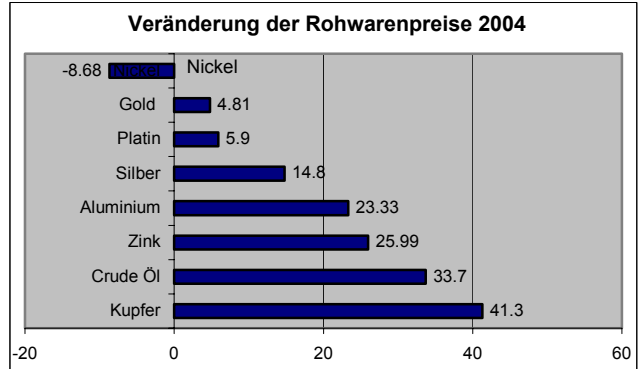
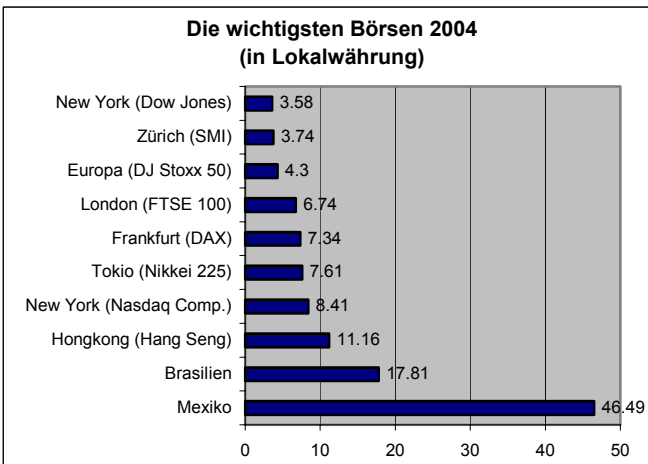


## Jahresrückblick

Wenn die Aktienbörsen nicht im Monat Dezember zu einem veritablen Endspurt angesetzt hätten, wäre im Aktienjahr 2004 ausser Spesen fast nichts gewesen. Dank der positiven Entwicklung im letzten Börsenmonat haben die meisten wichtigen Börsen eine Jahresperformance erreicht, die nicht weit vom langfristigen Mittel von rund 7% p.a. entfernt ist. Als positive Ausreisser nach oben entwickelten sich der Hang Seng, der S&P500 wie auch der DAX30, während die ausgeprägten Blue Chip-Börsen Dow Jones und Swiss Market Index mit knapp 4% Jahresperformance für einmal zu den Nachzüglern zählten. Auffallend ist, dass das Börsenjahr 2004 ganz im Zeichen der mittel- und kleinkapitalisierten Unternehmen stand, die an den meisten Börsenplätzen meist deutlich höhere Renditen als die grosskapitalisierten Firmen erzielten. Wie schon im vergangenen Jahr spielte die Musik einmal mehr an den südamerikanischen Börsen, wobei die mexikanische Börse mit fast 50% Kurszuwachs unter den grösseren Märkten an der Spitze stand. Bemerkenswert ist der Umstand, dass sich die Kursschwankungen bzw. Volatilitäten an den meisten Märkten stark reduziert haben.

Unternehmensanleihen entwickelten sich nochmals besser als Staatsanleihen, wobei die Risikoaufschläge für Anleihen mit tieferem Rating auf ein Niveau gesunken sind, das kaum noch Spielraum für weitere Verbesserungen lässt. Gar noch besser als Unternehmensanleihen schnitten zahlreiche Hochzins-Anleihen aus den sog. Emerging Markets ab, die vom deutlich höheren Wirtschaftswachstum und den intakten Zukunftsaussichten in Asien und Südamerika profitierten.

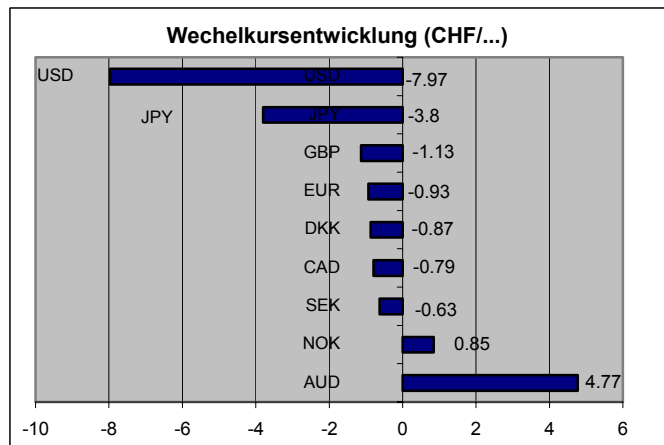
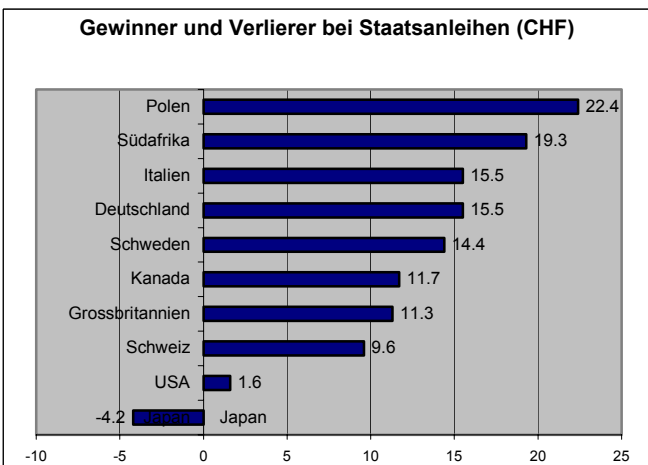


Quelle: Bloomberg

Quelle: Bloomberg

Nachdem alle Welt zu Beginn des letzten Jahres mit steigenden Obligationenrenditen und entsprechenden Kursverlusten auf festverzinslichen Papieren rechnete, kam es anders als erwartet. Insbesondere die europäischen Obligationenrenditen entwickelten sich nochmals deutlich nach unten und liegen aktuell auf einem im langfristigen Vergleich extrem tiefen Niveau. Obwohl die US-Notenbank die kurzfristigen Zinsen in mehreren Schritten seit Mitte Jahr deutlich erhöhte, liegen selbst die \$-Renditen nur wenig höher als anfangs 2004, sodass auch mit Dollaranleihen eine positive Gesamtrendite erzielt werden konnte.

Auch wenn die meisten Basis- und Edelmetalle geringere Preisaufschläge als im Jahre 2003 aufwiesen, lassen sich die Preiserhöhungen im zurückliegenden Jahr durchaus sehen. Die anhaltend hohe Nachfrage aus China und anderen asiatischen Ländern traf auf ein Angebot, das nur langsam nach oben angepasst werden kann, da kapazitätssteigernde Investitionen lange Zeit vernachlässigt wurden. Fast spiegelbildlich zum fallenden Dollar entwickelte sich der Goldpreis, der im Dezember neue Jahreshöchststände erklomm. Bemerkenswert ist dennoch, dass europäische Anleger, die bei einem Goldengagement das Dollarrisiko nicht abgesichert haben, letztlich mit Gold im abgelaufenen Jahr einen Verlust erlitten. Zu markanten Preissteigerungen kam es im Erdöl, das sich im Jahresverlauf in der Spitze um rund 70% verteuerte. Angebotsausweitungen der OPEC-Staaten führten gegen Ende des Jahres zu einer deutlichen Preisberuhigung beim schwarzen Gold.



Quelle: Bloomberg

Quelle: Bloomberg

Bei den Währungen stand im abgelaufenen Jahr wiederum der Dollar im Blickpunkt des Interesses. Wie von uns erwartet, setzte die amerikanische Valuta aufgrund der weiter gestiegenen Zwillingsdefizite (Budget- und Leistungsbilanzdefizit) ihren Tauchgang gegenüber dem Euro, CHF und dem japanischen Yen fort. Leicht schwächer gegenüber dem Schweizerfranken tendierte auch der Euro.

# 2005 – Ausblick und Prognosen

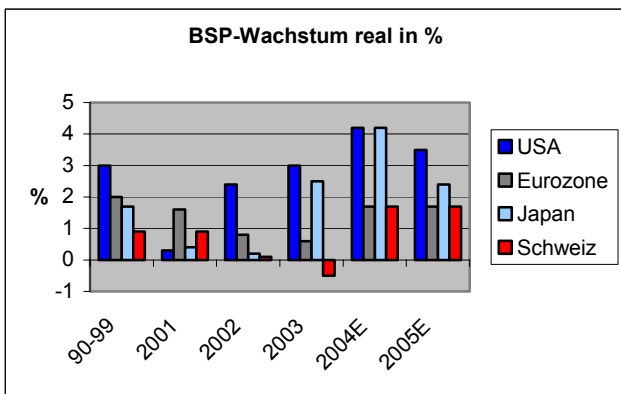
## Weltwirtschaft mit etwas weniger Dampf

Die USA und China waren im abgelaufenen Jahr wie erwartet Wachstumsmotor der Weltwirtschaft. Da alle wichtigen Industrieländer eine ansehnliche Wachstumsdynamik aufwiesen, wuchs die Weltwirtschaft 2004 mit einer Rate von rund 5%, gemäss IMF der höchsten Wachstumsrate seit 28 Jahren. Die teilweise auslaufenden Impulse aus Steuerreduktionen und die höheren Dollar-Geldmarktsätze haben zu einer leichten Abschwächung des US-Wachstums geführt. Diese Entwicklung wird durch eine Reihe wichtiger vorlaufender Konjunkturindikatoren bestätigt. Für das laufende Jahr kann entsprechend eine Wachstumsrate von rund 3.5% für die USA erwartet werden, was in etwa dem langfristigen Potentialwachstum entspricht. Dass es in den USA nicht zu negativen konjunkturellen Überraschungen kommt, hängt zum einen davon ab, dass die amerikanischen Währungshüter nicht allzu rasch an der Zins-schraube drehen. Zwar sind rund 75% der Schulden der US-Haushalte an langfristige Zinssätze gebunden. Dennoch hätten deutlich höhere Geldmarktsätze vor allem auf den Konsum eine Bremswirkung. Wichtig für die US-Konjunktur ist zum andern das Investitionsverhalten der Unternehmen. Nachdem sich der Anteil der Investitionsausgaben im Vergleich zum Cashflow auf einem historischen Tief bewegt, bedarf es wieder höherer unternehmerischer Investitionen, um die US-Konjunktur in Trab zu halten.

scheinen insbesondere auch aufgrund fallender globaler Lebensmittelpreise und einer guten Ernte in China fürs erste eingedämmt zu sein. Es kann auf diesem Hintergrund damit gerechnet werden, dass die chinesische Wirtschaft im laufenden Jahr ein Wachstum von rund 8% aufweisen wird und damit der Weltwirtschaft als Konjunkturstütze erhalten bleibt.

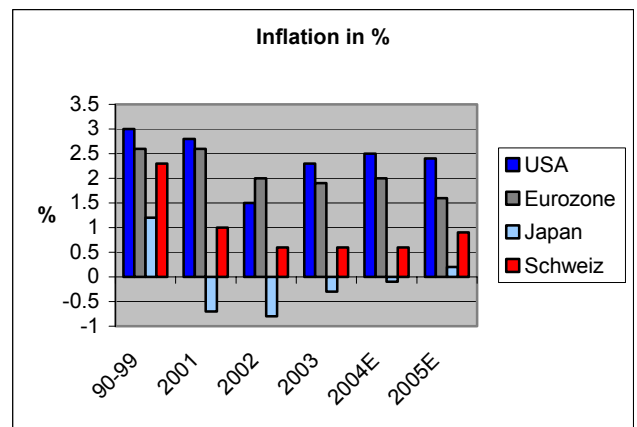
Vom anhaltenden Wirtschaftsboom in China wird insbesondere auch Japan profitieren, dessen Wirtschaft eine hohe Abhängigkeit von den chinesischen Industrieimporten und allgemein vom globalen Wirtschaftszyklus aufweist. Mittlerweile scheint auch der Konsum in Japan wieder auf einem halbwegs sichereren Fundament zu stehen, sodass für das laufende Jahr mit einer Wachstumsrate von gut 2% gerechnet werden kann.

Eher enttäuschend entwickelt sich dagegen die europäische Konjunktur. Als Wachstumsstütze haben sich bislang fast ausschliesslich die Industrieexporte erwiesen, während die Konsumnachfrage angesichts der hohen Arbeitslosigkeit weitgehend dahin dümpelt. Die vorlaufenden Indikatoren der OECD weisen seit 10 Monaten mit wenigen Ausnahmen nach unten, sodass es überraschen würde, wenn Europa 2005 nur schon ein Wachstum von 2% erreichen würde.



Quelle: Bloomberg, eigene Prognosen

Angesichts der geldpolitischen Bremsmanöver der chinesischen Behörden hat sich auch die chinesische Wirtschaft entgegen allen Unkenrufen bezüglich der Gefahr einer harten Landung als erstaunlich stabil erwiesen. Die Inflationsrisiken

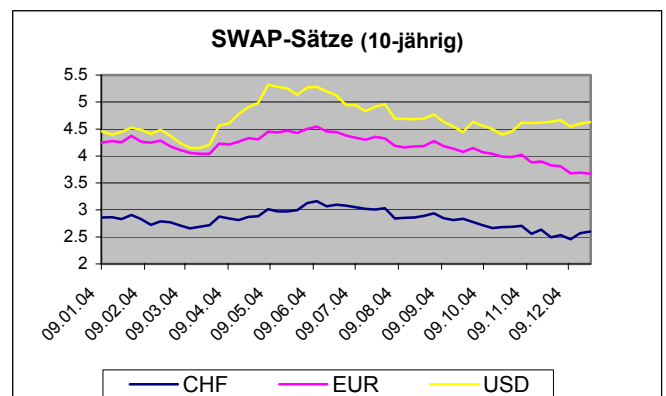


Quelle: Bloomberg, eigene Prognosen

Nach wie vor kein grosses Thema scheint die Inflation zu sein. Aufgrund des schwachen Dollars ist zwar damit zu rechnen, dass die Inflation in den USA etwas anziehen wird. Insbesondere im Euro-Raum kann aufgrund der verhaltenen Konjunktur hingegen mit einer stabilen oder gar leicht rückläufigen Teuerung gerechnet werden.

## Anleihensmärkte – ein weiteres Jahr der Überraschung?

Nachdem im abgelaufenen Jahr die Marktteilnehmer fast unisono mit ihren Erwartungen steigender Anleihsrenditen auf dem falschen Fuss erwischt worden waren, stellt sich die Frage, ob 2005 ein weiteres Jahr für Obligationen wird. Einiges spricht dagegen: Insbesondere in den USA liegen die Realrenditen angesichts der aktuellen Obligationenrenditen immer noch deutlich unter den durchschnittlichen historischen Realzinsen, sodass wir eigentlich mit einem Renditeanstieg auf 5.5% bis 6% rechnen müssten. Verschieden Ökonomen haben in diesem Zusammenhang darauf hingewiesen, dass historische Realzinsen kein guter Massstab für die Zukunft sind. Berechnungen lassen darauf schliessen, dass die massiven Käufe von US-Staatsanleihen durch ausländische Notenbanken aus Ländern mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen die US-Renditen um 40 bis 100 Basispunkte senken. Die vergleichsweise tiefen Obligationenrenditen sind demnach primär dadurch zu erklären, dass weltweit und vor allem in Asien sehr viel gespart wird. Entsprechend rechnen wir selbst für die USA 2005 nur mit einem moderaten Renditeanstieg. Noch etwas geringer dürfte der Anstieg der Renditen von Euro-Anleihen aus-



Quelle: Bloomberg

fallen. Der schwache Dollar führt zu sinkenden Importpreisen, während die konjunkturelle Entwicklung in Europa eher auf der negativen Seite überraschen dürfte. Auf diesem Hintergrund liegen die mit den aktuellen Obligationenrenditen verbundenen Realzinsen nur wenig über den historischen Vergleichswerten.

# 2005 – Ausblick und Prognosen

Für die USA ist damit zu rechnen, dass Mr. Greenspan die Leitzinsen in Trippelschritten von 25 Basispunkten weiter nach oben anpassen wird. Wie schnell und wie weit er gehen wird, hängt nicht zuletzt vom Dollar ab. Ein weiterer Schwächeanfall des Dollars, welcher das Inflationspotential in den USA erhöhen würde, müsste zu einem rascheren Drehen an der Zins-schraube führen. Umgekehrt besteht für die Exponenten der europäischen Notenbank trotz fast rituell anmutender Betonung der Inflationsrisiken kaum Anlass, die Leitzinsen anzuheben. Während verschiedene Prognostiker für den Euro gar weitere Leitzinssenkungen im laufenden Jahr erwarten, gehen wir von einem unveränderten oder leicht steigenden kurzfristigen Euro-Zinssatz aus. Angesichts der stark monetaristischen Ausrichtungen der Herren Trichet & Co. würde eine Zinssenkung durch die EZB doch eine grössere Überraschung darstellen, sofern sich der Dollar unter einem Niveau von 1.40 bis 1.45 pro Euro hält. Nachdem sich die Renditeunterschiede zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen im abgelaufenen Jahr weiter reduziert haben, lässt sich mit ersteren kaum mehr zusätzliches Geld verdienen. Als Depotbeimischung immer

noch interessant sind dagegen ausgewählte hochverzinsliche Staatsanleihen. Aufgrund der guten Fundamentaldaten favorisieren wir russische und brasilianische Titel, die im Bereich von 10-jährigen Laufzeiten immer noch über 300 Basispunkte mehr abwerfen als vergleichbare Staatsanleihen von AAA-Schuldern.

Prognosen Zinssätze		Dez 02	Dez 03	Dez 04	Jun 05	Dez 05
USA	3-Monate	1.3	1.17	2.56	2.75	3.0
	10 Jahre	3.1	4.17	4.25	4.5	4.6
Eurozone	3-Monate	2.8	2.18	2.16	2.2	2.5
	10 Jahre	4.2	4.22	3.67	4.0	4.2
Japan	3-Monate	0	0.07	0.1	0.1	0.2
	10 Jahre	0.9	1.36	1.44	1.7	1.8
Schweiz	3-Monate	0.6	0.35	0.72	1.0	1.2
	10 Jahre	2.1	2.67	2.28	2.6	2.8

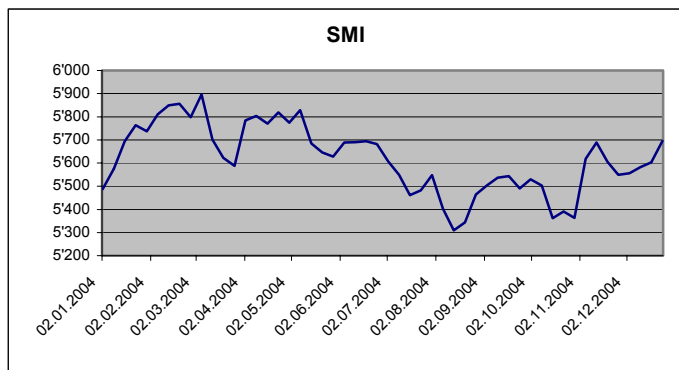
Quelle: Bloomberg, eigene Prognose

## Aktienmärkte – die Luft wird etwas dünner

Das abgelaufene Jahr scheint zu bestätigen, dass man sich an den Aktienmärkten selbst in einem vergleichsweise günstigen Umfeld mit einstelligen Erträgen zufrieden geben muss. Immerhin sind beispielsweise die Gewinne der im amerikanischen S&P500 Index enthaltenen Unternehmen im abgelaufenen Jahr um rund 25% gestiegen, bei einem Kursfortschritt des S&P500 von knapp 10%. Vor allem in den USA scheint die

Luft für weitere Kursfortschritte nochmals etwas dünner zu werden, wird sich doch das Gewinnwachstum des S&P 500 im laufenden Jahr auf rund 10% reduzieren.

Etwas Nachholpotential scheinen demgegenüber die europäischen Dividentitel zu besitzen. Obwohl sich das Gewinnwachstum der im EuroStoxx50 enthaltenen Titel von 14% im vergangenen Jahr auf nur noch etwa 6% für 2005 reduzieren wird, ist dieser Index mit einem Kurs-Gewinnverhältnis von rund 13 deutlich günstiger bewertet als die amerikanischen Märkte. Das sehr tiefe Zinsniveau in Europa rechtfertigt eine höhere Bewertung, zumal beispielsweise die durchschnittliche Dividendenrendite der EuroStoxx50-Titel mit über 3% nicht wesentlich unter der 10-jährigen Euro-Obligationenrendite liegt. Bei den Sektoren favorisieren wir die vergleichsweise tief bewerteten Versicherungstitel sowie Telekom- und Versorgeraktien von Unternehmen mit hohem Cashflow. Aufgrund des vielversprechenden wirtschaftlichen Umfeldes sind Titel aus Schwellenländern auch im laufenden Jahr als Depotbeimischung attraktiv, wobei wir Brasilien, Indien und die Türkei für risikofreudige Aktieninvestoren favorisieren.



Quelle: Bloomberg

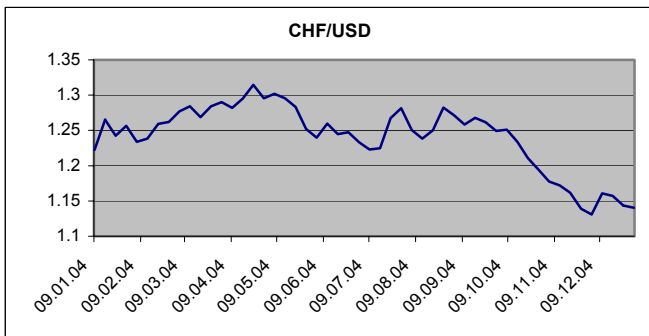
Kennzahlen und Prognosen Aktienmärkte						
	Index Dez. 04	Performance 03*	Performance 04*	Indexgewinn 05E**	Indexgewinn 06E**	KGV 05E
S&P 500	1212	26.38	9.33	61	66	18.4
NASDAQ	2175	50.01	8.41	45	54	40.6
DJ Euro Stoxx 50	2775	16.25	4.3	185	200	13.9
DAX	4256	37.08	7.34	243	240	17.7
SMI	5693	18.51	3.74	350	380	15.0
Nikkei 225	11450	24.45	7.61	253	300	38.2

\*Performance in Lokalwährung

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

## Kommt es zur Aufwertung des chinesischen Renminbi?

Einmal mehr hat es sich im abgelaufenen Jahr für in Euro und CHF rechnende Investoren gelohnt, das Währungsrisiko von Dollaranlagen abzusichern. Das weiter gestiegene amerikanische Zwillingdefizit (Budget- und Leistungsbilanzdefizite) brachte das Fass zum Überlaufen und führte gegenüber dem Euro und dem CHF zu einer rund 10%-tigen Abwertung. Das Problem liegt nun allerdings weniger bei den Austauschverhältnissen zum Euro und Yen als bei der zu hohen Dollarbewertung gegenüber der chinesischen Währung, die in einem fixen Verhältnis zum Dollar gebunden ist. Da rund die Hälfte des amerikanischen Aussenhandels mittlerweile mit asiatischen Fixkurs-Ländern stattfindet, kann die US-Leistungsbilanz nur durch eine Aufwertung dieser Währungen wieder ins Lot gebracht werden.



Quelle: Bloomberg

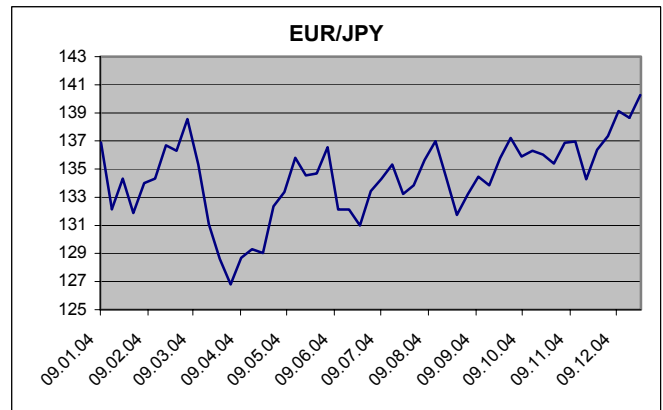
Entsprechend wird immer wieder über eine bevorstehende Aufwertung des chinesischen Renminbi (RMB) spekuliert, die weitere Anpassungen bei anderen asiatischen Währungen nach sich ziehen würde. Die chinesischen Politiker und Währungshüter lassen sich allerdings nur ungern in die Karten schauen. Über Zeitpunkt und Ausmass einer solchen Massnahme kann deshalb nur spekuliert werden. Hinter den Kulissen scheint der Druck der USA auf China aber gross zu sein, sodass im Laufe des Jahres durchaus mit einer vorsichtigen Aufwertung des RMB gerechnet werden kann.

## Anlagestrategie – ein weiteres Jahr für Aktien

Angesichts des anhaltend tiefen Zinsniveaus stellt sich für Anleger die Gretchenfrage, wo überhaupt noch ansprechende Renditen erzielt werden können. 2005 scheint kein Obligationenjahr zu werden, da das Renditeniveau mittlerweile schlicht zu tief ist. Anleger, die eine höhere Verzinsung erreichen möchten, sollten deshalb ihr Obligationenportefeuille durch strukturierte Zinsprodukte ergänzen, die weniger sensitiv auf Zinssteigerungen reagieren als „normale“ Anleihen.

Im Rahmen der Aktienanlagen favorisieren wir aufgrund von Bewertungsgesichtspunkten europäische und japanische Aktien gegenüber US-Titeln. Allgemein erwarten wir einen gewissen Nachholbedarf bei grosskapitalisierten Titeln gegenüber den vergleichsweise hoch bewerteten Small- und Mid-Caps. Strukturierte Aktienprodukte, wie sog. „Airbag“-Notes lassen wie im vergangenen Jahr trotz Risikopuffer eine höhere Rendite als reine Aktienanlagen erwarten. Für risikoliebende Anleger empfehlen sich als Depotbeimischung Investitionen in Unternehmen aus Emerging Markets, wobei wir Brasilien, Türkei und Indien favorisieren.

Anleger mit Referenzwährung Euro und Schweizerfranken empfehlen wir bis auf weiteres, das Dollarrisiko durch Terminkontrakte abzusichern. Da wir mit einem im Verhältnis zum Schweizerfranken weitgehend stabilen Euro rechnen, lässt sich für in Franken rechnende Investoren ein höherer Anteil nicht währungsgesicherter Euro-Anlagen vertreten.



Quelle: Bloomberg

Insgesamt gehen wir von einem weiterhin zur Schwäche neigenden Dollar aus, wobei Phasen einer technischen Erholung keineswegs ausgeschlossen sind. Russland hat sich offen dazu bekannt hat, seine hohen Überschüsse aus dem Erdölgeschäft anstelle des Dollars vermehrt in Euro zu diversifizieren. Es kann deshalb damit gerechnet werden, dass dem Euro zunehmend die Rolle einer alternativen Reservewährung zukommt, während der Schweizerfranken sich dafür aufgrund des geringen Volumens kaum eignet. Entsprechend kann damit gerechnet werden, dass der Aufwertungsdruck auf den Schweizerfranken im Verhältnis zum Euro tendenziell kleiner geworden ist.

Prognosen Wechselkurse					
	Dez 02	Dez 03	Dez 04	Jun 05	Dez 05
USD/YEN	118.8	107	102.6	100	98
EUR/USD	1.04	1.25	1.36	1.38	1.42
EUR/YEN	123	134	1.39	135	130
EUR/CHF	1.45	1.58	1.55	1.53	1.54
USD/CHF	1.38	1.24	1.14	1.1	1.08

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