

DELTA Quarterly



INFORMATIONEN FÜR KUNDEN UND FREUNDE DER DELTA INVESTMENT PARTNER AG

Weitsicht - eine in Vergessenheit geratene Tugend

Der Bundesrat hat entschieden: Der Erlös aus dem Verkauf der überschüssigen Goldreserven der Nationalbank von 1'300 Tonnen (rund 21 Mrd. Schweizer Franken) werden an den Bund und die 26 Kantone ausgeschüttet! Damit wird zu einem Grossteil eine vorwiegend kurzfristige Schuldentilgung betrieben. Der Bundesrat hat sich mit diesem einmaligen und nicht wiederkehrenden Geldsegen gegen eine nachhaltige Stabilisierung und Sicherung der Alters- und Hinterlassenenversicherung (AHV) ausgesprochen. Der Weitblick für die echten Herausforderungen der Schweiz und der Schweizer Bevölkerung scheint verlorengegangen zu sein.

Der durchschnittliche Deckungsgrad der Pensionskassen in der Schweiz ist im Jahre 2003 von 97.7 Prozent auf 99.9 Prozent gestiegen. Der Anteil der unterdeckten Kassen hat sich gegenüber dem Vorjahr von 45 Prozent auf 25 Prozent zurückgebildet. Eine überaus erfreuliche Entwicklung. Trotzdem besteht kein Anlass, sorglos zu werden. Auch für eine Entwarnung ist es zu früh. Just in diese positive Nachrichten platzte Ende Februar die Meldung, dass die Pensionskasse der SBB einen gesamthaften Fehlbetrag von 2.3 Milliarden Franken (!!) aufweise. Trotz jährlichen, paritätischen Sanierungsbeiträgen der SBB und ihrer Angestellten von 50 Millionen Franken sank der Deckungsgrad auf unglaubliche 83.4 Prozent. In dieser dramatischen Lage wandte sich die SBB an den Bund und ersuchte ihn, die Garantie für eine optimierte Risikostrategie zu übernehmen. Den gleichen Bund, welcher am 2. Februar 2005 durch dessen Räte den Milliarden-Erlös aus dem Gold-Verkauf so kurzfristig verteilte. – Wenn das nur gut geht!

Zum Inhalt dieser Ausgabe:

- ▲ **Rückblick Wirtschaft & Finanzmärkte**
SNB-Goldreserven, Merger & Acquisition-Aktivitäten, Rohstoffe
- ▲ **Ausblick Wirtschaft & Finanzmärkte**
Bruttoinlandprodukt, Erdölpreis, Inflationsraten, Realzinsen
- ▲ **Anlagestrategie DELTA**
Reduktion Aktien und Diverse & Alternative Anlagen, Erhöhung Liquidität
- ▲ **DELTA Inside**
Behavioral Finance: Zyklisches und antizyklisches Verhalten an den Finanzmärkten

Rückblick Wirtschaft und Finanzmärkte

Ereignisreiches 1. Quartal 2005

Die hohe Aktivität an der Merger & Acquisition-Front überrascht nicht wirklich (vgl. DELTA Quarterly 4/2004); deren Ausmass hingegen schon. Sie reflektiert sowohl das wieder gewonnene Interesse und Vertrauen der Investoren in die unternehmerischen Aktivitäten, die finanzielle Stabilität der Unternehmen wie auch die positive Grundverfassung und relativ moderate Bewertung der Aktienmärkte. Die europäischen Unternehmungen erarbeiteten im zurückliegenden Jahr einen Cashflow von gesamthaft 250 Milliarden Euro, und auch die Private Equity-Funds verfügen über umfangreiche Liquidität. Allein im Monat Januar 2005 wurden weltweit über 1'600 Fusionen und Übernahmen im Gegenwert von 200 Milliarden US Dollar angekündigt oder bereits durchgeführt.

In wirtschaftlicher, politischer oder finanzmarkt-spezifischer Hinsicht waren folgende Ereignisse von Bedeutung:

- Präsident Bush bestätigte anlässlich der traditionellen „Botschaft zur Lage der Nation“ seinen innen- und aussenpolitischen Konfrontationskurs. Innenpolitisch setzte er sich unvermindert für die stark umstrittene Reform des Rentensystems ein. Aussenpolitisch schürte er mit seinen Angriffen gegen den Iran, der sein Atomprogramm unbeirrt fortsetzt, und Syrien, nach dem Anschlag in Beirut, die Unsicherheiten im Nahen Osten. Dagegen sind vorsichtige Bemühungen zur Befriedigung des Konflikts zwischen den Israelis und Palästinensern erkennbar.
- Der Erdölpreis stieg auf ein Rekordniveau von 53 US Dollar pro Fass (Brent Crude Oil) und der Rohstoffindex CRB (Commodity Research Bureau) erreichte einen seit 1981 nicht mehr gesehenen Höchststand.
- Die Swiss International Air Lines (kurz „Swiss“) stehen in Verkaufsverhandlungen mit der Deutschen Lufthansa. Der Bund und die Grossaktionäre, wie die UBS, die Credit Suisse und der Kanton Zürich, sind nun gefragt. Als weitere Interessenten wurden am Rande die British Airways und die Emirates erwähnt.
- Die Freiburger Kantonsbehörden sorgen mit massiven Steuergeschenken für den US-Biotechnologie-Konzern Amgen dafür, dass der Produktions-Standort Schweiz nicht weiter an Attraktivität verliert. Die Schaffung von 1'200 neuen Arbeitsplätzen wie auch die erwarteten Steuereinnahmen auf dem prognostizierten Millionen-Gewinn der Amgen sind der Motivationsmotor für die Politiker.

Ausblick Wirtschaft und Finanzmärkte

Uneinheitliche Wirtschaftsdaten

Die Industrieproduktion vermochte weltweit positiv zu überraschen. Das Wirtschaftswachstum und die Arbeitslosigkeit waren dagegen eher enttäuschend ausgefallen. In Deutschland beschleunigte sich die Industrieproduktion im Januar um 3.1 Prozent, den stärksten Anstieg seit 10 Jahren.

Die Aufträge im Industriesektor erhielten im Dezember einen kräftigen Schub von +8.8 Prozent zum Vormonat. Dadurch erhöhte sich das Jahreswachstum von bisher 12.4 Prozent auf neu 17.0 Prozent. Im Gegensatz dazu wurden die Prognosen für das Bruttoinlandprodukt (BIP) in Deutschland von mehreren Instituten nach unten revidiert. Die Konsensmeinung liegt mittlerweile nur noch bei einem annualisierten Wirtschaftswachstum von rund 1.0 Prozent. In der Schweiz erwartet man mittlerweile noch ein Wachstum von 1.9 Prozent, nach 1.8 Prozent im Vorjahr, für Japan wird mit einem Plus von nur noch 1.2 Prozent, nach 2.9 Prozent im Jahre 2004, gerechnet. In den USA wurde das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal von 3.1 Prozent auf 3.8 Prozent revidiert. Ein ähnlicher Zuwachs wird auch im laufenden Jahr erwartet. Das aufstrebende China verfügte im Jahr 2004 über ein stolzes BIP-Wachstum von 9.5 Prozent und strebt für 2005 einen Zielwert von zirka 8 Prozent an.

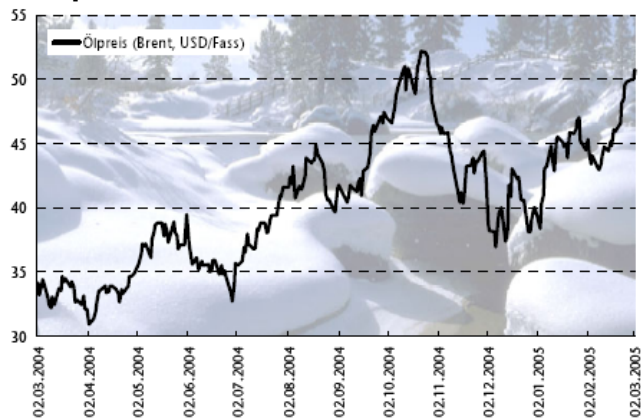
Der Arbeitsmarkt lieferte rund um den Globus ernüchternde Neuigkeiten. Die Arbeitslosenraten stiegen im Januar bzw. Februar an, unter anderem in der Schweiz (4.1 Prozent), in Frankreich (10.0 Prozent), in Deutschland (11.7 Prozent) und in den USA (5.4 Prozent). Erfreulich entwickelt sich weiterhin die Rate der Arbeitslosen in Japan und Grossbritannien: Japan erreichte mit 4.5 Prozent den tiefsten Wert seit 1999, Grossbritanniens Rate war mit 2.6 Prozent gar seit 30 Jahren (1975) nicht mehr so tief.

Wir gehen davon aus, dass die leichte Wachstumsverlangsamung noch eine Weile anhält, und sich in den nächsten Monaten auf tieferem Niveau stabilisiert. Für Japan rechnen wir mit einem Abbruch des negativen Wachstums und einer Rückkehr zur positiven Wachstumsentwicklung. Als Risikofaktoren für den Konjunkturaufschwung erachten wir aber weiterhin die Inflationsentwicklung, insbesondere den Anstieg des Ölpreises und der Preise anderer Rohstoffe.

Abkoppelung der Finanzmärkte von der Entwicklung des Rohölpreises

Der Erdölpreis verteuerte sich seit Anfang Jahr um rund 32 Prozent. Die Haupt-Aktienbörsen verzeichneten im gleichen Berichtszeitraum einen durchschnittlichen Anstieg von 4 bis 6 Prozent. Diese Entwicklung deutet auf eine nachlassende Sensitivität der Aktienmärkte gegenüber dem Erdölpreis hin.

Erdölpreis zurück auf den 2004-Höchstständen

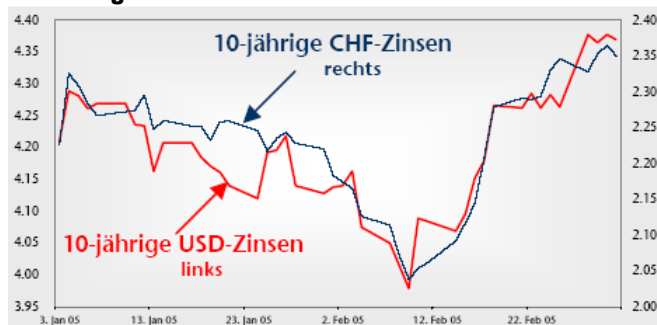


Quelle: Datastream

Wir glauben jedoch, dass die Abhängigkeit bei einem Ölpreis von über 50 US Dollar zunehmen wird und die Aktienmärkte wieder vermehrt unter dem Einfluss des „Schwarzen Goldes“ stehen werden.

Die Obligationenmärkte entwickelten sich mehrheitlich unabhängig vom massiven Ölpreisanstieg, nicht wie im vergangenen Jahr. Anfang Februar erreichten die Zinsmärkte in der Schweiz, Europa und den USA historische Tiefststände. Zehnjährige Anleihen der Eidgenossenschaft rentierten noch 2.03 Prozent, 10jährige US-Treasury-Bonds noch 3.98 Prozent. In der Schweiz erreichte das Zinsniveau somit den tiefsten Stand seit mehr als 100 Jahren (!!!).

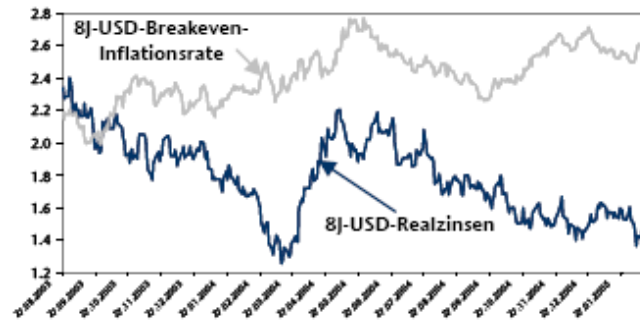
Markanter Zinsanstieg beendete Bondrally vorläufig



Quelle: Datastream

Die steigenden US-Produzentenpreise führten Anfang Februar zu einer noch immer andauernden Trendumkehr. Daraus resultierte im zehnjährigen Bereich ein Renditeanstieg von 62 Basispunkten in den USA und 33 Basispunkten in der Schweiz. Ob es sich bei dieser Entwicklung tatsächlich um eine Trendumkehr oder lediglich um eine kurzfristige Konsolidierung des seit Juni 2004 andauernden Bondrallys handelt, wird sich zeigen.

Anziehende Inflationsraten und historisch tiefe Realzinsen



Quelle: Datastream

Wir nehmen an, dass sich das derzeitige Ungleichgewicht zwischen der Inflationsrate und den Realzinsen nicht weiter vergrössern wird und diese in den kommenden zwölf Monaten steigen werden. Eine weiterhin grosszügige Geldpolitik der amerikanischen Notenbank, gekoppelt mit einem schwachen Dollar, dürfte der Zinsentwicklung einen weiteren Schub nach oben verleihen.

Anlagestrategie DELTA

Auswirkungen der taktischen Anlagestruktur im 1. Quartal 2005

Sowohl in der Strategischen als auch in der Taktischen Asset Allocation haben wir im Vorquartal in allen Referenzwährungen und Anlageprofilen **die Obligationenquote um 5 Prozent reduziert**; dies **zugunsten** der Anlagekategorie **„Diverse & Alternative Anlagen“**. Diese Massnahme hat sich ausbezahlt, haben doch die Obligationen nach den jüngsten Korrekturen seit Beginn des Jahres keine Wertsteigerung erfahren (Obligationen in Schweizer Franken und in Euro) oder tendieren sogar im negativen Bereich (Obligationen in US Dollar und in Britischen Pfund). Im Vergleich dazu hat der europäische Immobilienmarkt um rund 2.5 Prozent zugelegt, dies trotz eines ebenfalls deutlichen Rückganges seit Mitte Februar.

Die Aktienmärkte entwickelten sich in den ersten beiden Monaten besser als die Obligationenmärkte. Daraus hat sich eine normalisierte Performancestruktur ergeben. Dies bedeutet, je höher der Aktienanteil, desto besser die Performance. Eine solche Struktur kann von einem Anleger allerdings nur dann erwartet werden, wenn der Anlagehorizont genügend lang ist (mindestens 5 – 8 Anlagejahre). Betrachtet man kürzere Perioden, wird es immer wieder Quartale und Jahre geben, in welchen reine Obligationenmandate besser rentieren als reine Aktienmandate, wie wir dies im letzten Jahr beobachten konnten. **Wir gehen davon aus, dass**

aufgrund unseres prognostizierten Zinsszenarios und der teilweise noch immer attraktiven Bewertung der Aktienmärkte reine Aktienmandate im Jahre 2005 eine höhere Performance erreichen werden als reine Obligationenmandate. Der Überblick über die bisherige Performance der fünf Anlageprofile in der Referenzwährung Schweizer Franken präsentiert sich wie folgt:

Performance Anlagestrategie DELTA

Ertrag	+ 0.07 %
Konservativ	+ 0.92 %
Ausgewogen	+ 1.85 %
Dynamisch	+ 2.66 %
Aktien	+ 2.98 %

Basis: Referenzwährung CHF, 01.01.05 – 28.02.05

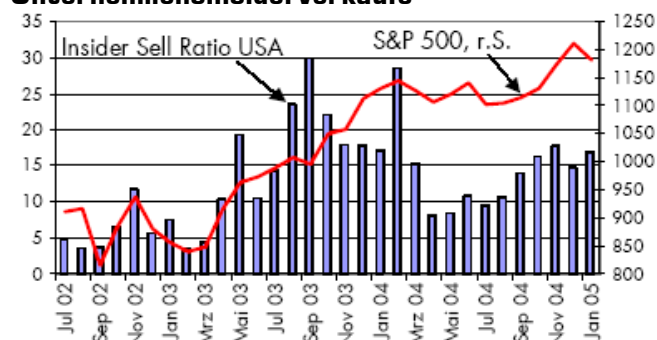
Portfoliostruktur 2. Quartal 2005

Wir **reduzieren** taktisch die **Aktienquote** und die **Quote der „Diversen & Alternativen Anlagen“ um je 2 Prozent zugunsten der Liquiditätsquote.** Bei den Aktien betrifft der Abbau die Region „Emerging Market & Asien“. Bei den „Diversen & Alternativen Anlagen“ wird der Kursanstieg bei den Rohstoffwerten Rechnung getragen. Von den Schwellenländern entwickelten sich insbesondere die von uns favorisierten osteuropäischen Aktienmärkte erfreulich. Der Eastern Europe-Referenzindex legte in den ersten zwei Monaten rund 17 Prozent zu. Ebenfalls überdurchschnittlich entwickelten sich die Rohstoffwerte, allen voran die Basis- und Edelmetalle. Innerhalb der letzten sieben Monate avancierte der MSCI-Basis- und Edelmetall-Referenzindex knapp 40 Prozent. Wir erachten sowohl die osteuropäischen Schwellenländer als auch die Rohstoffwerte langfristig weiterhin als interessante Investitionsmöglichkeit, raten jedoch kurzfristig zur Vorsicht und empfehlen Gewinne mitzunehmen.

Taktisch ändern wir somit unsere **Ausrichtung im Aktienbereich** für das zweite Quartal 2005 **von bisher „Neutral“ auf neu „Leicht Untergewichten“.** Bei einem Mandat mit dem **Anlageprofil „Ausgewogen“** entspricht dies einer **Reduktion des Aktienanteils von bisher 50 Prozent auf neu 48 Prozent.** Die Bewertung der Aktienmärkte erachten wir trotz der seit Ende Oktober 2004 anhaltenden Haussephase weiterhin als attraktiv, auch wenn in gewissen Regionen und Sektoren die Risiken zugenommen haben. Zur Vorsicht mahnen auch die zunehmend euphorischen Börsenberichte, die hohe Anzahl neu emittierter strukturierter Produkte und Optionsscheine, der steigende Optimismus unter den Aktienanlegern und die Insider-Statistik. Diese in den USA erhobene Auswertung zeigt auf, dass Unternehmensinsider wie Direktoren und

Verwaltungsräte in den letzten Monaten zunehmend Aktien verkauft haben.

Steigende, aber nicht beunruhigend hohe Unternehmensinsiderverkäufe



Quelle: Datastream

Das Übergewicht im Heimmarkt wird beibehalten, ebenso die Untergewichtung des amerikanischen Aktienmarktes. Trotz der klar unterdurchschnittlichen Entwicklung in den ersten zwei Monaten dieses Jahres (S&P 500-Index: -0.7 Prozent) sind die amerikanischen Aktienmärkte weiterhin höher bewertet als ein Grossteil der europäischen Aktienmärkte. Weiterhin positiv erachten wir somit ein Engagement in den europäischen und auch dem japanischen Aktienmarkt. Die Zins- und Währungskomponente wird auch in den kommenden Monaten eine nicht zu unterschätzende Rolle bei der Wahl der Anlageregion spielen.

Für das Jahr 2005 bevorzugen wir weiterhin die Branchen Energie, Versorger, Pharma/ Gesundheit, Finanz, Telekommunikation, Nicht-zyklische Konsumgüter und Industrie. Die von uns empfohlene breite Diversifikation im Gesundheitssektor hat sich ausbezahlt. Während sich der Biotechnologiesektor aufgrund zweier Todesfälle bei der Einnahme eines Multiple Sklerose-Medikamentes gesamthaft abgeschwächte, entwickelten sich die Subsektoren Medizinaltechnik und Generika erfreulich. Zudem tätigte der Schweizer Pharma-Riese Novartis mit dem Kauf der deutschen Hexal und der US-Firma Eon Labs zwei Grossübernahmen im Gegenwert von knapp 10 Milliarden Schweizer Franken. Somit stieg Sandoz, die Generikatochter von Novartis, zur weltweit neuen Nummer 1 auf dem Generikamarkt auf, noch vor dem israelischen Erzrivalen Teva. Den Biotechnologiesektor erachten wir auf dem derzeitigen Bewertungsniveau als mittelfristig interessant. Der Bereinigungsprozess auf dem Telekommunikationsmarkt dürfte nach den Milliarden-Übernahmen in den USA anhalten. Wir empfehlen führende und global tätige Telekommunikationswerte zum Kauf.

DELTA Investment Partner AG