

DELTA Quarterly



INFORMATIONEN FÜR KUNDEN UND FREUNDE DER DELTA INVESTMENT PARTNER AG

2004 im Zeichen des Erdöls ...

Die Turbulenzen im Zusammenhang mit der Entwicklung des Ölpreises hat im zu Ende gehenden Jahr ohne Zweifel sowohl die Weltwirtschaft als auch die Finanzmärkte rund um den Globus am stärksten beeinflusst. Nicht nur bei den makroökonomischen Kennzahlen hinterliess die Berg- und Talfahrt des „Schwarzen Goldes“ seine Spuren, nein, auch die Aktienmärkte waren während Monaten paralytisch vom Preisauftrieb des Rohöls. Noch stärkere Abhängigkeit zeigten die Obligationenmärkte. Die Renditenkurve 10jähriger Obligationen korrelierte ab Juni in sehr hohem Masse negativ mit der Entwicklung des Ölpreises.

Mitgeprägt haben das Börsenjahr in wirtschaftlicher und politischer Hinsicht die Terroranschläge in Madrid, die staatliche Zerschlagung des russischen Ölriesen Yukos, der politische Machtwechsel in Indien, die uneinheitlichen Wirtschaftsdaten in Europa und den USA, die Abkehr von der Tiefzinspolitik in der Schweiz, Grossbritannien und den Vereinigten Staaten, die florierenden Volkswirtschaften in China und Osteuropa, der Nachfrageüberhang an den Rohstoffmärkten und der damit einhergehende Anstieg der Inflation, die Präsidentschaftswahlen in den USA, der anziehende Goldpreis oder, in anderen Worten, die schwächelnde US-Valuta.

Investitionsfreude wieder entfacht!

Themen im Umfeld der Behavioral Finance-Theorie (das heisst: dem Verhalten der Investoren und deren Einfluss auf die Finanzmärkte) im Jahr 2004 waren unter anderem die historisch tiefen Volatilitäten an den Aktienmärkten und der wieder zunehmende Risikoappetit der Investorengemeinschaft. Was sich im ersten Moment wie ein Widerspruch anhört, ist in Tat und Wahrheit keiner. Dass auch von Seiten der Unternehmungen in diesem Jahr wieder vermehrt Risiken eingegangen wurden, zeigt die anziehende

Zum Inhalt dieser Ausgabe:

- ▲ **Schlüsselthemen 2004 der Wirtschaft**
(Erdöl, Investitionsfreude, Wirtschaftswachstum)
- ▲ **Entwicklung der Finanzmärkte 2004**
(Jahresend rally der Aktien, Zinserhöhungen, High Yield-Segment)
- ▲ **Anlagestrategie 2005**
Reduktion Obligationen, Erhöhung Immobilien & Edelmetalle

Mergers & Acquisition-Tätigkeit. Fusionen und Übernahmen wurden wieder ins Auge gefasst, um die Marktstellung zu verbessern, dies in allen Sektoren und Regionen. Sogar die sogenannten feindlichen Übernahmen („Hostile Takeovers“) und grenzüberschreitende Übernahmen („Cross-Border Merger“) wurden durch Investment Banken wieder vermehrt vorbereitet. Allein im ersten Quartal 2004 haben sich die angekündigten Fusionen in den USA und Westeuropa von 200 Mrd. auf über 400 Mrd. US Dollar mehr als verdoppelt. Zu den wichtigsten Fusionen und Fusions-Ankündigungen zählten in diesem Jahr:

- Aventis durch Sanofi für USD 72.7 Mrd. (Pharma/Gesundheit)
- Bank One durch JP Morgan Chase für USD 55.1 Mrd. (Banken)
- AT & T Wireless durch Cingular Wireless für USD 46.7 Mrd. (Telekommunikation)
- Sears Roebuck durch KMart für USD 13.1 Mrd. (Detailhandel)
- Charter One Finance durch Royal Bank of Scotland für USD 10.3 Mrd. (Banken)
- Peoplesoft durch Oracle für USD 8.8 Mrd. (Software)

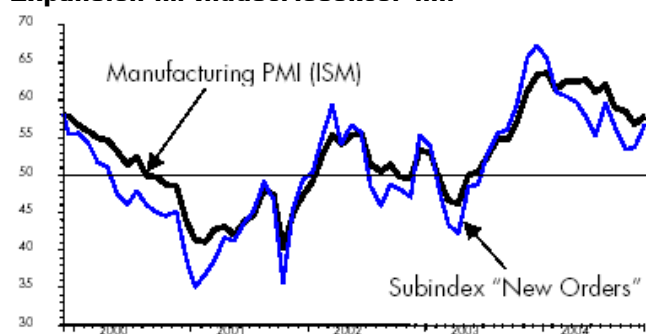
Gleich zwei Grosstransaktionen traten zudem in der Adventszeit zutage: Die geplante Akquisition der Medizinaltechnikunternehmung Guidant durch den weltweit zweitgrössten Pharmakonzern Johnson & Johnson für USD 25 Mrd. und die

Transaktion zwischen den US-Mobilfunkanbietern Sprint und Nextel in der Höhe von USD 71 Mrd. Dass sich bei diesen in Branchenkreisen bereits länger diskutierten Fusionen bzw. Übernahmen nun der Realisierungsgrad erhöhte, dürfte weniger mit dem Aktienmarkt zu tun haben, als vielmehr mit dem derzeitigen Zinsniveau. Die Erwartung ansteigender Zinsen und die folglich teurere Finanzierung hat im M&A-Bereich eine gewisse Dynamik ausgelöst.

Anzeichen eines nachhaltigen Wirtschaftsaufschwungs in den USA

Nach dem fröhlicheren Schwächeanfall gelang der US-Wirtschaft im Herbst die Rückkehr auf einen wieder ausgeprägteren Wachstumspfad. Die amerikanische Volkswirtschaft expandierte mit 3.9 Prozent stärker als erwartet. Für den wichtigsten Schub sorgte im dritten Quartal die kräftig anziehende Nachfrage der privaten Haushalte – mit zwei Dritteln die entscheidende Säule des Bruttoinlandsproduktes (BIP). Die Konsumausgaben legten mit einer hochgerechneten Jahresrate von 4.6 Prozent zu, nach 1.6 und 4.1 Prozent in den beiden Vorquartalen. Die Industrieproduktion erhöhte sich im Oktober kräftig um 0.7 Prozent, wobei die Produktion im Autobereich die stärkste Zuwachsrate aufwies. Die Kapazitätsauslastung erreichte mit 77.7 Prozent gar den höchsten Wert seit Mai 2001 und selbst der Einkaufsmanager-Index für das produzierende Gewerbe überzeugte mit einem unerwartet kräftigen Anstieg von 56.8 auf 57.8 Punkten. Die Subindizes „New Orders“ von 58.3 auf 61.5 Punkten und „Employment“ von 54.8 auf 57.6 Punkten entwickelten sich dabei am erfreulichsten. Die Arbeitslosenrate egalisierte im November mit 5.4 Prozent das tiefste Niveau dieses Jahres der Monate August und September.

ISM-Index deutet auf wieder anziehende Expansion im Industriesektor hin



Quelle: Datastream

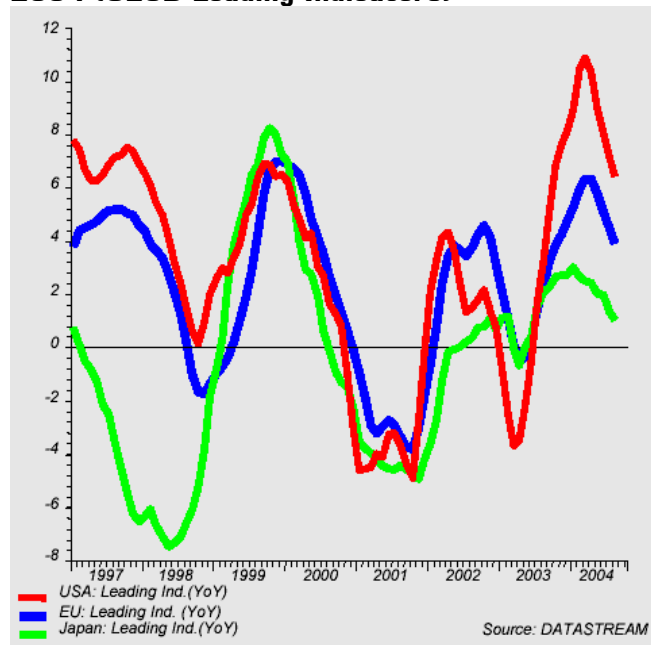
Neben den USA konnte die Schweiz als einzige der von uns beleuchteten Volkswirtschaften das Wachstumsniveau im Jahr 2004 halten. Die

annualisierte BIP-Rate im dritten Quartal betrug 2.0 Prozent, nach 1.5 und 2.0 Prozent in den Vorquartalen. Bei den einzelnen Komponenten entwickelten sich die Investitionen und die Importe sehr dynamisch, während der private Konsum schlechter als erwartet ausfiel.

Deutliche Abkühlungserscheinungen waren in Europa, Grossbritannien, Japan und China auszumachen. Das aufs Jahr hochgerechnete BIP-Wachstum der Eurozone konnte sich im dritten Quartal zwar bei knapp 2 Prozent halten, jedoch wuchsen die Schwergewichte Deutschland und Italien mit 1.3 Prozent unterdurchschnittlich. In Grossbritannien reduzierte sich das Bruttoinlandsprodukt von 3.6 auf 3.1 Prozent, in China von 9.6 auf 9.1 Prozent. Besonders ausgeprägt war die Wachstumsverlangsamung in Japan, wo nach einer Änderung der Berechnungsart lediglich noch eine annualisierte BIP-Rate von 0.2 Prozent resultierte. Grund dafür sind der an Schwung verlierende Aussensektor und die wenig investitionsfreudigen Unternehmungen.

Der Blick auf die „Vorausseilenden Indikatoren“ bestätigt das Bild der konjunkturellen Abkühlung. Die untenstehende Grafik verdeutlicht aber, dass es sich dabei um eine notwendige und gesunde Konsolidierung auf hohem Niveau handelt.

Abschwächung nach starkem Wachstum Anfang 2004 (OECD-Leading Indicators)



Quelle: Datastream

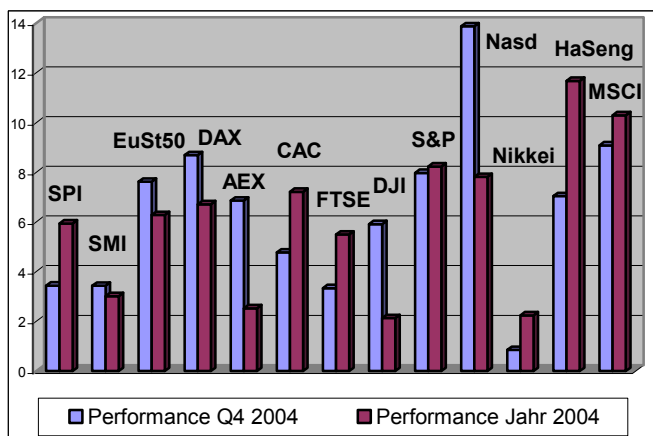
Jahresend-Rally im 4. Quartal 2004

Die Volatilitäten an den Aktienmärkten, gemessen am VLEU-Index für den SMI und dem VIX-Index für den S&P 500, erreichten in diesem Jahr neue Tiefstwerte. Der VLEU-Index notiert derzeit bei 16.92, der VIX-Index bei 12.35; diese Niveaus wurden letztmals im Jahre 1995 erreicht.

Techniker argumentieren immer wieder, dass bei tiefen Volatilitäten eine Kehrtwende an den Aktienmärkten kurz bevorstehe und dadurch die Volatilitäten markant anziehen würden. Der Wendepunkt an den Aktienmärkten kam Ende Oktober, kurz vor der amerikanischen Präsidentschaftswahl. Die Unsicherheit über den Wahlausgang verflieg, die Aktienmärkte setzten zu ihrem Jahresend-Rally an und – siehe da – die Volatilitäten stiegen nicht an, nein, im Gegenteil, sie sanken weiter auf 9-Jahrestiefststände.

Trotz historisch tiefer Volatilitäten war die Schwankungsbreite an den Finanzmärkten hoch – und zwar sowohl an den Aktien- als auch an den Obligationenmärkten. Nach einem fulminanten Start im Januar 2004 konnten sich die Aktienmärkte Ende des ersten und zweiten Quartals mehrheitlich noch in positivem Territorium halten, während im dritten Quartal die negativen Vorzeichen überwiegen. Wie sich die Hauptaktienindizes im vierten Quartal (30.09.04 – 14.12.04) und kumuliert über das ganze Jahr entwickelten (31.12.03 – 14.12.04), ersehen sie aus der Grafik. Es ist klar ersichtlich, dass ohne die positive Entwicklung seit Ende September ein Grossteil der Aktienindizes in diesem Jahr nur marginal zugelegt bzw. sogar negativ tendiert hätten. Beispielhaft hierfür ist die Entwicklung an der technologieelastigen Börse Nasdaq, welche innerhalb von zweieinhalb Monaten rund 14 Prozent zulegte und sich somit im Jahresvergleich von rund –6 Prozent auf knapp +8 Prozent verbesserte.

Schweizer Aktienmärkte im Mittelfeld



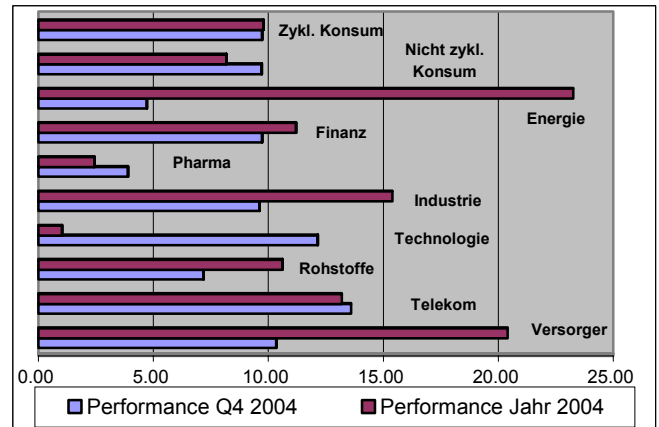
Basis: Handelswährung, ohne Dividenden

Sektoren: Die Letzten werden die Ersten sein!

Die Branchen Informationstechnologie, Telekommunikation, Nicht-zyklische Konsumgüter und Pharma/Gesundheit wiesen per Ende September ein negatives Vorzeichen auf. Der Technologiesektor verlor gar 10 Prozent seit Jahresbeginn. In den vergangenen zweieinhalb Monaten wurde nun die überverkaufte Situation in diesen Branchen markant abgebaut. Der

Telekommunikationssektor mit +13.6 Prozent und der Technologiesektor mit +12.2 Prozent schnitten dabei am besten ab. Der bis anhin mit Abstand bestreitende Sektor Energie erreichte mit +4.7 Prozent, neben Pharma/Gesundheit mit +3.9 Prozent, die tiefste Quartalsperformance. Im Jahresvergleich figurieren allerdings weiterhin die Sektoren Energie (+23.2 Prozent), Versorger (+20.41 Prozent) und Industrie (+15.39 Prozent) in den Top Three. Diese Entwicklung und diejenige der übrigen Sektorindizes ersehen Sie aus der graphischen Darstellung.

Quartals- & Jahresperformance Sektoren Welt



Quelle: Bloomberg (MSCI World Sector Indices)

Das unerwartete Verhaltensmuster an den Obligationenmärkten setzte sich fort

Die amerikanische Notenbank erhöhte am 14. Dezember 2004 zum insgesamt fünften Mal in diesem Jahr die Leitzinsen. Trotzdem erreichte man mit 7 bis 10jährigen US-Staatsanleihen bis Ende November eine Performance von knapp 3 Prozent, gerechnet in der Handelswährung. Noch besser schnitten im gleichen Betrachtungszeitraum die mittelfristigen Staatsanleihen in den Währungen Schweizer Franken (+5.3 Prozent), Euro (+8.2 Prozent), Britisches Pfund (+5.6 Prozent), Neuseeland Dollar (+5.0 Prozent) und Norweger Kronen (+9.3 Prozent) ab. Für einen Schweizer Anleger, das heisst unter Berücksichtigung der Währungskomponente, resultieren allerdings deutlich tiefere Renditen. Der US Dollar verlor gegenüber dem Schweizer Franken seit Beginn des Jahres 8.5 Prozent, der Euro 3.0 Prozent und das Britische Pfund 1.8 Prozent.

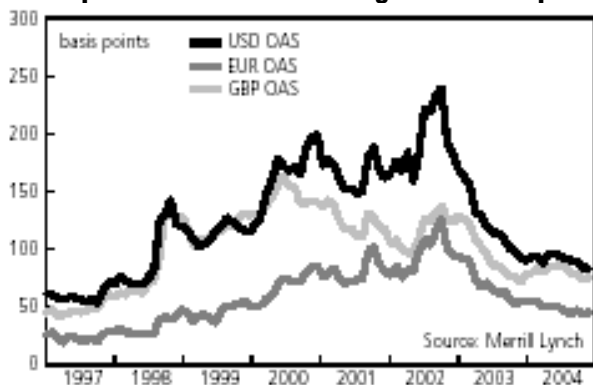
Wie die Aktienmärkte wiesen auch die Obligationenmärkte während des Anlagejahres eine hohe Schwankungsbreite auf. Die Rendite der Schweizer Referenzanleihe reduzierte sich bis Mitte März um rund 34 Basispunkte, legte dann um 56 Basispunkte auf knapp 3 Prozent zu, ehe

sie sich seit Ende Juni wiederum kontinuierlich um 76 Basispunkte ermässigte. Mit anderen Worten spielte auch bei den Obligationenmärkten dieses Jahr die Timing-Komponente eine entscheidende Rolle. Entschied sich der Anleger Ende Juni für einen Einstieg in mittelfristige Anleihen in Schweizer Franken, resultierte bis Ende November ein Gesamtertrag von +5.6 Prozent. Legte der Investor allerdings bereits dreieinhalb Monate früher dieselben Obligationen in sein Wertschriftenportfolio, betrug sein Total Return lediglich knapp 2 Prozent. Die derzeitige Verfallrendite für eine 10jährige Schweizer Franken-Anleihe beträgt 2.2 Prozent.

Mit hochverzinslichen Anleihen rund 13 Prozent verdient

Das High Yield-Segment mauserte sich zu einer der erfolgreichsten Asset Classes im 2004, und dies aufgrund der zahlreichen marktbeherrschenden Themen beinahe unbemerkt. Während die hochverzinslichen Unternehmensanleihen in der ersten Jahreshälfte noch auf hohem Niveau konsolidierten, legten sie seit Juni 2004 deutlich zu. Ausgelöst wurde die Spreadverengung und die daraus resultierende herausragende Performance durch mehrere Faktoren: Die geringe Zahl an Rückstufungen, der sichtbare Rückgang notleidender Unternehmensanleihen und Zahlungsausfälle, die sich verbessernde Qualität der Bilanzen und die tiefen Volatilitäten an den Aktienmärkten.

Kreditprämien nach Währungen in Basispunkten



Quelle: Merrill Lynch

Das Emissionsvolumen am europäischen High Yield-Markt (ohne den Finanzsektor) stieg von Januar bis Oktober auf 13.4 Mrd. US Dollar. Dies ergibt eine Erhöhung der Vorjahreswerte um 28 Prozent. Ein Investor in hochverzinslichen Unternehmensanleihen in Europa kann sich in diesem Jahr über eine Rendite von rund 13 Prozent freuen, während Investment Grade-Obligationäre rund 7 Prozent verdienen. DELTA Investment Partner AG partizipierte an dieser Entwicklung mittels einer Kollektivanlage.

Anlagestrategie 2005

Auswirkungen der taktischen Anlagestruktur im 4. Quartal 2004

Im 4. Quartal belassen wir die taktischen Quoten der Anlagekategorien gleich wie im Vorquartal. Trotz der zu diesem Zeitpunkt grossen Verunsicherung aufgrund eines gegen 50 US Dollar tendierenden Ölpreises, des unsicheren Ausgangs der bevorstehenden US-Präsidentschaftswahlen, der täglich neuen Schreckensmeldungen aus Krisengebieten und medialen Terrorankündigungen, entschieden wir uns für die Beibehaltung der neutralen Aktienquote. Ein richtiger Entscheid, leisteten doch die Aktien in diesem Quartal mit Abstand den grössten Performancebeitrag. Innerhalb der Aktienquote reduzierten wir in den CHF- und EUR-Referenzwährungs-Mandaten den US-Aktienanteil zugunsten des Heimmarktes und teilweise des japanischen Aktienmarktes. Auch diese Änderung der taktischen Asset Allocation wirkte sich positiv auf die Quartalsperformance aus. Zwar entwickelte sich der amerikanische Aktienmarkt besser als die Börsen in der Schweiz, Europa und Japan, doch machte die negative Entwicklung des US Dollars der Outperformance einen Strich durch die Rechnung. Der US Dollar wertete sich in den Monaten Oktober/November gegenüber dem Schweizer Franken um 8.4 Prozent und gegenüber dem Euro um 6.3 Prozent ab.

Die Umkehr der Performancestruktur hat auch in diesem Quartal, trotz den erstarkten Aktienmärkten, angehalten. Reine Obligationenmandate in den Referenzwährungen CHF und EUR haben von Januar bis November 2004 besser rentiert als reine Aktienmandate. Dies, obwohl der Weltaktienindex im gleichen Zeitraum rund 8.2 Prozent zulegen konnte. Der Grund dafür liegt in der breiter abgestützten Währungsallokation in Mandaten mit Aktienanteil. Dabei lieferten sämtliche Fremdwährungen der Anlagestruktur einen negativen Performancebeitrag, das heisst, der Schweizer Franken hat in diesem Jahr an Kaufkraft zugelegt. Der Überblick über die bisherige Performance der fünf Anlageprofile in der Referenzwährung Schweizer Franken präsentiert sich wie folgt:

Performance Anlagestrategie DELTA

Ertrag	+ 4.98 %
Konservativ	+ 4.06 %
Ausgewogen	+ 3.08 %
Dynamisch	+ 2.10 %
Aktien	+ 1.44 %
Basis: Referenzwährung CHF, 01.01. – 30.11.04	

Portfoliostrukturen 2005

Strategische Asset Allocation 2005

Die Strategische Asset Allocation in den Referenzwährungen Schweizer Franken, Euro und US Dollar erfährt für das Jahr 2005 folgende Änderung: Die Quote in der Anlagekategorie „Diverse & Alternative Anlagen“ wird bei sämtlichen Anlageprofilen um 5 Prozent aufgebaut, dies zulasten der Obligationenquote. Die Anlagekategorie „Diverse & Alternative Anlagen“ beinhaltet bei der DELTA Investment Partner AG insbesondere folgende Subanlagekategorien: Immobilien, Edelmetalle, Rohstoffe, Hedge Funds, Beteiligungsgesellschaften und Private Equity. Im ablaufenden Jahr haben wir uns bereits selektiv und situativ mittels entsprechender Produkte im Rohstoff- und Hedge Fund-Bereich positioniert. Neu werden wir im Laufe des Jahres aus Diversifikationsgründen und als Alternative zu hoch bewerteten Obligationenanlagen in die Kategorien Immobilien und Edelmetalle investieren bzw. bestehende Engagements ausbauen.

Taktische Asset Allocation 1. Quartal 2005

In der Taktischen Asset Allocation werden wir diese Änderung ebenfalls in derselben Grössenordnung nachvollziehen. Dies bedeutet, dass die taktische Untergewichtung der Obligationen gegenüber der strategischen Positionierung bestehen bleibt. Wir reduzieren somit die Obligationenquote nach der fulminanten Entwicklung in den letzten Monaten und aufgrund anstehender Zinserhöhungen im Jahre 2005 um 5 Prozent. Unsere Leitzinssatz-Prognose für die USA und die Schweiz für das kommende Jahr werden wir nach den jüngsten Wirtschaftswachstums-Zahlen in beiden Ländern nach oben revidieren. Für den Euroraum gehen wir jedoch weiterhin davon aus, dass die Europäische Zentralbank (EZB) vorläufig mit einer Erhöhung der Leitzinsen von derzeit 2.0 Prozent zuwartet. Eine gewisse Skepsis äussern wir jedoch hinsichtlich der zukünftigen Inflationsentwicklung und der Lage am Arbeitsmarkt. Diese wird unseres Erachtens von Ökonomen und Analysten als zu positiv dargestellt. Inwieweit die stark gestiegenen Energie- und Rohstoffpreise den Wachstumskurs im kommenden Jahr tatsächlich beeinflussen werden, wird sich zeigen. Die Impulse des gedrosselten Wirtschaftswachstums für den Arbeitsmarkt, sowohl in bezug auf die neugeschaffenen Stellen als auch auf die Arbeitslosenrate, schätzen wir jedoch als gering ein.

Taktisch bleiben wir im Aktienbereich für das erste Quartal 2005 weiterhin neutral positioniert, das heisst, die taktische Aktienquote

(50 Prozent beim Anlageprofil Ausgewogen) entspricht derjenigen der strategischen Ausrichtung. Obwohl die Bewertungsniveaus an den Aktienmärkten in den letzten zwei Monaten angestiegen sind, erachten wir das Rendite-/Risikoverhältnis weiterhin als attraktiv. Zusätzliche Nachfrage nach Dividendenpapieren entsteht infolge fehlender Anlagealternativen. Geographisch bleiben wir weiterhin übergewichtet im jeweiligen Heimmarkt, das heisst, für Anleger mit der Referenzwährung Schweizer Franken im Schweizer Aktienmarkt. Weiter bevorzugen wir den europäischen und den japanischen Aktienmarkt sowie die Schwellenländer in Asien und Osteuropa gegenüber amerikanischen Dividendenpapieren. Die Währungskomponente spielt bei dieser Entscheidung eine nicht zu unterschätzende Rolle.

Zu den Sektorfavoriten zählen wir für das Jahr 2005 Pharma/Gesundheit, Finanz, Telekommunikation, Nicht-zyklische Konsumgüter und Industrie. Innerhalb des Gesundheitssektors verleihen wir unserer Empfehlung Nachdruck, in die zukunftssträchtigen und historisch interessant bewerteten Subsektoren Biotechnologie, Generika und neu auch Medizinaltechnik zu investieren. Dadurch kann die sektorinterne Diversifikation erhöht werden und die Abhängigkeit von grossen Pharmagesellschaften und deren Produkt- und Patentrisiken sinkt. Den Sektoren Energie und Versorger sollte weiterhin Beachtung geschenkt werden, obwohl wir vorerst von einer Konsolidierung beider Sektoren ausgehen.

Abschied vom US Dollar als Leitwährung?

In den vergangenen Tagen erreichte die US Valuta neue Tiefststände. Gegenüber dem Euro und dem Schweizer Franken werden historische Unterstützungszonen der 90er Jahre getestet. Der Goldpreis als Hedge-Position Nummer 1 des US Dollars avancierte am 3. Dezember auf den langjährigen Höchststand von USD 455.90 pro Unze.

Obwohl die Zwillingsdefizite in den USA mit rund 8 Prozent des Bruttoinlandproduktes ein historisches Hoch erreicht haben, prognostizieren wir kurzfristig kein weiteres Absinken des US Dollars gegenüber dem Euro und dem Schweizer Franken. Aufgrund der Kaufkraftparität und der Fundamentaldaten gehen wir jedoch davon aus, dass sich die asiatischen Währungen gegenüber dem US Dollar aufwerten werden. Sollten die Staatseinnahmen in den USA nicht in absehbarer Zeit steigen (z.B. mittels Steuererhöhungen), ist mittelfristig eine weitere US Dollar-Abschwächung unumgänglich.

DELTA Investment Partner AG