

Ohne Zweifel

Die geopolitische Lage hat an Instabilität wieder zugenommen. Die Ereignisse, welche die Finanzmärkte rund um den Globus im ersten Quartal 2004 am ausgeprägtesten beeinflusst haben, sind die Terroranschläge in Europa und dem Nahen Osten. Die Welt-Aktienmärkte starteten in den ersten beiden Monaten mit Avancen bis 9 Prozent fulminant ins neue Jahr, büssten jedoch als Folge der Gewaltwellen einen Grossteil der Kursgewinne zwischen dem 11. und dem 24. März wieder ein. **Dazwischen lag das Attentat in Madrid**, die Ermordung des Gründers der Hamas Bewegung, Sheikh Ahmed Yassin und diverse weitere Gewaltäusserungen. Erst rund ein Monat ist seit der gezielten Schwächung der Seefahrer-Nation Spanien vergangen, die Finanzmärkte haben sich inzwischen beruhigt und die Interessen haben sich wieder auf das Wirtschaftsgeschehen verlagert. **Doch eines sollte man sich bewusst sein:** Die stetige Bedrohung durch Terrornetzwerke hängt wie ein Damoklesschwert über den Finanzmärkten und kann jederzeit zu einer empfindlichen Beeinträchtigung derselben führen.

Rückblick Wirtschaft 1. Quartal 2004

Die makroökonomischen Rahmenbedingungen zeigten in den ersten drei Monaten keinen erkennbaren Trend, der die Nachhaltigkeit des wirtschaftlichen Aufschwungs bestätigen könnte. Allerdings überwogen die positiven wirtschaftlichen Kennzahlen deutlich. Impulse verleihen konnten zudem die mehrheitlich über den Konsens-Erwartungen der Analysten ausgefallenen Jahresabschlüsse der Unternehmungen. Das zurückgewonnene Vertrauen in Firmen sämtlicher Sektoren äusserst sich auch durch die im ersten Quartal stark anziehende weltweite Merger & Acquisition-Tätigkeit.

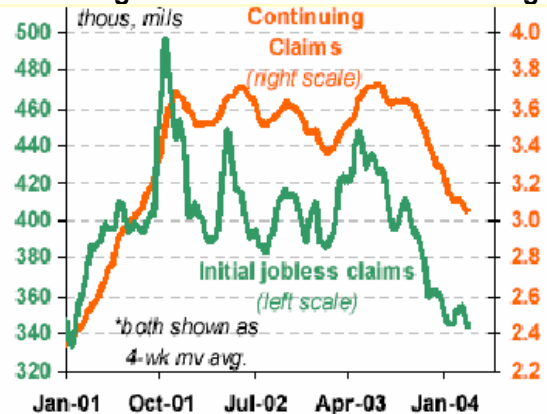
Erste Konsolidierungserscheinungen der Wirtschaft erkennbar

Das Hauptaugenmerk unserer Analyse der Weltkonjunktur liegt in der Beantwortung der Frage der Nachhaltigkeit des Wirtschaftsaufschwungs, welcher nun bereits mehr als ein Jahr anhält. Auf folgende Fragestellungen wurde dabei näher eingegangen: Welche Wachstumstreiber treten an die Stelle der in den vergangenen eineinhalb Jahren stark expansiven Geld- und Fiskalpolitik der Notenbanken, welche zum globalen Aufschwung nicht nur beigetragen haben, sondern massgeblich beteiligt waren? Gelingt es in den nächsten Wochen und Monaten dem noch immer in einer Krise steckenden Arbeitsmarkt durch Erhöhung des Beschäftigungsgrades und dem damit

einhergehenden Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Einkommens eine zentrale Konjunkturstütze einzunehmen? Die aktuelle Schwäche, am Beispiel des US-Arbeitsmarktes, deutet nicht auf eine unmittelbare Gesundung und gleichzeitige Generierung von Wachstumsimpulsen hin. Erst vor kurzem hat die Regierung ihr Versprechen, in diesem Jahr 2.5 Millionen Arbeitsplätze zu schaffen, aufgegeben. Ebenso beunruhigend ist, dass im Februar knapp 400'000 Erwerbslose aus der Statistik gefallen sind, weil sie die Stellensuche schlichtweg abgebrochen haben. Die Reduktion der Arbeitslosenquote in den USA von 6.3 Prozent im Juli 2003 auf stabile 5.6 Prozent im Januar und Februar 2004 sind zwar positiv zu werten, jedoch stellen sie eine nur ungenügende Auswirkung der massiven Wirtschaftsstimulierungs-Massnahmen dar. Auch die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung zeigten seit Beginn des Jahres keine deutlichen Erholungserscheinungen mehr und bewegen sich seit Monaten zwischen 360'000 und 340'000.

Just vor Fertigstellung des vorliegenden Anlagekommentares Anfang April kam das erste positive Zeichen des US-Arbeitsmarktes: Die neugeschaffenen Stellen ausserhalb der Landwirtschaft lagen mit 308'000 deutlich über dem Februar-Wert und mehr als doppelt so hoch wie von den Ökonomen erwartet. Die weitere Entwicklung wird richtungsweisend für die Finanzmärkte sein.

Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung

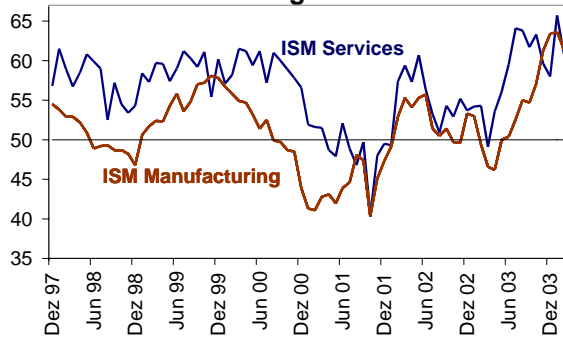


Quelle: Brown Brothers Harriman

Das Bruttoinlandprodukt zeigte wie erwartet Konsolidierungserscheinungen. Die Rate kehrte auf den langfristigen Wachstumspfad von rund 4 Prozent im vierten Quartal 2003 zurück, nach 8.2 Prozent im Vorquartal. Ebenso hat das US-Konsumentenvertrauen gegenüber dem Höchstwert im Januar 2004 leicht nachgelassen, tendiert jedoch historisch betrachtet, gemessen am Michigan-Vertrauensindex mit einem Stand von 95.8, noch immer auf einem hohen Niveau.

Die Einkaufsmanager-Indizes für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor halten sich seit mehreren Monaten auf einem Stand von über 60, was auf eine anhaltende Dynamik aller fünf Teilbereiche (Neue Aufträge, Produktion, Lieferungen, Lagerbestände und Beschäftigung) hindeutet. Jedoch sind auch hier erste mögliche Trendwendepunkte erkennbar.

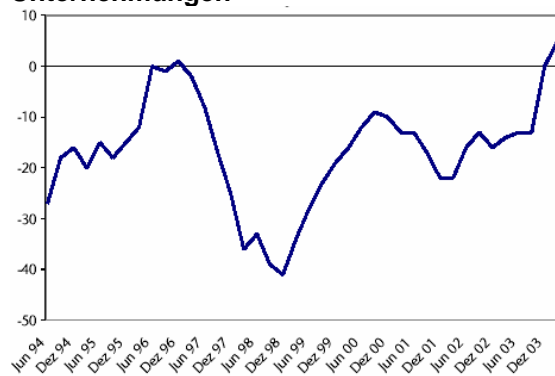
Einkaufsmanager-Indizes für den Industrie- und den Dienstleistungsbereich



Quelle: Datastream

In Japan verbessert sich die Stimmung zusehends und der anhaltende Wirtschaftsaufschwung wird bestätigt. Die vierteljährliche Tankan-Umfrage der Zentralbank bei über 10'000 Unternehmen im März zeigte zum vierten aufeinanderfolgenden Mal eine Erholung des wirtschaftlichen Umfeldes, sowohl bei Grossunternehmen als auch bei kleineren und mittelgrossen Unternehmen. Besonders im nicht verarbeitenden Gewerbe gewinnen die Optimisten an Stärke. Der Diffusionsindex für den Dienstleistungssektor weist erstmals seit 7 Jahren wieder ein positives Vorzeichen auf.

Anhaltender Optimismus bei Japans Unternehmen



Quelle: Datastream

Im Gegensatz zu Japan konsolidiert in Europa der Wirtschaftsaufschwung nach mehr als einem Jahr des rasanten Anstieges. Der Geschäftsklima-Index der Eurozone fiel im März auf ein Fünf-Monats-Tief. Ebenso mussten die Stimmungsindikatoren ifo und ZEW von Deutschland leichte Rückgänge hinnehmen.

Eine Trendumkehr ist jedoch nicht zu erwarten. Mit wenigen Ausnahmen konnten die Firmenabschlüsse in den vergangenen drei Monaten überzeugen. Insbesondere trugen die sektorübergreifend eingeleiteten Cost-Cutting-Massnahmen der vergangenen Jahre erste Früchte. Obwohl der Umsatz vor allem bei Unternehmungen des zyklischen Sektors in absoluten Zahlen noch hinter den Boomjahren um die Jahrtausendwende hinterher hinkt, resultierten dank Kostensenkungs- und Restrukturierungsmassnahmen bereits wieder hohe absolute Gewinne. Auch hier dürfte jedoch die Nachhaltigkeit des Gewinnwachstums und der Cash Flow-Generierung für den weiteren Erfolg einer jeden Unternehmung von grösster Bedeutung sein.

Deutliche Zeichen einer Wirtschafts-erholung und eines zunehmenden Vertrauens in die Finanzmärkte zeigt auch die stark anziehende Übernahmetätigkeit um den ganzen Globus. Das Volumen auf dem Europäischen Markt stieg im ersten Quartal um 30 Prozent. Dabei waren die Tendenz zu Gross-Mergers im zweistelligen Milliarden-Bereich (JP Morgan Chase/Bank One für USD 55.1 Mia.), die Rückkehr zu feindlichen Übernahmen bzw. Übernahmeversuchen (Sanofi-Synthelabo an Aventis für EUR 47.4 Mia.) und die grenzüberschreitenden Akquisitionen erstmals seit 1999 wieder deutlich erkennbar.

Das Handelsbilanzdefizit in den USA hat sich im Januar 2004, entgegen den Konsenschätzungen der Marktauguren, auf den Rekordstand von USD 43.1 Milliarden erhöht. Das im laufenden Wahljahr erwartete Budgetdefizit wurde mittels des Haushaltentwurfes 2005 von bisher USD 475 Milliarden neu auf USD 521 Milliarden nach oben revidiert. Massive Etaterhöhungen entfielen dabei auf das Pentagon, das Ministerium zum Schutz der Heimat und den Rüstungshaushalt. Somit steht der US-Budgetentwurf ganz klar im Zeichen der Terrorbekämpfung, der Inlandverteidigung sowie des Einsatzes im Irak. Eine Halbierung des Fehlbetrages auf USD 237 Milliarden bis ins Jahr 2009 wurde in Aussicht gestellt.

**Rückblick Finanzmärkte
1. Quartal 2004**

Die Entwicklung der Hauptaktienmärkte lag in den ersten drei Monaten zwischen -2.7 Prozent (Deutschland) und +9.8 Prozent (Japan) und kann somit als moderat positiv betrachtet werden. Bezieht man jedoch, ungeachtet des erhöhten Risikogrades und vorwiegend zu Vergleichszwecken, sämtliche Weltaktienmärkte in die Analyse mit ein, dann muss das erste Quartal als ausserordentlich erfreulich bezeichnet werden.

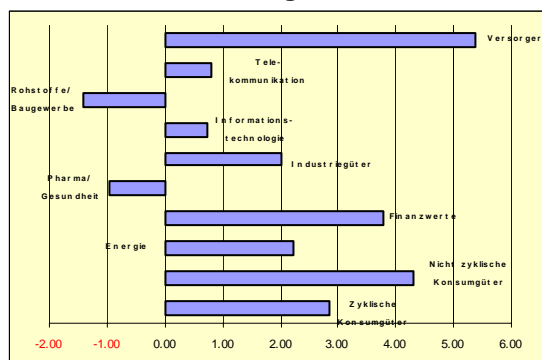
Weltweite Erholung der Aktienmärkte
Insbesondere an den asiatischen Märkten und in den Schwellenländern waren Aktienindex-Entwicklungen im positiven zweistelligen Bereich die Regel. In Asien avancierten die chinesischen Börsen Shanghai A mit 16.8 und Shanghai B mit 12 Prozent, Malaysia mit 11.9 Prozent und Taiwan mit 10.6 Prozent. Die europäischen Schwellenländer wurden angeführt von der Ukraine mit 61.3 Prozent, Russland mit 32.7 Prozent, Rumänien mit 36.9 Prozent, Tschechien mit 25.0 Prozent und Ungarn mit 17.2 Prozent. In Südamerika erhöhte sich der peruanische Lima-Index um 24.7 Prozent und der mexikanische Bolsa Index um 19.6 Prozent. Auch etabliertere Aktienmärkte Europas wie der österreichische ATX-Index mit 20.8 Prozent, der norwegische OBX-Index mit 13.0 Prozent und der finnische HEX-Index mit 11.7 Prozent legten markant zu. Als Vergleich dazu ersehen Sie aus der nachfolgenden Tabelle die Performance der Hauptaktien-Indizes für das gesamte erste Quartal 2004 und die Entwicklung der Leitindizes bis zum Ausbruch der Gewaltwellen.

Hauptaktien-Indizes	Entwicklung 1. Quartal 2004	Entwicklung 01.01 – 04.03.04
SPI	+ 3.45%	+ 9.03%
SMI	+ 2.38%	+ 8.14%
DAX	- 2.74%	+ 4.25%
AEX	+ 0.36%	+ 7.07%
CAC 40	+ 1.89%	+ 6.16%
FTSE 100	- 2.04%	+ 1.84%
Dow Jones Ind.	- 0.92%	+ 1.28%
S&P 500	+ 1.29%	+ 3.86%
Nasdaq	- 0.46%	+ 2.58%
Nikkei 225	+ 9.76%	+ 6.79%
Hang Seng	+ 0.50%	+ 6.96%

Basis Referenzwährung, ohne Dividenden

Defensive und Zyklischer als Zugpferde
Entgegen den Prognosen der Mehrheit der Chief Investment Officer's inländischer und ausländischer Gross- und Privatbanken zeigten sich die defensiven Sektoren in der besten Marktverfassung. Die Versorger-Werte avancierten um beachtliche 5.4 Prozent, die zyklischen Konsumgüterwerte legten um 2.8 Prozent zu.

Sektorielle Entwicklung der Aktien im Q1 04



Quelle: Bloomberg (MSCI World Sector Indices)

Auch eher überraschend notierten die Branchen Pharma/Gesundheit und Rohstoffe/Baugewerbe mit 1 Prozent bzw. 1.4 Prozent in negativem Territorium.

Gestiegene Risikoaversion der Anleger

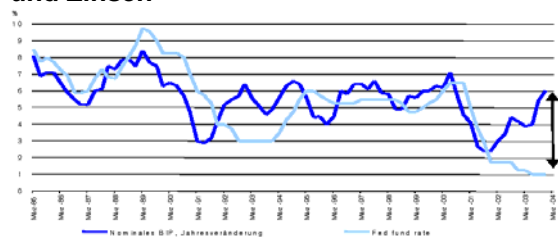
Die Verunsicherung an den Börsen hat im Monat Februar eine Trendumkehr erfahren. Die Risikoneigung der privaten Anleger und professionellen Investoren hat sich seit Januar 2004 vom risikoneutralen Status Richtung „risikofreudig“ entwickelt. Nach den moderat ausgefallenen Wirtschaftsdaten Anfang März und besonders nach den Madrider Terroranschlägen kehrte das Klima-Barometer der Verunsicherung rasant ins risikoneutrale Gebiet zurück. Auch wenn sich die aktuelle Marktverfassung aufgrund des Silberscheins am Arbeitsmarkt-Horizont Anfang April wieder deutlich verbessert hat, ein Aufflackern von kriegerischen oder terroristischen Gewaltanwendungen reicht aus, um die Angst an die Finanzmärkte zurück zu bringen. Natürlich ist es vermessen, den Zeitpunkt, das Ausmass und die Intensität eines weiteren Anschlages zu prognostizieren. Jedoch müssen sich die Marktteilnehmer der mit aller Konsequenz ausgeführten „neuen“ Gefahren auch bewusst sein. Terroristische Übergriffe haben seit dem Ereignis 9/11 eine neue Dimension erhalten, welche nun mit dem Ereignis 3/11 eine Fortsetzung und mit Bestimmtheit noch kein Ende gefunden haben. Es sind weniger die wirtschaftlichen Folgen, welche zur Besorgnis Anlass geben, als vielmehr der psychologische Einfluss (siehe Anlagekommentar 1/04). Die Attentate in New York, Bali, Casablanca und nun Madrid wirkten nur kurzzeitig negativ auf die ökonomische Verfassung. Obwohl einzelne Branchen hart getroffen wurden, gesamtwirtschaftlich verschlechterte sich das Bild nicht fundamental. Die psychologische Komponente erhält insofern noch mehr Gewicht, als dass wir uns zum jetzigen Zeitpunkt in den besonders anfälligen Aktienmärkten in manchen Ländern auf einem Zweieinhalb-Jahres-Hoch befinden. Somit besteht ein bedeutend höheres Rückschlagpotential als in den zurückliegenden Baissejahren mit einem ohnehin schon negativen Sentiment an den globalen Finanzmärkten. Eine sich beschleunigende weitere Abfolge von Anschlügen würde diese Entwicklung nur noch akzentuieren.

Zinserhöhungen weiterhin wahrscheinlich

Die Futures-Märkte preisten im Januar eine Erhöhung der Fed Funds von 50 Basispunkten per Mitte 2004 ein. Wie weitläufig antizipiert wurde, beliess die US-Notenbank an ihrer Sitzung Ende Januar die Leitzinsen unverändert auf dem Niveau von 1.00 Prozent.

Die nicht minder stark beachtete Wortwahl des Offenmarkt-Ausschusses bezüglich der zukünftigen Entwicklung der Fed Funds Rate wurde von „that policy accomodation can be maintained for a considerable period“ neu auf „it can be patient in removing its policy accomodation“ geändert. Somit ist die Zentralbank einer ersten Zinserhöhung gedanklich näher gekommen und bereitet mit ihrem Statement zur Geldpolitik die Märkte auf eine mögliche Zinserhöhung zu einem späteren Zeitpunkt vor. Weitere Anzeichen die einen Anstieg noch in diesem Jahr wahrscheinlich werden lassen, ist einerseits die grosse Diskrepanz zwischen dem nominalen BIP-Wachstum von rund sechs Prozent und dem rekordtiefen Niveau der Leitzinsen von einem Prozent.

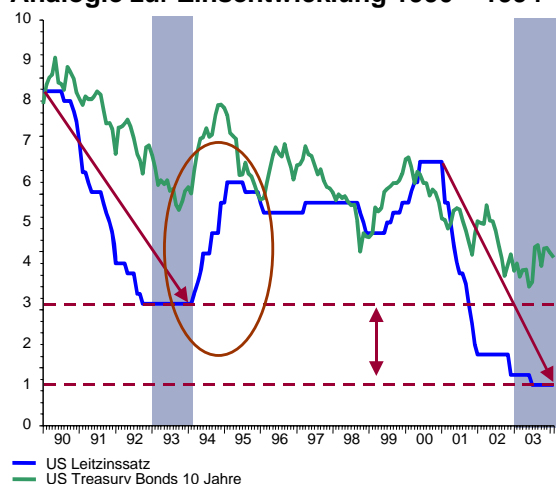
Divergenz zwischen Bruttoinlandprodukt und Zinsen



Quelle: Bloomberg

Andererseits sind **einige Parallelen mit dem Bondcrash im Jahre 1994** erkennbar. Die Verhaltensmuster ähneln sich insofern, da die Obligationenrenditen in den Jahren 1990, 1991 und 1992 ebenfalls stark rückläufig waren und die Geldpolitik innerhalb von vier Jahren von einem restriktiven auf einen stark expansiven Kurs übergang.

Analogie zur Zinsentwicklung 1990 – 1994



Quelle: Datastream

Weitere Ähnlichkeiten sind die negativen Realzinsen während rund zwei Jahren, die sich stark verengenden High Yield Spreads im Vorfeld des Crash und die rückläufige Inflation.

Die Europäische Zentralbank liess ihre Zinsen ebenfalls unverändert. Die im ersten Quartal 2004 weiterhin schwache US-Valuta und die anhaltende Euro-Stärke, welche die Konsumdynamik in Europa negativ beeinflusste, liessen in Europa zwischenzeitlich Zinssenkungsphantasien aufkommen. EZB-Präsident Trichet verwies an der Pressekonferenz, dass die Geldpolitik im Einklang mit der mittelfristigen Preisstabilität stehe und dass die Inflation der Kompass für die Geldpolitik darstelle.

Eine Zinssenkung nahm die Norwegische Zentralbank vor. Sie reduzierte den Leitzins um 0.25 Basispunkte auf 2.00 Prozent, womit sich die kummulierten Senkungen seit Dezember 2002 auf 500 Basispunkte belaufen. Eine weitere Lockerung kann nicht ausgeschlossen werden und ist abhängig von der Entwicklung der Kerninflation und dem handelsgewichteten Wechselkurs. Auch die Riksbank, die Schwedische Notenbank, senkte ihren Leitzins auf 2.00 Prozent, jedoch um volle 50 Basispunkte. Der Zinsschritt war auch in dieser Deutlichkeit vom Markt erwartet worden und resultierte aus dem schwachen Arbeitsmarkt und dem günstigen Inflationsausblick.

Eine Zinserhöhung als geldpolitischen Präventivschlag nahm die Bank of England vor und erhöhte die Zinsen von 3.75 Prozent auf 4.00 Prozent. Dies ist bereits der zweite Anstieg nach dem Tiefstwert von 3.50 Prozent im Sommer/Herbst 2003. Präventivschlag darum, weil die Inflation in Grossbritannien mit 1.30 Prozent sogar deutlich tiefer als der neue Zielwert der Zentralbank von 2.00 Prozent liegt.

Rückläufige Obligationenrenditen

Die Renditen der 10jährigen Bundesanleihen reduzierten sich in der Schweiz um rund 20 Basispunkte von 2.71 auf 2.50 Prozent und in Deutschland um 36 Basispunkte von 4.29 auf 3.93 Prozent. Die Rendite des 30jährigen US-Treasuries sank um 0.3 Prozent von 5.07 auf 4.77 Prozent. Aufgrund dieser Zinsentwicklung resultierte bei den Obligationenanlagen im Laufzeitensegment drei bis sieben Jahre reine Kurssteigerungen von rund 1.10 Prozent im Schweizer Franken, 1.98 Prozent im Euro und 1.54 Prozent im US Dollar. Bei den Obligationen im Britischen Pfund resultierte im ersten Quartal für dieselben Laufzeiten ein Kurseffekt von minus 20 Basispunkten. Just Ende März/Anfang April setzte eine starke Kurskorrektur ein, welche den Grossteil der Gewinne seit Anfang Jahr dahin schmelzen liess.

Der High Yield-Obligationen-Markt profitierte weiterhin von mehr Herauf- als Herabstufungen. Der Kreditzyklus scheint sich weiter zu optimieren, indem die Unternehmen ihre Zinsdeckung (Verhältnis der operativen Gewinne zum Nettozinsaufwand) laufend erhöhen und die Qualität ihrer Bilanzen (gemessen am Verhältnis Nettoverschuldung/Eigenkapital) verbessern.

Ausblick 2. Quartal 2004

Zunehmende Volatilität

Wir bleiben bei unserer moderat positiven Einschätzung für die weltweiten Finanzmärkte, nicht zuletzt aufgrund des deutlichen Erkennungszeichens einer sich verbessernden Situation am US-Arbeitsmarkt. Trotzdem werden die Auswirkungen der in der zweiten Jahreshälfte zu erwartenden restriktiveren Fed-Politik damit nicht kompensiert. Ein Ausgleich der prognostizierten Wirtschaftsabschwächung kann jedoch durch exogene Faktoren, wie beispielsweise die anhaltende Wachstumsdynamik in China und in anderen südostasiatischen Staaten, wettgemacht werden. Unterstützung bieten auch wirtschaftspolitische Massnahmen im Rahmen der US-Präsidentschaftswahlen im November dieses Jahres.

Die Volatilität sowohl an den Aktien- als auch an den Obligationenmärkten wird aufgrund der makroökonomischen Fragezeichen und der infolge möglicher weiterer Terror-Anschläge latent vorhandenen Risikoaversion der Marktteilnehmer zunehmen.

Beibehalten wird unsere Performance-erwartung für das Gesamtjahr 2004 von 6 bis 12 Prozent für Anleger mit einem ausgewogenen Anlageprofil. Die Jahresperformance von Investoren mit einem höheren Aktienanteil als 50 Prozent wird in diesem Jahr über demjenigen von balanced-orientierten Anlegern liegen.

Anlagestrategie 2. Quartal 2004 DELTA Investment Partner AG

Anlageergebnis 1. Quartal 2004 (neu)

Seit Beginn des Jahres 2004 rechnen wir auf Monatsbasis für alle fünf Anlageprofile Zinsertrag, Konservativ, Ausgewogen, Dynamisch und Aktien anhand von bekannten Benchmark-Indizes die Performance. Somit kann einerseits die Leistung der Anlagestrategie des Vermögensverwalters gemessen und andererseits können Portfolios mit identischen Risikoeigenschaften miteinander verglichen werden. Die Publizierung der Benchmark-Performance pro Anlageprofil bildet ab dem Anlagekommentar 2/04 einen integrierten Bestandteil unseres quartalsweisen Rück- und Ausblicks.

Performance Anlagestrategie DELTA (Ref.whg. CHF)

Zinsertrag	+1.40%
Konservativ	+1.78%
Ausgewogen	+2.09%
Dynamisch	+2.38%
Aktien	+2.49%

Portfoliostrukturen 2. Quartal 2004

Die taktischen Strukturen der Portfolios werden für das 2. Quartal 2004 unverändert belassen. Für Anleger mit einem ausgewogenen Anlageprofil bedeutet dies eine Weiterführung der, relativ betrachtet, zehnpromtigen Übergewichtung der Aktienquote (55 Prozent). 20 Prozent der Anlagen bleiben in Obligationen angelegt, die restlichen 25 Prozent sind in kurzfristigen Geldmarktanlagen investiert. Im Verlaufe des zweiten Quartals 2004 werden wir rund fünf Prozent in die Anlagekategorie „Diverse & Alternative Anlagen“ investieren. Diese Quote wird zulasten der Liquidität aufgebaut und soll in den bevorstehenden schwankungsanfälligeren Finanzmärkten dem Wertschriftenportfolio zusätzliche Stabilität bieten und den Diversifikationsgrad erhöhen.

Hinsichtlich der regionalen Gliederung hat sich das erhöhte Engagement in den Anlagemärkten Asiens und Japans, unseren Favoriten für das Anlagejahr 2004 (siehe Anlagekommentar 1/04), bereits ausbezahlt. Wir halten an unserer Empfehlung fest und werden die Investitionen selektiv ausbauen. Die europäischen Aktienanlagen werden wir im Zuge der bevorstehenden EU-Osterweiterung mittels einer gezielten Fondsanlage breiter fächern. Hiefür wird die US-Aktienquote aus Bewertungsgründen reduziert. Für Aktienanlagen in der Schweiz bleiben wir neutral.

Positiv auf das Anlageergebnis hat sich die **sektoriell breite Diversifikation** ausgewirkt. Die Mischung aus Value- und Growth-Werten werden wir weiterhin beibehalten. Vier unserer sechs Sektor-Favoriten erzielten eine positive Quartalsperformance von durchschnittlich 2.97 Prozent, die Branchen Pharma/Gesundheit und Basisgüter tendierten im Mittel um 1.19 Prozent im negativen Bereich. Den Bewertungsabschlag bei den Pharma-Valoren werden wir für einige Zukäufe nutzen. Ansonsten wird die aktuelle Über- bzw. Untergewichtung pro Sektor belassen, jedoch werden innerhalb der Subsektoren einzelne Änderungen vorgenommen.

Die **Untergewichtung der Obligationen-anlagen** hat sich im 1. Quartal 2004 noch nicht ausbezahlt. Das Rückschlagpotential hat sich jedoch weiter verschärft, weshalb wir von einer Aufstockung der Quote absehen.

DELTA Investment Partner AG