furcht vor höheren Zinsen sowie einer nahenden Rezession, welche übrigens in den Vereinigten Staaten schon für das erste Halbjahr erwartet wurde, trieben die Investoren regelrecht in Scharen aus den Finanzmärkten. Die Bewertung einzelner Aktien spielt in einem solchen Umfeld, wenn überhaupt, nur eine sekundäre Rolle. Entsprechend wurden Wachstumsaktien gegenüber wertorientierten Aktien bevorzugt.



Statische Unwahrscheinlichkeiten sind nun doch eingetroffen, verschiedene Barrieren wurden durch die jüngste Korrektur durchbrochen. Investoren wurden über strukturierte Produkte im ungünstigsten Moment zu Aktienbesitzern, ohne dass sie dies jemals (bewusst) wollten. Da die Banken mit den Problemen der Finanzkrise konfrontiert sind, können die Market Maker solche Instrumente nicht mehr auf ihre Bücher nehmen. Entsprechend schwach werden die Preise für eigene Produkte gestellt. Dies zeigt einmal mehr, dass eine effiziente Vermögensverwaltung bis auf wenige Ausnahmen auch ohne solche Produkte auskommt.

Keiner der von uns verfolgten Aktienmärkte vermochte das erste Halbjahr im Plus zu beenden:

		30.6.2008	31.12.2007	Preisrendite ³
Asien ex Japan	DJ Pacific Index	335,5	394,3	-14,9%
Deutschland	DAX	6'418,3	8'067,3	-20,4%
Europa	DJ STOXX 600	289,4	364,6	-20,6%
Japan	Nikkei 225	13'481,4	15'307,8	-11,9%
Schweiz	SPI	5'855,5	6'925,4	-15,4%
USA	S & P 500	1'280,0	1'468,4	-12,8%

Die von uns eingesetzten Produkte präsentieren sich demgegenüber wie folgt⁴:

Neuberger Berman US Equity Value (USD)	-3,2%
Performa Fund - Asian Equities (USD)	-20,3%
Performa Fund - European Equities (EUR)	-18,8%
Performa Fund - US Equities (USD)	-10,2%
SIM European Stock Portfolio (EUR)	-22,5%

Verglichen zu den traditionellen Märkten, haben sich die von uns eingesetzten Hedge Fund Produkte einmal mehr relativ gut gehalten:

	USD ⁵	EUR	CHF
Thalmann & Verling Fund of HF Global	-2,8%	-3,1%	-3,7%
Bank Reichmuth & Co. Matterhorn Fund	1,7%	2,0%	1,3%
Matterhorn Zertifikat (DB)		1,8%	
Matterhorn Zertifikat (H&A)		1,8%	

Obligationen, Zinsen und Währungen

Die Aufschläge für tiefere Kreditqualitäten, wie aus unten stehender Tabelle klar ersichtlich ist, haben sich im USD nochmals leicht vergrößert. Dagegen hat sich das

³ Preisrendite, alle in lokaler Währung seit Anfang Jahr

⁴ Performance in Fondswährung seit Anfang Jahr

⁵ Performance seit Anfang Jahr bis Ende Februar 2008

Anlagebericht - 30. Juni 2008

Agio im englischen Pfund sowie im Euro seit dem Höchst vor ein paar Monaten bereits wieder zu schliessen begonnen.

Die Prämien im USD sind denn auch am höchsten:

	Diff. AAA – BBB			
	<u>Juni 2008</u>	<u>Juni 2007</u>	<u>Juni 2008</u>	<u>Juni 2007</u>
AAA Euro	5,31%	4,89%		
BBB Euro	6,53%	5,40%	1,22%	0,51%
AAA GBP	6,14%	5,97%		
BBB GBP	7,25%	6,60%	1,11%	0,63%
AAA USD	5,39%	5,77%		
BBB USD	6,73%	6,31%	1,34%	0,54%

Ausser im USD haben sich die Renditen von Staatsobligationen nochmals etwas erhöht:

	<u>30.06.2008</u>	<u>31.12.2007</u>	<u>Renditediff.</u>
USA	4,0%	4,0%	
Europa	4,6%	4,3%	0,3%
Schweiz	3,3%	3,1%	0,2%
Grossbritannien	5,1%	4,5%	0,6%
Japan	1,6%	1,5%	0,1%

Der USD zeigt gegenüber den Hauptwährungen weiterhin Schwäche:

	<u>über die letzten 12 Monate</u>	<u>über die letzten 24 Monate</u>
EUR	-16,2%	-23,1%
CHF	-16,4%	-16,6%
GBP	+0,8%	-7,8%
Yen	-13,9%	-7,0%

Finanzmärkte – Ausblick

Aktien

Aktien sind gegenüber anderen Anlageklassen in den meisten Regionen unterbewertet, doch ist dies für den Markt noch nicht relevant. Im Gegenteil, man ist zur Zeit hauptsächlich mit der taktischen Asset Allokation beschäftigt, d.h. man

versucht die einzelnen Anlageklassen zu timen. Längerfristig wird die Liquidität die Aktien wieder entdecken. Unserer Ansicht nach werden sich die Investoren dann Gedanken machen, welche der grosskapitalisierten Dividendenpapiere in der westlichen Industrielwelt überdurchschnittlich abgestraft wurden.

Heutige Aktienbewertungen gemessen am KGV gegenüber anfangs Jahr:

	<u>30.6.2008</u>	<u>31.12.2007</u>	<u>Veränderung</u>
MSCI Welt Index	14,7	15,7	-6,4%
DAX Index/DE	12,1	13,6	-11,0%
DJ STOXX 600 Index/EU	11,5	12,4	-7,3%
S & P 500 Index/USA	21,2	18,3	15,8%
SPI Index/CH	24,8	15,8	57,0%
TOPIX Index/JPN	16,5	17,8	-7,3%
	<u>Aktiengewinn-</u>	<u>Obligationen-</u>	<u>Risiko-</u>
	<u>renditen⁶</u>	<u>renditen</u>	<u>prämie⁷</u>
Deutschland	8,3%	4,6%	3,7%
Europa	8,7%	4,6%	4,1%
Japan	6,1%	1,3%	4,8%
Schweiz	4,0%	3,3%	0,7%
USA	4,7%	4,0%	0,7%

Wirtschaft

Weiterhin zeigen sich Ökonomen gegenüber der Weltwirtschaft leicht optimistisch:

	<u>Reales BIP Wachstum⁸</u>		<u>Teuerung</u>	
	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>
Deutschland	1,9%	1,6%	2,7%	2,0%
Euroland	1,7%	1,5%	3,1%	2,2%
Grossbritannien	1,7%	1,4%	3,0%	2,4%
Japan	1,3%	1,4%	1,1%	0,8%
Schweiz	2,1%	1,7%	2,0%	1,3%
USA	1,2%	1,5%	3,8%	2,6%

⁶ Bloomberg per Quartalsende

⁷ Die durchschnittliche Risikoprämie für amerikanische Aktien liegt bei 1,5%

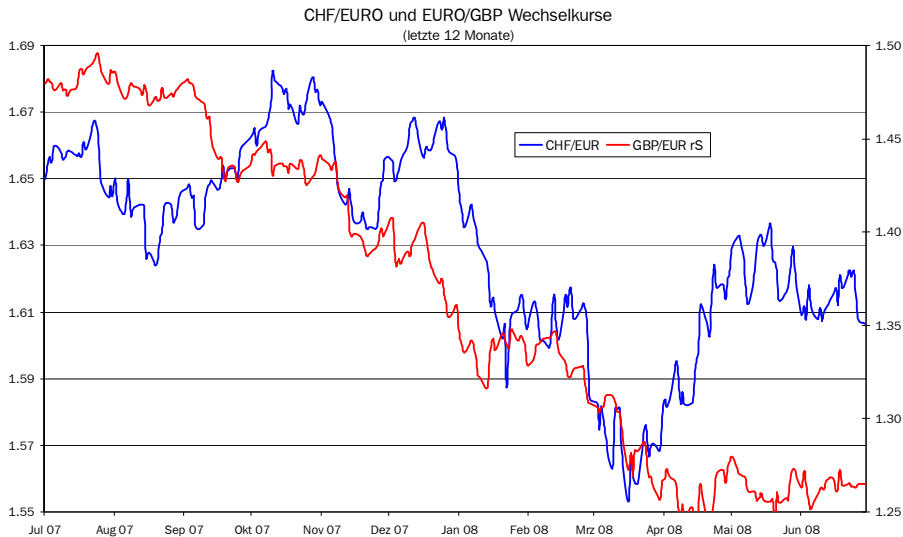
⁸ The Economist, 28.6.2008

Anlagebericht - 30. Juni 2008

Das Bild der Notenpresse hat sich gegenüber dem letzten Anlagebericht nur unmerklich verändert:

Geldmengenwachstum

	<u>2008</u>	<u>vs Langzeit DS⁹</u>	<u>vs 12Mte DS</u>
Euro-Länder	10,1%	darüber	darüber
Grossbritannien	9,1%	darüber	darunter
Japan	2,0%	darüber	gleich
Schweiz	-4,5%	darunter	darüber
USA	6,3%	darüber	darüber



USA

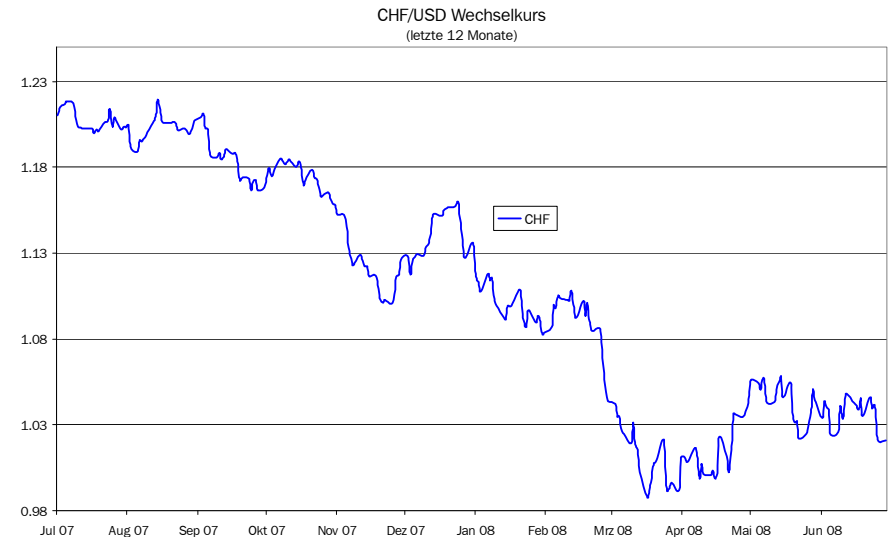
Die Kreditkrise in den USA dürfte noch lange nicht ausgestanden sein. Dies bestätigt die letzte Meldung der FDIC¹⁰, wonach Immobilien- und Kreditkarten-Kredite, welche mehr als 90 Tage ausstehend sind, gegenüber dem Vorjahresquartal von 0,89% auf

⁹ Durchschnitt

¹⁰ FDIC = Federal Deposit Insurance Corporation

2,19% bzw. von 1,93% auf 2,38% gestiegen sind. Es wird allgemein erwartet, dass sich dieser Trend fortsetzen wird.

Eine der Hauptaufgaben der Fed¹¹ wird es denn auch sein, mittelfristig den Käufer an den Immobilienmarkt zurück zu bringen, um den Preisverfall der Immobilien zu bremsen und somit die finanzielle Lage des Konsumenten wieder zu stärken. Solange jedoch die Hypothekarzinsen deutlich über 6% liegen, wird dies ein schwieriges Unterfangen sein. Daher ist die amerikanische Notenbank trotz steigender Teuerungsraten mittelfristig an tieferen, nicht an höheren Zinsen interessiert.



Der Konsument alleine wird es dieses Mal nicht richten können. Auch wenn die Detailhandelszahlen zugelegt haben, dürfte diese Entwicklung nur von vorübergehender Natur und auf das Steuergeschenk der Administration Bush zurückzuführen sein.

Von den besser als erwarteten ISM¹² Zahlen sollte man sich ebenfalls nicht blenden lassen. Die Neuaufträge stagnieren und die Arbeitslosenzahlen steigen. Alles sicherlich nicht sehr hilfreich, wenn es um das Stärken des Selbstbewusstseins der Kon-

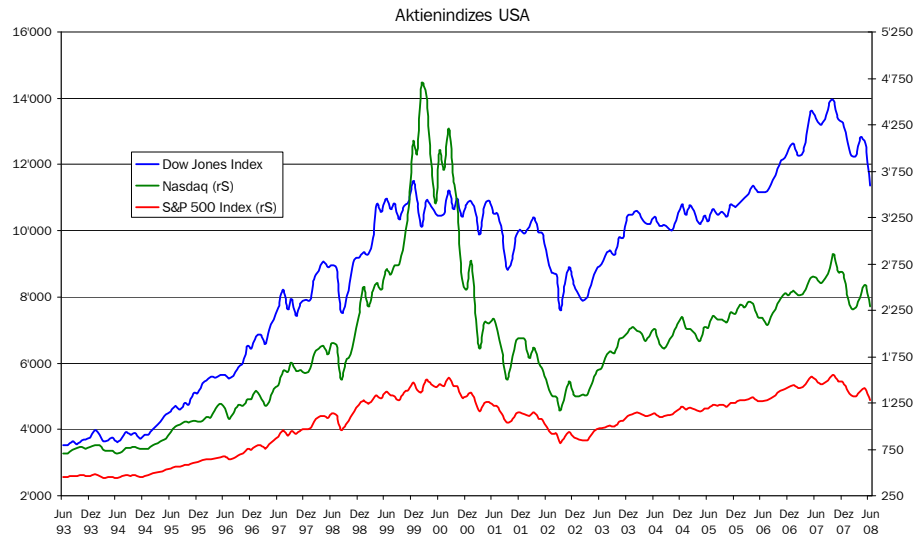
¹¹ Fed = Federal Reserve, verantwortlich für die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten

¹² ISM = Institute for Supply Management

Anlagebericht - 30. Juni 2008

sumenten geht. Zusätzlich leiden die Verkaufsmargen, da die höheren Einkaufspreise der Produzenten nicht an den Konsumenten durchgereicht werden können.

Alles in allem zeigen sich die Makrodaten und die Bewertung amerikanischer Aktien zu wenig attraktiv, als dass wir unsere Untergewichtung bald verändern würden.



Europa

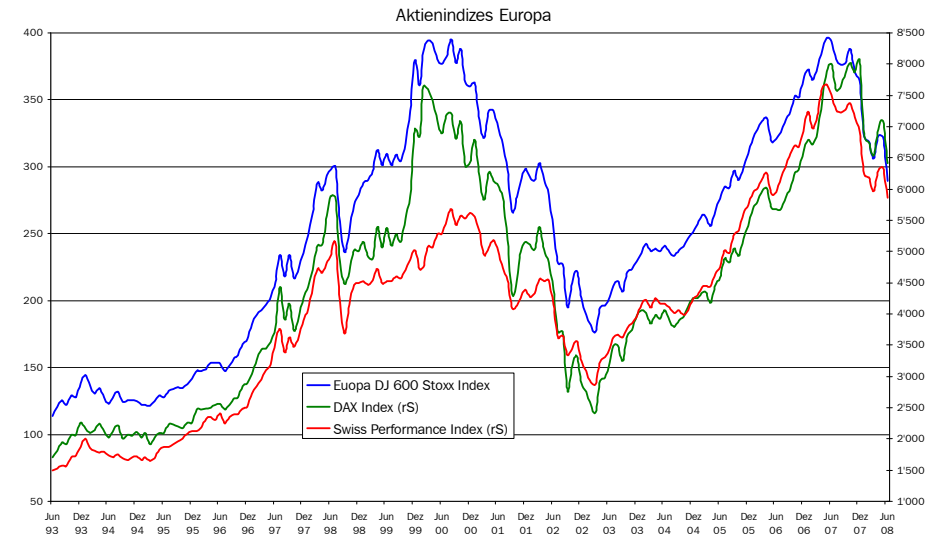
Die höhere Inflation hinterlässt auch auf dem alten Kontinent ihre Spuren. So überraschte der Anstieg der Produzentenpreise im Mai von über 7% auf der unangenehmen Seite. Eine vorübergehende Teuerung auf der Konsumentenseite von 4,2% ist für die Wirtschaft ebenfalls nicht hilfreich. Trotzdem sind wir der Meinung, dass der ausgemachte Zinsschritt von 0,25% anfangs Juli eine einmalige Sache sein wird.

Ausser in Deutschland notiert der PMI¹³ in Europa unter der 50iger Grenze, was auf eine verlangsamende Wirtschaftsaktivität hindeutet.

¹³ Purchasing Manager Index

In Grossbritannien scheint eine Rezession gar unausweichlich, was eigentlich aufgrund der seit Monaten inversen Zinstruktur¹⁴ und einem PMI von 38,8 Punkten nicht überrascht.

Europäische Aktien handeln absolut sowie relativ bewertet zu einem Abschlag.



Deutschland

Die Stimmung der deutschen Wirtschaft ist eingetrübt. Dies zeigt sich u.a. an dem im Juni von 103,4 auf 101,3 Punkte gefallenem Ifo Geschäftsklimaindex. Das Konsumentenvertrauen hält sich ebenfalls in Grenzen und zeigt seit Juli letzten Jahres einen fallenden Trend. Es ist anzunehmen, dass sich das überdurchschnittliche Wirtschaftswachstum von 2,6% vom ersten Quartal nicht wiederholen lässt.

Trotzdem, gegenüber deutschen Aktien sind wir weiterhin positiv eingestellt, denn sie handeln zu einem deutlichen Abschlag.

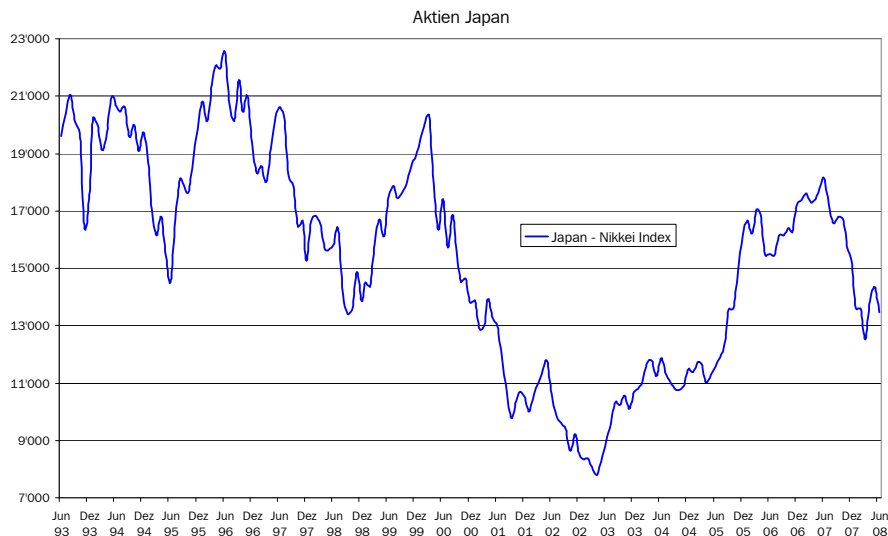
¹⁴ Mit zunehmenden Laufzeiten, fallen die Renditen, normal wären für längere Laufzeiten höhere Renditen

Anlagebericht - 30. Juni 2008

Schweiz

In der Schweiz verharrt die Teuerungsrate bei 2,9%; die SNB bezeichnet die Inflation als vorübergehendes Phänomen, welches nächstes Jahr bereits wieder abklingen sollte. Auch die Schweizer Wirtschaft wird von einem schwächeren globalen Wirtschaftswachstum nicht verschont bleiben. Entsprechend wurden die BIP Erwartungen mit 2,1% für dieses und 1,7% für nächstes Jahr nach unten angepasst.

Die Bewertung von Schweizer Aktien befindet sich auf relativ hohem Niveau.



Japan

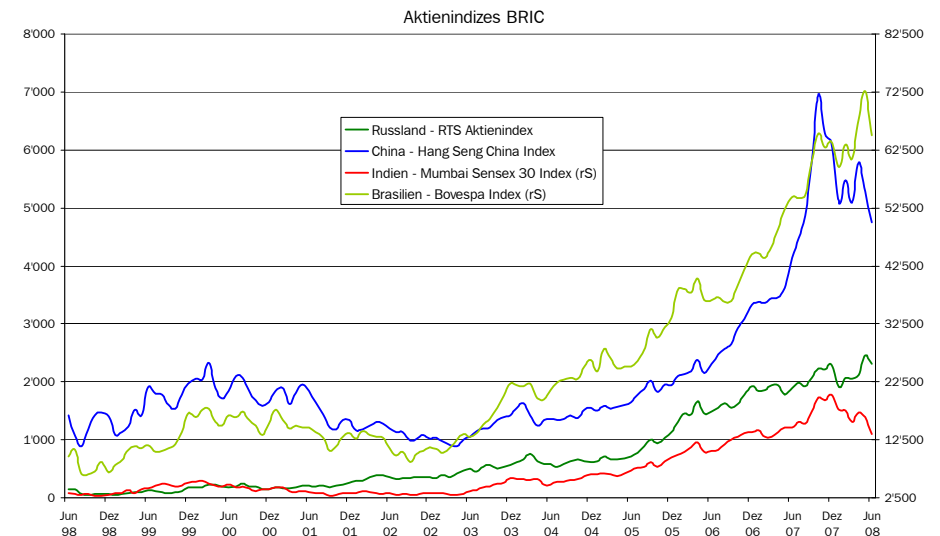
Nach über einer Dekade hat es Japan nun geschafft, sich aus den Fesseln der Deflation zu befreien. Der Tankan-Bericht der Notenbank misst zwar eine sich eintrübende Stimmung unter Produzenten, Dienstleistern und Konsumenten. Nichtsdestotrotz erwarten die im Tankan befragten Unternehmen aufgrund höherer durchsetzbarer Preise höhere Umsätze. Zudem wollen Japans Industrieunternehmen gegenüber dem Vorjahr 6,7% mehr für Investitionen ausgeben.

Japanische Aktien handeln auf sehr attraktivem Niveau.

BRIC

„Nowhere to hide!“ – In unserem letzten Bericht haben wir geschrieben, dass wir nicht an eine Entkoppelung der Schwellenländern von den Industrienationen glauben. Dies hat sich mittlerweile bestätigt. Wie schon erwähnt, wird die Inflation gerade für diese Länder zum grossen Thema.

Ausser dem brasilianischen Aktienmarkt ist keiner der BRIC Aktienmärkte attraktiv bewertet, so dass sich in den restlichen BRIC Staaten zur Zeit kein Engagement aufdrängt.



Obligationen, Zinsen und Währungen

Die EZB wird zwar anfangs Juli die Leitzinsen um 0,25% erhöhen, doch dies dürfte eine einmalige Aktion sein, da die Finanzkrise noch nicht überstanden ist.

Obwohl Ben Bernanke, Chef der Fed, glauben machen will, dass die Beschränkung der Inflation seinen Fokus erhalten soll, sind wir der Meinung, dass die Leitzinsen in Amerika vorerst nicht verändert werden. Die Hauptgründe dafür liegen

- in der Kreditkrise

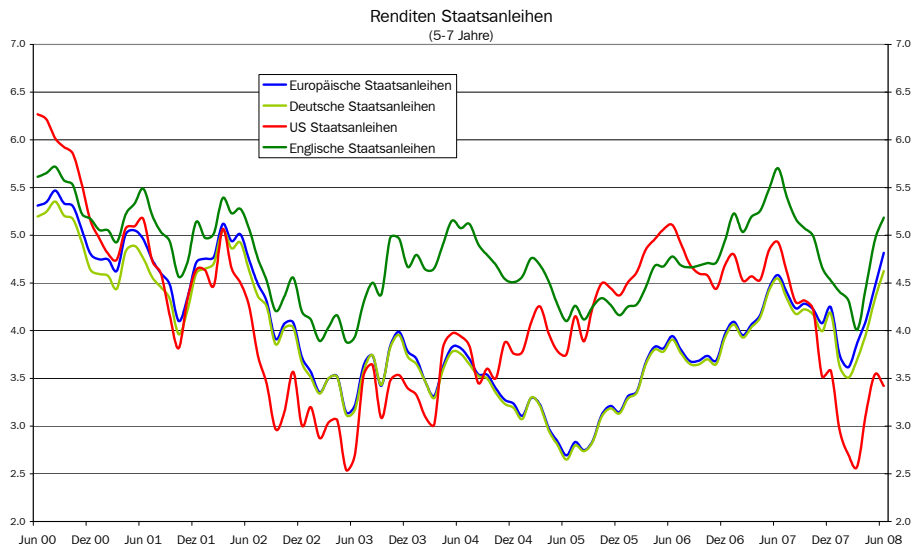
Anlagebericht - 30. Juni 2008

- b) in steigenden Arbeitslosenzahlen
- c) im tiefem Konsumentenvertrauen.

Wir gehen deshalb von relativ stabilen Wechselkursverhältnissen aus.

Rohwaren (Commodities)

Die Preise für Rohwaren haben seit 1973 nicht mehr so stark zugelegt, wie im ersten Halbjahr 2008: Erdöl plus 54%, Getreide plus 28%, Industriemetalle plus 24% und Edelmetalle plus 11%¹⁵.

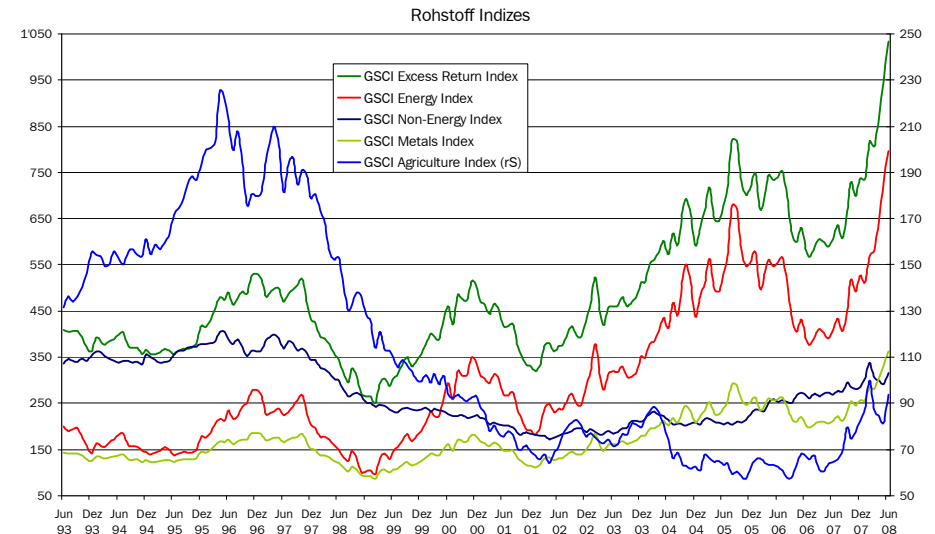


Der Preis für Erdöl zeigt ungebrochen nach oben. Vor allem Erdölgesellschaften würden gerne die Preisentwicklung so fortfahren sehen. Sie begründen den Preisanstieg mit der erhöhten Nachfrage aus den BRIC Ländern sowie den endlichen Ressourcen. Sicherlich nicht ganz unrichtig, China's jährliche Nachfrage ist beispielsweise in den letzten fünf Jahren um 920 Mio. Fass gestiegen. Fakt ist aber, dass die Finanzindustrie über Terminkontrakte eine ähnliche Nachfragerhöhung hatte (848 Mio. Fass). Zudem weiss man heute, dass aufgrund des tiefen

¹⁵ Bloomberg

Erdölpreises in den 90iger Jahren wenig in die Technik der Förderung von Ölquellen investiert wurde und die Vorkommen weltweit bis anhin nur gerade Mal zu 22% ausgeschöpft worden sind.

Die Preise für Agrargüter werden zum Politikum. Die Weltbank warnte denn auch, dass in 33 Ländern wegen zu hohen Rohwarenpreise Unruhen herrschten. In Ägypten beispielsweise gab es bereits Tote an solchen Kundgebungen. Ägyptens Regierung hat sich daraufhin entschlossen, Brot in der Grössenordnung von 5,5% des nationalen Budgets¹⁶ zu subventionieren.



Kupfer befindet sich auf dem Allzeithoch von USD 390,60 pro Tonne, und dies obwohl Chinas Nachfrage im Mai um 19% nachgelassen hat.

Am 20.5.2008 meldete das World Gold Council, dass die Nachfrage nach dem gelben Metall im ersten Quartal auf ein 5-Jahres-Tief gefallen ist. Vor allem sei die Nachfrage des grössten Käufers, Indien, um 50% eingebrochen. Trotzdem vermochte der Preis für Gold im letzten Quartal nochmals zuzulegen.

¹⁶ Siehe Bloomberg Artikel vom 30.6.08: „Commodities signal bubble bursting as first-half ends“

Anlagebericht - 30. Juni 2008

In der Preissteigerung der Rohwaren sehen wir eine Blasenbildung und raten unseren Kunden deshalb von einem solchen Engagement ab.

Konklusion

Die Angst der Notenbanken vor einer Rezession, und damit einer Verschärfung der Kreditkrise, ist grösser als die vor höherer Inflation. Leitzinserhöhungen sind deshalb in der nächsten Zeit nicht zu erwarten. Zudem glauben wir, dass die gegenwärtig hohe Teuerung von vorübergehender Natur ist.

Aktien sind günstig bewertet, allerdings sind wir uns bewusst, dass gerade in diesem Umfeld Ungleichgewichte etwas länger andauern können als man erwartet.

In unseren Kundenportfolios halten wir relativ hohe Bargeldbestände und Obligationen mit kurzer Duration, um rasch auf Opportunitäten reagieren zu können.

Marktsituationen, wie wir sie gegenwärtig durchleben, sind relativ selten. Deshalb sollte man die Augen nicht verschliessen und nach attraktiven Chancen Ausschau halten.

Unsere Assetallokation zusammengefasst:

Anlagekategorien

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

Stefan Riesen, CFA
Chief Investment Officer

Vaduz/Zürich, 30. Juni 2008