



Folgt nach dem Internet-Hype der Energie-Hype

Das Zauberwort in Anlegerkreisen heisst derzeit ohne Zweifel „Energie“. Es herrscht schon eine regelrechte Manie rund um diesen momentan sehr einträglichen Sektor. Die Medien berichten sehr oft und ausführlich darüber. Nicht selten sind die Kurssteigerungen der Energieaktien alleine in diesem Jahr im positiven dreistelligen Bereich. So weit, so gut!

Beunruhigend sind jedoch erste Anzeichen von Parallelen mit der Euphorie rund um das Internet und das e-Business in den Jahren 1999 und 2000. Damals wurden die Aktien sämtlicher Unternehmungen, welche auch nur ansatzweise im Internet-Bereich tätig waren, von den Analysten empfohlen und von den Marktteilnehmern blindlings gekauft. Dadurch wurden die Preise in ungeahnte Höhen getrieben. Nur zu gut sind uns noch die Kursexplosionen von Unternehmen wie „Fantastic“ und „Think Tools“ kurz nach ihrem Börsengang in Erinnerung. Teilweise genügte es sogar, wenn der Name der Unternehmung mitunter eine auf das Internet hinweisende Bezeichnung „net“ oder „e-“ enthielt, um den Aktienkurs innert kürzester Zeit anschnellen zu lassen.

Hoch im Kurs sind derzeit insbesondere die integrierten Ölkonzerne wie British Petroleum, Exxon Mobil, Royal Dutch, Total Fina Elf, die Öldienstleister wie Halliburton und Schlumberger sowie die Erdölförderer wie Burlington Resources und Devon Energy. Aber längst haben die Anleger Unternehmungen für sich entdeckt, welche im Bereich der alternativen und erneuerbaren Energiequellen tätig sind. Insbesondere Aktien aus den Sub-Sektoren Solarenergie, Windenergie, Wasserkraft, Biomasse und Erdwärme werden vermehrt nachgefragt. Beispielsweise hat die deutsche Aktie Solarworld seit Beginn des Jahres um rund 310 Prozent zugelegt und wird von einem Grossteil der Analysten bekannter Bankhäuser noch immer zum Kauf empfohlen.

Zum Inhalt dieser Ausgabe:

- ▲ **Einleitungsartikel**
Übertreibungen im Energiesektor mahnen zur Vorsicht
- ▲ **Rückblick Wirtschaft & Finanzmärkte**
Aktien- & Obligationenmärkte, US-Leitzinsen, Goldpreis, Bundestagswahlen, Fusionen & Übernahmen, Familienbesteuerung
- ▲ **Ausblick Wirtschaft & Finanzmärkte**
Konjunkturaussichten, Zinsentwicklung
- ▲ **Anlagestrategie DELTA**
Keine Änderungen der Taktischen Asset Allocation
- ▲ **DELTA Inside**
Rezept für ein gelungenes Anlagemenu

Der hohe Erdölpreis wird meistens mit der erhöhten Nachfrage nach Energie aus China und Indien, möglichen weiteren Terroranschlägen, limitierten Fördermengen und Umweltkatastrophen erklärt. Zwei elementare Dinge werden dabei oft ausser Acht gelassen: Erstens die wahren Machtverhältnisse auf dem weltweiten Ölmarkt und zweitens die Rolle der Hedge Fund-Spekulanten.

Der Ölmarkt funktioniert längst nicht mehr nach den Gesetzen des Marktes, sondern nach denen des Monopoly-Spiels, wobei die Protagonisten in Riad, Washington und Houston sitzen. Die Hedge Fund-Spekulanten verstärken jede Preisänderung. Sie versuchen, sowohl in steigenden wie auch in fallenden Märkten Gewinne zu erwirtschaften. Laut den Statistiken der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) bewegen sich seit rund eineinhalb Jahren so viele Hedge Funds wie noch nie auf dem Parkett der Spekulationen rund um den Erdölpreis. Sie kontrollieren heute mehr als die Hälfte des weltweit täglich gehandelten Öls, da sie mit geliehenem Geld arbeiten und

durch den Leverage-Effekt ihre Gewinn- aber auch Verlustchance um ein Vielfaches erhöht wird. Da die meisten Spekulanten die gleichen Analyse-Systeme und Charttechnik-Programme verwenden, folgen Hedge Funds einem Herdentrieb, wodurch positive wie negative Rückkoppelungen in den Märkten verstärkt werden. In der Folge steigen die Volatilitäten und damit auch die Risiken für diejenigen, welche den Markt nicht richtig antizipiert haben. **Experten schätzen den Einfluss der Hedge Funds auf den Erdölpreis auf zwischen 10 bis 35 Prozent. In anderen Worten dürfte der fundamental gerechtfertigte Preis des Erdöls auf einem Niveau von zirka USD 42 bis USD 58 (Brent Crude Oil) liegen, anstatt den aktuellen rund USD 65.**

Rückblick Wirtschaft und Finanzmärkte

Die Aktienmärkte erklimmen – mit Ausnahme der USA – in diesen Tagen weltweit neue Jahreshöchststände. Insbesondere der Nikkei-Index in Japan zeigte nach dem Durchbruch der Widerstands-Zone bei 12'000 Punkten eine herausragende Performance. Alleine im dritten Quartal hat er rund 17 Prozent zugelegt. Positiv auf den Aktienmarkt Japan wirkte sich auch der überwältigende Sieg der Regierungskoalition von Ministerpräsident Koizumi bei den Unterhauswahlen aus. Die Hauptbörsenplätze in Europa avancierten seit Beginn des Jahres allesamt um zwischen 12 bis 21 Prozent. Die Schweiz nimmt dabei die Leaderrolle ein, knapp gefolgt von Frankreich, Schweden, Spanien und Deutschland.

Die Renditen an den Obligationenmärkten sind in unseren Hauptanlageländern Schweiz, Europa, Grossbritannien und den USA im Monat September auf neue Jahrestiefststände gefallen. Zehnjährige Anleihen rentierten in der Schweiz noch rund 1.76 Prozent, in Europa 3.02 Prozent, in Grossbritannien 4.11 Prozent und in den USA 4.02 Prozent.

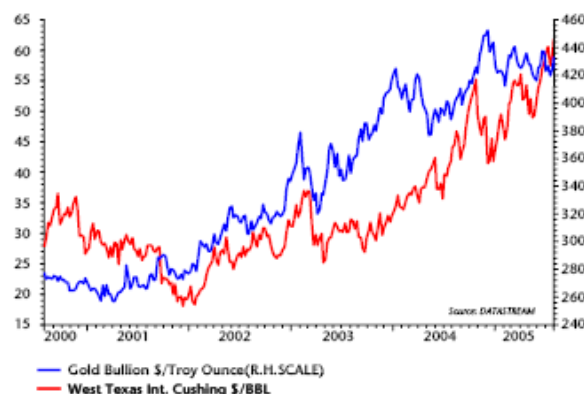
Im 3. Quartal waren zudem folgende Ereignisse in wirtschaftlicher, politischer und finanzmarkt-spezifischer Hinsicht von Bedeutung:

- **Die US-Zentralbank erhöhte den Leitzinssatz im August und September zum zehnten und elften Mal in Folge seit Juni 2004 um je 0.25 Prozent auf neu 3.75 Prozent.** Der Offenmarktausschuss entschied jedoch für einmal nicht einhellig. Grund dafür sind die noch nicht abschätzbaren Folgen des Wirbelsturms „Katrina“, welcher Ende August in der Golfregion rund um New Orleans wütete. Allan Greenspan sieht jedoch keine nachhaltige Beeinträchtigung der

Wirtschaftsentwicklung durch die Katastrophe. Dies, obwohl man mittlerweile bereits von Wiederaufbaukosten von 100 bis 150 Milliarden US Dollar ausgeht. Dadurch kommt es zur grotesken Situation, dass die Regierung Milliarden von Dollars in die betroffene Region schickt, während die Zentralbank das Geld verteuert.

- **Das Gold erreichte Ende September mit einem Unzen-Preis von rund USD 473 ein 18-Jahres-Hoch.** Letztmals tendierte der Preis des gelben Metalles Ende 1987 auf ähnlich hohem Niveau. Kurstreibend wirken sich auf den Goldpreis vor allem die stetig steigende Nachfrage, die traditionelle Abhängigkeit zum Ölpreis (siehe Grafik), die Funktionen des Goldes als sicherer Hafen und als Inflationsschutz und die Spekulationen von Hedge Funds aus. Dabei ist die Nachfrage der Schmuckindustrien in Indien und China enorm. Alleine im Jahr 2004 verarbeiteten die beiden Länder rund 68 Prozent der weltweiten Goldproduktion. Dadurch stieg der weltweite Goldbedarf vom Jahr 2003 zum Jahr 2004 auf 3'494 Tonnen. Die Goldminen förderten im selben Jahr jedoch „nur“ 2'461 Tonnen. Dadurch resultierte ein Nachfrageüberhang, welcher den Preis weiter antrieb.

Gold und Erdöl steigen seit 2001 im Gleichschritt



Quelle: Datastream

- **Die deutschen Bundestagswahlen vom 18. September endeten mit einer Pattsituation.** Die CDU/CSU erreichte zwar mit insgesamt 35.2 Prozent mehr Stimmen als die SPD mit 34.3 Prozent. Für eine regierungsbildende Mehrheit fehlten jedoch beiden traditionellen politischen Blöcken deutliche Wahlanteile. Die Unsicherheit über den Ausgang der Wahlen liess die Volatilität des deutschen Aktienmarktes anschwellen und trieb den DAX kurzzeitig südwärts. Doch bereits eine Woche nach den Wahlen durchbrach der DAX die 5'000 Punkte-Marke und erreichte einen neuen Jahreshöchststand.

- **Der Anstieg im Geschäft der Fusionen und Übernahmen akzentuierte sich, sowohl volumen- als auch anzahlmässig, weiter.** Vor allem in Europa aber auch in der Schweiz waren Meldungen von Merger & Acquisition-Tätigkeiten an der Tagesordnung. Die schwedische Hexagon AB gewann dabei den Bieterkampf gegen die amerikanische Danaher Corp. um die Schweizer Vermessungstechnologie-Unternehmung Leica Geosystems. Die im Bereich der elektronischen Komponenten tätige Saia Burgess scheint nach zähem Ringen an die in HongKong ansässige Johnson Electric Holding zu gehen, nachdem sich die japanische Sumida Corp. aus dem Übernahmekampf zurückgezogen hatte. Die Spezialitätenchemie-Unternehmung Sika hat jüngst für die Obwaldner Kunststoff-Unternehmung Sarna ein öffentliches Kaufangebot gemacht. Dadurch möchte Sika zum alleinigen Marktführer für Systemlösungen bei Dachabdichtungen werden. Nicht zu vergessen sind zudem die vielbeachteten Zusammenschlüsse im Bankenbereich: Einerseits hat die Zürcher Privatbank Julius Bär von der UBS die drei Privatbanken Ferrier Lullin, Ehinger & Armand von Ernst und die Banco di Lugano sowie den Vermögensverwalter GAM für CHF 5.6 Mrd. übernommen. Andererseits entsteht mit dem Zusammenschluss der beiden Finanzboutiquen Swissfirst und Bank am Bellevue eine neue Kraft im Fusions- und Übernahmegeschäft mit Schweizer Firmen.
- **Die Revision der Familienbesteuerung steht vor der Tür.** Beim geltenden System sind insbesondere bei der direkten Bundessteuer Doppelverdiener-Ehepaare gegenüber Konkubinatspaaren benachteiligt. Zurzeit liegen drei inhaltlich stark voneinander abweichende Motionen vor: 1. Gleichstellung von verheirateten und unverheirateten Paaren, 2. Splitting für verheiratete Paare, 3. Übergang zur Individualbesteuerung. Zudem fordert die Kommission für Wirtschaft Sofortmassnahmen zur Reduktion der Diskriminierung bei der Ehegattenbesteuerung.

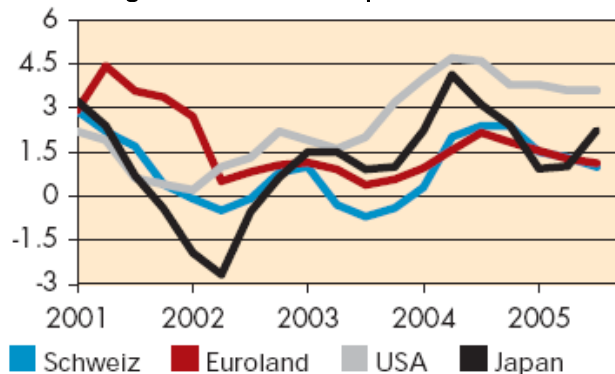
Ausblick Wirtschaft und Finanzmärkte

Konjunkturaussichten weiterhin unsicher

Das robuste Wirtschaftswachstum in den Industrienationen ist vorwiegend auf den starken Dienstleistungssektor zurückzuführen. In den Schwellenländern ist es vor allem die nicht

nachlassende Nachfrage nach Investitionsgütern, welche die Wachstumsraten hoch hält. Die Zeichen der Verteuerung der Energie sind jedoch weiterhin rund um den Globus erkennbar: In den USA sank das annualisierte Bruttoinlandprodukt (BIP) im 2. Quartal von 3.8 auf 3.3 Prozent, im Euro-Raum von 1.5 auf 1.2 Prozent, in der Schweiz von 1.2 auf 1.1 Prozent, in Grossbritannien von 2.1 auf 1.8 Prozent und in Japan von 5.8 auf 3.3 Prozent. In Grossbritannien wurde das BIP-Wachstum gar von 1.8 auf 1.5 Prozent nach unten revidiert. Dies stellt das schwächste Jahreswachstum seit dem ersten Quartal 1993 dar. **Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass aufgrund des höheren Preisniveaus an den Rohstoffmärkten die Inflationsgefahr weiter steigt und den weltweiten Konjunkturmotor zunehmend negativ beeinträchtigt.**

Entwicklung der Bruttoinlandprodukte (BIP)



Quelle: Datastream

Die Ausfälle in der Wertschöpfungskette der USA, welche durch den Hurrikan „Katrina“ ausgelöst wurden, dürften jedoch die globale Konjunkturlage nur leicht und zeitlich begrenzt tangieren.

Ein klares Bild über die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung ist aber auch bei der Betrachtung weiterer makroökonomischer Kennzahlen nicht erkennbar: Die „Vorauslaufenden Indikatoren“ (Leading Indicators) in den USA sind aufgrund des schwächeren Konsumentenvertrauens weiterhin rückläufig. Die Produktivität der amerikanischen Wirtschaft schwächte sich in den Monaten Juli und August deutlich ab. Der Immobilienmarkt in den USA ist weiterhin stark überhitzt. Dies obwohl die Verkäufe neuer Häuser im August stärker als erwartet zurückgingen. Im Gegensatz dazu stiegen die Verkäufe existierender Häuser weiter an. Der durchschnittliche Hauspreis stieg um rund 16 Prozent, eine Steigerung, welche letztmals im Jahr 1979 erreicht wurde. Die Preissteigerungen generieren zusätzliches Einkommen, dass die Haushalte für den Konsum ausgeben. Steigende Hypothekenzinsen und ein Ende dieses Booms könnte daher eine

entsprechend negative Wirkung auf den Konsum und das Bankensystem in den USA haben.

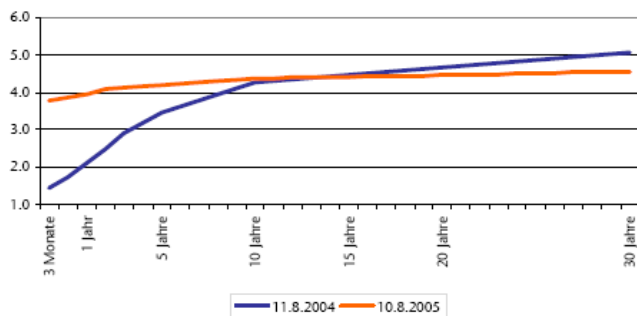
Erfreuliche Tendenzen zeigte in den vergangenen Monaten der Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenraten in den grössten Industrienationen sanken weiter oder blieben zumindest unverändert. Die Rate in den USA erreichte erstmals seit vier Jahren mit 4.9 Prozent wieder einen Wert unter 5 Prozent.

Zinsen werden bis Ende Jahr auf sehr tiefem Niveau verharren

Aufgrund der anhaltend hohen Liquidität und der geringen Emissionstätigkeit in den Sommermonaten verharren die Zinsen in der Schweiz, Europa und den USA auf Rekordtiefstständen. In der Schweiz war zudem ein Sonderfaktor für die hohe Nachfrage verantwortlich: Der in der professionellen Vermögensverwaltung oft als Benchmark verwendete Swiss Bond Index (SBI) verzeichnete eine Verlängerung der Laufzeitenstruktur. Dadurch waren die Institutionellen Investoren gezwungen, ihre Duration anzupassen, was die Nachfrage weiter steigen und die Renditen sinken liess. **Wir gehen davon aus, dass sich die Abkoppelung der CHF-Zinsen gegenüber den Zinsentwicklungen in Europa und den USA in den nächsten sechs bis zwölf Monaten normalisieren wird.**

Die zehn Zinserhöhungen der USA seit August 2004 liessen die Zinskurve deutlich verflachen (siehe Grafik).

Zinskurve in den USA – heute und vor einem Jahr



Quelle: Bloomberg

Wie von uns prognostiziert, senkte die britische Notenbank im August den Leitzins um 25 Basispunkte auf 4.5 Prozent. Damit reagierte die Bank of England auf die Abschwächung der Konjunktur, insbesondere der Konsumausgaben. Die fünf Zinserhöhungen seit November 2003 liessen zudem die Immobilienpreise deutlicher als erwartet korrigieren. Die Europäische Zentralbank und die Schweizer Nationalbank belassen den Leitzinssatz weiterhin unverändert. **Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass in Europa eine leichte Zinssenkung wahrscheinlicher ist, als eine baldige Erhöhung.**

Anlagestrategie DELTA

Auswirkungen der taktischen Anlagestruktur im 3. Quartal 2005

In der Taktischen Asset Allocation haben wir im Vorquartal in allen Referenzwährungen und Anlageprofilen die Aktienquote um 3 Prozent reduziert. Im Gegenzug erhöhten wir die Quote „Diverse & Alternative Anlagen“ um 4 Prozent. Diese Massnahmen haben sich nur zum Teil ausbezahlt. Obwohl die Aktienmärkte in der Schweiz und Europa seit Ende Juni nochmals rund 10 Prozent zulegen konnten, erreichten wir mit der Aufstockung der Goldanlage eine leicht bessere Performance. Mit der Aufstockung der indirekten Immobilienanlagen haben wir vorläufig zugewartet. Einerseits wird auf dem europäischen Immobilienmarkt nach einem erneuten Preisanstieg der Immobilienfonds um rund 30 Prozent in diesem Jahr die Luft langsam dünn. Andererseits bietet der Schweizer Liegenschaftsmarkt eine zu geringe und zu heterogene Auswahl an indirekten Immobilienanlagen.

Performance Anlagestrategie DELTA

Ertrag	+ 4.75 %
Konservativ	+ 6.49 %
Ausgewogen	+ 8.55 %
Dynamisch	+11.01 %
Aktien	+11.95 %

Basis: Referenzwährung CHF, 01.01.05 – 31.08.05

Portfoliostruktur 4. Quartal 2005

Für das letzte Quartal des Jahres nehmen wir keine taktischen Änderung der Asset Allocation vor. Das heisst wir belassen die Aktien- und Obligationenquote gegenüber der Strategischen Asset Allocation untergewichtet. Bei den liquiden Mitteln und der Anlagekategorie „Diverse & Alternative Anlagen“ halten wir weiterhin ein Übergewicht.

Die Aktienmärkte sind weiterhin sehr robust. Die Hauptursachen für die positive Entwicklung sind in erster Linie die fehlenden Anlagealternativen und die zunehmende Liquidität, welche noch immer in die Börsen fließt. **Wir gehen davon aus, dass der Schweizer Aktienmarkt bis Ende Jahr noch 2 bis 5 Prozent zulegen wird. Dafür spricht das gute Marktumfeld und unsere Erwartung von erfreulichen Drittquartals-Zahlen der Unternehmen. Ein Einstieg lohnt sich jedoch nur noch selektiv, wobei vor allem dem PEG-Ratio (Price Earnings Growth) der gewünschten Aktie Beachtung geschenkt werden sollte.**

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

DELTA Investment Partner AG