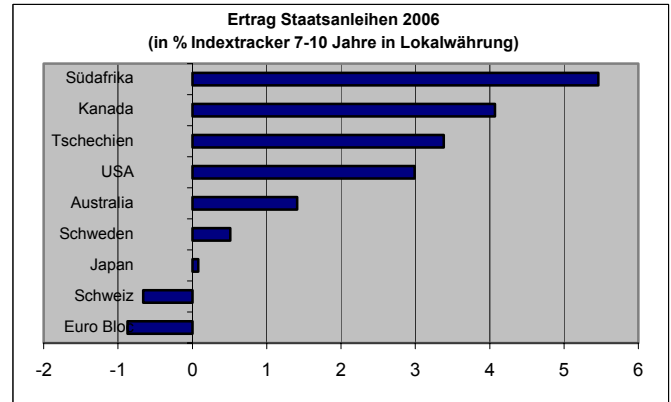


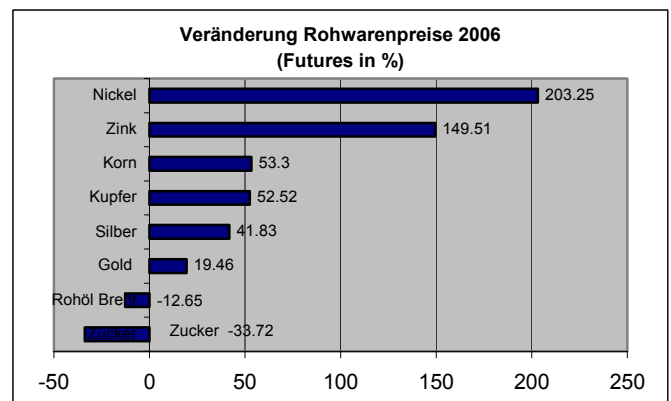
Jahresrückblick

Investoren an den internationalen Aktienmärkten können mittlerweile schon im vierten Jahr hintereinander mit gutem Grund die Champagnerkorken knallen lassen. Wie schon im letzten Jahr konnten auch in diesem Jahr an den meisten wichtigen Aktienmärkten schöne zweistellige Renditen erzielt werden. Zu kaum erwarteten Höhenflügen setzten verschiedene Aktienmärkte von Schwellenländern an, insbesondere China, Russland, Indien sowie Mexiko und Brasilien. Einer der ganz grossen Abräumer in der Performance-Hitparade war Vietnam (+140%), das in unserem letzten Jahresausblick als „Geheimtip“ empfohlen worden war. Hingegen wies Japan als einer der Spitzenreiter des Jahres 2005 und einer unserer Börsenfavoriten eine sehr verhaltene Performance auf. Dass die Bäume nicht unendlich in den Himmel wachsen, erlebten Investoren an den Märkten des mittleren Ostens, wo es in Dubai, Saudi-Arabien und auch an den ägyptischen Märkten zu einem veritablen Aktiencrash kam. Nach drei sehr guten Börsenjahren konnte die sehr positive Entwicklung der Weltbörsen für 2006 nicht ohne weiteres erwartet werden. Die sehr stabile weltwirtschaftliche Entwicklung, die insbesondere in zahlreichen Schwellenländern zu Wachstumsraten von weit über 5% bis 10% führte, liess die Gewinne lokaler wie auch global tätiger Unternehmen munter weiterspriesen, was letztlich den Aktienmärkten eine starke fundamentale Stütze gab.



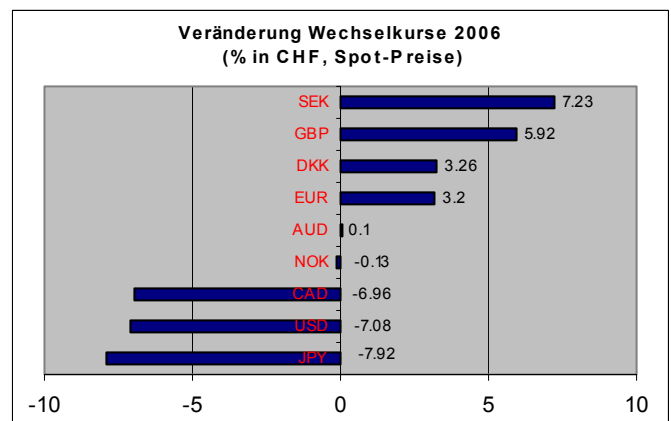
Quelle: Bloomberg

Dass auch das Investieren in Rohstoffe keine Einbahnstrasse ist, mussten Investoren erleben, die im letztjährigen Kurs-High-flyer „Zucker“ investiert waren. Einen starken Anstieg verzeichnete dagegen der Preis für Korn, der dank zusätzlicher Kornnachfrage für die Produktion von Ethanol um über 50% anzog. Erstaunlicherweise eine negative Jahresperformance verzeichneten dagegen die Rohöl-Futurespreise und beim Erdgas kam es gar zu einem dramatischen Einbruch (Futurespreise: -70%).



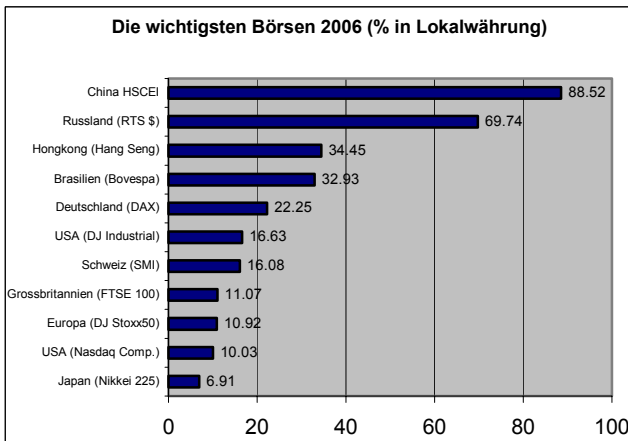
Quelle: Bloomberg

An den Devisenmärkten liess sich 2006 gemessen am Schweizerfranken eine fast spiegelbildliche Entwicklung zum Vorjahr beobachten. Die Spitzenreiter des Jahres 2005, der amerikanische und der kanadische Dollar, verloren massiv Terrain. Umgekehrt konnte die Schwedische Krone, die sich im letzten Jahr abgewertet hatte, gegenüber dem Schweizerfranken deutlich Terrain gutmachen. Eher überraschend zählte auch der japanische Yen zu den Jahresverlierern, da zahlreiche Investoren sich in Yen verschuldeten und dieses Geld in höherrentierenden Währungen anlegten und damit einen kontinuierlichen Kapitalabfluss bewirkten.



Quelle: Bloomberg

Die wichtigsten Börsen 2006 (% in Lokalwährung)



Quelle: Bloomberg

Beinahe spiegelbildlich zu den Aktienmärkten war die Performance an fast allen Obligationenmärkten alles andere als berauschend. Die überraschend starke wirtschaftliche Entwicklung in den Schwellenländern und für einmal auch in Europa liess Befürchtungen über eine Beschleunigung der Inflation aufkeimen. So sahen sich nicht nur die amerikanischen, sondern auch die europäischen Währungshüter gezwungen, die Leitzinsen wiederholt nach oben anzupassen. Während eine Verschärfung der geldpolitischen Gangart in den USA mehr oder weniger „eingepreist“ worden war, lag das Ausmass der Zinserhöhungen in Europa deutlich über den Markterwartungen. Entsprechend musste bei den Euro- wie auch den CHF-Anleihen für einmal eine negative Jahres-Performance verzeichnet werden, obwohl sich die Zinskurven deutlich verflachten. Da 2006 vor allem Obligationenmärkte mit schwacher Währung (Kanada, USA, Südafrika) eine überdurchschnittliche Performance erzielten, konnten nur diejenigen in CHF oder Euro denkenden Investoren eine ansehnliche Performance erzielen, die ihre Fremdwährungsanleihen konsequent gegen Währungsverluste abgesichert hatten.

Erstaunliches tat sich im vergangenen Jahr einmal mehr an den Rohstoffmärkten, wo sich die mehrjährige Hausse zumindest selektiv fortsetzte. Nimmt man die Veränderung der Futures-Preise als Massstab, ergab sich vor allem bei den stark nachgefragten Industriemetallen Nickel und Zink eine weitere sensationelle Preissteigerung. Aber auch Silber, das „Gold des armen Mannes“, konnte dank seiner Doppelrolle als Industrie- und Edelmetall wie im Vorjahr eine höhere Preissteigerung als Gold erzielen.

2007 – Ausblick und Prognosen

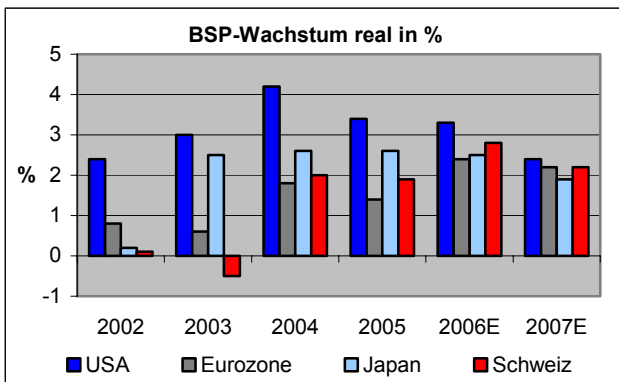
Weiterhin robuste Weltwirtschaft

Das weltwirtschaftliche Wachstum hat sich im ablaufenden Jahr nur leicht von etwa 4% auf 3.9% abgeschwächt, obwohl die USA als weltweit wichtigste Volkswirtschaft vor allem in der zweiten Jahreshälfte eine deutliche Wachstumsabschwächung verzeichnen musste. Insbesondere in den USA haben die stark gestiegenen Leitzinsen mittlerweile deutliche Bremsspuren hinterlassen und zu einer markanten Abkühlung des Immobilienmarktes geführt. Für einmal war Europa für die grosse volkswirtschaftliche Überraschung besorgt, konnte doch im laufenden Jahr ein BSP-Wachstum von deutlich über 2% erzielt werden, wobei sich die Schweiz als jahrelanges Schlusslicht punkto Wachstumsdynamik mit fast 3% Zuwachs in die Spitzenränge schieben konnte. Etwas weniger stabil scheint die japanische Wirtschaft zu sein, wo der inländische Konsum immer noch etwas fragil ist und das Wachstum vor allem von der Exportwirtschaft getragen wird.

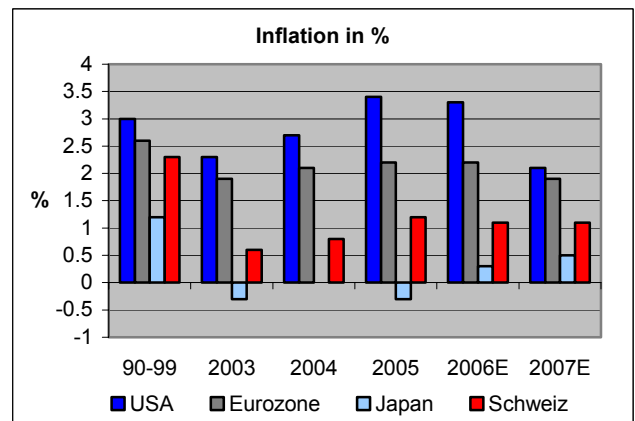
Für das kommende Jahr zeichnet sich mit knapp 2.5% vor allem in den USA, eingeleitet durch eine deutliche Abschwächung im zweiten Halbjahr 2006, ein tieferes Wachstum ab. Die verschiedentlich gehegten Befürchtungen, dass die USA wegen des schwachen Immobilienmarktes in eine Rezession abrutschen könnte, erscheinen uns dennoch wenig gerechtfertigt. Die Konsumnachfrage hat zwar deutlich nachgelassen, ist aber dank Lohnsteigerungen und vergleichsweise hoher Arbeitsplatzsicherheit trotz teilweise stark gefallener Hauspreise nicht eingebrochen. Umgekehrt darf aber die abschwächende Wirkung des Wachstumsrückganges auf die Weltwirtschaft nicht unterschätzt werden. Da die US-Konjunktur sich regelmässig mit einer gewissen zeitlichen Verspätung auch auf Europa auswirkt, muss in den europäischen Ländern 2007 mit einer wirtschaftlichen Abkühlung gerechnet werden. Die zahlreichen strukturellen Reformen (Outsourcing unternehmerischer

Aktivitäten, Flexibilisierung des Arbeitsmarktes etc.) werden dafür sorgen, dass diese Abschwächung nicht allzu stark ausfallen wird. Positive konjunkturelle Impulse werden weiterhin von den Schwellenländern ausgehen, deren Anteil an der Weltwirtschaft innerhalb der letzten 10 Jahre von rund 20% auf knapp 30% gestiegen ist. Dabei werden sowohl China als auch Indien weiterhin mit hohen Wachstumsraten glänzen. Alles in allem muss dennoch mit einer Abschwächung des weltwirtschaftlichen Wachstums von 3.9% auf etwa 3.4% im Jahre 2007 gerechnet werden.

Das vergangene Jahr hat gezeigt, dass anhaltend hohe Energiepreise die Teuerung nicht nachhaltig anheizen können. Die Inflationsraten werden nächstes Jahr – mit Ausnahme Japans – nach unten tendieren. Auch die vielbeachtete US-Kerninflationsrate (ohne Energie und Nahrungsmittel) wird von 2.6% in diesem Jahr auf etwa 2.3% im nächsten Jahr sinken. Dass die Inflation im Zaume gehalten werden kann, verdanken wir neben der umsichtigen Hand der US-Notenbank insbesondere dem globalen Strukturwandel, welcher die Preise bei international gehandelten Gütern tief hält und auch einen dämpfenden Effekt auf die Lohnkosten in den entwickelten Industriestaaten ausübt.



Quelle: Bloomberg, eigene Prognosen



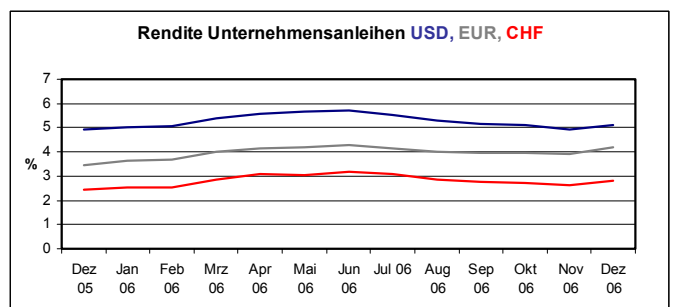
Quelle: Bloomberg, eigene Prognosen

Die geringe Teuerung, die anhaltend hohen Gewinnmargen der Unternehmen und die hohe Sparquote in Asien wie auch in den Erdölländern dürften hingegen zu einer Fortsetzung der Inflationierung der Vermögenswerte (Immobilien, Aktien, Obligationen und in einem gewissen Sinne auch Rohstoffe) führen, wie wir sie seit einigen Jahren mit wechselnden Anlagefavoriten beobachten können.

Stabiles Zinsumfeld

Die zahlreichen Zinsschritte der US-Notenbank im Jahre 2006 haben dazu geführt, dass die kurzen Sätze (3-Monats Libor) mittlerweile rund 50 Basispunkte über der Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen liegen. Angesichts der rückläufigen Inflationsraten und des sich abzeichnenden konjunkturellen Softlandings gehen wir davon aus, dass die US-Notenbank spätestens Mitte 2007 eine erste Zinssenkung einleiten wird. Da angesichts der tiefen Dollar-Realrenditen für weiter fallende Anleihsrenditen wenig Spielraum besteht, rechnen wir mit einer zumindest teilweisen Normalisierung der Zinskurve per Ende 2007 mit leicht steigenden Renditen (siehe Tabelle Prognosen Zinssätze). Im Gegensatz zu ihren Kollegen in den USA werden die Exponenten der Europäischen Zentralbank nicht müde, auf weitere bevorstehende Zinserhöhungen hinzuweisen. Auch wenn die Inflationserwartungen und erste Zeichen einer sich abschwächenden Konjunktur in Europa eine vorsichtige Gangart der EZB gebieten würden, muss 2007 wohl noch mit mindestens einem Zinsschritt nach oben gerechnet werden. Nach wie vor etwas unschlüssig über die künftige Geldpolitik scheint die japanische Notenbank zu sein. Angesichts der im-

mer noch fragilen Inlandkonjunktur will sie das Risiko vermeiden, durch allzu frühe Zinsschritte die Konjunktur unnötig abzuwürgen.

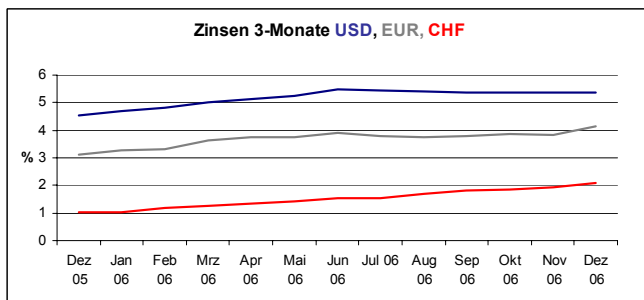


Quelle: Bloomberg

Einiges scheint darauf hinzuweisen, dass an der Zinsfront 2007 nicht allzu spektakuläre Entwicklungen zu erwarten sind. Auch kann wohl davon ausgegangen werden, dass die vergleichsweise flachen Zinskurven noch einige Zeit weiterbeste-

2007 – Ausblick und Prognosen

hen werden. Entgegen früheren Konjunkturzyklen, in denen die langfristigen Sätze am Ende einer Zinserhöhungsphase wieder über die kurzfristigen Sätze gestiegen sind, scheint der immense Anlagebedarf der asiatischen Länder mit hohen Sparquoten die Renditen am langen Ende nach unten zu drücken. Ein markanter Anstieg der Obligationrenditen und ein



Quelle: Bloomberg

weiteres Nachziehen der Notenbanken wäre wohl nur für den eher unwahrscheinlichen Fall zu erwarten, dass sich eine sichtbare Beschleunigung der Teuerung abzeichnen würde.

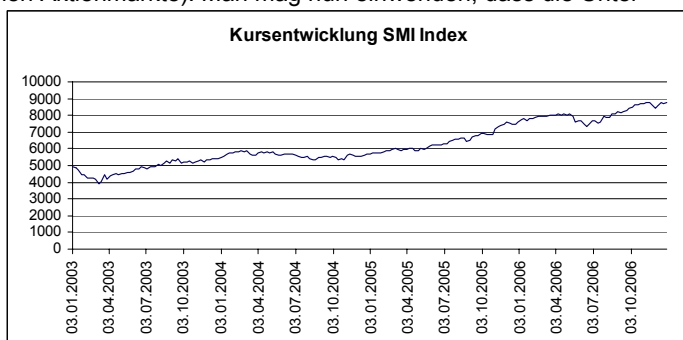
Prognosen Zinssätze		Dez 03	Dez 04	Dez 05	Dez 06	Dez 07E
USA	3-Monate	1.17	2.56	4.54	5.36	5.00
	10 Jahre	4.17	4.25	4.41	4.78	4.9
Eurozone	3-Monate	2.18	2.16	2.49	3.72	3.80
	10 Jahre	4.22	3.67	3.27	3.91	4.2
Japan	3-Monate	0.07	0.1	0.07	0.56	0.7
	10 Jahre	1.36	1.44	1.44	1.59	2.0
Schweiz	3-Monate	0.35	0.72	1.01	2.1	2.3
	10 Jahre	2.67	2.28	1.89	2.46	2.8

Quelle: Bloomberg, eigene Prognose (28.12.2006)

Aktienmärkte – wo beginnt die Höhenangst?

Auch wenn Punktprognosen für Aktienkurse mit grosser Vorsicht zu geniessen sind, lagen wir mit unseren Kurszielen im letztjährigen Anlagebericht mit 1400 für den S&P500, 6500 für den DAX, 8500 für den SMI und 19'000 für den Nikkei nur für den japanischen Aktienmarkt zu hoch. Nach dem nun fast vierjährigen Rallye an den weltweiten Aktienmärkten drängt sich mit Blick auf die Kursziele für 2007 die Frage auf, wie viel Luft für weitere Kursavancen besteht, nachdem sich beispielsweise der SMI seit dem Tief im Jahre 2003 mehr als verdoppelt hat (vgl. untenstehende Graphik)?

Auffallend an der aktuellen Aktienhausse ist der Umstand, dass die Kursavancen an fast allen Märkten durch die fundamentale Gewinnentwicklung der Unternehmen getragen wurden. So ist beispielsweise der amerikanische Aktienmarkt fundamental deutlich billiger als zu Beginn der erstaunlichen Kurserholung der letzten vier Jahre: Die im S&P500 Index enthaltenen Unternehmen verdienten im Jahre 2003 bezogen auf den Index etwa 30 Gewinneinheiten (gewichtete, aggregierte Gewinne), während die Gewinne im Jahre 2006 auf gleicher Basis berechnet auf rund 80 stiegen (siehe Tabelle Kennzahlen Aktienmärkte). Man mag nun einwenden, dass die Unter-



Quelle: Bloomberg

nehmen ihre Gewinne nicht beliebig weiter im bisherigen Tempo steigern können. Dazu ist anzumerken, dass in den letzten Jahren die Wachstumsraten der Unternehmensgewinne fast durchgehend über den Markterwartungen lagen. Geht man zudem von dem oben beschriebenen beinahe perfekten Softlanding der Weltwirtschaft aus, bestehen berechtigte Hoffnungen, dass die meisten Unternehmen die Gewinnerwartungen auch im kommenden Jahr erfüllen werden. Die erfreuliche Gewinnentwicklung ist auch auf dem Hintergrund des globalen Strukturwandels zu sehen, der auf Ebene Volkswirtschaft tendenziell zu einer Erhöhung der Gewinnanteile zu Lasten der Lohnanteile führt: Zum einen profitieren die Unternehmen von den Produktivitätsgewinnen, die sich durch die teilweise Verschiebung der Produktion in die Billiglohnländer ergeben. Zum andern hat die Globalisierung auch einen dämpfenden Effekt auf die Lohnentwicklung in den Hochlohnländern. Dieser Prozess wird sich auch in den kommenden Jahren fortsetzen und weiterhin positiv auf die Gewinnsituation der Unternehmen auswirken.

Betrachtet man die fundamentale Bewertung der Aktienmärkte gemäss untenstehender Tabelle, sind sowohl die europäischen wie auch die amerikanischen Aktienmärkte im Jahre 2007 durchaus für weitere **tiefe zweistellige Kursavancen** gut. Ähnliches gilt auch für den japanischen Aktienmarkt, der 2006 nach den markanten Avancen im Vorjahr eine Verschnaufpause eingelegt hatte. Etwas vorsichtiger gestimmt sind wir aufgrund von Bewertungsgesichtspunkten für die Aktienmärkte der meisten Schwellenländer, die 2006 ein weiteres Kursfeuerwerk gezündet haben. Nachdem die klein- und mittelkapitalisierten Werte im abgelaufenen Jahr einmal mehr die grosskapitalisierten Werte an den meisten Aktienmärkten punkto Performance übertrafen, ist in diesem Segment ebenfalls verstärkt ein selektives Investieren angesagt.

Kennzahlen Aktienmärkte	Index Dez. 06	Performance 06*	Performance 05*	Unt. gewinne 06E**	Unt. gewinne 07E**	KGv 07E***
S&P 500	1424	14.04%	3.0%	80	88 (+10.0%)	16.21
NASDAQ	2425	9.99%	1.5%	60	83 (+37%)	29.35
DJ EuroStoxx 50	4120	15.12%	20.6%	331	318 (- 4.08%)	12.96
DAX	6596	21.98%	28.4%	462	476 (+3.1%)	13.86
SMI	8785	15.85%	32.8%	480	537 (+11.6%)	16.32
Topix (Japan)	1681	1.9%	43.9%	59.2	41.9 (-23.3%)	40.16

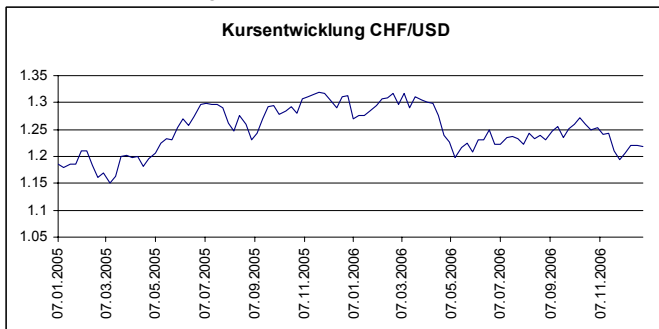
* Performance in Lokalwährung
(Stand 29.12.06, 20.00 Uhr)

** gewichtete, aggregierte Gewinne der im Index enthaltenen Unternehmungen
(Quelle: Bloomberg)

*** Ende 2006 erwartete Kurs/Gewinn-Verhältnisse für das Jahr 2007 (Quelle: Bloomberg)

Schwacher Yen und schwacher Dollar – wie weiter?

Nach einer markanten Avance von rund 15% im Jahre 2006 gab der Dollar im Vergleich zum Schweizerfranken im abgelaufenen Jahr rund die Hälfte der Vorjahresgewinne wieder Preis. Noch schwächer schnitt der Yen ab, der rund 8% auf die helvetische Währung verlor. Die Schwäche des Dollars dürfte primär auf den gedämpften Konjunkturverlauf in den USA und die kleiner gewordene Zinsdifferenz zum Euro zurückzuführen sein. Sollte sich bewahrheiten, dass die europäischen Wirtschaften mit einer gewissen Zeitverzögerung die Abschwächung in den USA ebenfalls zu spüren bekommen und als Folge davon die Europäische Zentralbank vor weiteren Zinserhöhungen bald absehen muss, kann für das kommende Jahr durchaus mit einer Stabilisierung des Dollarkurses gerechnet werden. Etwas anders liegen die Gründe für die Schwäche der japanischen Währung: Die sehr tiefen Yen-Zinsen haben viele Investoren, wie beispielsweise Hedge Fonds aber auch asiatische Geschäftsbanken, veranlasst, „billige“ Yen-Kredite aufzunehmen und in Währungen mit deutlich höherer Verzinsung anzulegen (sog. „carry trades“). Bisher ist diese im grossen Stil praktizierte Investmentidee aufgegangen, da diese Anleger zusätzlich von der teilweise selbst ausgelösten Schwäche des Yen profitiert haben. Entsprechend besteht die Gefahr, dass ein plötzliches Wiedererstarken des Yen eine massenweise Auflösung der „carry trades“ auslöst, was wiederum zu einer weiteren Aufwertung des Yen führen würde.

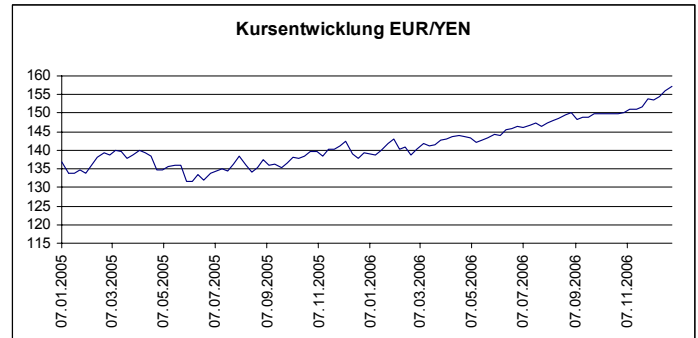


Quelle: Bloomberg

Anlagestrategie – ein weiteres Jahr für Aktien

Da mit Anleihen auch im kommenden Jahr nicht allzu viel zu verdienen sein wird, empfehlen wir trotz beachtlich gestiegener Aktienkurse weiterhin eine ubergewichtung der Aktien. Im Rahmen der Aktienanlagen empfehlen wir unter Bewertungsgesichtspunkten eine leichte ubergewichtung der europäischen gegenüber den amerikanischen und japanischen Dividendenpapieren. Da wir ohne grosse geopolitische Krisen nicht mit grösseren Kursruckschlagen rechnen, erachten wir strukturierte Produkte mit bedingten Kapitalschutz (Airbag/Bonus) weiterhin als ideale Anlage, um gegen allfällige 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 bei Märkten mit exorbitanten Kursgewinnen und hoher Bewertung einen teilweisen Verkauf der Positionen empfehlen. Im Rahmen von Anlagen in festverzinsliche Papiere favorisieren wir aus Sicht von europäischen Investoren angesichts des nicht zu vernachlässigenden Dollar-Währungsrisikos weiterhin schweizerische und europäische Anleihen mit einem Mix von Staats- und Unternehmensobligationen mittlerer Laufzeiten. Da mit Anleihen generell nicht allzu viel zu verdienen sein wird, bieten sich als Ergänzung weiterhin selektive Anlagen in Hedge Fonds an, die bei vergleichbarem Risiko wie Obligationsen deutlich höhere Erträge erwarten lassen. Anleger mit Referenzwährung Euro und Schweizerfranken empfehlen wir bis auf weiteres, das Dollarrisiko zu einem guten Teil durch Terminkontrakte abzusichern.

Im abgelaufenen Jahr hat sich auch die homopathische Aufwertung des chinesischen Renminbi (RMB) gegenüber dem Dollar um rund 4% fortgesetzt. Dies wird dazu beitragen, die Ungleichgewichte im Aussenhandel zwischen den USA und China zumindest teilweise zu reduzieren.



Quelle: Bloomberg

Entgegen den Erwartungen mancher Marktteilnehmer hat sich das Austauschverhältnis gegenüber dem Franken weiter zugunsten des Euro entwickelt. Angesichts der konjunkturellen Stärke der schweizerischen Wirtschaft ist der Spielraum für Zinserhöhungen in der Schweiz etwas grösser geworden, sodass die Schweizerische Nationalbank sich kaum gegen ein leichtes Wiedererstarken des Frankens stemmen dürfte.

Prognosen Wechselkurse					
	Dez 03	Dez 04	Dez 05	Dez 06	Dez. 07E
USD/YEN	107	102.6	118	119.13	116
EUR/USD	1.25	1.36	1.18	1.3165	1.29
EUR/YEN	134	1.39	139	156.84	150
EUR/CHF	1.58	1.55	1.55	1.6074	1.59
USD/CHF	1.24	1.14	1.31	1.2209	1.23

Quelle: Bloomberg, eigene Prognosen (Stand 29.12.2006, 16.00 Uhr)

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