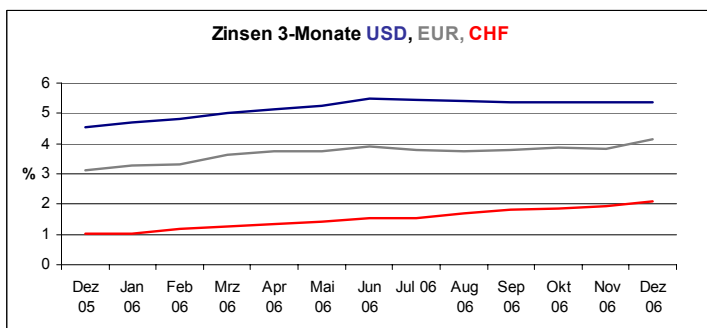


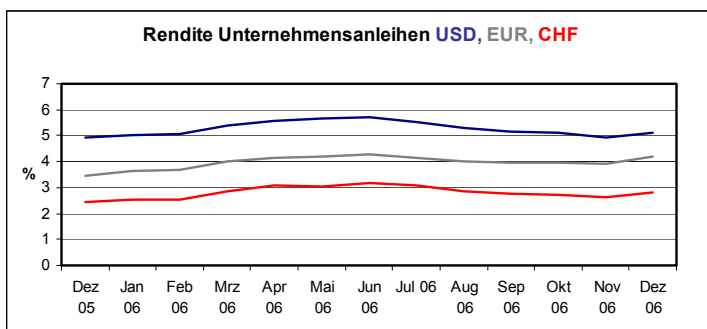
Unerwartet starker Zinsanstieg im EURO

Auf den Nenner gebracht, haben im vergangenen Jahr sichere Anlagen, wie Anleihen oder Zinsprodukte, eine geringe oder gar eine deutlich negative Performance gebracht, während Risikopapiere, wie Aktien und strukturierte Aktienprodukte, ein weiteres Jubeljahr verzeichnen konnten. Der wichtigste Grund für diese Entwicklung und das schlechte Abschneiden der Zinspapiere liegt darin, dass vorab die europäische Wirtschaft im vergangenen Jahr eine Wachstumsdynamik aufwies, die deutlich über den Erwartungen lag. Aufgrund der weltweit sehr robusten Wirtschaftsentwicklung und höherer Rohstoffpreise sind die Risiken einer Inflationsbeschleunigung im Urteil vieler Marktteilnehmer gestiegen. In diesem Umfeld mag es wenig überraschen, dass die Notenbankpolitik weltweit deutlich restriktiver geworden ist: Während der deutliche Anstieg der kurzfristigen US-Zinsen von den Märkten noch weitgehend erwartet worden war, sind die Euro-Leitzinsen von der Europäischen Notenbank demgegenüber deutlich stärker erhöht worden, als am Markt erwartet worden war (vgl. untenstehende Graphik).



Quelle: Bloomberg

Weniger stark angestiegen sind im Vergleich zu den kurzfristigen Sätzen die langfristigen Zinsen. Dies gilt insbesondere für den Dollar, sind doch die 10-jährigen Unternehmensanleihen von knapp unter 5% auf leicht über 5% gestiegen, nachdem sie im Jahresverlauf in der Spitze auf gut 5.8% notierten. Ein anderes Bild ergibt sich für europäische Anleihen mit gleicher Laufzeit, die von rund 3.45% bei einem Jahreshöchst von 4.35% auf 4.2% zum Jahresschluss gestiegen sind (vgl. Graphik). Als Folge des deutlichen Anstiegs der kurzfristigen Sätze und der nur moderaten Aufwärtsbewegung der langfristigen Sätze sind die Zinskurven, welche die Sätze der unterschiedlichen Laufzeiten verbinden, deutlich flacher geworden.



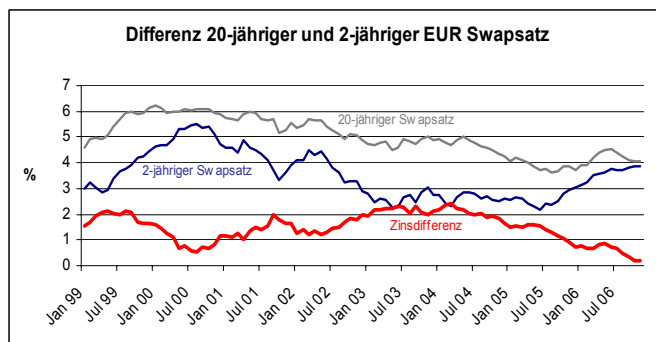
Quelle: Bloomberg

Auswirkungen auf Kurse von der Produktstruktur abhängig

Ein Blick auf die verschiedenen, zinsbezogenen strukturierten Produkte macht deutlich, dass die gestiegenen Zinsen und die flacher gewordenen Zinskurven sich sehr unterschiedlich je nach der jeweiligen Struktur des Produktes in den aktuellen Kursen niedergeschlagen haben. Dabei lassen sich grundsätzlich folgende Produktstrukturen unterscheiden:

- 1) Zinsprodukte auf ein Mehrfaches der Differenz zwischen dem 20- und 2-jährigen EUR-Swapsatz (sog. **CMS-Spread Notes mit einem Multiple**);
- 2) Zinsprodukte, bei denen die Zinszahlung davon abhängig ist, dass die Differenz zwischen dem 30- und 10-jährigen USD-Swapsatz positiv ist (sog. **digitale CMS-Spread Notes**);
- 3) Sog. **Target Redemption Notes (TARN)**, bei denen in den ersten Jahresperioden eine fixe Zinszahlung und danach eine variable Zinszahlung erfolgt, die wie bei den CMS-Spread Notes von der Differenz unterschiedlicher Swapsätze abhängig ist. Dabei erfolgt eine automatische Kündigung der Note, falls eine bestimmte aufaddierte Couponszahlung (z.B. 20% „target“) erreicht worden ist;
- 4) **Range Accrual Notes**, bei denen die Zinszahlung davon abhängt, dass sich der Referenzsatz (i.d.R. ein Libor- oder Euriborsatz innerhalb eines definierten Zinsbandes (z.B. zwischen 0% und 7% im USD) bewegt.

Grundsätzlich haben sich die auf Euro lautenden strukturierten Produkte wesentlich schlechter entwickelt als die USD-Zinsprodukte. Dies hängt primär damit zusammen, dass die Zinsen im Euro deutlich stärker gestiegen sind als der Markt erwartet hatte und sich auch die Zinskurve deutlich stärker verflacht hat als noch vor Jahresfrist gemeinhin angenommen worden war. Ein Blick auf die untenstehende Graphik zeigt, dass die Differenz zwischen dem 20-jährigen und dem 2-jährigen Euro-Swapsatz innert Jahresfrist von rund 150 Basispunkten auf nur noch 20 Basispunkte gesunken ist. Die gleiche Graphik zeigt aber auch, dass im langfristigen Durchschnitt eine Differenz von rund 150 Basispunkten zwischen diesen beiden Referenz-Zinssätzen bestanden hat und die Phasen mit tiefen Zinsdifferenzen (bzw. einem sehr flachen Verlauf der Zinskurve) meistens relativ kurz waren. **Wir empfehlen deshalb die Zinspapiere, die der unter 1) und 3) beschriebenen Struktur entsprechen, zum aktuellen Zeitpunkt zu halten oder zu akkumulieren, zumal die meisten dieser Produkte einen hohen Diskont zum Emissionspreis aufweisen und per Ende der Laufzeit alle zum Preise von 100% zurückbezahlt werden.** Ähnliches gilt für Zinspapiere, die der unter Punkt 4) beschriebenen Produktstruktur entsprechen und einen deutlichen Diskont zum Emissionspreis aufweisen.

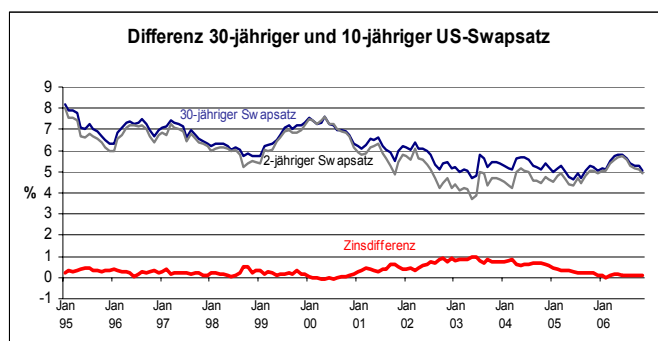


Quelle: Bloomberg

Erfreuliche Performance der meisten USD-Produkte

Weit besser abgeschnitten als die in Euro ausgegebenen Zinsprodukte haben die auf Dollar lautenden Produkte. Dies gilt insbesondere für die sog. digitalen CMS-Spread Notes gemäss der oben unter Punkt 2) beschriebenen Struktur. Verschiedene dieser Produkte weisen einen Totalertrag (Kursgewinn plus Coupon) aus, der deutlich über der Performance vergleichbarer Anleihen liegt. Die meisten dieser Produkte weisen eine Zinszahlung auf, die davon abhängt, dass der 30-jährige Swapsatz über dem 10-jährigen Swapsatz liegt. Diese Differenz liegt gemäss untenstehender Graphik

aktuell bei rund 15 Basispunkten und war mit Ausnahme weniger Tage während des gesamten Jahresverlaufes positiv. Eine positive Jahresperformance konnte auch mit den meisten Range Accrual Notes in USD (siehe Produktbeschreibung unter Punkt 4) erzielt werden, zumal die meisten dieser Produkte ein Zinsband aufweisen, das sich im Zeitablauf nach oben bewegt (sog. step-up Range Accrual Notes).



Quelle: Bloomberg

MR/29.12.2006

Übersicht über strukturierte Zinsprodukte NPB

Valor	Coupon eff.*	Kupon	FX	Ausgabe	Emittent	Produkt	Laufzeit	Kurs	Kurs	Performance 06
Zinsprodukte (eine Auswahl der von NPB lancierten Zinsprodukte)						Produktstruktur 1)2)3)4)		30.12.2005	29.12.2006	einschl. Coupon
1'631'639	4.10%	6.25%	USD	03.07.2003	Dexia	Step-up DRAN 4)	03.07.2013	95.90%	97.68%	5.96
1'636'861	3.95%	7.10%	USD	21.07.2003	Dexia	Step-up DRAN 4)	21.07.2013	96.40%	98.58%	6.21
1'687'202	2.50%	8.00%	EUR	14.10.2003	Lloyds	4 x CMS (20y-2y) Spread Note 1)	14.10.2013	90.91%	82.42%	-6.84
1'822'275	7.00%	7.00%	USD	26.03.2004	Dexia	CMS (30y-10y) Spread Note 2)	26.03.2014	94.63%	95.87%	8.31
1'621'144	7.00%	7.00%	USD	23.06.2003	BCEE	CMS (30y-10y) Spread Note 2)	22.06.2013	95.00%	96.00%	8.05
1'611'166	7.02%	7.02%	USD	29.05.2003	BCEE	CMS (30y-10y) Spread Note 2)	29.05.2013	95.00%	96.00%	8.07
1'628'247	4.00%	5.50%	USD	09.07.2003	RBS	Step-up DRAN 6m USD Libor 4)	09.07.2013	96.95%	95.43%	2.43
1'853'670	2.17%	11.25%	EUR	28.05.2004	CBA	4 x CMS (20y-2y) Spread Note 1)	28.05.2014	91.00%	80.98%	-8.84
1'940'874	2.20%	11.25%	EUR	20.09.2004	KBC	4 x CMS (20y-2y) Spread Note 1)	20.09.2014	91.00%	80.37%	-9.48
1'945'726	2.12%	11.00%	EUR	30.09.2004	Lloyds	4 x CMS (20y-2y) Spread Note 1)	30.09.2014	91.00%	80.31%	-9.63
1'960'068	7.02%	7.70%	USD	21.10.2004	Dexia	CMS (30y-10y) Spread Note 2)	21.10.2016	96.56%	96.36%	6.81
1'992'196	2.3%	10.00%	USD	24.11.2004	Dexia	24.5 x CMS (30y-10y) 1)	24.11.2014	88.00%	85.60%	-0.43
1'993'935	8.06%	8.06%	USD	30.11.2004	Lloyds	CMS (30y-10y) Spread Note 8.06 / 11.06 2)	30.11.2016	95.00%	97.00%	10.17
2'005'662	3.21%	8.00%	USD	29.12.2004	CBA	Snowball / Step-up Note	29.12.2016	97.17%	92.64%	-1.45
2'024'626	6.93%	10.85%	EUR	06.01.2005	CBA	4 x CMS (20y-2y) Spread Note 1)	06.01.2017	90.18%	75.46%	-9.39
2'068'289	4.05%	9.50%	EUR	25.02.2005	Lloyds	4 x CMS (20y-2y) Spread Note 1)	25.02.2016	90.00%	76.99%	-10.41
2'090'294	5.00%	5.00%	CHF	29.03.2005	Lloyds	5 x CMS (10y - 3y), NC1Y, Coupon fix 1-2Y	29.03.2017	90.00%	83.45%	-2.28
2'177'201	5.30%	5.30%	EUR	24.06.2005	Lloyds	5.30% TARN, Zielcoupon 20% 3)	24.06.2020	90.75%	82.15%	-4.18
2'177'233	5.30%	5.30%	EUR	24.06.2005	Calyon	5.30% TARN, Zielcoupon 20% 3)	24.06.2018	94.08%	85.39%	-3.94
2'182'897	2.56%	4.00%	CHF	24.06.2005	KBC	4% CMS (10y-2y) Spread Note 2)	24.06.2017	90.00%	78.95%	-9.72
2'182'109	2.63%	6.00%	USD	30.06.2005	IXIS CIB	5.25% Step-up DRAN 4)	30.06.2012	94.47%	95.570%	3.79
2'196'903	4.40%	4.40%	EUR	14.07.2005	IXIS CIB	4.40 CDRAN Note, 2010 4)	14.07.2010	92.59%	88.270%	-0.26
2'209'808	6.32%	8.00%	EUR	29.07.2005	Lloyds	4 x CMS (20y-2y) Spread Note 1)	29.07.2017	94.00%	73.92%	-15.04
2'218'090	0.00%	5.00%	USD	26.07.2005	Calyon	5% Step-up Range Accrual Note 4)	26.07.2008	93.11%	95.48%	2.55
2'230'848	1.77%	2.50%	CHF	20.07.2005	BGL	2.50%-4% Range Accrual Note 4)	09.08.2012	93.84%	91.49%	-0.73
2'311'241	1.81%	5%-6.25%	EUR	01.11.2005	ING Bank NV	Daily Range Accrual Note 4)	01.11.2011	95.85%	85.65%	-8.83