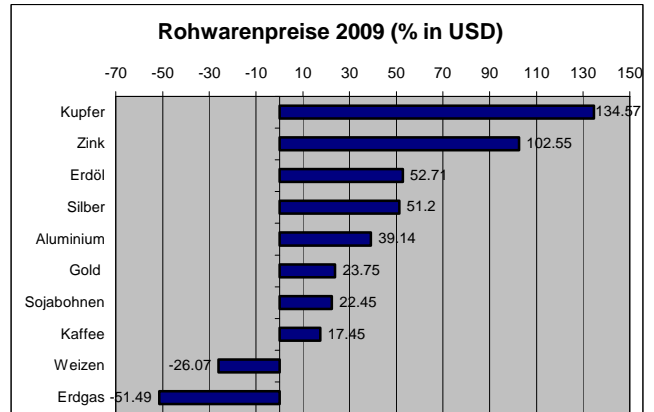


## Jahresrückblick

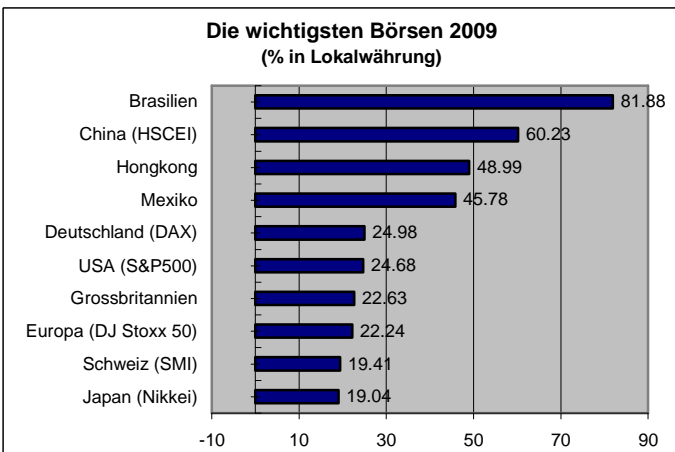
Die Aktienmärkte setzten das Jahr 2009 mit dem negativen Trend aus dem Vorjahr fort. Die Stimmung wurde laufend düsterer und ein Ende der Verschlechterung jeglicher Indikatoren war nicht abzusehen. Bis anfangs März büssten deshalb die meisten Märkte nochmals deutlich an Terrain ein (USA -25%, Europa -26%). Ausnahme war China, das entgegen der allgemeinen Tendenz an anderen Märkten im ersten Quartal 30% zulegen konnte (Shanghai Index). Der 9. März markierte beinahe weltweit den Tiefpunkt an den Aktienmärkten. Dann wurden sich die Anleger gewahr, dass die Notenbanken alle notwendigen Massnahmen ergreifen würden, um die Wirtschaft wieder anzukurbeln, das Vertrauen wieder herzustellen und keinen weiteren Unfall im Finanzsystem zuzulassen. Zugleich besann man sich auch auf die Bewertungen, die Niveaus erreicht hatten, die nur mit einem absoluten Katastrophen-Szenario zu rechtfertigen waren. In der Folge fassten zumindest einige Investoren wieder Mut, kehrten an die Börsen zurück und wurden dafür mit teilweise enormen Kurssteigerungen entschädigt. Der wieder erwachte Risikoappetit beflügelte insbesondere die zuvor arg gebeutelten Werte. So gehörten speziell der Finanzsektor und zyklische Werte zu den Gewinnern des vergangenen Jahres, wo seit den Tiefständen im März Wertzuwächse von deutlich über 100% keine Seltenheit waren. Demgegenüber blieben eher defensive Sektoren, wie z.B. Pharma zurück, was der gegenteiligen Entwicklung des Vorjahres entspricht.

Mit der Rückkehr des Anlegervertrauens stiessen auch Rohstoffe wieder vermehrt auf Interesse, was sich auch in fulminanten Preissteigerungen der meisten Produkte widerspiegelte. Positivere Konjunkturaussichten beflügelten namentlich Industriemetalle wie Kupfer, Zink aber auch Nickel und Aluminium. Zucker gehörte mit einem Wertzuwachs von gut 100% ebenso zu den Gewinnern des Jahres.

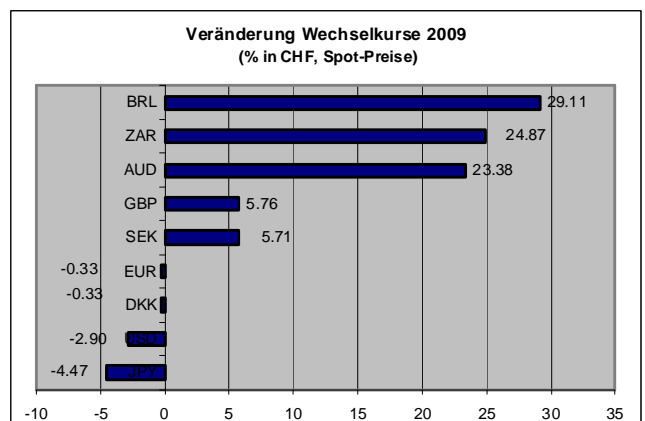
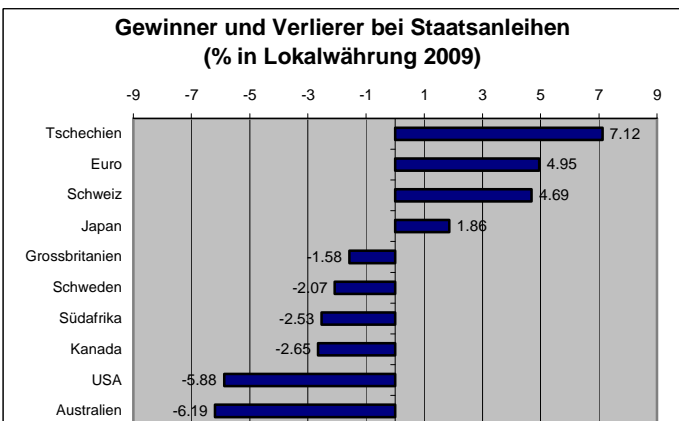


Erdöl profitierte ebenfalls von den sich aufhellenden Wirtschaftsaussichten und verteuerte sich folglich wieder. Gegen Jahresende wurden sogar kurzzeitig erneut Notierungen über 80 \$ pro Barrel erreicht, nachdem es sich zu Jahresbeginn noch um ca. 40 \$ bewegt hatte. Interessant war die Entwicklung des Goldpreises. Dieser stieg im ersten Quartal an, erlitt dann mit der Trendumkehr an den Märkten im März einen kleinen Rückschlag, welcher jedoch erstaunlicherweise nur kurz anhielt. Bis zum Herbst bewegte sich der Preis pro Unze in einer Bandbreite zwischen 900 \$ und knapp 1000 \$. Im letzten Quartal wurde dann die Marke von 1000 \$ pro Unze nachhaltig durchbrochen und ein Höchststand von rund 1250 \$ erreicht, dies trotz gesamthaft eher freundlichem Umfeld, weiterhin positiven Konjunktur-Aussichten und aktuell vernachlässigbarer Inflationsbefürchtungen.

An den Devisenmärkten wurden die Verwerfungen im weltweiten Finanzsystem ebenfalls deutlich ersichtlich. So verteuerte sich im ersten Quartal der US-Dollar, der gemeinhin als Zufluchtsort in unsicheren Zeiten gilt. Als sich jedoch abzuzeichnen begann, dass die Welt nicht untergehen würde, kehrte sich dieser Trend um und der US-Dollar ging wieder auf Talfahrt. Auf Jahresbasis resultierte daher eine Abwertung gegenüber den meisten Währungen. Zu den grössten Profiteuren gehörten ab April 2009 speziell die Rohstoffwährungen wie z.B. der Australische und Kanadische Dollar oder auch der Brasilianische Real. Der Schweizerfranken büsste gegenüber den meisten Währungen etwas an Terrain ein, blieb jedoch besonders stark gegenüber dem EUR. Dies obwohl die Schweizerische Nationalbank einen Kurs von CHF 1.50 pro EUR als untere Limite kommuniziert hatte.



Auch die Obligationenmärkte zeigten in den meisten Fällen genau das umgekehrte Bild wie im Vorjahr. Insbesondere US-Treasuries, welche zuvor von der Suche nach Sicherheit massiv profitierten, mussten deutliche Rückschläge hinnehmen. Etwas weniger stark betroffen waren die entsprechenden Papiere in Europa und Japan. Dafür zeigten mit zunehmendem Anleger-Optimismus die Unternehmensanleihen ebenfalls immense Kursavancen. Analog zu Aktien gehörten die grössten Verlierer vom Vorjahr zu den Gewinnern 2009. Die meisten Papiere haben sich daher von nicht gerechtfertigten, tiefen Niveaus erholt und offerieren heute grösstenteils wieder marktübliche Renditen.



# 2010 – Ausblick und Prognosen

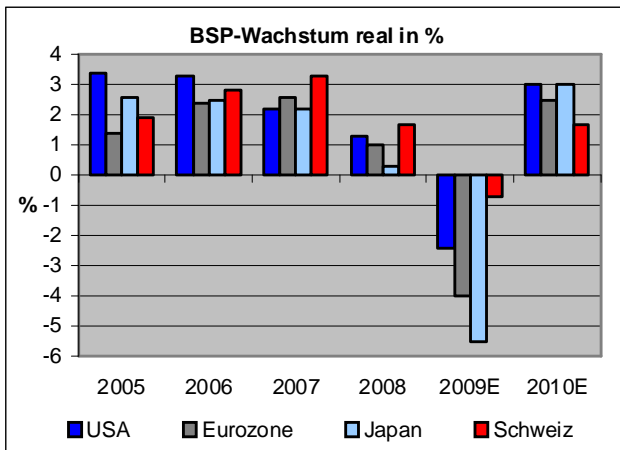
## Aufbruch aus dem konjunkturellen Jammertal

Nach dem massiven konjunkturellen Einbruch im Jahr 2009 mehren sich die Zeichen, dass die Konjunktur im laufenden Jahr wieder Tritt fassen wird. So kann für die USA für 2010 mit einem Wachstum von rund 3% und für Europa mit etwa 2.5% gerechnet werden. Für die chinesische Volkswirtschaft, die dank massiven staatlichen Impulsprogrammen selbst 2009 mit ansehnlichen Wachstumsraten aufwarten konnte, liegt im laufenden Jahr gar wieder ein knapp zweistelliges Wachstum drin. Dank den florierenden Schwellenländern dürfte die Weltwirtschaft nach einem Wachstumseinbruch von rund 1.5% im zurückliegenden Jahr wieder mit 3.5% bis 4% wachsen. So ist beispielsweise der Welthandel seit seinem Tief im 1. Quartal 2009 wieder um rund 20% gestiegen. Wegen den schwachen Vorjahreszahlen dürften die Wachstumsraten vor allem in den ersten zwei Quartalen 2010 besonders erfreulich ausfallen. In den alten Industriestaaten sieht das wirtschaftliche Umfeld dennoch alles andere als rosig aus. In den USA wie auch in Europa erreichen die Arbeitslosenraten vielerorts deutlich zweistellige Werte. In Ländern wie den USA, Spanien und Irland scheinen die stark gefallen Hauspreise nur langsam Boden zu finden. Vorab in den USA, wo die Konsumenten ihre Ausgaben jahrelang auf Pump finanziert haben, muss der Gürtel enger geschnallt werden. Konjunkturelle Impulse kommen deshalb primär über leere Lager, die wieder aufgefüllt werden müssen, über Investitionen und den Aussenhandel. Entscheidend für die weitere wirtschaftliche Entwicklung wird sein, was nach dem Auslaufen der konjunkturellen Stimulierungspakete passieren wird. Kommt es zu einem weiteren Einbruch bzw. zu einer doppelten Konjunkturdelle (sog. Double Dip) oder wird sich die Wirtschaft als ausreichend stabil erweisen, um auch

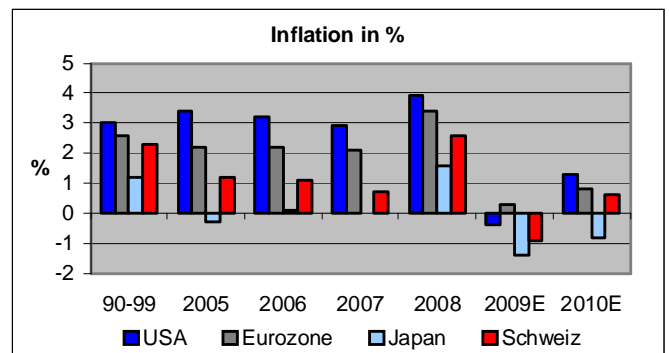
ohne staatliche Krücken weiter zu wachsen. Auch wenn zahlreiche Bestimmungsfaktoren gegen eine starke Konjunkturerholung sprechen, gehen wir davon aus, dass die Wirtschaft gewissermassen selbsttragend ihren Aufschwung bis 2011 fortsetzen wird. Die wichtigsten Impulse dürften wie bis anhin von einer sehr expansiven Geldpolitik und der Wachstumsdynamik der asiatischen und südamerikanischen Schwellenländer kommen.

## Teuerungsgefahren auf Schwellenländer beschränkt

Manch einer mag sich sagen, dass die ausgesprochen grosszügige Geldmengensversorgung durch die Notenbanken und die hohen staatlichen Defizite früher oder später unweigerlich zu einem Teuerungsanstieg führen müssen. Wir gehen davon aus, dass die Inflationsgefahr zumindest für die alten Industriestaaten überzeichnet wird. Der massive Konjunkturerinbruch hat zu hohen Überkapazitäten geführt, die auch bei anhaltendem Wachstum nur über mehrere Jahre abgebaut werden können. Hinzu kommt, dass auch vom Arbeitsmarkt aktuell kaum Teuerungsdruck droht. Auch können die meisten Staaten kein Interesse haben, die ausufernden Staatsschulden durch eine hohe Teuerung weg zu inflationieren. In den USA weisen die Staatsschulden eine durchschnittliche Finanzierungsdauer bzw. Laufzeit von knapp 4 Jahren auf. Steigen die Zinsen aufgrund von Inflationsbefürchtungen, würde dies zu einer massiven Verteuerung des Schuldendienstes führen. Etwas anders sieht die Situation in einzelnen Schwellenländern aus. Zum einen sind die Überkapazitäten in diesen von der Kreditkrise nur am Rande betroffenen Ländern weniger ausgeprägt. Zum andern weisen Länder wie China, Korea, Singapur und auch Australien zumeist einen ungebremsten Anstieg der Immobilienpreise auf. Entsprechend muss in diesen Ländern einschliesslich Indien und Brasilien mit einem Anstieg der Teuerung gerechnet werden.



Quelle: Bloomberg, eigene Prognosen

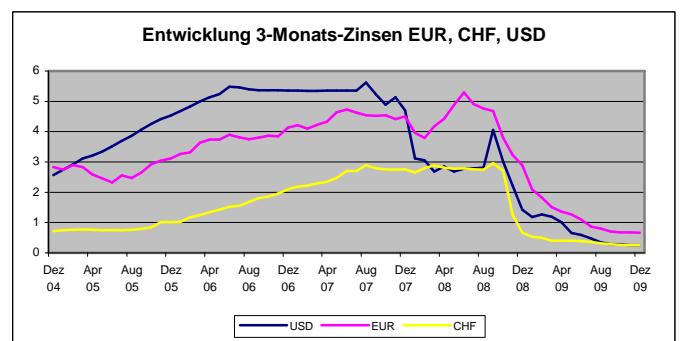


Quelle: Bloomberg, eigene Prognosen

## Heikle Gratwanderung der Notenbanken

Wie vor Jahresfrist prognostiziert, sahen sich alle wichtigen Notenbanken gezwungen, die Zinsen in die Nähe eines Nullniveaus zu senken und das Bankensystem weiter mit ausreichend Liquidität zu versorgen. Abgesehen von direkten Kapitalspritzen an zahlreiche systemrelevante Geschäftsbanken, sahen sich die Notenbanken auch zu weiteren unkonventionellen Massnahmen gedrängt. Dazu zählte insbesondere das sog. „quantitative easing“, wie etwa die Belehnung und der Kauf von Wertschriften, mit dem Ziel, auch die längerfristigen Zinsen nach unten zu drücken. So war beispielsweise die US-Zentralbank im abgelaufenen Jahr mit rund 300 Mia. USD die grösste Käuferin von US-Staatsanleihen. Angesichts der sich mehrenden Anzeichen einer konjunkturellen Stabilisierung drängt sich die Frage auf, wann der Zeitpunkt für die Notenbanken gekommen sein wird, mit einer Normalisierung der Geldpolitik zu beginnen. Wir gehen davon aus, dass die US-Zentralbank (und wahrscheinlich auch die Europäische Zentralbank sowie die SNB) angesichts der nach wie vor vorhandenen Risiken einer deflationären wirt-

schaftlichen Entwicklung und eines sehr schwachen Arbeitsmarktes bis im Herbst 2010 oder gar bis 2011 mit einer ersten Zinserhöhung warten wird. In Ländern mit einer stärkeren Wirtschaft (Norwegen, Australien etc) sind die ersten Zinsschritte bereits erfolgt und einzelne Schwellenländer, wie etwa Indien, werden bald nachziehen müssen.

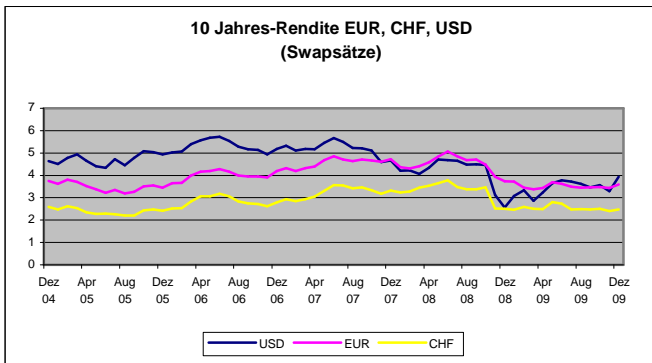


Quelle: Bloomberg

# 2010 – Ausblick und Prognosen

Nach dem Superjahr für „sichere“ Staatsanleihen im Jahre 2008 glänzten im abgelaufenen Jahr die Unternehmensanleihen. Dabei wurden die Anleger für das Eingehen von Kreditrisiken belohnt; d.h. je höher das Kreditrisiko, desto höher war die Performance, wobei gewisse High Yield-Anleihen mit tiefem Rating Kursaufschläge von über 50% erzielten. Für das kommende Jahr muss damit gerechnet werden, dass vor allem mit langlaufenden Staatsanleihen kaum Gewinne erzielt werden können. Auch wenn das Kursrally bei den Unternehmensanleihen schon weit gelaufen ist, favorisieren wir 2010 weiterhin dieses Obligationensegment.

Bei den Staatsanleihen könnte die hohe Verschuldung einzelner Staaten die Angst vor einem Staatsbankrott weiter nähren. Entsprechend scheint es uns zu früh, irische oder griechische Staatsanleihen zu kaufen, zumal sich diese Staaten bisher nicht auf eine glaubwürdige Fiskalpolitik zum Abbau ihrer Schulden verpflichtet haben. Es ist denn auch nicht völlig ausgeschlossen, dass bisherige Erstklassig-Schuldner, wie die USA, vermehrt Schwierigkeiten haben werden, ihren enorm hohen Refinanzierungsbedarf von rund 2500 Mia. USD im Jahre 2010 ohne negative Auswirkungen auf die Kurse an den Kapitalmärkten zu decken.



Quelle: Bloomberg

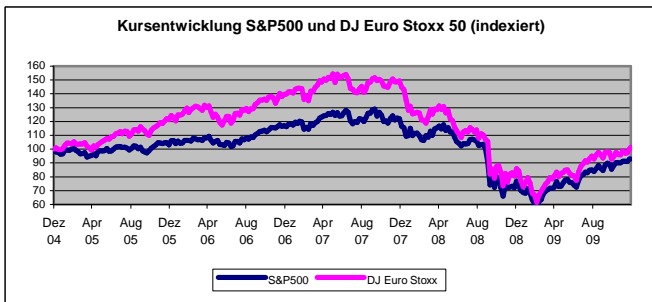
		Dez 06	Dez 07	Dez 08	Dez 09	Dez 10E
USA	3-Monate	5.36	4.73	1.44	0.25	1.00
	10 Jahre	4.78	4.14	2.44	3.81	4.20
Eurozone	3-Monate	3.72	4.69	2.91	0.70	1.50
	10 Jahre	3.91	4.34	3.74	3.36	3.80
Japan	3-Monate	0.56	0.90	0.74	0.28	0.20
	10 Jahre	1.59	1.49	1.25	1.30	1.70
Schweiz	3-Monate	2.10	2.76	0.67	0.25	0.50
	10 Jahre	2.46	3.06	2.61	1.84	2.20

Quelle: Bloomberg (30.12.2009), eigene Prognose

## Aktienmärkte: weiteres Potential dank Gewinndynamik

Nachdem an den Aktienbörsen das Jahr 2009 so schlecht begonnen wie es 2008 geendet hatte, kam es ab März zu einer markanten Erholung. Aktien waren Mitte März fundamental so billig wie seit Jahrzehnten nicht mehr und wer noch die Nerven hatte zuzukaufen, konnte sich an Kursverdoppelungen zu hauf freuen. Aktien sind mittlerweile auf dem aktuellen Niveau nicht mehr billig. Sie sind aber auch nicht teuer, wenn man beachtet, dass die Unternehmensgewinne im kommenden Jahr an allen wichtigen Märkten deutlich steigen werden (siehe Tabelle).

auch für das Jahr 2010 für die wichtigsten Aktienmärkte zumindest tiefe zweistellige Gesamterträge. Nach den explosionsartigen Kursgewinnen an den Aktienbörsen der wichtigsten Schwellenländer sind wir vor allem für Märkte wie China etwas vorsichtiger gestimmt. Aktien der Schwellenländer waren historisch betrachtet im Vergleich zu den Dividentiteln von Unternehmen in den alten Industriestaaten historisch betrachtet noch nie so teuer. In den hohen Bewertungen spiegelt sich die Erwartung, dass Unternehmen in Asien, Südamerika und auch in „Emerging Europe“ weit höhere Wachstumschancen und damit auch ein entsprechend höheres Gewinnwachstum haben werden. Da die Luft aber etwas dünner geworden ist, empfehlen wir, bei einer hohen Gewichtung dieser Länder die Anteile etwas zugunsten von Investitionen in Europa und Amerika zurück zu nehmen. Grundsätzlich sollte nicht nur in gross-kapitalisierte Blue Chips, sondern auch in klein- und mittelkapitalisierte Firmen investiert werden, die sich dank ihrer grösseren Flexibilität besser an neue Marktgegebenheiten anpassen können.



Quelle: Bloomberg

Nachdem die Kurse im Jahre 2009 nicht zuletzt aufgrund der hohen Liquidität der Marktteilnehmer stark gestiegen waren, dürfte die Gewinndynamik in der ersten Phase der Konjunkturerholung den Kursen eine Stütze bilden. Wir erwarten denn

Aufgrund des erwarteten hohen Gewinnwachstums der Technologietitel (NASDAQ) sollte dieses Aktiensegment in einem gut diversifizierten Portefeuille nicht fehlen. Zusätzlich empfehlen wir, in Aktien mit hohen gesicherten Dividendenrenditen zu investieren, wie in ausgewählte Aktien von Versorgungs- und Telekommunikationsunternehmen. Da wir mit anhaltend hohen Erdölpreisen rechnen, sind auch Energietitel ein Kauf.

	Index Dez. 09	Performance 09*	Performance 08	Unt. gewinne 09E**	Unt. gewinne 10E***	KGV 10E***
S&P 500	1126.20	24.7%	-39.3%	62	79 (+27.4%)	14.3
NASDAQ	2288.40	45.1%	-41.5%	87	123 (+41.3%)	18.6
DJ EuroStoxx 50	2992.08	22.2%	-44.3%	213	258 (+21.1%)	11.6
DAX	6011.55	25.0%	-40.4%	451	448(-0.7%)	13.4
SMI	6608.52	19.4%	-34.8%	409	516 (+26.2%)	12.8
Topix (Japan)	915.87	6.60%	-41.8%	242	452 (+86.7%)	23.5

\* Performance in Lokalwährung (Stand 29.12.09, Schlusskurse)

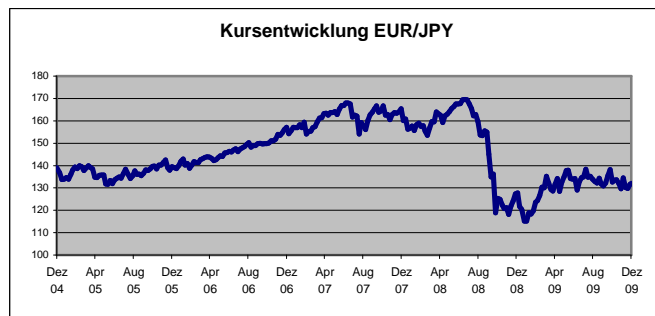
\*\* gewichtete, aggregierte (aktuelle) Gewinne der im Index enthaltenen Unternehmungen

\*\*\* Ende 2009 erwartete Kurs/Gewinn-Verhältnisse für das Jahr 2010 (Quelle: Bloomberg)

## Von der Dollar- zur Euroschwäche?

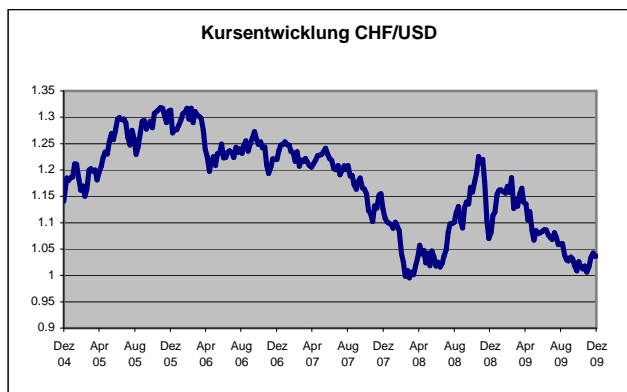
Der Dollar setzte im abgelaufenen Jahr seinen mehrjährigen Abwärtstrend fort. Zahlreiche Investoren nutzten die tiefen US-Zinsen, um sich in der amerikanischen Währung zu verschulden und in besser rentierende Anlagen in anderen Währungen zu investieren. Nicht zuletzt wegen den aufkeimenden Problemen einzelner Randstaaten des Euro-Raumes konnte der Dollar gegen das Jahresende wieder etwas zulegen. Man mag sich nun fragen, ob diese Erholung den Anfang einer Wende in Richtung eines wieder stärkeren Dollars darstellt. Fakt ist, dass sich die fundamentalen Bedingungen im kommenden Jahr im Vergleich zum Euro für den Dollar tendenziell verbessern. Die US-Zentralbank hat bereits erste Schritte eingeleitet, um dem Markt übermässige Liquidität zu entziehen. Der europäischen Zentralbank scheinen angesichts der Probleme in Staaten wie Griechenland und Spanien die Hände gebunden, die Zinsen früher als in den USA anzuheben. Hinzu kommt, dass das US-Aussenhandelsdefizit in den letzten zwei Jahren auf gut 3% reduziert werden konnte. Entsprechend hat sich auch die Schuldenfinanzierung über das Ausland deutlich reduziert.

Die unübersehbaren Schwächezeichen einiger Euro-Mitgliedstaaten mit hoher Verschuldung und galoppierender Arbeitslosigkeit erhöhen das Risiko, dass der Franken zunehmend zum sicheren Hort wird und es der Nationalbank schwer fallen wird, gegen einen schwächeren Euro anzukämpfen.



Quelle: Bloomberg

Eher positiv gestimmt sind wir für Währungen von Schwellenländern mit intakten Wirtschaftsperspektiven. In den letzten 10 Jahren haben sich die Finanzierungsverhältnisse zwischen Schwellen- und Industrieländern völlig umgekehrt, indem die wenig verschuldeten Schwellenländer die hohen Defizite der reifen Industriestaaten finanzieren.



Quelle: Bloomberg

Prognosen Wechselkurse					
	Dez 06	Dez 07	Dez. 08	Dez 09	Dez. 10E
USD/YEN	119.13	112.01	90.19	92.01	<b>95</b>
EUR/USD	1.3165	1.4732	1.4129	1.4353	<b>1.47</b>
EUR/YEN	156.84	165.03	127.42	132.05	<b>139.65</b>
EUR/CHF	1.6074	1.6575	1.4927	1.4880	<b>1.47</b>
USD/CHF	1.2209	1.1249	1.0566	1.0368	<b>1.00</b>

Quelle: Bloomberg, eigene Prognosen (Stand 30.12.2009, 10:00 Uhr)

## Vermögensaufteilung: Aktien weiterhin attraktiv

Die laufende wirtschaftliche Erholung spricht dafür, an Aktienanlagen weiter festzuhalten. Mit Staatsanleihen wird im laufenden Jahr wenig zu verdienen sein, da wir mit leicht steigenden Renditen und entsprechenden Kursverlusten rechnen, die insbesondere im Dollar die Couponzahlungen bei langlaufenden Anleihen wegfressen können. Alternative Anlagen, wie strukturierte Produkte und breit diversifizierte Fund of Hedge Funds, eignen sich weiterhin als Portfolio-Beimischung und zur Risikoreduzierung. Innerhalb des Obligationenteils empfehlen wir eine klare Übergewichtung von Unternehmensanleihen, zumal die Ausfallquote bei Unternehmensschuldnern ihren Höhepunkt überschritten hat. Im Rahmen des Aktienanteils gehen wir nicht davon aus, dass die Titel von Schwellenländern die älteren Aktienmärkte im gleichen Ausmass wie im Jahre 2009 in den Schatten stellen können. Dies bedeutet nun nicht, dass wir diesen Anlagen vollständig den Rücken kehren. Die wirtschaftlichen Machtverhältnisse werden sich weiter in Richtung Asien, Südamerika und Osteuropa verschieben, sodass sich aus langfristiger Perspektive ein Engagement in diesen Regionen auszahlen dürfte. Bei den entwickelten Märkten scheinen uns Anlagen in europäischen Aktien aufgrund der doch sehr moderaten Bewertungen interessant, während wir in den USA vor allem die Technologietitel spielen, die eine anhaltend hohe Gewinndynamik aufweisen. Auf der Währungsseite empfehlen wir vor allem Schweizerfranken-Anlegern das Dollar- und Euro-Risiko zumindest teilweise abzusichern.

Anleger sollten auch weiterhin einen gewissen Anteil ihrer Anlagen in Gold und allenfalls auch Silber halten. Dabei steht weniger der Schutz gegen Inflation in Vordergrund als die Absicherung gegen ein „worst case“ Szenario mit überbordenden Staatsdefiziten und wiederholten Instabilitäten im internationalen

Finanzsystem. Auf mittlere Sicht scheinen uns aufgrund beschränkter Ressourcenreserven auch Investments in Erdöl- und Rohstoffaktien interessant.

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

MR/MW / 2. Januar 2010