

---

## Anlagebericht - 31. Dezember 2008

---

### Überblick

Blase in amerikanischen Staatsobligationen? Eine negative Realverzinsung spricht dafür. Dem US-Staat ein Darlehen zu gewähren und für dieses Privileg auch noch zu zahlen, ist kein rationales Handeln. – Es ist ein eindeutiges Misstrauensvotum der Anleger gegenüber der Privatindustrie, wenn sie der Meinung sind, dass der Staat sein Vermögen besser verwalten kann.

Sicherheitsdenken und Lemmingeffekt haben die Renditen nach unten getrieben, so dass 3-jährige US-Bundesobligationen gerade mal noch 0.9% Rendite abwerfen, und dies bei einer zuletzt gemessenen Inflation von 1,1%.

Dies kommt der amerikanischen Regierung entgegen, will sie doch die Zinsen künstlich tief halten, um den Immobilienmarkt über tiefe Hypothekarkosten wieder zu beleben.

Ein Platzen dieser Blase hätte sehr unangenehme Folgen:

- Die USA bekämen Schwierigkeiten, ihren enormen Kapitalbedarf zu decken. Unter der neuen Administration rechnet man schon heute mit einem Fehlbetrag im Staatshaushalt von USD 1,2 Billionen, und dies ohne Konjunkturprogramme. Diese Summe entspricht immerhin rund 8% des Bruttoinlandproduktes.
- Eine sinkende Kreditqualität des Staates Amerika
- Eine höhere Inflation und damit auch höhere Zinsen
- Eine schwächere amerikanische Valuta

Die Amerikaner tun deshalb gut daran, ihre ausländischen Gläubiger nicht zu verärgern, um sie bei der Stange zu halten. Das Interesse der US-Regierung muss denn auch klar in einer tiefen Inflation liegen, ist sie doch auf internationale Investoren wie China und Japan angewiesen. Diese beiden Länder zusammen halten über USD 1'200 Mrd., dies entspricht rund 40% der von Ausländern gehaltenen amerikanischen Staatsschulden.

Diese schlecht verzinsten Gelder werden über kurz oder lang in andere Wertpapierklassen drücken. Dies wird aber erst stattfinden können, wenn sich die Volatilitäten beruhigen. In einem ersten Schritt wird die „zweitsicherste“ Anlageform, sprich Unternehmensanleihen mit guter Qualität, davon profitieren. Nicht ausser Acht lassen sollte man aber Aktien sowie Unternehmensanleihen minderer Qualität (High Yield

Bonds). Gut möglich, dass diese beiden letztgenannten Wertpapierklassen mit den Unternehmensanleihen zusammen grosse Kapitalzuflüsse sehen werden.

Kurz ein Wort zum volkswirtschaftlichen Marktumfeld: Historisch gesehen dauern Rezessionen im Normalfall plus/minus 1 Jahr. Offiziell sind die USA seit Dezember 2007 in einer solchen. Davon ausgehend, dass dieses Mal die Rezession schwerer ausfallen und doppelt so lange dauern wird, sollte sich bis Ende 2009 eine Erholung abzeichnen. Licht am Ende des Tunnels! Vor allem, wenn man bedenkt, dass die Finanzmärkte der Wirtschaft 6 bis 9 Monate vorausseilen.

Zusätzlich positiv erachten wir einerseits die gegenwärtig hohen Barbestände bei Unternehmen und institutionellen Investoren, andererseits die stark pessimistische Markterwartung privater sowie institutioneller Investoren.

### Rückblick

#### Aktien

2008 war eines der schlechtesten Aktienjahre: Der isländische Index wurde nahezu ganz ausradiert (-97%), Russland korrigierte um -71% und holländische Aktien verloren -52%, um nur einige der Opfer zu nennen.

Einer der Hauptgründe der starken Verwerfungen liegt in der Finanzmathematik und deren Annahme, dass sich Finanzmärkte in nahezu 100% der Fälle effizient und rational verhalten. Die Hedge Fund Industrie entwickelt und arbeitet in ihren Modellen mit solchen Annahmen. Was dann aber solche Modelle in Stressphasen wert sind, haben wir in den vergangenen 18 Monaten erlebt. Zwangsverkäufe seitens von Hedge Funds waren im letzten Quartal an der Tagesordnung. Die Rohstoffblase platzte im letzten Sommer, und damit kamen viele Hedge Funds unter Druck. Im Fachjargon kam es zu einem „De-Leveraging“, d.h. auf Pump gekaufte Aktien mussten nun verkauft werden, was die Korrektur am Aktienmarkt wiederum beschleunigte. Statt zur Effizienz haben Hedge Funds einen grossen Teil zur Übertreibung nach unten, sprich zur Ineffizienz des Marktes beigetragen. Rücknahmen verstärkten den Verkaufsdruck. Effektenlombardkredite<sup>1</sup> mussten wegen Unterdeckung zurückbezahlt werden. Aus dem Teufelskreis gab es kaum mehr ein Entrinnen.

---

<sup>1</sup> [www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com): Die häufigste Form des Lombardkredites, der Effektenlombardkredit, wird von Bankkunden aufgenommen, die in ihrem Besitz befindliche Wertpapiere nicht verkaufen wollen. Sie stellen diese statt dessen als Sicherheiten zur Verfügung.

## Anlagebericht - 31. Dezember 2008

Entsprechend konnten sich Hedge Funds der Schwäche der Finanzmärkte nicht entziehen. Sie haben aber relativ betrachtet dennoch besser abgeschnitten als traditionelle Anlageklassen (mit der Ausnahme von Staatsobligationen):

	USD <sup>2</sup>	EUR	CHF
<u>Thalmann &amp; Verling</u>			
Fund of HF Global	<b>-27,7%</b>	<b>-25,8%</b>	<b>-26,4%</b>
<u>Bank Reichmuth &amp; Co.</u>			
Matterhorn Fund	<b>-18,7%</b>	<b>-19,0%</b>	<b>-20,4%</b>
Matterhorn Zertifikat (DB)		<b>-19,4%</b>	
Matterhorn Zertifikat (H&A)		<b>-23,1%</b>	

Wie aus der untenstehenden Tabelle hervorgeht, wurden die Aktienmärkte von der Finanzkrise noch ärger abgestraft:

	Dez 2008	Dez 2007	Preisrendite <sup>3</sup>
Asien ex Japan DJ STOXX Pacific	264,8	555,5	<b>-52,3%</b>
Deutschland DAX	4'810,2	8'067,3	<b>-40,4%</b>
Europa DJ STOXX 600	198,4	364,6	<b>-45,6%</b>
Japan TOPIX	859,2	1'475,7	<b>-41,8%</b>
Schweiz SPI	4'567,6	6'925,4	<b>-34,0%</b>
USA S & P 500	903,3	1'468,4	<b>-38,5%</b>

Die von uns eingesetzten Produkte präsentieren sich demgegenüber wie folgt<sup>4</sup>:

Neuberger Berman US Equity Value (USD)	<b>-50,2%</b>
Performa Fund - Asian Equities (USD)	<b>-55,3%</b>
Performa Fund - European Equities (EUR)	<b>-38,9%</b>
Performa Fund - US Equities (USD)	<b>-48,5%</b>
SIM European Stock Portfolio (EUR)	<b>-45,2%</b>

Über das ganze Jahr gesehen litten Wachstumsaktien weniger als wertorientierte Anlagen.

<sup>2</sup> Performance seit Anfang Jahr bis Ende Oktober 2008

<sup>3</sup> Preisrendite, alle in lokaler Währung seit Anfang Jahr. Ausnahme: DJ STOXX Asia ex Japan Index rapportiert in USD.

<sup>4</sup> Performance in Fondswährung seit Anfang Jahr

### Obligationen, Zinsen und Währungen

Das Misstrauen und die Verweigerung von Krediten der Banken untereinander liessen das Finanzsystem regelrecht in sich zusammenbrechen und erschwerte dessen Refinanzierung. Gemessen am „Ted-Spread“<sup>5</sup> ist das Vertrauen der Banken zueinander wieder etwas gestiegen, aber von der Normalität noch weit entfernt.



Sicherheit hat ihren Preis: In den letzten Wochen des Jahres nahmen Banken bei der EZB Geld zu einem Leitzinssatz von 2,5% auf und legten dieses bei der EZB wieder zu einer Verzinsung von 2% an. Das ist kein Geschäftsmodell, welches längerfristig anhalten kann. Ab Mitte Januar will die EZB dafür sorgen, dass sich dieser Abschlag gar auf 1% vergrössert.

Weltweit haben die Notenbanken vehement ins Zinsumfeld eingegriffen. Allen voran die amerikanische Notenbank mit ihrem historischen Schritt, die Leitzinsen auf 0% zu kürzen. Diese Interventionen haben in der Renditekurve für Staatsobligationen ihre Spuren hinterlassen, mit dem Resultat tieferer Hypothekenzinssätze (4,5%). Ziel ist

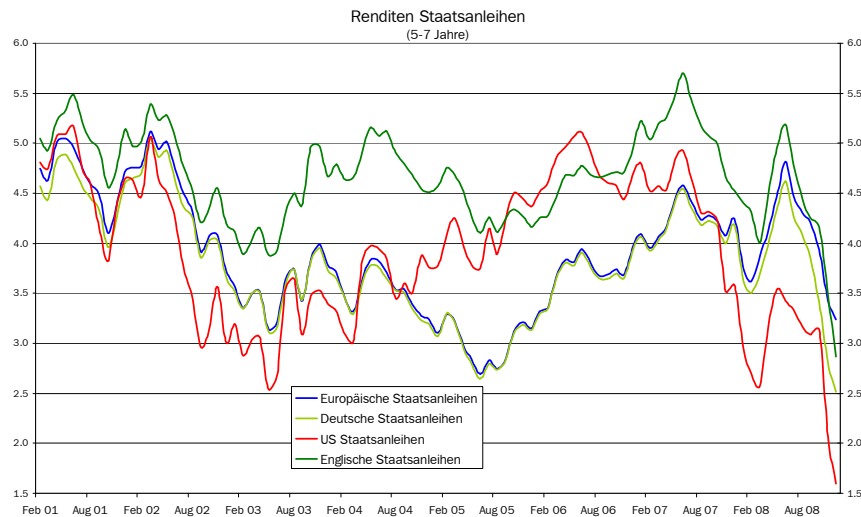
<sup>5</sup> Differenz zwischen Interbankzins und 3 monatigen Staatsobligationen

## Anlagebericht - 31. Dezember 2008

es, den amerikanischen Immobilienmarkt möglichst schnell zu stabilisieren, um damit die Psyche der Investoren positiv zu beeinflussen.

Diese Aktionen widerspiegeln sich in den Renditen für Staatsobligationen:

	<u>Dez 2008</u>	<u>Dez 2007</u>	<u>Renditediff.</u>
USA	2,4%	4,0%	<b>-1,6%</b>
Europa	3,0%	4,3%	<b>-1,3%</b>
Schweiz	2,1%	3,1%	<b>-1,0%</b>
Grossbritannien	3,1%	4,5%	<b>-1,4%</b>
Japan	1,2%	1,5%	<b>-0,3%</b>

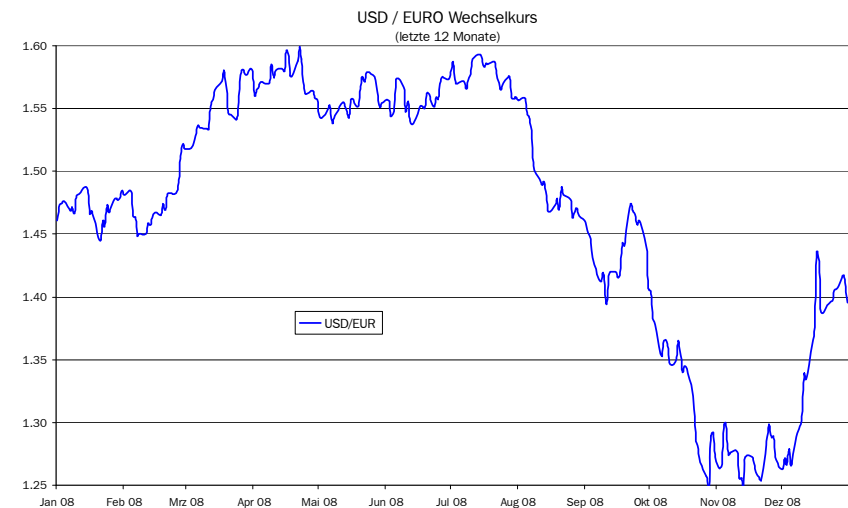


Der USD gegenüber den Hauptwährungen

	<u>über die letzten 12 Monate</u>	<u>über die letzten 24 Monate</u>
USD/EUR	<b>-4,3%</b>	<b>5,8%</b>
CHF/USD	<b>-5,9%</b>	<b>-12,4%</b>
USD/GBP	<b>26,5%</b>	<b>25,5%</b>
Yen/USD	<b>-18,8%</b>	<b>-23,8%</b>

Einmal mehr wurde der „Greenback“ als sicherer Hafen bestätigt. Obwohl der Ursprung der Krise in den Vereinigten Staaten liegt, konnte der Trade-Weighted-Index nach dem Lehman-Debakel wieder an Wert zulegen und notiert gegenwärtig auf dem höchsten Stand seit Ende 2005. Grund dafür dürften unter anderem die enormen Volatilitäten an den Devisenmärkten sein, welche die Anleger zwangen, Carry Trades<sup>6</sup> aufzulösen und zurück in den USD zu repatriieren.

Mittelfristig wird sich aber ein erhöhtes Leistungsbilanzdefizit sowie die enorme Verschuldung des amerikanischen Staates in den Wechselkursen negativ niederschlagen.



### Finanzmärkte – Ausblick

#### Wirtschaft

Zweifelsohne ist der „De-Leveraging“-Prozess in der Finanzindustrie in vollem Gange. Bei den privaten Haushalten in den USA dürfte dieser Anpassungsprozess am

<sup>6</sup> Verschuldung in einer Währung mit tiefen Zinsen und Anlage in einer Währung mit hohen Zinsen, z.B. CHF/USD, YEN/AUD, u.a.

## Anlagebericht - 31. Dezember 2008

schmerzhaftesten ausfallen, da sich da die Sparquote relativ sowie absolut auf einem sehr tiefen Niveau befindet.

Auch der CDS<sup>7</sup>-Markt ist der Meinung, dass die Banken in den Vereinigten Staaten nach wie vor in schlechterer Verfassung sind als in Europa:

<u>USA</u>	<u>CDS-Prämien</u>
Morgan Stanley	354,0 Bp
Goldman Sachs	250,8
American Express	239,5
Citigroup	176,5
Wells Fargo <sup>8</sup>	111,0
<u>Europa</u>	
UBS	198,2 Bp
Credit Suisse	154,7
Barclays	130,8
Deutsche Bank	114,6
BNP <sup>8</sup>	53,7

Die vom „Economist“ befragten Ökonomen sehen das Wirtschaftswachstum für 2009 nun nicht mehr ganz so optimistisch wie noch im letzten Quartal:

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

<sup>7</sup> [www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com): „Ein **Credit Default Swap (CDS)** ist ein Kreditderivat zum Handeln von Ausfallrisiken von Krediten, Anleihen oder Schuldennamen“, d.h. eine Art Kreditversicherung, welche in Basispunkten (Bp) notiert. Bei einem Kreditvolumen von 100 Mio bedeutet ein CDS von 150Bp. eine jährlich anfallende Prämie von 1,5 Mio.

<sup>8</sup> Jeweils tiefste CDS Prämien der Region

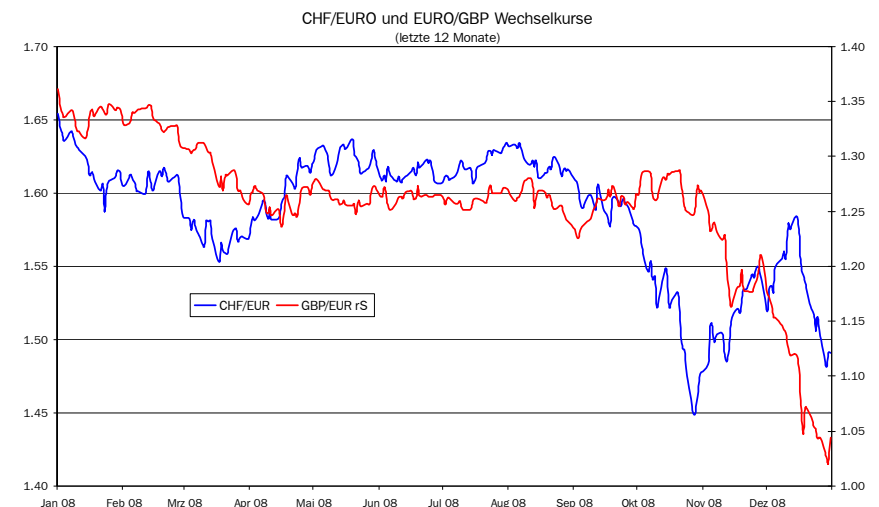
<sup>9</sup> The Economist, letzte Erhebung

In den neuen Präsidenten der Vereinigten Staaten wird viel Hoffnung gesetzt. Zumindest scheint er sehr pragmatisch vorzugehen und will ein weiteres Konjunkturpaket in der Größenordnung von USD 775Mrd. verabschieden.

Die dadurch resultierende hohe Staatsverschuldung birgt enormes Inflationspotential. Das ist kurzfristig unwichtig, da in einer Rezession die Preise ohnehin fallen werden, sprich deflationäre Tendenzen aufweisen. Mittelfristig jedoch werden die amerikanische Wirtschaft und die Notenbank mit höherer Inflation zu kämpfen haben, falls die überschüssige Liquidität nicht rechtzeitig aus dem System genommen werden kann.

Hier ein Überblick zur Mittelaufnahme des US Staates<sup>10</sup>:

2006	USD 163 Mrd.
2007	USD 229 Mrd.
2008	USD 1'337 Mrd.
2009/Q1 annualisiert <sup>11</sup>	USD 1'472 Mrd.



<sup>10</sup> US Treasury, Office of Debt Management.

<sup>11</sup> USD 368 Mrd effektiv

## Anlagebericht - 31. Dezember 2008

### Aktien

Man muss sich fragen, welche Anlageklassen zu einem vernünftigen Risiko respektable Renditen erwirtschaften können. So lange aber kein klarer Trend ersichtlich sein wird, werden hohe Volatilitäten akzeptiert werden müssen. Wie schon eingangs erwähnt, erwarten wir, dass die ersten Anzeichen einer Beruhigung von der Seite der Unternehmensanleihen mit guter Qualität ausgehen werden. Erst dann können andere Wertpapierklassen wie Aktien der industrialisierten Welt oder High Yield Bonds von einer nachhaltigen Aufwertung profitieren. Dies kann aber unter Umständen sehr schnell passieren.

Aktien sind absolut sowie relativ gemessen sehr günstig bewertet, weisen sie doch in den USA, Japan, Europa und der Schweiz mittlerweile eine höhere Rendite (Dividende) als 10-jährige Staatsobligationen auf.

Die heutigen Aktienbewertungen gemessen am KGV gegenüber anfangs Jahr:

	Dez 2008	Dez 2007	Veränderung
MSCI Welt Index	11,6	15,7	<b>-26,1%</b>
DAX Index/DE	10,7	13,6	<b>-21,3%</b>
DJ STOXX 600 Index/EU	9,6	12,4	<b>-22,6%</b>
S & P 500 Index/USA	20,8	18,3	<b>13,7%</b>
SPI Index/CH	28,1	15,8	<b>77,5%</b>
TOPIX Index/JPN	13,1	17,8	<b>-26,4%</b>

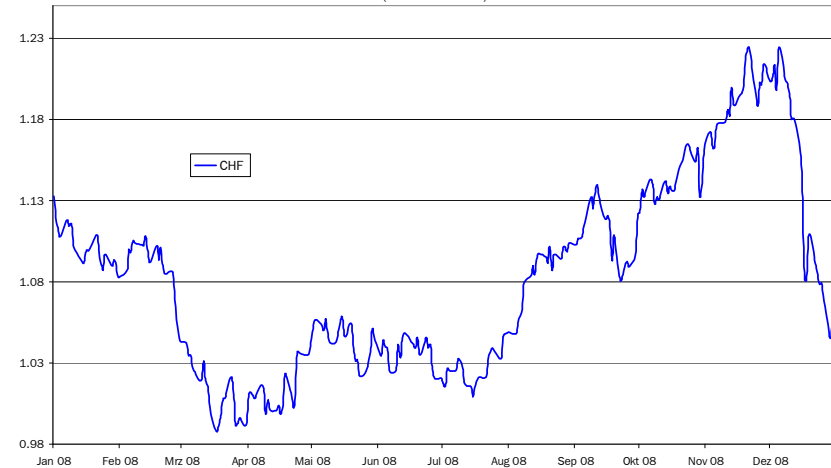
	Aktien Gewinnrenditen <sup>12</sup>	Obligationenrenditen	Risiko-prämie <sup>13</sup>
Deutschland	9,3%	4,3%	5,0%
Europa	10,4%	4,3%	6,1%
Japan	7,6%	1,2%	6,4%
Schweiz	3,6%	2,1%	1,5%
USA	4,8%	2,4%	2,4%

Über kurz oder lang wird sich der Markt wieder auf altbewährte Konzepte wie KGV, KBV, KSV u.a. abstützen.

<sup>12</sup> Bloomberg per Quartalsende

<sup>13</sup> Die durchschnittliche Risikoprämie für amerikanische Aktien liegt bei 1,5%

CHF/USD Wechselkurs  
(letzte 12 Monate)



### USA

Die Idee, mit nachhaltigen Konjunkturprogrammen die Infrastruktur zu verbessern, um damit 3 Millionen Arbeitsplätze zu schaffen respektive zu erhalten, spricht für ein pragmatisches Vorgehen des neuen Präsidenten. Dies könnte gar einen Boom in Aktien von auf Infrastruktur spezialisierten Unternehmen auslösen.

Das ist alles sehr nett, aber der Fokus wird weiterhin auf die Preisstabilität sowie die Anzahl der leerstehenden Immobilien gerichtet sein. – Das Motto muss hier heissen: „Stop the bleeding!“ – Das Konsumentenvertrauen muss möglichst schnell her. Dieses kann aber nur über Arbeitsplätze geschaffen werden.

In den Staaten ist zwar der ISM Index<sup>14</sup> von tiefen 37,3 auf 40,6 gestiegen. Es ist aber noch viel zu früh, um eine Trendwende zu erkennen. Denn jede Messung unter 50 bedeutet nach wie vor eine Kontraktion der Wirtschaft.

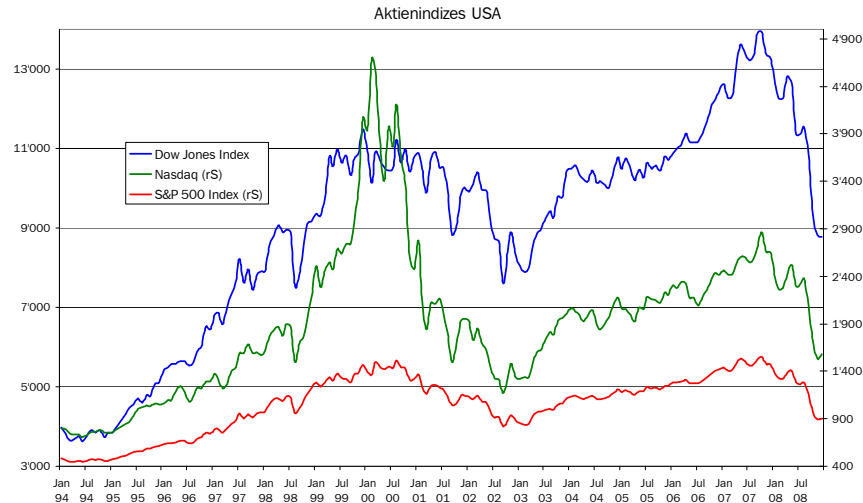
Positiv hingegen stimmt eine Beobachtung der Leuthold Group: Zurzeit ist ein Gegenwert von 74% der totalen Marktkapitalisierung der US Börse in Liquidität gehortet, der

<sup>14</sup> Institute for Supply Management

## Anlagebericht - 31. Dezember 2008

höchste Wert seit 1990. In der Vergangenheit lag die durchschnittliche Jahres-Performance von Aktien nach solchen Höchstwerten im Folgejahr bei 24%.

Im relativen Vergleich gibt es günstigere Aktienmärkte. Wir ziehen deshalb japanische oder europäische Aktien den amerikanischen vor.



### Europa

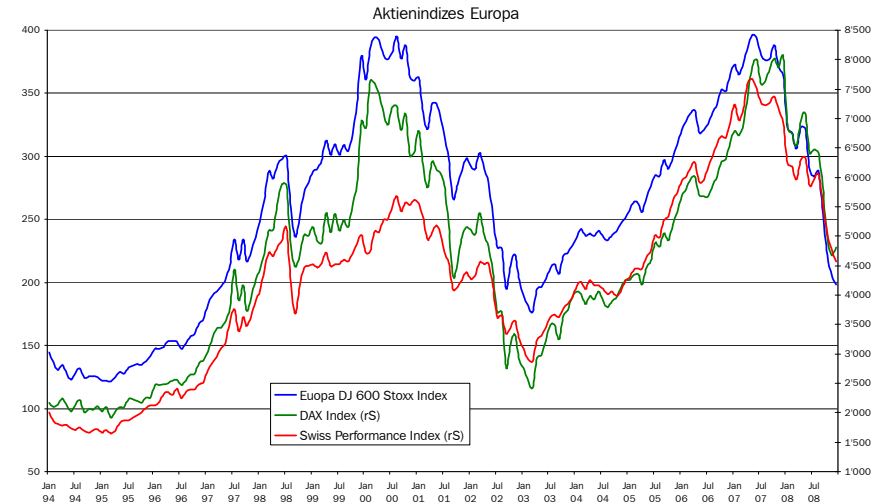
Gemäss UBS-Research sind die Nettoinvestitionen in europäische Aktien über die letzten 2 Wochen vor Jahresende angestiegen, wegen den Feiertagen allerdings mit tiefen Volumem. „Long-only“ Investoren sollen sich vor allem eingedeckt haben. Ausländische Investoren hingegen, allen voran amerikanische Anlagefonds, waren mit grösseren Rücknahmen in ihren Fonds konfrontiert und mussten entsprechend handeln. Auch hier werden Höchstlevels an Liquidität gemessen, wie man sie zuletzt 1998 beobachtet hatte.

Doch auch in Europa zeigen die Makroindikatoren Richtung Süden. Ansteigende Arbeitslosenzahlen, ein sich abschwächendes Konsumenten- respektive Wirtschaftsvertrauen sowie eine niedrigere Kapazitätsauslastung deuten auf eine weitere Abkühlung der Wirtschaft hin.

Europäische Aktien handeln absolut sowie relativ bewertet zu einem Abschlag.

### Deutschland

Im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten ist gemäss einer Studie der Allianz in Deutschland trotz Vermögensverlusten die Sparquote von 10,8% auf 11,4% gestiegen. Aber auch für die deutsche Volkswirtschaft sind die Frühindikatoren auf Rezession eingestellt. Wir halten deutsche Aktien nicht als separate Allokation, sondern als Teil der europäischen Aktienquote.



### Schweiz

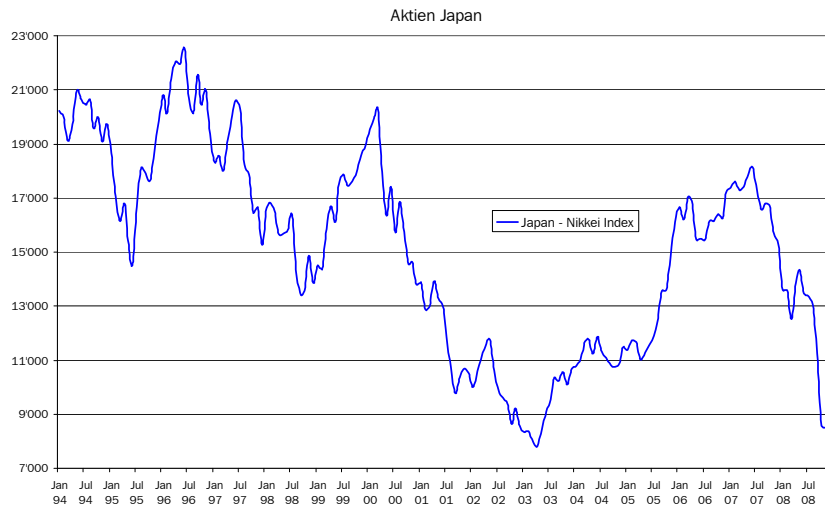
Obwohl für die Schweiz im europäischen Vergleich eine noch recht optimistischste Wirtschaftsentwicklung prognostiziert wird, ist damit zu rechnen, dass sich diese Annahmen in den nächsten Wochen weiter verschlechtern werden. Denn auch hier zeigen die Frühindikatoren ein Abbremsen der Wirtschaft an. Eine Arbeitslosenrate von zuletzt gemeldeten 2,7% wird kaum zu halten sein.

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

## Anlagebericht - 31. Dezember 2008

### Japan

Kaum an der frischen Luft, hat die Vergangenheit Japan schon wieder eingeholt. „Back to square one“, wie das kürzlich in einem der UBS-Research-Reports zu lesen war. Die Deflation hat Japan wieder im Griff. Es ist aufgrund der globalen Wirtschaftsentwicklung nicht zu erwarten, dass diese in naher Zukunft erfolgreich bekämpft werden kann. Nichtsdestotrotz sind japanische Aktien sehr günstig bewertet und haben ein hohes Kurspotential.



### BRIC

Die Situation der Aktienmärkte in den Schwellenländern hat sich gegenüber unserem letzten Bericht wie zu erwarten war nochmals verschlechtert.

Brasilien kann zwar auf einen starken Binnenmarkt zurückgreifen, hat aber überdurchschnittlich unter dem Crash in den Rohwarenpreisen zu leiden.

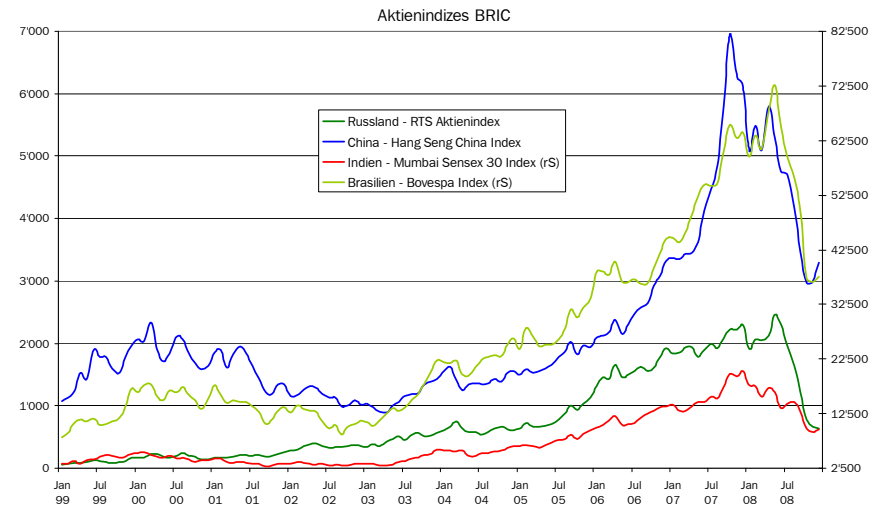
Russland hat es versäumt, während der Rohstoffblase den Finanzsektor zu reformieren und die Wirtschaft nachhaltig weiterzuentwickeln. Rasant steigende Rohstoffpreise waren bequem und haben viele Oligarchen dazu verleitet, sich im Ausland mit Unternehmensbeteiligungen einzudecken, wie sich nun herausstellt auf Pump. Wie gewonnen, so zerronnen.

Um ausländische Investoren und deren Rechte hat man sich in Russland kaum gekümmert. Dies wurde nun im Aktienmarkt entsprechend quittiert.

Der indische Aktienmarkt hat unter grossen Geldabflüssen zu leiden. So berichtet der staatliche Regulator SEBI, dass den 2007 von Ausländern in indische Unternehmen investierten Geldern von USD 17,4 Mrd. 2008 nun ein Abfluss von USD 13,5 Mrd. gegenüber steht. Auch Indien hat unter der globalen Wirtschaftschwäche zu leiden. Stieg die Industrieproduktion letztes Jahr noch um über 12%, so hat man 2008 das erste Mal seit Jahren einen Rückgang zu verzeichnen.

In China hat die Euphorie den chinesischen Aktienmarkt innerhalb kürzester Zeit sechsfachen lassen. 2008 kam dann allerdings die kalte Dusche und löschte 2/3 dieses Anstiegs wieder aus.

Auch wenn die Bewertung dieser Aktienmärkte als günstig bis fair bezeichnet werden kann, sind die Aussichten auf Kurssteigerungen in diesen Märkten eher trüb. In Zeiten hoher Volatilität fordert der internationale Investor neben einer günstigen Bewertung und tollen Wachstumsaussichten Qualität, Transparenz und Liquidität. Alles Eigenschaften, die Emerging Markets per Definition nicht liefern können.



## Anlagebericht - 31. Dezember 2008

### Obligationen

Gut möglich, dass in diesem Marktumfeld der Cash Flow nicht wie bis anhin für Dividendenzahlungen verwendet wird, sondern um Fremdkapital zurückzuzahlen. Zudem haben Obligationen gegenüber Aktien in unsicheren Zeiten den Vorteil des höheren Ranges im Kollokationsplan<sup>15</sup>.

Renditen in Obligationen von 7 bis 25%, je nach Qualität, liegen im Bereich des möglichen. Grosse Rating Agenturen rechnen mit Ausfallquoten von bis zu 11% für Obligationen minderer Qualität. Obligationenkurse implizieren hingegen Ausfallquoten von bis zu 53%<sup>16</sup>. Dem stehen seit 1920 kumulierte fünfjährige Ausfallquoten von Schuldverschreibungen von durchschnittlich 1,7% für gute bzw. 16,7% für mindere Qualitäten gegenüber.

	<u>Dez 2008</u>	<u>Dez 2007</u>	Diff. AAA – BBB	
			<u>Dez 2008</u>	<u>Dez 2007</u>
AAA Euro	4,65%	4,89%		
BBB Euro	7,64%	5,86%	2,99%	0,97%
AAA GBP	5,06%	5,43%		
BBB GBP	6,97%	6,22%	1,91%	0,79%
AAA USD	4,75%	5,25%		
BBB USD	7,95%	6,11%	3,20%	0,86%

### Rohwaren (Commodities)

Rohöl handelt am Kassamarkt zu einem Abschlag von rund 30% gegenüber 12-monatigen Termingeschäften. Leere Schiffsfrachtkapazitäten, wie sie das letzte Mal 1986 gesehen wurden, bieten nun ein günstiges Angebot, das gekaufte Öl ein Jahr lang dort zu lagern, um es dann anschliessend auszuliefern.

Die Blase in den Rohwaren ist im letzten Sommer entgültig geplatzt. Nach rekordhohen Notierungen von beinahe USD 150 pro Barrel (pbl) Erdöl ist es zum einem beispiellosen Crash um über USD 100 pbl gekommen.

Nach 7 fetten Jahren scheint die Party nun ein Ende gefunden zu haben. Bei diesen Preisbewegungen hat spekulatives Kapital eine nicht unwesentliche Rolle gespielt.

Die OPEC versucht nun Gegensteuer zu geben, es ist jedoch fraglich, ob die Teilnehmer genügend Disziplin aufbringen werden, um diesen Vorgaben zu entsprechen. Iran und Venezuela haben ihren Budgets einen Ölpreis von USD 95 pbl zu Grunde gelegt, Russland rechnet mit einem Preis von USD 70 pbl. Die arabischen Golf Staaten brauchen einen Preis von USD 50 pbl für das schwarze Gold.

Eine schrumpfende Wirtschaft wird nur sehr wenige Impulse zur Preissteigerung von Rohwaren beisteuern können.

### Konklusion

Der Entschuldungsprozess in den Vereinigten Staaten wird länger dauern als andersorts. Deshalb werden die USA für geraume Zeit als Wirtschaftswachstumsfaktor ausfallen. Die BRIC-Länder werden Teile der Devisenüberschüsse abbauen, um die eigene Binnenwirtschaft zu stützen.

Unternehmensanleihen, Aktien und High-Yield-Bonds offerieren Opportunitäten, wie sie nur sehr selten geboten werden. Wichtig ist jedoch, dass man sich von hohen Renditepotentialen nicht blenden lässt, diszipliniert vorgeht und nicht alle Eier in den selben Korb legt, mit anderen Worten die Anlagen breit diversifiziert.

Unsere Assetallokation zusammengefasst:

Anlagekategorien

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

Für das von Ihnen entgegengebrachte Vertrauen in diesen volatilen Zeiten bedanken wir uns. Für das Neue Jahr wünschen wir Ihnen und Ihren Angehörigen gute Gesundheit und viel Erfolg!

Stefan Riesen, CFA  
Chief Investment Officer

Vaduz/Zürich, 31. Dezember 2008

<sup>15</sup> Durch die Konkursverwaltung oder das Betreibungsamt aufgestellter Plan für die Rangordnung der Gläubiger.

<sup>16</sup> Bloomberg Ende November 2008