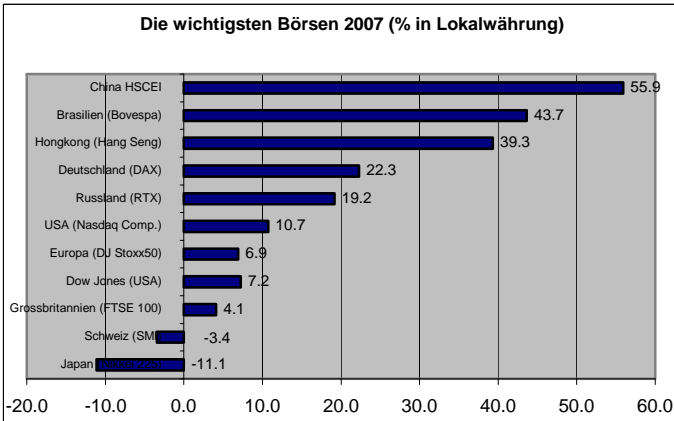


## Jahresrückblick

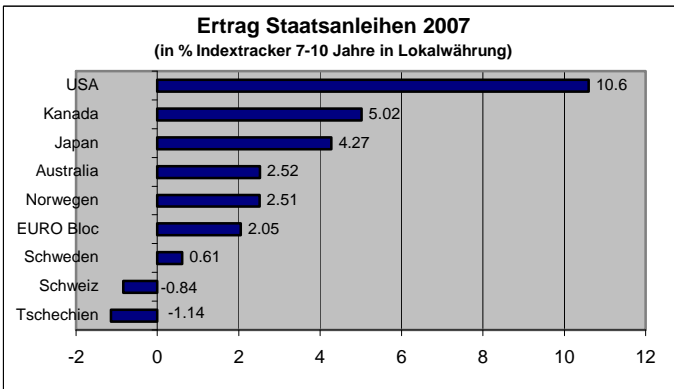
Das zurückliegende Jahr war durch sehr unterschiedliche Entwicklungen an den internationalen Aktienmärkten gekennzeichnet. Als grösste Belastung für die Märkte entpuppte sich die Subprime Krise in den USA. Zwar waren rückläufige Immobilienpreise in Amerika erwartet worden. Dass einige der grössten Banken auf ihren Kreditderivaten (insb. verbriefte Hypotheken und Firmenkredite) gleich zweistellige Milliardenabschreiber vornehmen mussten, bildete für die meisten Investoren jedoch eine herbe Überraschung. Erstaunlich war, wie sich wohl zum ersten Mal in der Wirtschaftsgeschichte die Schwellenländer von den Verwerfungen im internationalen Finanzsystem abkoppeln konnten. So wiesen die Kurse an den Börsen von China, Indien wie auch Brasilien im abgelaufenen Jahr hohe zwei- bis gar dreistellige Preissteigerungen auf. Eine positive Überraschung waren auch die hohen Kursavancen an exotischen Märkten, wie der Ukraine (+135%) und Nigeria (+71%). Generell wurden im abgelaufenen Jahr Investitionen in riskantere Märkte und Branchen durch eine hohe Performance belohnt, wie etwa die hohen Kursavancen im Bereich „Erneuerbare Energien“ belegen. In dieses Bild passt auch, dass Technologiewerte generell ein Comeback feierten, wie an der Kursentwicklung des NASDAQ und auch des Deutschen TecDax Index (+30%) unschwer abzulesen ist.

anleihen aus, die als Reaktion auf die Turbulenzen an den Kreditmärkten teilweise stark zurückgestuft wurden. Viel Bewegung war im vergangenen Jahr auch an den Rohstoffmärkten zu beobachten. Nimmt man die Veränderung der auf rollenden Futures-Kontrakten basierten Rohstoff-Indizes von Goldman Sachs als Massstab, vermochten die Agrarrohstoffe Weizen und Sojabohnen eine gar noch höhere Kursavance zu erzielen als Erdöl und Heizöl. Eine der Ursachen dieser Entwicklung ist die zusätzliche Nachfrage nach diesen Agrarrohstoffen für die Biotreibstoff-Produktion.



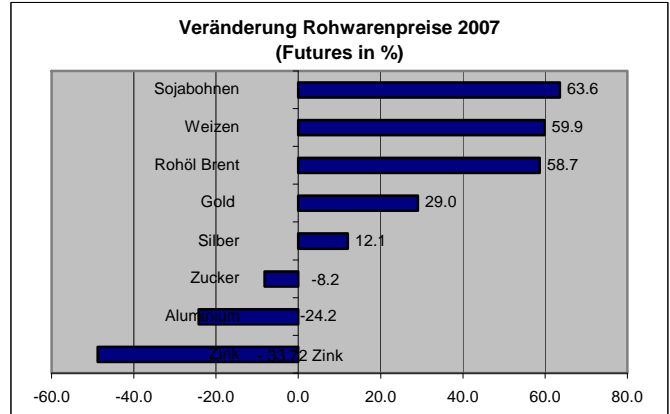
Quelle: Bloomberg

Wenig zu verdienen war im vergangenen Jahr an den meisten Obligationenmarkten. Die anhaltend starke Konjunktur in Europa und wiederholt aufkeimende Inflationsbefurchtungen führten zu weiteren Zinserhöhungen der Schweizerischen Nationalbank wie auch der EZB. Davon blieb auch das lange Ende der Zinskurve nicht unberührt und die Anleihsrenditen zogen insbesondere in der ersten Jahreshälfte deutlich an. Entsprechend war die Gesamtperformance (Kursentwicklung + Coupon) der CHF-Staatsanleihen mit 7- bis 10-jähriger Laufzeit leicht negativ, während im Euro wegen dem höheren Zinsniveau leicht positive Er-



Quelle: Bloomberg

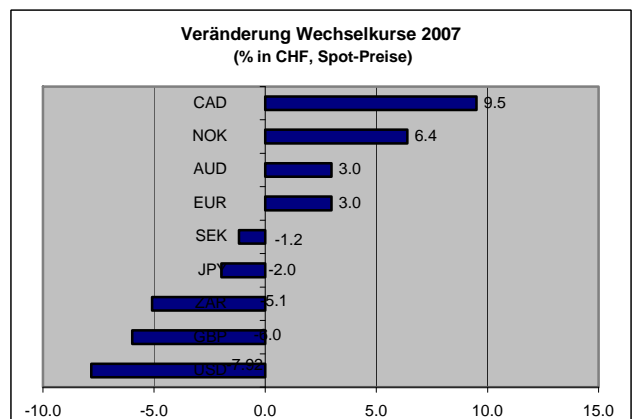
träge erzielt werden konnten. Mit Abstand die höchsten Gesamtrenditen konnten im USD dank einem eigentlichen Kurs-Rallye der Staatsanleihen im Gefolge der Subprime Krise erzielt werden. Deutlich geringer fiel die Performance der Unternehmens-



Quelle: Bloomberg

Bei den stark nachgefragten Industriemetallen kamen die Preise von Nickel und Zink stark unter Druck, die im Vorjahr extrem hohe Preissteigerungen verzeichnet hatten. Auch andere Industriemetalle, wie Aluminium, verzeichneten trotz anhaltend hoher Nachfrage aus China Preisruckschlage. Wohl auch als Folge des schwachen Dollars und wiederaufkeimender Inflationsängste haussierte der Goldpreis im vergangenen Jahr deutlich, wobei er für einmal deutlich stärker zulegen konnte als der Silberpreis.

An den Devisenmärkten stand die Talfahrt des amerikanischen Dollars im Mittelpunkt des Geschehens. Die im Gefolge der Subprime Krise rasch nach unten angepassten US-Leitzinsen und aufkeimende Rezessionsängste setzten die amerikanische Währung stark unter Druck. Obwohl es am Jahresende zu einer Erholung des Greenback kam, verblieb ein Jahresverlust der wichtigsten Weltwährung von rund 11% gegenüber dem Euro, zumal zahlreiche grosse Dollarinvestoren (China, Russland, wichtige Erdolstaaten) sich vermehrt nach Alternativen zur bisherigen Weltleitwahrung umschauen. Gefördert durch umfangreiche Carry-Trades (Kreditaufnahmen in Tiefzinswahrungen, die in Hochzinswahrungen investiert werden) schnitten der japanische Yen und der Schweizerfranken besonders schwach ab. Wie schon in den Vorjahren schnitten gegenüber dem Franken die sog. Rohstoffwahrungen wie der Kanadische Dollar, die Norwegische Krone und der Australische Dollar besonders stark ab.



Quelle: Bloomberg

# 2008 – Ausblick und Prognosen

## Deutliche Wirtschaftsabschwächung

Das weltwirtschaftliche Wachstum fiel im abgelaufenen Jahr mit rund 4.6% leicht höher als im Vorjahr aus. Das schwächere Wachstum in den USA wurde durch die überraschend starke wirtschaftliche Dynamik in Europa und – wichtiger noch – in den Schwellenländern überkompensiert. In den USA scheiden sich aktuell die Geister, ob das Land angesichts der markanten Schwäche des Immobilienmarktes in eine Rezession abgleitet oder nicht. Auch wenn die deutliche Verlangsamung der US-Konjunktur unübersehbar ist, stehen die Chancen gut, dass die aktuelle Wirtschaftskrise auf einzelne Branchen (Banken, Bau, einzelne Konsumgütersektoren etc.) beschränkt bleibt und es bereits im Jahre 2009 wieder leicht aufwärts geht.

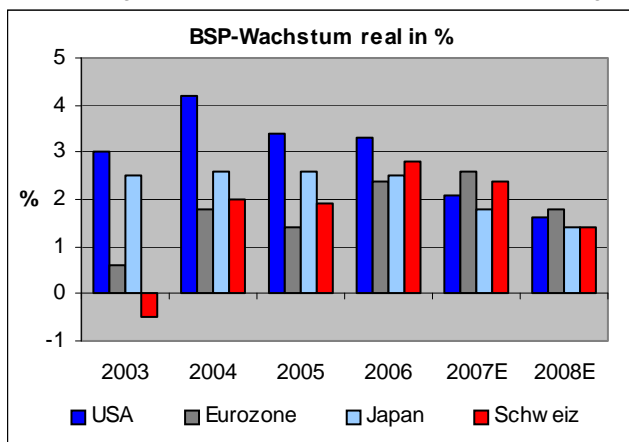
Beinahe wichtiger als die US-Konjunktur scheint die wirtschaftliche Entwicklung in den wichtigsten Schwellenländern zu sein. So würde eine deutliche Wachstumsverlangsamung in China auch Bremsspuren in den meisten anderen asiatischen Ländern hinterlassen. Bislang hat sich allerdings gezeigt, dass die zahlreichen Zinserhöhungen der chinesischen Notenbank zur Eindämmung der Inflationsrisiken wenig Einfluss auf die reale Entwicklung hatten, zumal die meisten Unternehmen ihre Investitionen aus den laufenden Einnahmen finanzieren. Allgemein zeigt sich die wirtschaftliche Situation in den BRIC-Staaten (Brasilien, Russland, Indien, China) stabil, wurden doch in allen Belangen über die letzten 10 Jahre enorme Fortschritte erzielt (positive Leistungsbilanz, reduzierte Staatsverschuldung, tiefere Inflation etc.).

Auch in Europa scheint die Schwäche der US-Konjunktur nicht voll durchzuschlagen. In diesem Zusammenhang gilt es zu berücksichtigen, dass die Exporte der Euroländer in die USA mit 3% des Bruttosozialproduktes vergleichsweise gering sind und in ihrer Bedeutung meist überschätzt werden. Zudem zeigen auch die zaghaften strukturellen Reformen erste Wirkungen.

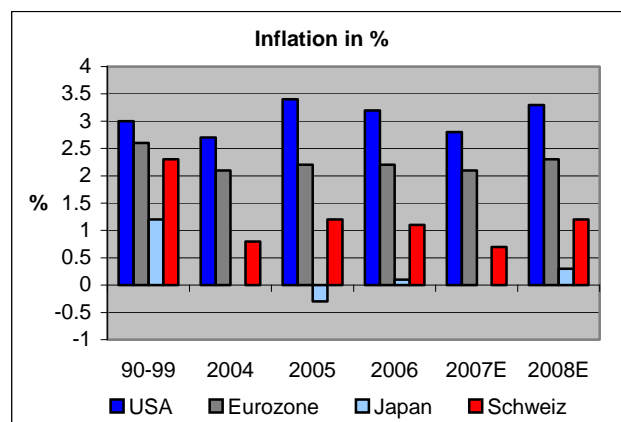
## Aufkeimende Inflationsängste

Auch wenn die schwachen Immobilienmärkte und die Kreditkrise tendenziell eine inflationsdämpfende Wirkung ausüben, sind in den letzten Wochen die Stimmen lauter geworden, die vor einer Stagflation (geringes Wachstum verbunden mit hoher Inflation) in den USA warnen. In der Tat weisen die Teuerungsraten wegen der stark gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreise eine steigende Tendenz auf, wobei sich auch die Kernraten der Inflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) diesem Trend nicht ganz entziehen können. Befürchtet wird, dass die Notenbanken den Keim für eine neue Inflationsrunde legen, wenn sie wegen der Kreditkrise ungewollt die Zinsen senken müssen oder nicht wie geplant erhöhen können.

Extreme Inflationsbefürchtungen scheinen dennoch unbegründet zu sein. Wenn die Notenbanken die Geschäftsbanken aktuell mit hohen Liquiditätsspritzen versorgen, tun sie dies temporär, um grössere Verwerfungen im Bankensystem wegen der hohen Liquiditätshaltung zu vermeiden. Zudem zeichnet sich ab, dass die Notenbanken nicht gewillt sind, die Leitzinsen allzu rasch zu senken, um den von der Immobilienkrise betroffenen Marktteilnehmern aus der Patsche zu helfen. Selektive Massnahmen, wie beschränkte Zinserhöhungsmoratorien für die besonders hart betroffenen Immobilieneigner, und eine grosszügige Kompensation der Engpässe im Interbankenkreditmarkt scheinen Vorrang zu haben. Auch haben die höheren Nahrungsmittel- und Energiepreise bislang nicht vollständig auf die übrige Wirtschaft durchgeschlagen, da die Unternehmen dank Produktivitätsgewinnen einen Teil der Erhöhungen auffangen können. Geht man davon aus, dass die wichtigsten Rohstoffpreise kaum mit dem in diesem Jahr festgestellten Rhythmus weiter steigen, ist vorab für die USA schon für 2009 mit wieder deutlich tieferen Teuerungszahlen zu rechnen.



Quelle: Bloomberg, eigene Prognosen

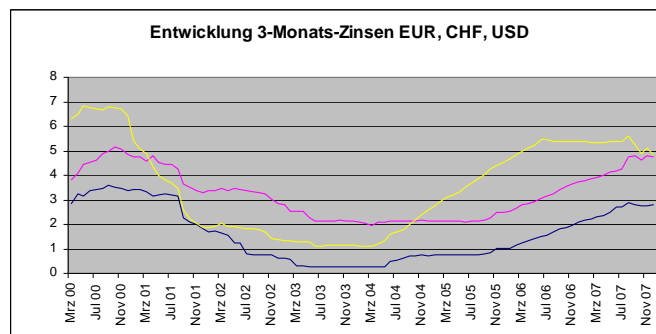


Quelle: Bloomberg, eigene Prognosen

## Notenbanken Gewehr bei Fuss

Die amerikanische Notenbank hat für einige Beobachter sehr rasch auf die Verwerfungen in den Kreditmärkten reagiert und die Leitzinsen von 5.25% in drei Zinsschritten auf 4.25% gesenkt. Da die weiteren Folgen der Subprime Krise für das Finanzsystem wie auch die Wirtschaft nur schwer absehbar sind, gehen die Erwartungen der Marktteilnehmer über die Entwicklung der Geldmarktsätze weit auseinander. Während etwa die US-Investment Bank Merrill Lynch weitere massive Zinssenkungen auf 2% bis Ende 2008 prognostiziert, sehen andere Fachleute den Spielraum des FED angesichts der wieder aufkeimenden Inflationserwartungen als eng begrenzt. Nachdem die US-Notenbank in der jüngeren Vergangenheit im Rückblick betrachtet schon einmal den Fehler gemacht hat, mit raschen Zinssenkungen und darauf folgenden starken Zinserhöhungen zumindest eine Teilursache der Subprime Krise gesetzt zu haben, gehen wir davon aus, dass Notenbankchef Bernanke ohne Not etwas vorsichtiger ans Werk gehen wird. Wir rechnen deshalb für die USA für Ende 2008 mit etwas tieferen Geldmarktsätzen von rund 4% (3-Monats Libor). Aufgrund des ho-

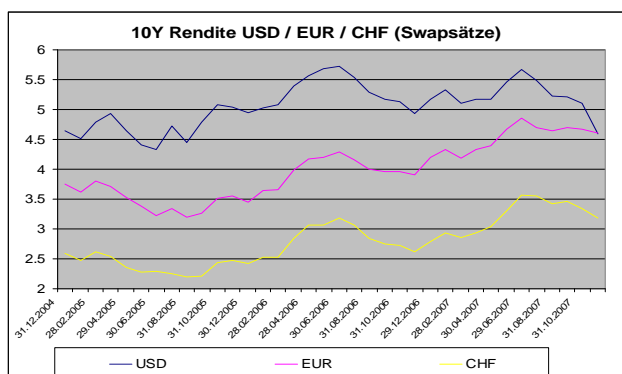
hen Wechselkurses des Euro scheinen auch der Europäischen Notenbank die Hände gebunden, sodass wir davon ausgehen, dass bis Ende 2008 der entsprechende Satz bei rund 4.25% liegen dürfte, wie dies auch vom Markt in den Forward-Sätzen prognostiziert wird.



Quelle: Bloomberg

# 2008 – Ausblick und Prognosen

Auch bei den langfristigen Zinssätzen erwarten wir keine dramatischen Änderungen. Nach der markanten Rallye der US-Staatsanleihen in den letzten Monaten als Ausdruck einer Flucht in sichere Anlagen rechnen wir im Zuge einer möglichen Normalisierung der Situation an den Kreditmärkten mit wieder



Quelle: Bloomberg

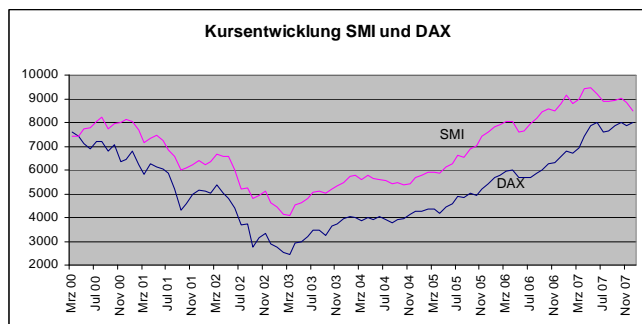
leicht höheren Obligationenrenditen. Steigende Obligationenrenditen erwarten wir für 2008 auch für den Euro, sodass die Zinskurven im Dollar und im Euro wieder eine etwas stärkere Steigung aufweisen sollten.

Prognosen Zinssätze (Rendite Staatsanleihen)						
		Dez 04	Dez 05	Dez 06	Dez 07	Dez 08E
USA	3-Monate	2.56	4.54	5.36	4.73	3.75
	10 Jahre	4.25	4.41	4.78	4.14	4.6
Eurozone	3-Monate	2.16	2.49	3.72	4.69	4.25
	10 Jahre	3.67	3.27	3.91	4.34	4.6
Japan	3-Monate	0.1	0.07	0.56	0.90	0.7
	10 Jahre	1.44	1.44	1.59	1.49	1.75
Schweiz	3-Monate	0.72	1.01	2.1	2.76	3.0
	10 Jahre	2.28	1.89	2.46	3.06	3.3

Quelle: Bloomberg, eigene Prognose (28.12.2007)

## Aktienmärkte – Kursavancen fundamental gerechtfertigt

Wenn man bedenkt, dass der US-Immobilienmarkt aktuell die schwerste Krise seit Jahrzehnten durchmacht und die US-Wirtschaft am Rande einer Rezession steht, mag die Performance der Aktienmärkte im zurückliegenden Jahr doch erstaunen. Geht die Aktien-Rallye im laufenden Jahr in moderater Form weiter oder müssen wir aufgrund der verhaltenen konjunkturellen Aussichten mit einer nachhaltigen Korrektur an den wichtigsten Aktienmärkten rechnen? Auffallend ist, dass die fundamentalen Bewertungen (gemessen an den erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnissen) trotz den Kursavancen an den meisten Märkten in etwa auf der gleichen Höhe wie vor Jahresfrist liegen, d.h. die Kurse in etwa die Gewinndynamik der Unternehmen mitgemacht haben. Fundamental gar etwas billiger geworden sind die an der NASDAQ gehandelten Dividentitel, ist doch das Kurs-Gewinn-Verhältnis von knapp 30 dank der dynamischen Gewinnentwicklung der im Index enthaltenen Unternehmen auf etwa 28 zurückgekommen.



Quelle: Bloomberg

Auch mit Blick auf die historischen Bewertungen kann nicht von einer Überbewertung der Aktien gesprochen werden, liegen doch die Kurs-Gewinn-Verhältnisse eher am unteren Rande der langfristigen Bandbreiten. Brechen die Unternehmensgewinne nicht unerwartet ein, kann deshalb für das laufende Jahr an den wichtigsten Aktienmärkten durchaus mit einer weiteren moderaten Aufwärtsbewegung gerechnet werden. Wir waren fälschlicherweise für das zurückliegende Jahr gegenüber den Aktienmärkten der Schwellenländer etwas vorsichtiger eingestellt. Aufgrund der fulminanten Entwicklung der Indizes der BRIC-Staaten liegen die Bewertungen dieser Märkte bezogen auf die Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) aktuell mit etwa 20 für Indien und China (in Hongkong kotierte Titel) deutlich über den Vergleichswerten der „alten“ Börsen. Mittlerweile lassen sich denn auch einige westliche Unternehmen mit Aktivitäten in den BRIC-Staaten finden, die nur halb so hoch bewertet werden, wie ihre Konkurrenten aus eben diesen Ländern. Wir sind deshalb insbesondere gegenüber dem chinesischen und indischen Aktienmarkt etwas vorsichtiger eingestellt. Aufgrund der deutlich tieferen Bewertungen würden wir Russland und Brasilien favorisieren, zumal Brasilien dank einer tiefen Exportquote in die USA nur wenig von einer US-Rezession betroffen wäre. Für sehr risikofähige Investoren bieten sich im Sinne einer Beimischung Investitionen in ausgewählte afrikanische Länder an, denen langfristig ein gewisses Entwicklungspotential zugesprochen werden kann (Botswana, Nigeria, etc). Falls es nicht zu weiteren hohen Wertberichtigungen bei den Finanztiteln kommt, kann diesem Sektor ein Aufholpotential zugetraut werden.

Kennzahlen Aktienmärkte						
	Index Dez. 07	Performance 07*	Performance 06	Unt. gewinne 07E**	Unt. gewinne 08E***	KGV 08E***
S&P 500	1478	4.24%	14.04%	80	90 (+11%)	16.50
NASDAQ	2674	10.73%	9.99%	70	97 (+38%)	27.95
DJ EuroStoxx 50	4404	6.91%	15.12%	351	352 (0%)	12.49
DAX	8067	22.29%	21.98%	587	593 (+3.1%)	13.55
SMI	8484	-3.43%	15.85%	626	521 (-17%)	16.43
Topix (Japan)	1476	-12.22%	1.9%	52.28	46.98 (-10%)	31.93

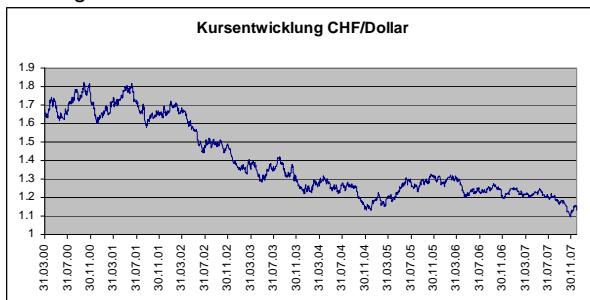
\* Performance in Lokalwährung (Stand 28.12.07, Schlusskurse)

\*\* gewichtete, aggregierte (aktuelle) Gewinne der im Index enthaltenen Unternehmungen

\*\*\* Ende 2007 erwartete Kurs/Gewinn-Verhältnisse für das Jahr 2008 (Quelle: Bloomberg)

## Ende der Dollarschwäche?

Das Jahr 2007 war wie schon im Vorjahr durch einen schwachen Dollar gekennzeichnet. Gegenüber dem Schweizerfranken verlor die US-Währung knapp 8% und gegenüber dem Euro rund 11%, wobei die Verluste im Jahresverlauf vorübergehend noch höher waren. Die Schwäche des Dollars dürfte primär auf die Subprime Krise in den USA und die deutlich geschrumpfte Zinsdifferenz zum Euro und Franken zurückzuführen sein. Etwas weniger schwach gegenüber den europäischen Währungen tendierte der Yen, der das hauptsächlich „Opfer“ von sog. Carry-Trades geworden war. Die sehr tiefen Yen-Zinsen bewogen viele Investoren, wie beispielsweise Hedge Fonds aber auch asiatische Geschäftsbanken, „billige“ Yen-Kredite aufzunehmen und in Währungen mit deutlich höherer Verzinsung anzulegen. Bisher ist diese im grossen Stil praktizierte Investmentstrategie aufgegangen, da die Währungsspekulanten zusätzlich von der teilweise selbst ausgelösten Schwäche des Yen profitierten. Diese Strategie birgt allerdings die Gefahr, dass ein plötzliches Wiedererstarren des Yen eine massenweise Auflösung der „carry trades“ bewirkt, was zu einer hohen Volatilität bei den betroffenen Währungen führt. Aufgrund der grösseren Zurückhaltung gegenüber kreditfinanzierten Investmentstrategien gehen wir davon aus, dass im laufenden Jahr fundamentale Überlegungen wieder stärker berücksichtigt werden, sodass wir nicht mit einer weiteren Abwertung des Yen rechnen.

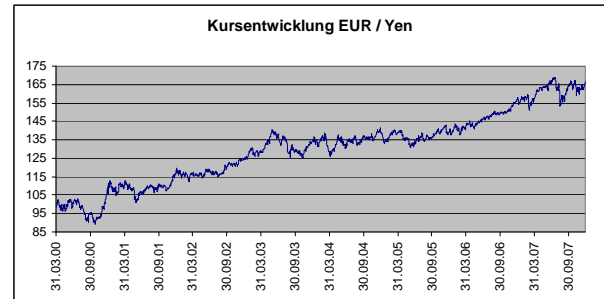


Quelle: Bloomberg

## Verhalten positiv für Aktien

Da mit Anleihen auch im kommenden Jahr nicht allzu viel zu verdienen sein wird, empfehlen wir trotz weiter gestiegener Aktienkurse eine leichte Übergewichtung der Aktien. Im Rahmen der Aktienanlagen empfehlen wir unter Bewertungsgesichtspunkten ein etwas höheres Gewicht der europäischen gegenüber den amerikanischen und japanischen Dividendenpapieren. Da wir ohne grosse geopolitische Krisen nicht mit grösseren Kursrückschlägen rechnen, erachten wir strukturierte Produkte mit bedingtem Kapitalschutz (Bonus-Produkte) weiterhin als ideale Anlage, um gegen beschränkte Kursverluste gewappnet zu sein, ohne gleichzeitig das Gewinnpotential unnötig zu limitieren. Risikoliebende und -fähige Anleger können als Depotbeimischung weiterhin in Aktien von Unternehmen aus Emerging Markets investiert bleiben, wobei wir wie oben ausgeführt Russland und Brasilien favorisieren. Wer China-Aktien mag, soll sich primär an die in Singapur kotierten, „billigeren“ Titel halten. Im Rahmen von Anlagen in festverzinsliche Papiere favorisieren wir aus Sicht von europäischen Investoren angesichts des nicht ganz zu vernachlässigenden Dollar-Währungsrisikos weiterhin schweizerische und europäische Anleihen mit einem Mix von Staats- und Unternehmensobligationen vorab mittlerer Laufzeiten. Als Ergänzung bieten sich weiterhin selektive Anlagen in Hedge Fonds an, die bei vergleichbarem Risiko wie Obligationen deutlich höhere Erträge erwarten lassen. Anleger mit Referenzwährung Euro und Schweizerfranken empfehlen wir bis auf weiteres, das Dollarrisiko durch eine teilweise Absicherung mit Terminkontrakten zu limitieren.

Im abgelaufenen Jahr hat sich auch die Aufwertung des chinesischen Renminbi (RMB) gegenüber dem Dollar um rund 6.7% fortgesetzt. Diese marginale Höherbewertung reicht allerdings nicht aus, die Ungleichgewichte im Aussenhandel zwischen den USA und China nachhaltig zu reduzieren. Es muss deshalb damit gerechnet werden, dass sich nach der Olympiade in China der politische Druck in Richtung einer deutlicheren Aufwertung verstärken wird.



Quelle: Bloomberg

Ohne einen eigentlichen Einbruch des US-Konsums sollte sich die Schwäche des Dollars gegenüber den Währungen des alten Kontinents nicht weiter akzentuieren. Das US-Handelsbilanzdefizit wird sich nämlich nicht zuletzt als Folge der Schwäche der amerikanischen Wirtschaft im kommenden Jahr auf etwas 3.5% des Bruttosozialproduktes reduzieren, nachdem es Anfangs 2006 noch rund 7% betragen hatte.

Prognosen Wechselkurse					
	Dez 04	Dez 05	Dez 06	Dez. 07	Dez. 08E
USD/YEN	102.6	118	119.13	112.01	<b>115</b>
EUR/USD	1.36	1.18	1.3165	1.4732	<b>1.40</b>
EUR/YEN	1.39	139	156.84	165.03	<b>160</b>
EUR/CHF	1.55	1.55	1.6074	1.6575	<b>1.65</b>
USD/CHF	1.14	1.31	1.2209	1.1249	<b>1.18</b>

Quelle: Bloomberg, eigene Prognosen (Stand 31.12.2007, 08.00 Uhr)

Attraktivität Zinsen		
	Obligationen CHF	-
	Obligationen EUR	neutral
	Obligationen USD	neutral
	Unternehmensanleihen	neutral
	Strukturierte Zinsprodukte	+
Aktien		
	Schweiz	+
	Europa	++
	USA	+
	Japan	-
	BRIC	+
	Strukturierte Aktienprodukte	++
	Rohstoffe, Edelmetalle	+
Alternative Anlagen		
	Fund of Hedge Funds (FoF)	
	"FoF" mit tiefem Risiko	neutral
	"FoF" long/short Aktien	+
	"FoF" Managed Futures	+
Währungen		
	CHF/EUR	neutral
	EUR/USD	neutral
	USD/YEN	-