

### 30. Juni 2004 – Ein historischer Tag

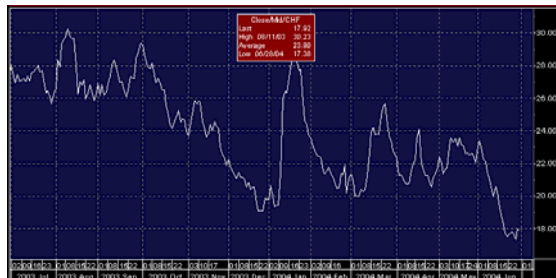
Die 15-monatige Besetzungszeit der amerikanischen Truppen im Irak gehört seither de jure der Vergangenheit an.

**Abschied** nehmen hiess es am 30. Juni 2004 für die USA auch **von den rekordtiefen Zinsen**. Nach mehr als vier Jahren erhöhte die US-Notenbank erstmals wieder die Fed Funds-Rate um 25 Basispunkte auf 1.25 Prozent.

**Weitere Ereignisse, welche die Finanzmärkte rund um den Globus im zweiten Quartal 2004 beeinflusst haben**, sind der starke Anstieg des Ölpreises, die ausgeprägte Korrektur des Silber- und Goldkurses, der politische Machtwechsel in Indien, die immer neuen Enthüllungen in der Yukos-Affäre sowie die uneinheitlichen Wirtschaftsdaten. Von den Finanzmärkten weitgehend unbeachtet blieben die beinahe täglichen Schreckens-Meldungen aus den Krisenregionen im Nahen Osten. Ein Verdrängungsprozess hat eingesetzt und das Hauptaugenmerk gilt wieder dem Wirtschaftsgeschehen. Umso heftiger wird eine Reaktion an den Weltbörsen ausfallen, sollten die Terrornetzwerke erneut zu einem gezielten Schlag gegen die ehemalige Besetzungsmacht oder deren Verbündete ausholen.

**An den Finanzmärkten herrscht Unsicherheit.** Unsicherheit über die weitere Zinsentwicklung, das Wirtschaftswachstum, den Ölpreis und die geopolitische Stabilität. Unsicherheit, welche sich mittels der stark gesunkenen Volatilität an den Aktienbörsen manifestiert. Seit Anfang Juni 2004 reduzierte sich der VLEU-Volatilitätsindex für Schweizer Aktien auf das Niveau von 17.38. Ein Stand, der seit Anfang 1997 nicht mehr erreicht wurde. Auch die Volumen an den Aktienmärkten sind seit dem Rekordmonat März zunehmend rückläufig und verzeichneten im Juni den tiefsten Stand des Jahres.

#### Volatilitätsindex für Schweizer Aktien



Quelle: Bloomberg

### Rückblick Wirtschaft 2. Quartal 2004

Die **Weltwirtschaft** hat sich in den vergangenen drei Monaten **weiterhin ohne deutlich erkennbaren Trend** entwickelt. Überraschungen und Enttäuschungen bei der Publikation makroökonomischer Kennzahlen halten sich die Waage.

### Nachhaltigkeit des Wirtschaftsaufschwungs noch immer auf Messer's Schneide

**Das Zentrum unserer Analyse der konjunkturellen Entwicklung** ist, wie im Anlagekommentar 2/04 erwähnt, die Feststellung der Nachhaltigkeit und daraus abgeleitet die Erkennung von globalen Wachstumstreibern und Konjunkturstützen.

Die im April 2004 von den Finanzmärkten so **positiv aufgenommenen US-Arbeitsmarktdaten entpuppten sich als eine Eintagsfliege**. Die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung erhöhten sich wieder auf das alte Niveau zwischen 340'000 und 360'000 und die Arbeitslosenquote verringerte sich seit Beginn des Jahres nicht mehr und verbleibt auf dem Niveau von 5.6 Prozent. Einzig die neugeschaffenen Stellen ausserhalb der Landwirtschaft verzeichneten Zuwachsraten, welche sogar über den Konsensschätzungen lagen, im Monat Mai rund 248'000. Diese erfreuliche Entwicklung muss jedoch bei näherer Betrachtung relativiert werden. Die Erhebung berücksichtigte tendenziell nur Grossunternehmungen und liess Selbständigerwerbende gänzlich unberücksichtigt. Dieser Problematik trat das Labor Department mit einer Neuerung der Schätzmethode entgegen. Seit März 2004 werden neu auch die Selbständigerwerbenden und die Kleinunternehmungen in die Payroll-Statistik miteinbezogen. Insgesamt erhöhte sich der Bestand der neugeschaffenen Stellen durch diese Änderung der Modellberechnung um 618'000 der total 947'000 ausgewiesenen neuen Stellen, was rund 65 Prozent der veröffentlichten Zahlen entspricht.

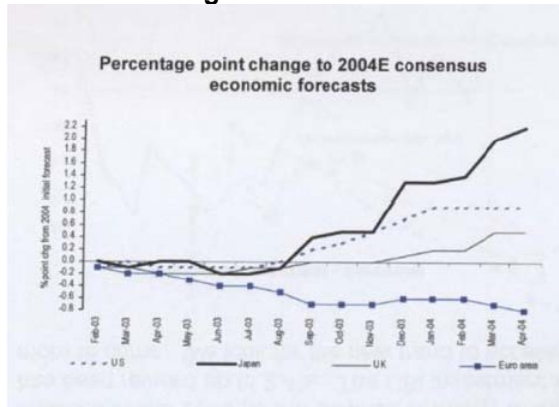
### Eine zweite Enttäuschung stellte das merklich überschätzte US-Wachstum im ersten Quartal 2004 dar.

Die entgültige Berechnung des Commerce Department ergaben einen annualisierten Realzuwachs gegenüber der Vorperiode von 3.9 Prozent. Dies bedeutet eine ungewöhnlich deutliche und zugleich überraschende Korrektur der zweiten Schätzung von 4.4 Prozent. Grund dafür ist der zunehmend ungleichgewichtig verlaufende Aussenhandel. Insbesondere die Verdoppelung der Import-Zuwachsrates auf 10.4 Prozent zog eine weitere markante Aufblähung des ohnehin schon beachtlichen Passivsaldo der US-Ertragsbilanz nach sich. Ebenso hat die OECD (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung) ihre halbjährlich präsentierten Wachstumsprognosen nach unten revidiert. Die BIP-Rate liegt nun für den OECD-Raum bei 2.1 Prozent und für die Eurozone bei bescheidenen 1.6 Prozent, welche bei einem erneuten Anstieg des Euro gar gefährdet ist.

**Robustes Wirtschaftswachstum in Japan, Asien und Grossbritannien**

**Japan expandiert** als zweitgrösste Industrienation auf das Fiskaljahr hochgerechnet im Berichtsquartal um 5.6 Prozent und somit **bedeutend dynamischer als die Vereinigten Staaten**. Die Asiatische Entwicklungsbank (ADB) geht für die **Region Asien (exklusive Japan)** im Jahr 2004 von einem **regional und nachfragemässig breit abgestützten Wachstum von 6.8 Prozent** aus. Dabei soll den grossen Ländern wie China, Indien und Thailand mit Zuwachsraten von über 7 Prozent eine tragende Rolle zukommen. Das Bruttoinlandprodukt von Grossbritannien weist bereits seit März 2002 auf einen kontinuierlich steigenden Aufwärtstrend hin. Die annualisierte Wachstumsrate erreichte im ersten Quartal 2004 rund 3.4 Prozent und somit deutlich mehr als im EU-Raum. Die Grafik verdeutlicht dies. Sie zeigt die Entwicklung der Konsensus-Prognosen für das Jahr 2004 im Zeitablauf. Das Wachstum des Eurolandes wurde zu Jahresbeginn überschätzt und dann laufend nach unten angepasst, während die Prognosen bei Japan und United Kingdom (UK) stetig erhöht wurden.

**Konsensus-Prognosen für das Jahr 2004**



Quelle: Consensus und ING

Der quartalsweise publizierte Takan-Bericht vervollständigt das positive Wirtschaftsszenario in Japan und zeigte einen optimistischeren Ausblick als erwartet. Insbesondere verspüren auch die kleineren Unternehmungen die Konjunkturerholung, wodurch eine breite Abstützung des Aufschwungs gewährleistet ist.

Der **US-Konsumentenvertrauens-Index erreichte mit 101.9 Punkten einen Zwei-Jahreshöchststand**, was einerseits klar über den Erwartungen von 95.0 lag und andererseits sämtliche Teilindizes erfasste. Dagegen enttäuschte der Einkaufsmanagerindex der Region Chicago mit einem überraschend starken Rückgang von 68.0 auf 56.4 Punkten. Der Auftragseingang war dabei besonders negativ zu werten (-17.6 Punkte).

**Rückblick Finanzmärkte**

**2. Quartal 2004**

Negativ korrelierend mit dem massiven Ölpreisanstieg erreichten die **Hauptaktienmärkte Mitte Mai mehrheitlich ihre Jahrestiefststände**. Defensive Aktienbörsen wie die Schweiz, mit einem hohen Anteil an nicht-zyklischen Konsumwerten und Pharma/Gesundheits-Valoren, konnten sich deutlich über den Tiefstständen Mitte März halten. Einhergehend mit dem Rückgang des Erdölpreises infolge der Erhöhung der Fördermenge durch die OPEC, welche einen baldigen Ölpreisschock für unwahrscheinlich erscheinen liessen, schöpften die Aktienmärkte wieder Hoffnung. Sie zeigten fortan eine langsame aber kontinuierliche Erholung, teilweise sogar zu neuen Jahreshöchstständen. Ein Grossteil der Aktienmärkte steht nun charttechnisch vor dem Ausbruch aus einem bedeutenden Seitwärtskanal, dessen Widerstand nicht einfach zu überwinden sein dürfte.

Hauptaktien-Indizes	Entwicklung 1. Quartal 2004	Entwicklung 2. Quartal 2004
SPI	+ 3.45 %	+ 1.67 %
SMI	+ 2.38 %	+ 0.01 %
DAX	- 2.74 %	+ 5.08 %
AEX	+ 0.36 %	+ 1.84 %
CAC 40	+ 1.89 %	+ 2.97 %
FTSE 100	- 2.04 %	+ 1.79 %
Dow Jones Ind.	- 0.92 %	+ 0.75 %
S&P 500	+ 1.29 %	+ 1.30 %
Nasdaq	- 0.46 %	+ 2.69 %
Nikkei 225	+ 9.76 %	+ 1.22 %
Hang Seng	+ 0.50 %	- 3.12 %
MSCI World	+ 2.20 %	+ 0.32 %

Basis Referenzwährung, ohne Dividenden

**Konsolidierung der asiatischen Aktienmärkte**

Nach dem fulminanten Start der Aktienmärkte der asiatischen Emerging Markets (EMMA) ins Jahr 2004 war eine Verschnaufpause angezeigt. Aufgrund der starken Abhängigkeit der Schwellenländer Asiens vom Erdölmarkt, löste der zwischenzeitliche Anstieg des Barrel-Preises auf mehr als USD 42 eine **ausgeprägte Konsolidierung an den EMMA** aus. Im positiven Territorium gegenüber dem Jahresanfangstand konnte sich Singapur, Malaysia, Indonesien, Philippinen, Vietnam, Pakistan, Sri Lanka sowie Australien und Neuseeland halten. **Der politische Machtwechsel in Indien Mitte Mai löste an der „Bombay Stock Exchange“ dramatische Kursbewegungen aus**. Der Sensex-Index fiel an zwei aufeinanderfolgenden Börsentagen um mehr als 17 Prozent, nachdem die Wahlen in Form der Kongresspartei einen Überraschungssieger hervorbrachten. Die Partei hatte in Wahlveranstaltungen erklärt, gewinnbringende Unternehmungen nicht an den Markt zu bringen.

Dies löste insbesondere bei ausländischen Investoren Panikverkäufe aus. Der ehemalige Finanzminister und neue Premierminister Manmohan Singh sorgte in der Folge für die notwendige Beruhigung. Die neue Regierung werde die gute Arbeit ihrer Vorgänger weiterführen. Zudem ernannte er den in Finanzkreisen hoch angesehenen Harvard-Absolventen Chidambaram, welcher als ein Garant dafür gilt, dass am eingeschlagenen Reformprozess festgehalten wird.

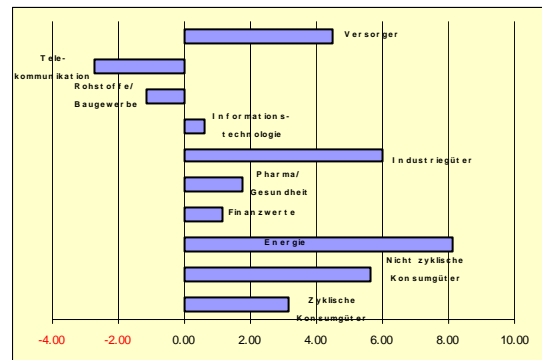
**Die osteuropäischen Märkte hielten sich in der vom Ölpreis induzierten Baisse bedeutend besser als die Mehrheit der asiatischen Märkte.** Trotzdem konsolidierten zwischen Mitte April und Mitte Mai ausnahmslos alle Aktienmärkte in Osteuropa. Die nachfolgende Erholung führte jedoch dazu, dass einige Märkte noch immer zweistellige Zuwachsraten seit Beginn des Jahres aufweisen. Die Ukraine legte 58.8 Prozent, Rumänien 41.6 Prozent, Ungarn 23.0 Prozent, Estland 22.8 Prozent, Tschechien 20.4 Prozent und Polen 15.0 Prozent zu. Etabliertere Aktienmärkte Europas wie Österreich mit 28.9 Prozent und Norwegen mit 15.7 Prozent konnten ihre Performance im ersten Quartal konservieren bzw. sogar ausbauen. Österreich tendiert derzeit auf dem Jahreshöchststand, was zugleich dem Allzeit-Höchststand gleichkommt.

Eine Sonderstellung nimmt derzeit der russische Aktienmarkt ein. Nachdem der RTS-Index im 1. Quartal 2004 rund 32.7 Prozent zugelegt hatte, musste er im 2. Quartal die gesamte Performance wieder preisgeben. Schuld daran sind jedoch nicht makro-, sondern mikroökonomische Ereignisse. Der Grossteil der Kursverluste ist auf die Yukos-Affäre zurückzuführen, welche beinahe täglich in der Wirtschaftspresse rund um den Globus Schlagzeilen liefert. Der Machtkampf des „Putin Kabinetts“ mit namhaften Herren der Generalstaatsanwaltschaft und des Geheimdienstes gegen den Ex-Yukos-Chef Michail Chodorkowski zieht immer grössere Kreise und erschüttert dadurch das Anlegervertrauen. Im Gegensatz dazu sind die Makro-Daten durchwegs erfreulich. Die Wirtschaft verzeichnet Jahreswachstumsraten von rund 8 Prozent sowie deutliche Zunahmen der Investitionen (+13 Prozent) und des Realeinkommens (+14 Prozent). Zudem steht **Russland nach jahrelangen intensiven Verhandlungen kurz vor dem Beitritt zur Welthandelsorganisation (WTO)**. Durch den WTO-Beitritt erhofft sich Moskau einen wirtschaftlichen Stimulus und rechtliche Absicherung seiner Integration in die Weltwirtschaft. Als Preis dafür verlangen die Handelspartner verbesserten Marktzugang und die Korrektur von Wettbewerbsverzerrungen.

**Defensive und Zyklischer weiterhin en Vogue**

Wie bereits im 1. Quartal 2004 zeigten die **defensiven und zyklischen Sektoren die beste Kursentwicklung** in den vergangenen drei Monaten. Der Energiesektor mit +5.74 Prozent, der Industriesektor mit +3.87 Prozent und der Pharmasektor mit +2.72 Prozent gehörten zu den Topperformern. Am Schluss der Rangliste figurierten die Branchen Telecom mit -3.49 Prozent, Finanzdienstleistung mit -2.54 Prozent und die Versorgungswerte mit -0.84 Prozent. Die Technologiewerte schlossen das 2. Quartal 2004 mit einem leichten Minus von 0.13 Prozent ab.

**Sektor-Performance 1. Semester 2004**



Quelle: Bloomberg (MSCI World Sector Indices)

**Obligationenmärkte reagieren auf erste Zinserhöhungen**

Eher überraschend erhöhte die Schweizerische Nationalbank am 17. Juni ihr geldpolitisches Zielband um 25 Basispunkte. Am letzten Tag des 2. Quartals zog die amerikanische Federal Reserve nach und erhöhte ihrerseits den Satz für das Tagesgeld am Interbankenmarkt um 25 Basispunkte von 1.0 Prozent auf 1.25 Prozent. Bereits Monate im voraus begannen die Obligationenmärkte rund um den Globus die anstehenden Zinserhöhungen zu eskomptieren. Die Bondpreise 10jähriger Schweizer Staatsanleihen ermässigten sich um 3.2 Prozent, diejenigen der vielbeachteten 30jährigen US-Treasury-Bonds um knapp 8.0 Prozent. Dies kommt im genannten Laufzeitenbereich einem Renditeanstieg von 37 Basispunkten in der Schweiz und 52 Basispunkten in den USA gleich. Durch die Einpreisung zukünftiger Zinserhöhungen resultierte für **sämtliche Hauptobligationenmärkte eine negative Quartalsperformance**. Investierte man seit Anfang Jahr ausschliesslich in Schweizer Franken- und US Dollar-Obligationen mit einer durchschnittlichen Laufzeit von 7 bis 10 Jahren, musste man Kurseinbussen von 0.33 Prozent bzw. 0.50 Prozent hinnehmen. Die **hochverzinslichen Papiere erzielten im EUR-Bereich mit 4.7 Prozent ein hervorragendes Ergebnis** im aktuellen, von niedrigen Renditen geprägten Umfeld.

### Ausblick Wirtschaft 3. Quartal 2004

#### Gratwanderung zwischen Stagnation auf aktuellem Niveau und inflationärer Tendenz

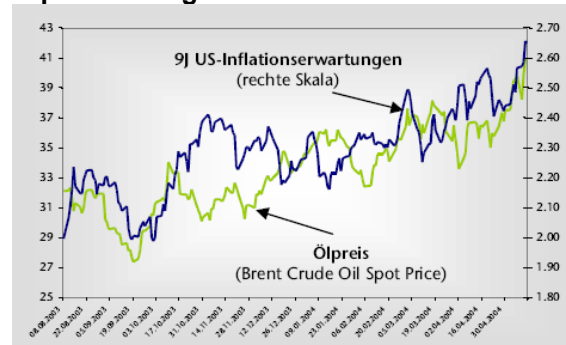
Die Konjunkturprognosen für das laufende und das folgende Jahr wurden noch im 2. Quartal vielerorts erhöht. So revidierte die OECD ihr Wirtschaftswachstum für die Schweiz inflationsbereinigt auf 1.8 Prozent im Jahr 2004 und 2.3 Prozent im Jahr 2005. Dabei handelt es sich um ein robusteres Wachstum, als es mit 1.6 Prozent für die Eurozone vorhergesagt wird. Ex-ante ist somit ein moderater Optimismus namhafter Prognoseinstitute erkennbar.

Dies ist allerdings nur die eine Seite der Medaille. Ex-post zeichnen sich seit Juni erste Stagnationserscheinungen auf aktuellem Niveau wichtiger makroökonomischer Kennzahlen ab. Obwohl es sich auch dabei oft um Schätzwerte handelt, sind die wöchentlichen, monatlichen oder quartalsweisen Publikationen verlässlichere Indikatoren für den Zustand der Wirtschaft eines Landes bzw. einer Region. Die Entwicklung der Verbraucherausgaben ist mässig und auch der Auftragseingang in der Industrie deutet auf eine Verflachung des bisherigen Wachstumstrends hin. Uneinheitliche Interpretationen von der Entwicklung am Arbeitsmarkt und den nach unten revidierten Raten des Bruttoinlandproduktes vervollständigen das Bild. Obwohl diesem enttäuschenden Datenkranz auch ein gestiegenes Konsumentenvertrauen entgegensteht, **gehen wir davon aus, dass ohne zusätzliche exogene Impulse der Wirtschaftsaufschwung an Intensität verliert und weitere Enttäuschungen folgen werden. In unserem Basis-Szenario gehen wir von einem annualisierten Bruttoinlandprodukt in den USA zwischen 3.0 und 4.5 Prozent aus. Für die Schweiz und Europa prognostizieren wir eine BIP-Rate zwischen 0.75 bis 1.5 Prozent.**

Das Alternativ-Szenario tritt dann in Kraft, falls es zu Ereignissen kommt, welche zum jetzigen Zeitpunkt zwar in Erwägung gezogen werden, jedoch in ihrem Ausmass und Intensität nicht abschätzbar sind. Beispiele solcher Ereignisse sind geopolitische Unruhen in den Krisengebieten, erneute Terroranschläge, eine stark inflationäre Entwicklung des Erdölpreises, ein Konkurs des russischen Erdölriesen Yukos, ein erneutes organisatorisches Wahldebakel in den Vereinigten Staaten im Herbst dieses Jahres, eine ungewollte Verschiebung der US-Präsidentschaftswahlen, Bilanzmanipulationen international tätiger Unternehmungen und das Platzen des Immobilien-Bubbles in den USA. Sollte eine oder mehrere dieser Entwicklungen eintreten, verlieren die Schätzungen des Basis-Szenarios ihre Gültigkeit.

Das weltwirtschaftliche Gesamtbild muss dann neu überarbeitet und analysiert werden. **Wir schätzen die Eintretenswahrscheinlichkeit des Alternativ-Szenarios auf 15 Prozent ein.**

#### Erhöhte Inflationserwartungen durch Ölpreisanstieg



Quelle: Datastream

Seit dem 1. Quartal 2004 steigen die Inflationszahlen weltweit wieder an. Die Kerninflationsrate der USA ist von ihrem Tief von 1.1 Prozent Anfang Jahr auf 1.7 Prozent im Mai angestiegen. Die Inflationsrate inklusive Energie- und Nahrungsmittelpreise hat im Mai den hohen Stand von 3.1 Prozent erreicht, nach 2.3 Prozent im April. In der Schweiz hat die annualisierte Inflationsrate von -0.1 Prozent im März auf 1.1 Prozent im Juni zugelegt. **Wir gehen davon aus, dass die Unternehmungen einen gewissen Preisüberwälzungsspielraum zurückgewinnen und diesen auch in zunehmendem Masse ausnützen werden. Somit dürfte sich an der Inflationsfront der Aufwärtstrend fortsetzen, wenn auch in einem langsameren Tempo.**

Nach der Publikation der neusten Teuerungsdaten in den USA war es wahrscheinlich, dass das Federal Reserve Board den Zinserhöhungszyklus in massvollen Schritten einläuten wird. So war es denn auch am 30. Juni, als Alan Greenspan eine Erhöhung der Fed Funds um 25 Basispunkte bekannt gab. Der Markt hat derzeit eine Leitzinserhöhung von 1.0 bis 1.25 Prozent auf neu 2.0 bis 2.25 Prozent bis Jahresende eingepreist. Entgegen den Markterwartungen und den Prognosen der Mehrheit der Wertschriften- und Analyse-Institute, **rechnen wir mit einem lediglich moderaten Anstieg der Fed Fund Rates bis Ende Jahr. Wir prognostizieren, trotz der latent vorhandenen Inflationsgefahr, ein Jahresend-Niveau von 1.5 bis 1.75 Prozent mittels einem oder zwei weiteren Schritten von 25 Basispunkten. Zudem erwarten wir nach dem deutlichen Renditeanstieg seit Mitte März bis Ende Jahr eine sich in Grenzen haltende weitere Erhöhung der Obligationenrenditen im langfristigen Laufzeitenbereich.**

## Ausblick Finanzmärkte 3. Quartal 2004

**Aktienmärkte im Banne des Erdölpreises**  
**Historisch betrachtet kann man keine Abhängigkeit des Aktienmarktes vom Erdölpreis nachweisen.** In Perioden wie zwischen 1994 und 1997, zwischen 1990 und 2000 oder seit 2003 ist sowohl der Ölpreis als auch der Aktienmarkt angestiegen. Dies ist auf der nachfolgenden Grafik deutlich erkennbar. Statistisch lässt sich diese Tatsache auch nachweisen: Die Korrelation zwischen der wöchentlichen Veränderung des Ölpreises und der wöchentlichen Veränderung des Schweizer Aktienmarktes (SMI) beträgt  $-0.058$ , also nahe bei Null. Dies bedeutet eine praktisch inexistente gegenseitige Beeinflussung dieser beiden Komponenten.

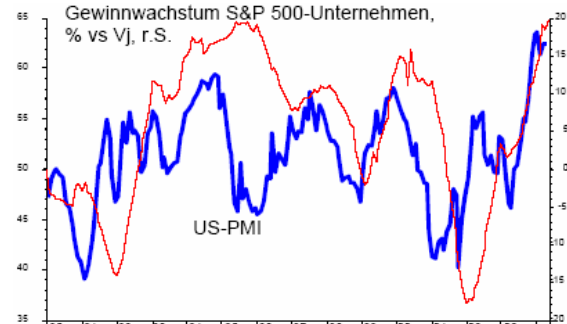
### Wenig Einfluss des Ölpreises auf Aktienmarkt in der Vergangenheit



Dabei handelt es sich um eine langfristige Betrachtungsweise. **Kurz- und teilweise auch mittelfristig kann der Ölpreis durchaus einen signifikanten Einfluss auf den Aktienmarkt haben.** Dieser Effekt wurde in den Monaten April und Mai dieses Jahres umso deutlicher, als der Erdölpreis das Niveau von USD 35.50 durchstieß und die Aktienmärkte weltweit an Terrain einbüssten. Besonders ausgeprägt waren die Kurseinbussen an den asiatischen Börsen. **Wir gehen davon aus, dass die kurz- bis mittelfristige Abhängigkeit der Aktienmärkte vom Ölpreis bestehen bleibt, insbesondere wenn sich der Preis für ein Barrel über der bis Anfang Jahr 2004 gültigen Höchstmarke im 21. Jahrhundert von USD 35.50 bewegt.** Ölpreissensitiv sind Länder und Regionen mit einem hohen Verbrauch, allen voran die USA, sowie Schwellenländer mit einem tieferen Industrialisierungsgrad als westliche Länder. Weitere Haupteinflussfaktoren für die Entwicklung an den Aktienmärkten sind die Gewinnaussichten der Unternehmungen und die Geldpolitik der Notenbanken. Die Resultate der US-Unternehmungen des S&P 500-Index waren im Frühjahr 2004 zu mehr als

70 Prozent über den Erwartungen ausgefallen. Die Gewinnwachstumsrate der US-Unternehmungen betrug im 1. Quartal 2004 27.5 Prozent. Für das 2. Quartal wird ein Rückgang der Wachstumsrate auf 19.3 Prozent erwartet.

### Hohes Niveau der Gewinnaussichten



**Aufgrund des bereits hohen Niveaus des Gewinnwachstums, sind unseres Erachtens von der anstehenden Berichterstattungs-saison keine bedeutenden Impulse mehr zu erwarten.** Ebenso dürften die über den Erwartungen ausfallenden Gewinne der Unternehmungen für das 3. und 4. Quartal ohne anhaltend solides Wirtschaftswachstum die 50 Prozent-Marke nicht übersteigen.

### Obligationenmärkte nach Renditeanstieg wieder zum Teil interessant

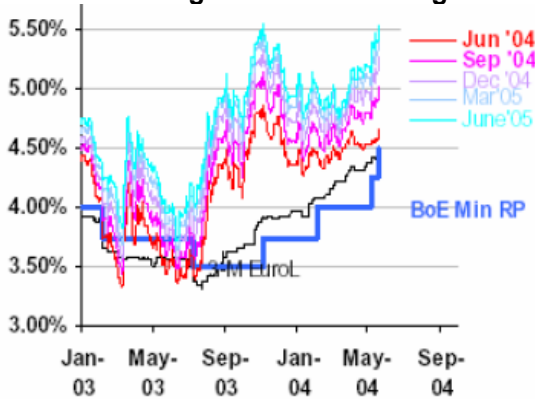
Im Mai und Juni erreichten die Bondmärkte ihre Rendite-Höchststände. Die 10jährigen Schweizer Franken-Staatsanleihen notierten im Yield-Bereich von 2.93 Prozent, der 30jährige US-Treasury rentierte 5.56 Prozent. Trotz dem prognostizierten Anstieg der kurzfristigen Zinsen bis Ende Jahr **gehen wir davon aus, dass die Zinsen im langfristigen Laufzeitenbereich in nächster Zeit nicht mehr stark ansteigen werden.** Renditen über 3.0 Prozent für 10jährige Schweizer Bundesanleihen und 5.75 Prozent für amerikanische Treasuries würden wir zu Zukäufen nutzen. **Selektivität und Timing ist dabei oberstes Gebot.**

### Währungen: Weiterhin hohe negative Korrelation des US Dollars zum Goldpreis

Der US Dollar war im 1. Semester neben dem britischen Pfund die zweitstärkste Hauptwährung, noch vor dem wiedererstarteten Schweizer Franken. China hat zusammen mit Japan Rekordmengen an Staatsanleihen gekauft und den Dollar somit gestützt. Ohne die Treasuries-Käufe der Asiaten wären die amerikanischen Zwillingdefizite (Staatshaushalt und Leistungsbilanz) noch höher. Die Gefahr einer Verringerung des Aufkaufs amerikanischer Wertpapiere der asiatischen Zentralbanken besteht weiterhin und nicht erst seit der im letzten Jahr von den USA verhängten Handelsanktionen.

Positiv beeinflussen dürfte den US Dollar die derzeit real höheren Wachstumsraten der Wirtschaft im Vergleich mit dem Euro-Raum. Für den Euro spricht hauptsächlich der Realzinsvorteil gegenüber dem US Dollar und dem Schweizer Franken. Das britische Pfund hat seit Jahresbeginn 2.65 Prozent zugelegt und notierte Ende Juni bei GBP/CHF 2.27. Den Höchststand erreichte das Pfund Anfang März bei einem Stand von 2.38 gegen den Schweizer Franken. Der starke Anstieg ist auf die Zinserhöhungen von insgesamt 1 Prozent seit November 2003 zurückzuführen. Gründe dafür waren die Aussichten auf eine weitere globale Konjunkturerholung und die anhaltend hohen Wachstumsraten am heimischen Immobilienmarkt.

**Leitzinserhöhungen der Bank of England**



Quelle: Brown Brothers Harriman

**Prognosen:** Wir erwarten einen Fortbestand der Trading-Range des USD/CHF-Wechselkurses zwischen 1.20 und 1.32. Die Unterschreitung der Marke von 1.20 könnte zu einem Rückgang bis auf das Niveau von 1.13 führen. Die Wahrscheinlichkeit ist unserer Ansicht nach allerdings gering, exogene Schocks ausgeschlossen. Der Euro wird weiterhin von der Zinsdifferenz profitieren und dürfte sich in den nächsten drei Monaten zwischen EUR/CHF 1.50 und 1.56 bewegen. Sollte es zu einer Zinssenkung der EZB aufgrund eines wieder rückläufigen Wirtschaftswachstums im Euroraum kommen, sind Kurse unter EUR/CHF 1.50 möglich.

**Anlagestrategie 3. Quartal 2004 DELTA Investment Partner AG**

**Anlageergebnis 2. Quartal 2004**

Das Anlageergebnis von April bis Juni war geprägt von einem schwachen Bondmarkt, rückläufigen Rohstoffpreisen (Ausnahme: Erdöl), einer Wiedererstarkung des Schweizer Frankens und uneinheitlichen Aktienmärkten. **Die Untergewichtung der Bondquote gegenüber liquiden Anlagen und die Übergewichtung des Aktienanteiles hat**

**sich im 1. Semester ausbezahlt. Auch das Engagement in den japanischen Aktienmarkt leistete einen positiven Performance-Beitrag.** Unterdurchschnittlich rentierte bis anhin das Übergewicht im Sektor Pharma/Gesundheit. Die Neuengagements in Rohstoffen und europäischen Schwellenländern wurden in der Konsolidierungsphase getätigt.

**Performance Anlagestrategie DELTA (Referenzwährung CHF)**

Ertrag	+ 0.80 %
Konservativ	+ 1.57 %
Ausgewogen	+ 2.17 %
Dynamisch	+ 2.64 %
Aktien	+ 2.98 %

**Portfoliostrukturen 3. Quartal 2004**

**Wir reduzieren die taktische Aktienquote in allen Anlageprofilen um 5 Prozent.** Somit besteht neu eine neutrale Gewichtung gegenüber der Strategiequote, nach einer mehr als einjährigen Phase der Übergewichtung. **Der Grossteil des Abbaus betrifft die Quote US-Aktien, kleinere Reduktionen werden an den europäischen Aktienmärkten vorgenommen. Der gesamte 5-Prozent-Anteil fließt in die Anlagekategorie Obligationen, womit die bestehende Untergewichtung reduziert wird, jedoch weiterhin bestehen bleibt. Bevorzugt werden Anlagen in der Referenzwährung des Investors.**

Hinsichtlich der sektoriellen Vermögensaufteilung der Aktienquote nehmen wir nur leichte Veränderungen vor. **Nach dem starken Kursrückgang in den Finanzwerten, sowohl bei den Banken als auch bei den Versicherungen, erachten wir das Bewertungsniveau als interessant.** Von den bevorstehenden Zinserhöhungen profitiert zudem der Finanzsektor aufgrund zwischenzeitlicher Margenerhöhungen. Die Fusionswelle der Banken in den USA im ersten Halbjahr, jüngstes Beispiel ist die Übernahme der Regionalbank Southtrust durch Wachovia Corp. für USD 14.3 Mrd., offenbart die Fortsetzung der Konsolidierungswelle im Bankenbereich. Diese dürfte in absehbarer Zeit auch Europa erreichen. Bei der Auswahl interessanter Finanzwerte werden wir uns bei Einzelanlagen auf qualitativ einwandfreie und mehrheitlich grosskapitalisierte Gesellschaften beschränken. Zudem tätigen wir selektiv Investitionen in ausgewählte Best-in-Class Anlagefonds.

**Zögern Sie nicht uns anzurufen (Tel. +41 52 213 43 30). Gerne geben wir Ihnen konkrete Empfehlungen von Aktien im Finanzsektor, aber auch in anderen Sektoren und Anlagekategorien.**