



Irrationaler Überhang oder fundamental breit abgestützter Aufschwung?

Der Schweizer Aktienmarkt erlebte ein furioses Jahr 2005. Es resultierte mit einer Performance von über 30 Prozent das drittbeste Aktienjahr seit 1990 und das fünftbeste Aktienjahr seit 1950 (!). Nur in den Jahren 1993 und 1997 schnitt der Swiss Market Index (SMI) im glänzenden Börsenjahrzehnt der 90er-Jahre mit 61 Prozent bzw. 42 Prozent noch besser ab.

Im Gegensatz zum Jahr 2004, als der Schweizer Aktienmarkt noch im Mittelfeld der weltweiten Aktienbörsen lag, resultierte diesmal ein Spitzenplatz. Stärkeren Zuwachs verzeichneten nur noch die Börsen in den Emerging Markets, in Osteuropa und nach einem fulminanten Schlusspurt auch in Japan.

War diese Entwicklung vorauszusehen? Gab es Anzeichen, welche auf die Renaissance der Aktie hindeuteten? Vom hohen „Dollar-Risiko“ und von einem „abflauenden Wirtschaftswachstum“ war vor einem Jahr die Rede. Daraus abgeleitet erwarteten die Auguren „bestenfalls ein durchschnittliches Aktienjahr“. Die SMI-Prognosen für Ende 2005 der fünf grössten und renommiertesten Bankhäuser des Finanzplatzes Schweiz schwankten zwischen 5'300 und 6'200 Punkten. – Der aktuelle Stand des SMI liegt bei 7'500 Punkten, mehr als 40 Prozent über der tiefsten und 20 Prozent über der höchsten Schätzung.

Der Grund für diese vorsichtigen Einschätzungen der Finanzanalysten war aber weniger die grundsätzliche Skepsis gegenüber Aktienanlagen aufgrund von Fundamentaldaten, sondern viel eher psychologische Aspekte. Die Baisse in den Börsenjahren 2001 und 2002 war für ein Grossteil der privaten und institutionellen Anleger schlicht zu schmerzhaft und mit zu hohen Verlusten verbunden. Übertrieben optimistisch anmutende Prognosen wären von den arg ge-

Zum Inhalt dieser Ausgabe:

- ▲ **Einleitungsartikel**
„Behavioral-Finance“-Überlegungen gewinnen immer mehr an Bedeutung
- ▲ **Rückblick Wirtschaft & Finanzmärkte**
Goldpreis-Anstieg; Leitzinsen USA, Europa und Schweiz; Neue Regierung in Deutschland
- ▲ **Ausblick Wirtschaft & Finanzmärkte**
Konjunkturaussichten, Zinsdifferenz USD vs. Euro
- ▲ **Anlagestrategie DELTA**
Reduktion CH-Aktien zugunsten USA und Europa
- ▲ **DELTA Inside**
Die verschiedenen Lebensphasen und ihre finanziellen Herausforderungen

beutelten Investoren wohl mit grossen Bedenken, Ungläubigkeit und Zurückhaltung aufgenommen worden. **Einmal mehr hat die „Behavioral Finance“-Theorie die Prognosen und somit auch die Anlagestrategien der Banken und der Vermögensverwalter beeinflusst.** Intuition, Gefühl und Stimmung prägten die Investitionsentscheide der Marktteilnehmer ebenso wie rationale Überlegungen.

Rückblick Wirtschaft und Finanzmärkte

Aus wirtschaftlicher, politischer und finanzmarktspezifischer Hinsicht waren im 4. Quartal folgende Ereignisse von Bedeutung:

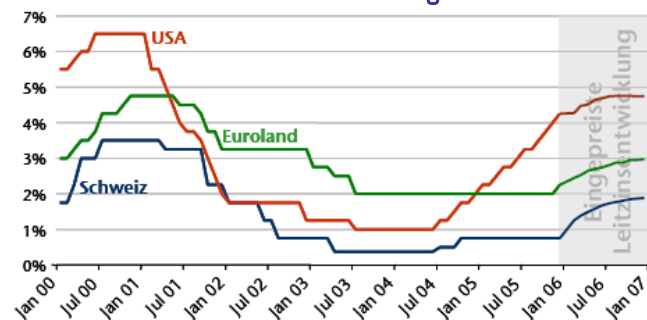
- **Das Gold erreichte am 12. Dezember mit einem Unzen-Preis von USD 541 ein 25-Jahres-Hoch.** Allein in diesem Jahr verbuchte das Edelmetall eine Kursavance von über 20 Prozent. Weiterhin sind die Schmuckindustrie und Spekulationen, insbesondere von der Hedge Funds-Gilde, die treibenden Kräfte hinter dem starken Anstieg. Nicht vergessen sollte man dabei, dass es sich nicht um eine isolierte Hausse des gelben Metalles handelt, sondern dass ein Grossteil der Edelmetalle neue Mehrjah-

reshöchststände erreichten. Kupfer legte in diesem Jahr knapp 50 Prozent zu, Palladium rund 45 Prozent, gefolgt von Silber und Platinum, welche sich um über 30 Prozent bzw. knapp 20 Prozent verteuerten.

- **Angela Merkel ist am 22. November als erste Bundeskanzlerin der Bundesrepublik Deutschland ernannt und vereidigt worden.** Merkel erreichte mit 397 von 612 Stimmen die so genannte „Koalitionsmehrheit“ klar. Trotzdem stand die Grosse Koalition (CDU/CSU und SPD) nicht geschlossen hinter Merkel. Sie hat 51 Stimmen weniger erhalten, als die Koalitionsfraktionen Abgeordnete stellen. Der deutsche Aktienmarkt war vom Wahlausgang allerdings wenig berührt. Grund dafür ist unter anderem auch, dass die 30 grössten Unternehmungen in Deutschland (DAX-Werte) rund 70 Prozent ihrer Erträge im Ausland generieren. Inwieweit sich zudem der im Wahlkampf oft angekündigte Willen zu tiefgreifenden Reformen realisieren lässt, wird sich in den nächsten Monaten zeigen.
- **Das Federal Open Market Committee (FOMC) der US-Notenbank erhöhte den Zielsatz für den kurzfristigen Leitzins, die Federal Funds Rate, zum dreizehnten Mal in Folge seit Mitte 2004 auf nunmehr 4.25 Prozent.** Obwohl der Markt mittels dem Fed Funds-Future bis im Oktober 2006 bereits ein Zinsniveau von 4.75 Prozent einpreist, bestehen hinsichtlich der weiteren Zinspolitik des Offenmarktausschusses gewisse Zweifel. Nach 18-jähriger Amtszeit übergibt nämlich der mächtigste Wirtschaftsmann Alan Greenspan am 31. Januar 2006 das Zepter an den 51-jährigen Volkswirtschaftsprofessor Ben Bernanke. Bernanke ist derzeit Wirtschaftsberater von US-Präsident Georg W. Bush. Er gilt als brillanter Ökonom, Stratege und Weichensteller. Mit diesen Vorschusslorbeeren ausgestattet sollte es ihm gelingen, die Inflation einzudämmen, ohne die Konjunktur massgeblich zu gefährden.
- **Der Zinserhöhungszyklus setzte sich auch in Europa und der Schweiz fort.** Die Europäische Zentralbank (EZB) erhöhte am 1. Dezember den Leitzins um 25 Basispunkte auf 2.25 Prozent. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) zog am 14. Dezember nach und erhöhte das Zielband des Dreimonats-Libor ebenfalls um 0.25 Prozentpunkte auf 0.5 bis 1.5 Prozent. Der Zinsentscheid der EZB war jedoch heftig umstritten. Sowohl die OECD als auch der Vorsitzende der 12 EU-Finanzminister, Jean-Claude Juncker, erachteten den Zeit-

punkt als zu früh für die erste Zinserhöhung seit Juni 2003. Die Konjunktur sei noch zu fragil und das Inflationsrisiko noch zu klein für diesen Tritt auf die Bremse.

Weitere starke Leitzinserhöhungen erwartet



Quelle: Bloomberg

Ausblick Wirtschaft und Finanzmärkte

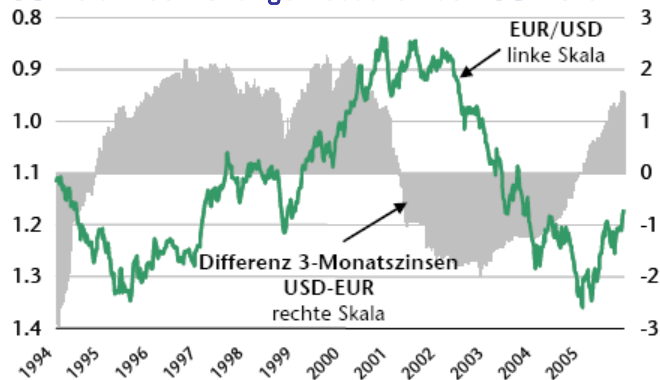
Konjunkturelle Lichtblicke

Die positiven Meldungen von der Wirtschaftsfrent haben in den letzten drei Monaten deutlich zugenommen. Die **Schweizer Wirtschaft** hat dank konsumfreudigen privaten Haushalten an Fahrt gewonnen. Verglichen mit der entsprechenden Vorjahresperiode stieg das Bruttoinlandsprodukt in der Schweiz von Juli bis September um 2.3 Prozent. In den **USA** wurde das Wirtschaftswachstum im 3. Quartal gar von 3.8 auf 4.3 Prozent nach oben revidiert. Für die Aufwärtsrevision waren der kräftigere private Konsum und die deutlich gestiegenen Investitionen verantwortlich. In Deutschland, der grössten Volkswirtschaft **Europas**, hat sich die Stimmung bei den deutschen Unternehmungen im Dezember klar verbessert. Der IFO-Geschäftsklima-Index erreichte den höchsten Stand seit fünf Jahren. Auch der Aufschwung der **japanischen Wirtschaft** setzte sich dank heimischen Antriebskräften fort. Sogar die Zuversicht der primär binnenmarktorientierten Kleinunternehmen ist deutlich angestiegen. Die japanischen Grosskonzerne planen zudem Investitionen auf dem höchsten Niveau seit 15 Jahren. **Wir gehen davon aus, dass die Weltwirtschaft im Jahre 2006 weiter wächst. Trotz der jüngsten Abschwächung der Teuerung in der Schweiz und den USA glauben wir, dass die Inflationsgefahr noch nicht vorbei ist. Das Preisniveau an den Rohstoffmärkten ist weiterhin hoch und könnte im nächsten Jahr noch eine weitere Akzentuierung erfahren. Am Arbeitsmarkt erwarten wir zeitlich verzögert eine weitere Entspannung. Dies dürfte auch zu einer leichten Reduktion der Arbeitslosenquoten führen. Der Aufbau von Human Power in Osteuropa und den Emerging Markets wird jedoch weiter anhalten.**

Zinsdifferenz spricht (vorerst) für einen stabilen US Dollar

Die Stärke des US Dollars im Jahr 2005 ist grösstenteils auf die durch die US-Leitzinserhöhungen ausgelöste Zinsdifferenz zum Euro zurückzuführen. Sie beträgt derzeit zwei Prozent. Auftrieb gab zusätzlich der „Homeland Investment Act“: Im Ausland angefallene Gewinne von US-Unternehmen können noch bis Jahresende steuerlich begünstigt repatriiert werden. Die Steuer beträgt anstatt den üblichen 35 Prozent lediglich 5.25 Prozent. Goldman Sachs schätzt, dass so insgesamt rund USD 320 Milliarden oder rund 3 Prozent des US-BIP zurückgeführt werden.

US-Leitzinserhöhungen stützen den US Dollar



Quelle: Bloomberg

Der starke US Dollar sorgte – insbesondere in Europa – für boomende Aktienmärkte. Die europäischen Unternehmen exportieren immer mehr in die USA. Somit fällt ein immer grösserer Teil der Erträge in US Dollar an, während die Kosten weiterhin in Euro verbucht werden. Die Aktienmärkte profitierten zudem von den Rekordgewinnen der Unternehmen, der hohen Zahl an Übernahmen und Fusionen (M&A), dem Revival der Börsengänge (IPO) und einer wiedererstarkten Wirtschaftsmacht Japan. **Wir prognostizieren für das 1. Quartal 2006 weiterhin freundlich tendierende Aktienmärkte. Als den wichtigsten Grund hierfür erachten wir die fehlenden Anlagealternativen aufgrund der tiefen Zinsen an den Obligationenmärkten. Für eine Fortsetzung des Aufwärtstrends sprechen auch die periodischen Konsolidierungsphasen. Die Entwicklung bis Ende Jahr 2006 wird insbesondere davon abhängig sein, ob die hohen Gewinnerwartungen des Marktes durch die Unternehmungen erfüllt werden können. Ein Verfehlen der Zielvorgaben dürfte zu grösseren Rückstufungen führen. Die Bewertung der Aktienbörsen ist nun teilweise leicht über dem langjährigen Durchschnitt. Zudem hat eine Angleichung der Bewertung der Schweizer Aktien gegenüber den US-Aktien stattgefunden.**

Anlagestrategie DELTA

Auswirkungen der taktischen Anlagestruktur im 4. Quartal 2005

Im Vorquartal haben wir bei der Taktischen Asset Allocation keine Änderungen vorgenommen. Die europäischen Aktienmärkte hatten bis Ende September bereits mehr als 20 Prozent zugelegt. Das wirtschaftliche Umfeld war noch deutlich fragiler als zum heutigen Zeitpunkt. Die – im Zusammenhang mit den Unwetterkatastrophen – hohe Erdölnotierung steigerte den Unsicherheitsgrad zusätzlich. Trotzdem haben wir die Aktienquote beibehalten und nicht reduziert. Dies hat sich ausbezahlt.

Performance Anlagestrategie DELTA

Ertrag	+ 3.60 %
Konservativ	+ 8.04 %
Ausgewogen	+12.74 %
Dynamisch	+17.95 %
Aktien	+20.57 %

Basis: Referenzwährung CHF, 01.01.05 – 30.11.05

Portfoliostuktur 1. Quartal 2006

Taktisch nehmen wir im ersten Quartal eine Reduktion der Aktienquote Schweiz um 3 Prozent vor. Diese Quote wird in die Aktienmärkte USA (2 Prozent) und Europa (1 Prozent) reinvestiert. Die Gesamt-Aktienquote liegt bei einem ausgewogenen Anlageprofil weiterhin bei 45 Prozent.

Im Vergleich zu den Obligationenmärkten sind die Aktienmärkte weiterhin günstig bewertet. Der anziehende Risikoappetit der institutionellen Anleger deutet auf eine Trendwende hin: Erstmals seit Anfang 2004 ist wieder ein Anstieg zu verzeichnen. Auch die Insiderkäufe haben markant zugenommen. **Das Petrodollar-Recycling wird im Jahr 2006 die Finanzmärkte zusätzlich beeinflussen.** Der internationale Währungsfonds schätzt, dass die Öleinnahmen den arabischen Förderern in diesem Jahr USD 300 Mia. eingetragen haben. In den Ländern Iran, Libyen, Russland, Venezuela und Norwegen ist zusätzlich mit Ertragsüberschüssen in Milliardenhöhe zu rechnen. Mit Spannung darf beobachtet werden, wie die erdölexportierenden Länder ihre Gewinne an den Finanzmärkten reinvestieren. **Wir gehen davon aus, dass diese Liquiditätszuflüsse und der immense Anlagebedarf insbesondere den Aktienmärkten zusätzliche Unterstützung bieten. Die Auswirkungen dieser Anlageentscheide auf die Währungen dürfen zudem nicht ausser Acht gelassen werden.**

Nähere Informationen finden Sie auf unserer Website www.delta-investpart.ch.

DELTA Investment Partner AG