

---

## Kommentar - Ad-Hoc

---

### **„Sell in May and go away ... but remember to come back end of September!”**

*Was letztes Jahr eindeutig nicht zugetroffen ist, scheint sich dieses Jahr teilweise zu bewahrheiten. Die Leser unserer Quartalsberichte mag dies nicht ganz überraschen, hielten wir doch bereits Ende vergangenen Jahres Aktienmärkte für fair bis teuer bewertet. Wir reagierten entsprechend und halten bis heute ca. 20% Liquidität in unseren Portfolios. – Aber wieso halten wir zur Zeit überhaupt noch Aktien? Die OECD rechnet weltweit weiterhin mit einer starken Wirtschaft. Die Korrektur hat die Aktienmärkte, vor allem in Europa, auf Bewertungen gedrückt, die wir seit Ende 1998 nicht mehr gesehen haben. Mittelfristig sehen wir daher das Risiko eher bei einer Aktien rally nicht dabei zu sein, als auf der negativen Seite. – In den nächsten Monaten wird es aber dennoch etwas turbulent zu und her gehen.*

Einmal mehr möchten wir betonen, dass Liquidität ebenfalls eine Anlageklasse ist. Zwar ist sie gegenüber anderen traditionellen Klassen die meiste Zeit nicht attraktiv, in Stressphasen aber korreliert sie nicht mit anderen Wertpapierklassen und kann daher in bestimmten Situationen nicht umgangen werden. Da wir schon seit geraumer Zeit die Aktienmärkte für als fair bis teuer gehalten haben, haben wir für unsere Kunden konsequenter Weise Ende letzten Jahres Aktien abgebaut und ein Liquiditätspolster von ca. 20% aufgebaut.

Ausgelöst durch eine einzige Inflationszahl aus den USA sind die Aktienmärkte weltweit ins Rutschen gekommen und befinden sich seither in einer Korrekturphase. Nicht ganz unerwartet, hatten wir doch bereits im ersten Quartal Kursavancen, die wir für das ganze Jahr erwartet hatten. – Auf einen Nenner gebracht, eine Korrektur der Aktienmärkte weltweit war schon seit längerem fällig, aber zeitlich schwer vorhersehbar.

Viele Hedge Funds fürchteten sich bereits Anfangs Monat vor den extrem hohen Ständen der Aktienindices. Die rapportierte Teuerung diente dann lediglich als Katalysator. Wir denken, dass vor allem Long-Short Hedge Funds<sup>1</sup>, das Glattstellen von Carry Forward Transaktionen<sup>2</sup> sowie sogenannte Variance Swap<sup>3</sup> Kontrakte den

---

<sup>1</sup> Long-Short Hedge Funds = Hedge Funds, die gegen Aktienbestände Aktien leer verkaufen.

<sup>2</sup> Carry Forward Transaktionen = Aufnahme von Geldern zu günstigen Konditionen (z.B. Yen) und Wiederanlage in höher rentierende Produkte, wie Aktien.

<sup>3</sup> Varianz = Volatilität im Quadrat; statistisches Streuungsmass, dient als Mass von Preisabweichungen.

Druck auf die Aktienmärkte ausübten. Lokale Anleger sorgten dann für eine Eigendynamik der Verkaufswellen.

Bedenken, dass die durch hohe Rohstoffpreise verursachte Inflation ihren Zoll abverlangt und die Wirtschaft vorzeitig zum abkühlen bringt, sind nicht unberechtigt. Auch berechtigt ist die Furcht vor in diesem Zusammenhang steigenden Zinsen. Dies könnte das Platzen einer der Immobilienblasen in den USA, Spanien, Frankreich, Irland oder Schweden zur Folge haben und somit das Konsumentenverhalten negativ beeinflussen. Zusätzlich fährt die USA das Risiko eines Zwillingsdefizits, was den Druck auf die US Valuta verstärken könnte. Alles sicherlich legitime Bedenken, die dem Aktienmarkt für längere Zeit den Atem rauben könnten.

Wir sind jedoch der Meinung, dass sich auf Grund der Korrektur und starker Unternehmensgewinne die Situation wieder zu Gunsten des langfristig orientierten Aktienanlegers gewendet hat. Fundamental betrachtet, befinden wir uns auf einem Niveau, welches wir das letzte Mal vor acht Jahren beobachten konnten. Außerdem offerieren Zinsen zu wenig um den Aktieninvestor wirklich reizen zu können.

Zuversichtlich stimmt uns auch die Wachstumsprognose der Weltwirtschaft der OECD, welche durch die stürmischen Finanzmärkte nicht beeinflusst wird. Im Gegenteil, sie hat die Prognosen in ihrem Halbjahresbericht von 2.9% auf 3.1% erhöht.

Positiv stimmen uns auch die weltweit hohen Liquiditätsbestände von institutionellen Investoren und der ungebrochene Durst nach Firmenübernahmen (z.B. Mittal Steel Co NV/ Arcelor, NYSE Group Inc. / Euronext, Credit Agricole SA/ Alliance & Leicester Plc, etc.).

Wir sind gegenüber den Aktienmärkten zuversichtlicher gestimmt, als wir dies noch vor ein paar Wochen waren. Mit unserer heutigen Assetallokation fühlen wir uns wohl und erwarten bis Ende Jahr für die Aktienmärkte durchschnittliche Kursavancen.

Ihr

Stefan Riesen, CFA  
Chief Investment Officer

Vaduz/Zürich, 1. Juni 2006