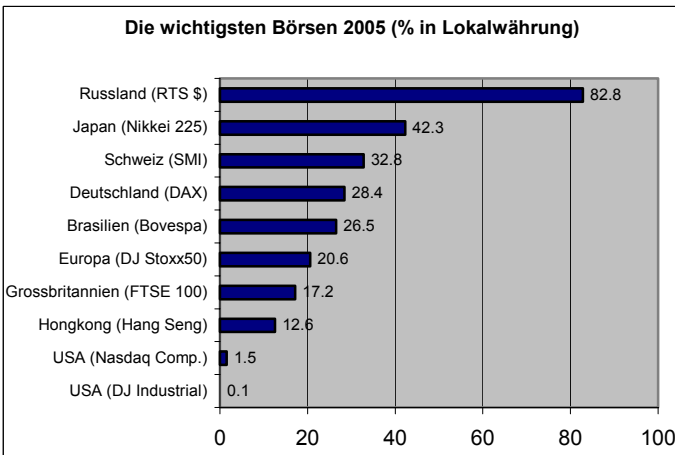


## Jahresrückblick

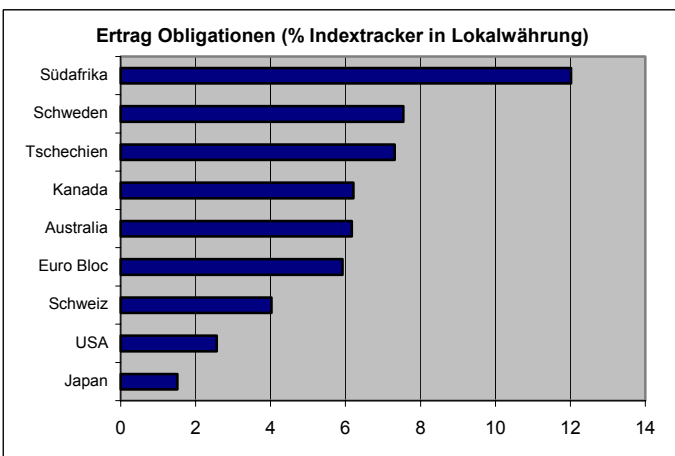
2005 war ohne Zweifel an den meisten Aktienbörsen ein Superjahr und die Finanzmärkte waren einmal mehr für Überraschungen gut. Auch wenn viele Aktienstrategen anfangs des vergangenen Jahres durchaus positiv für Aktien gestimmt waren, ist das Ausmass der Höherbewertungen unisono unterschätzt worden. Seltenheitswert dürfte auch der Umstand haben, dass der schweizerische Aktienmarkt die US-Leitbörse in einem Jahr um rund 30% übertroffen hat. Noch mehr als in der Schweiz zu verdienen war am japanischen Aktienmarkt, verzeichnete doch der Leitindex Nikkei 225 eine Steigerung von rund 42%. Noch besser schnitten auf Frankenbasis die von uns im letztjährigen Jahresausblick empfohlenen Emerging Markets (Türkei, Indien, Brasilien) ab, wobei Südamerikas Märkte wie im Vorjahr eine höhere Performance als die Börsen Asiens aufwiesen. Einmal mehr hat sich gezeigt, dass vergleichsweise enge lokale Aktienmärkte, wie die meisten Börsen der arabischen Staaten geradezu explodieren können, wenn viel billiges Geld (Petrodollars) in diese Märkte fliesst.

rungsrisiken nicht abgesichert wurden - überwiegend von den Währungsentwicklungen (siehe unten) bestimmt. Sowohl bei den hochverzinslichen Unternehmens- wie auch den hochverzinslichen Staatsanleihen verharteten die Zinsunterschiede zu Staatsanleihen mit erstklassigem Rating mit wenigen Ausnahmen auf dem vergleichsweise tiefen historischen Niveau.



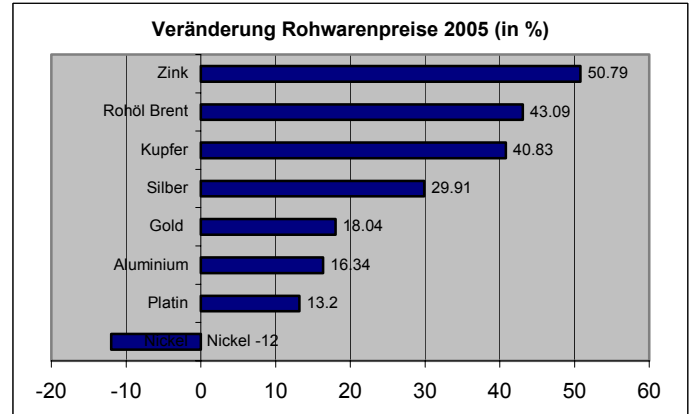
Quelle: Bloomberg

Deutlich gemächlicher ging es an den Obligationenmärkten zu. Nachdem bis September die Anleihensurse in den meisten Währungen neue Höchststände erzielten, erfolgte in den letzten drei Monaten eine deutliche Korrektur aufgrund aufkeimender Inflationsängste und positiv überraschender Konjunkturmeldungen. Ein teilweise befürchteter starker Anstieg der Renditen blieb jedoch aus. Vielmehr verflachten sich die Zinskurven in allen wichtigen Währungen, wobei die US-Zinskurve nach den wiederholten Zinserhöhungen der US-Notenbanker mittlerweile einer waagrechten Linie sehr nahe kommt.



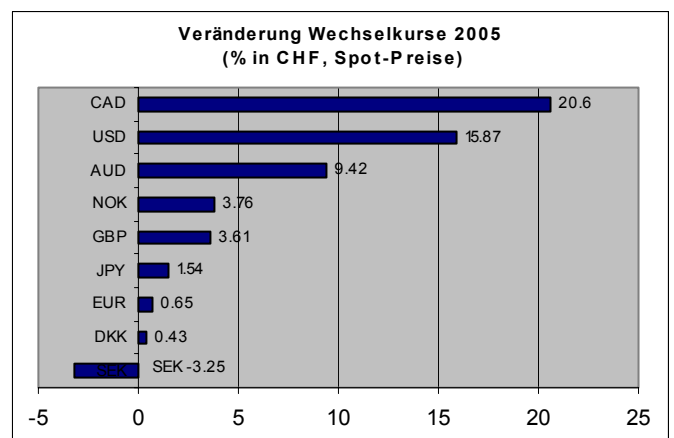
Quelle: Bloomberg

Aus der Sicht eines in Franken denkenden Investors wurde die Gesamttrendite eines Obligationenportefeuilles – soweit die Wäh-



Quelle: Bloomberg

Bei den Rohstoffen war 2005 wie schon 2003 und 2004 auf Dollar-Basis deutliche Preissteigerungen zu verzeichnen. Die anhaltend hohe Nachfrage aus China und anderen asiatischen Ländern traf auf ein nur langsam steigendes Angebot, da kapazitätssteigernde Investitionen lange Zeit vernachlässigt wurden. Besonders gesucht war bei den Basismetallen Kupfer, dessen Preis wie schon im letzten Jahr um über 40% nach oben ging. Einmal mehr stieg der Preis des sowohl industriell wie für Schmuck verwendeten Silbers mit fast 30% deutlich stärker als derjenige von Gold mit rund 20%. Zu markanten Preissteigerungen unter hoher Volatilität kam es wie im Vorjahr im Erdöl, das sich im Jahresverlauf um über 40% verteuerte. Temporäre Engpässe bei den Raffineriekapazitäten als Folge der Hurrikane wurden durch die Freigabe strategischer Reserven und eine Angebotsausweitung der OPEC-Staaten zu kompensieren versucht. Absoluter Spitzenreiter punkto Preiserhöhungen war Naturgas, dessen Notierungen um rund 100% in die Höhe schnellten.



Quelle: Bloomberg

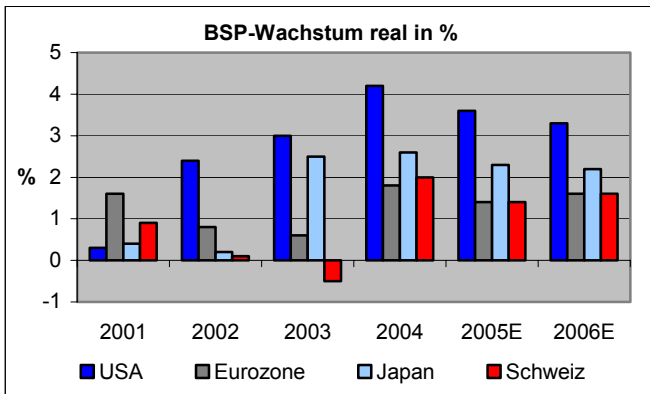
Für einmal zählte der Schweizerfranken im Vergleich zu den wichtigsten Währungen im Jahresvergleich zu den schwächsten Valuten, unterboten nur noch von der Schwedischen Krone. Auffallend stark war die Erholung des US-Dollars, der von den stark gestiegenen Zinsdifferenzen profitierte. Eine besonders hohe Aufwertung erfuhren die „Rohstoffwährungen“ Kanada- und Australien-Dollar.

# 2006 – Ausblick und Prognosen

## Robuste Weltwirtschaft

Auch wenn sich das Wachstum der Weltwirtschaft im vergangenen Jahr von rund 4.5% auf 4% abgeschwächt hat, scheint die Konjunktur in allen wichtigen Ländern auf einigermaßen stabilen Pfeilern zu stehen. So macht es den Anschein, dass in den USA trotz einem starken Anstieg der Leitzinsen weiterhin tüchtig konsumiert wird. In Europa einschliesslich der Schweiz weisen die meisten vorlaufenden Indikatoren auf ein leicht beschleunigtes Wachstum hin. Entsprechend kann erwartet werden, dass die europäische Wirtschaft 2006 mit annähernd 2% wachsen dürfte. Japan scheint sich endlich aus der langjährigen Deflationsspirale lösen zu können. Die von Ministerpräsident Koizumi eingeleiteten Strukturreformen scheinen zu greifen, sodass wir für Japan ein Wachstum von über 2% erwarten. Hinzu kommt, dass der chinesische Wirtschaftsmotor nach wie vor auf Hochtouren läuft und in den meisten asiatischen Ländern das dynamische Wachstum anhält.

Mögliche Bremswirkungen könnten im laufenden Jahr allenfalls vom sich abkühlenden US-Immobilienmarkt ausgehen, hat sich doch in England wie auch in Australien deutlich gezeigt, dass stagnierende oder gar rückläufige Preise für privat genutzte Immobilien sich negativ auf die Kauflust der Konsumenten auswirken. Auch wenn der konjunkturelle Rückenwind vom US-Immobilienmarkt sich in einen leichten Gegenwind verkehren könnte, dürften die in den USA weiterhin zu erwartenden Reallohnsteigerungen dem Konsum eine Stütze geben.

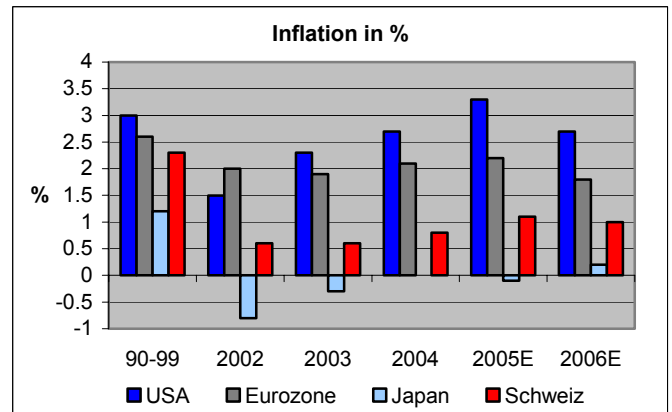


Quelle: Bloomberg, eigene Prognosen

Vieles wird davon abhängen, ob die Inflation nach wie vor unter Kontrolle gehalten werden kann. So haben sich insbesondere im letzten Quartal des vergangenen Jahres erstmals seit langem wieder verstärkte Inflationsbefürchtungen breit gemacht. Ein Blick auf die vor allem in den USA deutlich gestiegenen Teuerungsraten kann allerdings schnell zu falschen Schlüssen führen. Die auf deutlich über 3% gestiegene US-

Jahreststeuerung wurde stark durch die massiv gestiegenen Energiepreise geprägt. Schaut man auf die um die Energie- und Nahrungsmittelpreise bereinigte Kerninflation ergibt sich ein weit weniger getrübbtes Bild, ist diese doch in den meisten wichtigen Industriestaaten entweder stabil geblieben oder nur moderat gestiegen. Sie liegt in den USA bei rund 2.1%, in Europa bei 1.4% und in Japan gar immer noch bei 0%.

Ein Wiederaufkeimen der Inflation vorab in den USA würde unweigerlich die Währungshüter auf den Plan rufen, sodass in diesem Falle mit weiteren Zinsschritten gerechnet werden müsste, welche die Leitzinsen in den USA auf über 5% hissen könnten. Dies wohl zum Preis, dass dann im kommenden Jahr mit einer deutlichen Konjunkturverlangsamung gerechnet werden müsste. Das Risiko eines solchen Inflations Szenarios erscheint allerdings nicht allzu hoch zu sein, da der globale Strukturwandel weiterhin einen dämpfenden Einfluss auf die Margen bei international gehandelten Gütern hat. Zudem zeichnet sich ab, dass das Produktivitätswachstum dank dem kontinuierlichen Einsatz neuer Technologien in den meisten Industrieländern anhaltend hoch bleibt und damit ausreichend Spielraum besteht, moderate Lohnsteigerungen ohne zusätzlichen Druck auf die Gewinnmargen zu finanzieren.



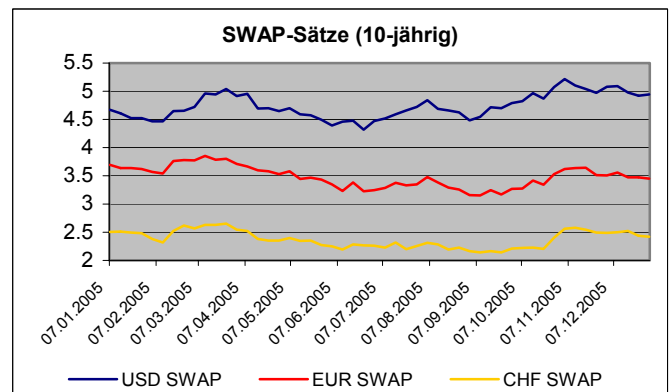
Quelle: Bloomberg, eigene Prognosen

Die weltweit immer noch sehr grosszügige Geldmengenpolitik der Notenbanken und die hohe Sparquote in Asien wie auch in den Erdöllandern haben hingegen zu einer eigentlichen Inflation der Vermögenswerte (Immobilien, Aktien, Obligationen und in einem gewissen Sinne auch Rohstoffe) geführt, die sich weiter fortsetzen dürfte. Führende Notenbanker, wie auch der Greenspan Nachfolger Bernanke, haben jedoch wiederholt klargemacht, dass die Bekämpfung der „Asset Inflation“ kein vorrangiges Ziel der Zentralbanken sein kann. Die Notenbankpolitik wird sich deshalb weiterhin an der Geldmengenentwicklung und den Inflationserwartungen ausrichten.

## Anhaltend günstiges Zinsumfeld

Das von einigen Marktstrategen befürchtete Platzen der Obligationenblase mit im historischen Vergleich extrem tiefen Renditen ist nicht eingetreten. In den USA sind die Obligationrenditen nicht zuletzt wegen der deutlichen Anhebung der Leitzinsen durch die Notenbank zwar leicht von 4.23% für 10-jährige Staatsanleihen auf 4.41% gestiegen. Entgegen den meisten Prognosen haben sich hingegen die Renditen in Europa einschliesslich der Schweiz nochmals abgeschwächt. Entsprechend sind die Zinskurven ausgesprochen flach geworden, was gemäss Lehrbuch eigentlich auf eine wirtschaftliche Verlangsamung hindeuten würde. Die im Vergleich zu den kurzfristigen Zinsen tiefen Anleiherenditen sind in erster Linie auf die weltweit hohe Nachfrage der Zentralbanken und institutioneller Investoren nach festverzinslichen Anlagen aller Laufzeiten und weniger als Konjunkturindikator zu interpretieren. Vorab Versicherungen und Pensionskassen versuchen ihre langfristigen Verpflichtungen über langlaufende Anleihen

abzusichern, sodass sie unabhängig von ihren Zinserwartungen als Käufer festverzinslicher Papiere auftreten. Es ist damit zu rechnen, dass sich an diesem Umfeld für Anleihen auch im



Quelle: Bloomberg

# 2006 – Ausblick und Prognosen

laufenden Jahr nicht viel ändern wird. Entsprechend erwarten wir, dass die realen Renditen von Obligationen weiterhin am unteren Rand der historischen Bandbreite liegen werden. Nimmt man die Kernrate der Inflation als Massstab, beträgt die aktuelle Realverzinsung 10-jähriger Anleihen im USD 2.3%, im Euro 1.9% und im Yen 1.5%. Geht man davon aus, dass die Inflation im laufenden Jahr nicht stark steigen wird, schätzen wir die Gefahr eines deutlichen Renditeanstiegs als vergleichsweise klein ein. Vielmehr rechnen wir damit, dass die Renditen in den drei genannten Währungen bis zum Jahresende nicht mehr als 30 bis 50 Basispunkte steigen sollten.

Was am Anleihensmarkt und insbesondere mit der Zinskurve passieren wird, hängt natürlich auch von der Geldpolitik der Notenbanken ab. Kommt es nicht zu negativen Überraschungen bei der Teuerung sollte der Zinsanstieg in den USA bei rund 4.5% zum Halten kommen. Dass die europäischen Währungshüter es Herrn Greenspan gleich tun wollen und die Zinsen in rasantem Tempo nach oben schrauben wollen, erscheint uns als ausgesprochen unwahrscheinlich. Die europäische Konjunktur ist z.Z. noch viel zu fragil, um stark steigende Geldmarktsätze zu verkraften. Auch bestehen in Europa im Gegensatz zu den USA nach einer langen Phase verhaltenen Wachstum weit höhere Kapazitätsreserven. Das Inflationsrisiko ist entsprechend in Europa weit geringer als in Amerika, während Japan immer noch leicht deflationäre Tendenzen aufweist. Wir erwarten deshalb, dass die Europäische Notenbank

die Leitzinsen bis Mitte Jahr in maximal zwei Schritten von je 25 Basispunkten nach oben anpassen wird. Eine eigentliche Kursänderung ist auch für Japan nicht zu erwarten, obwohl der Spielraum für eine allzu grosszügige Geldversorgung dank der Erholung der japanischen Wirtschaft kleiner geworden ist.

Entsprechend ist davon auszugehen, dass die Zinskurve im Dollar wie im Euro weiterhin flach verlaufen wird. Eine inverse Zinskurve mit höheren Zinsen am kurzen als am langen Ende wäre nur für den Fall zu erwarten, dass die Notenbanken die kurzfristigen Sätze wegen einer steigenden Inflationsgefahr deutlich stärker erhöhen müssten.

Prognosen Zinssätze						
		Dez 02	Dez 03	Dez 04	Dez 05	Dez 06E
USA	3-Monate	1.3	1.17	2.56	4.54	4.75
	10 Jahre	3.1	4.17	4.25	4.41	4.8
Eurozone	3-Monate	2.8	2.18	2.16	2.49	3.1
	10 Jahre	4.2	4.22	3.67	3.27	3.9
Japan	3-Monate	0	0.07	0.1	0.07	0.3
	10 Jahre	0.9	1.36	1.44	1.44	1.8
Schweiz	3-Monate	0.6	0.35	0.72	1.01	1.6
	10 Jahre	2.1	2.67	2.28	1.89	2.8

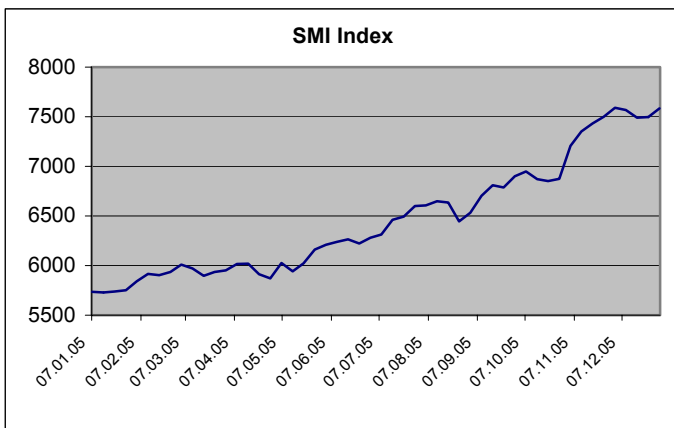
Quelle: Bloomberg, eigene Prognose

## Aktienmärkte – „Höhenangst“ vor 1'400/6'500/8'500/19'000?

2005 war ohne Zweifel für Anleger in japanischen und europäischen Dividententiteln ein Superjahr wie es im Durchschnitt nur etwa alle 10 Jahre vorkommt. Ist deshalb für das laufende Jahr „Höhenangst“ angesagt und müssen wir uns auf Kursrückschläge gefasst machen? Sicher ist, dass wir uns nach einem solch steilen Anstieg der Kurse auf ein steigendes Risiko temporärer Rückschläge einstellen müssen. Als fundamental

orientierte Investoren können wir zum anderen eine erstaunliche Feststellung machen. Zum einen haben sich im laufenden Jahr die Unternehmensgewinne an den meisten Märkten deutlich besser entwickelt als erwartet. Zum andern liegen dank der starken Gewinnsteigerungen die Bewertungen nach Massgabe der erwarteten Kursgewinnverhältnisse (basierend auf den für 2006 im Durchschnitt erwarteten Unternehmensgewinne) mit Ausnahme des schweizerischen und des japanischen Aktienmarktes unter den Bewertungen des Vorjahres. Oder mit anderen Worten: Das Wachstum der Unternehmensgewinne hat beim DAX, EuroStoxx50, S&P 500 und NASDAQ die Kursfortschritte mehr als wettgemacht.

Da Anleihen nach wie vor keine sehr attraktive Alternative darstellen und vorab bei institutionellen Investoren viel anlagensuchendes Geld bereit steht, erachten wir die im Titel genannten Kursziele für S&P500 (1'400), DAX (6'500), SMI (8'500) und 19'000 (Nikkei) ohne politische Störmanöver als durchaus erreichbar. Aufgrund der höheren Bewertung erscheint uns der schweizerische Aktienmarkt weniger attraktiv als die übrigen europäischen Märkte. Unter den wichtigsten Börsen eindeutiger Favorit ist für uns der japanische Markt, der in einem gewissen Sinne eine volkswirtschaftliche Turnaround-Situation darstellt.



Quelle: Bloomberg

Kennzahlen und Prognosen Aktienmärkte						
	Index Dez. 05	Performance 04*	Performance 05*	Unt. gewinne 05E**	Unt. gewinne 06E**	KGV 05Ealt***/KGV 06E
S&P 500	1248	9.33	3.0	68 (+ 11.5%)	76 (+ 11.7%)	18.4/16.42
NASDAQ	2205	8.41	1.5	62 (+ 37%)	74 (+21%)	40.6/29.8
DJ EuroStoxx 50	3579	4.3	20.6	236 (+27%)	270 (+ 14.4%)	13.9/13.25
DAX	5408	7.34	28.4	360 (+48%)	380 (+5.5%)	17.7/14.23
SMI	7584	3.74	32.8	410 (+17%)	440 (+7.6%)	15.0/17.23
Topix (Japan)	1650	9.7	43.9	36 (+45%)	40 (+11.1%)	n.a./41.25

\* Performance in Lokalwährung

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

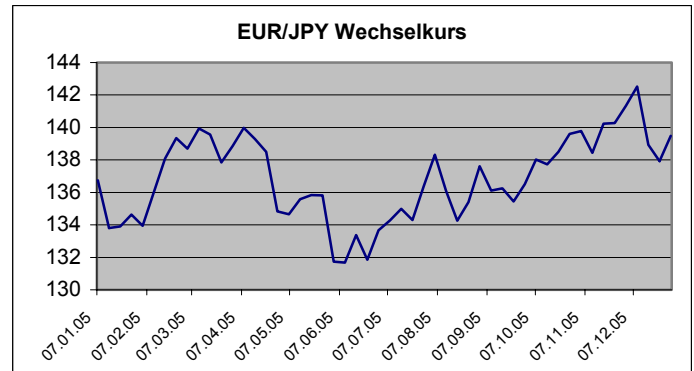
\*\*\* Ende 2004 erwartete Kurs/Gewinn-Verhältnisse für das Jahr 2005 (gem. Bloomberg)

## Begrenztes Aufwärtspotential des Dollars

2005 konnte der Dollar sowohl gegenüber den europäischen Währungen wie auch dem Yen mit jeweils rund 15% deutlich zulegen. Eine der wichtigsten Ursachen für dieses Comeback dürfte die stark gestiegene Zinsdifferenz am kurzen Ende sein, stieg doch die Differenz zwischen dem 3-monatigen US-Liborsatz zum 3-monatigen Euribor von 40 Basispunkten (bp) Ende 2004 auf rund 205 bp Ende 2005. Wenn wir auf unsere obigen Zinsprognosen abstellen, wird sich diese Differenz auf rund 165 Basispunkte reduzieren. Damit dürfte ein wichtiger Auftriebsfaktor für den Dollar wegfallen, auch wenn Anleger im Dollar eine attraktivere Rendite erreichen können als im Euro oder gar im Yen. Insbesondere der Yen scheint mittlerweile fundamental so billig zu sein wie seit langem nicht mehr, so dass wir keine Fortsetzung des \$-Rallyes erwarten.

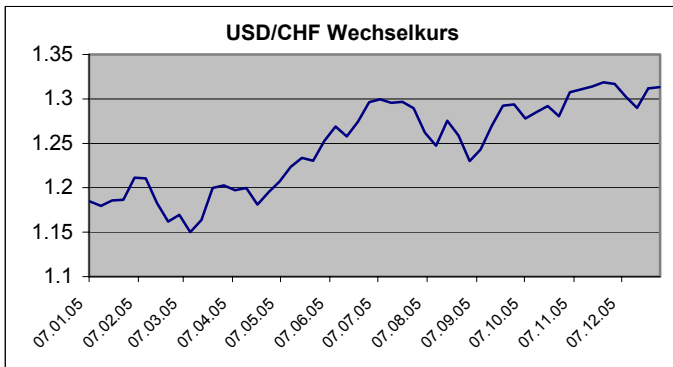
Ein globalwirtschaftliches Dauerthema im Zusammenhang mit dem Dollarkurs sind die Zwillingdefizite in den USA (Budget- und Handelsbilanzdefizit), weisen doch der Internationale Währungsfonds wie auch die OECD als unermüdliche Warner auf dieses ungelöste Problem hin, das als nicht zu unterschätzender Risikofaktor für die Stabilität der Finanzmärkte eingestuft wird. Grundsätzlich kann davon ausgegangen werden, dass die asiatischen Zentralbanken mangels gegenläufigem Interesse kaum von ihrer Politik abkommen werden, das US-Handelsbilanzdefizit auch in Zukunft zu einem guten Teil mit zu finanzieren.

Ein weiteres Ereignis an der Währungsfront war die eher homöopathische Aufwertung des chinesischen Renminbi (RMB). Die vorsichtige Gangart der chinesischen Politiker kann als Zeichen für den Willen Chinas gewertet werden, den RMB auf lange Frist verstärkt dem Wind der Marktkräfte auszusetzen.



Quelle: Bloomberg

Das Austauschverhältnis zwischen Franken und Euro hat sich ein weiteres Jahr lang als sehr stabil erwiesen. Anleger, die eine etwas höhere Anleiensrendite suchen, dürften auch im laufenden Jahr mit einem Euroanteil im Portfolio gut bedient sein, zumal die Schweizerische Nationalbank an einem allzu starken Franken kein Interesse haben kann.



Quelle: Bloomberg

Prognosen Wechselkurse					
	Dez 02	Dez 03	Dez 04	Dez 05	Dez 06 E
USD/YEN	118.8	107	102.6	118	<b>115</b>
EUR/USD	1.04	1.25	1.36	1.18	<b>1.22</b>
EUR/YEN	123	134	1.39	139	<b>140</b>
EUR/CHF	1.45	1.58	1.55	1.55	<b>1.56</b>
USD/CHF	1.38	1.24	1.14	1.31	<b>1.28</b>

## Anlagestrategie – ein weiteres Jahr für Aktien

Angesichts des anhaltend tiefen Zinsniveaus stellt sich für Anleger einmal mehr die Gretchenfrage, wie und wo ohne allzu hohe Risiken überhaupt noch ansprechende Renditen erzielt werden können. Da mit leicht steigenden Anleiensrenditen gerechnet werden muss, lassen die mit Anleihen zu erzielenden Gesamterträge (Coupon minus allfällige Kursverluste) im Franken wie im Euro keine Euphorie aufkommen. Etwas besser sieht es mit Dollar-Anleihen aus, sofern Anleger bereit sind, das Währungsrisiko zu tragen. Das vergangene Jahr hat gezeigt, dass sich strukturierte Zinsprodukte nur für langfristige Anleger eignen, die für einen höheren Coupon allenfalls auch etwas höhere Kursschwankungen in Kauf nehmen und gewillt sind, diese bis zur kapitalgarantierten Rückzahlung durchzuhalten.

Im Rahmen der Aktienanlagen favorisieren wir aufgrund von Bewertungsgesichtspunkten wie auch aufgrund der Marktdynamik japanische Aktien und in zweiter Linie europäische Titel. Da US-Aktien absolut und relativ zu anderen Märkten billiger geworden sind, ist auch dem amerikanischen Markt in diesem Jahr durchaus wieder etwas Potential zuzutrauen. Aufgrund des höheren Kursniveaus setzen wir bevorzugt strukturierte Produkte mit einem bedingten Kapitalschutz (Airbag/Bonus) ein. Für risikoliebende Anleger empfehlen sich als Depotbeimischung Investitionen in Unternehmen aus Emerging Markets, wobei wir generell Asien und gewissermassen als exotische Beigabe Vietnam und Thailand favorisieren. Anleger mit Referenzwährung Euro und Schweizerfranken empfehlen wir bis auf weiteres, das Dollarrisiko zu einem guten Teil durch Terminkontrakte abzusichern.

<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	-