

Hand aufs Herz

Wer hatte zu Beginn des vergangenen Jahres schon an eine solch triumphale Rückkehr der Aktien im Jahre 2003 geglaubt? Wohl nur die kühnsten Optimisten! Aber Achtung: Weder soll man für das Jahr 2004 in Euphorie ausbrechen, noch sollen einen die teilweise bereits beträchtlichen Kursavancen der Aktien davon abhalten, Neuengagements zu tätigen. Doch nun der Reihe nach:

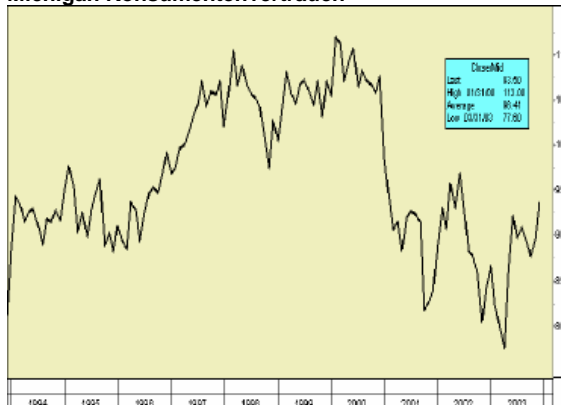
Rückblick Wirtschaft 2003

Zu Beginn des Jahres war die Verunsicherung aller Marktteilnehmer gross. Einerseits lähmte die Atemwegerkrankung Sars die asiatische Wirtschaft und beeinflusste in zunehmendem Masse ausgewählte Geschäftszweige in den USA und Europa. Andererseits war es nur eine Frage der Zeit, bis US-Präsident George W. Bush den Startschuss für den seit Monaten angekündigten und den bereits seit 2001 vorbereiteten Irak-Krieg geben würde. Überdies schaffte es der niederländische Detailhandelskonzern Ahold, die seit den erschütternden Bilanzskandalen von Enron und Worldcom omnipräsente Skepsis zur Rechnungslegung von Firmenkonglomeraten mit ihren Aussagen über interne Ungereimtheiten wieder aufleben zu lassen.

Konjunktureller Tiefpunkt im Frühjahr 2003

Kurzum: die weltweit lähmende Wirtschaft wurde – unter anderem durch die genannten, mehrheitlich exogenen Faktoren – zusätzlich geschwächt und ein Grossteil der wichtigsten Konjunkturbarometer gab wenig Erholungszeichen, im Gegenteil. Die Industrieproduktion war im März auf einen Zwei-Jahres-Tiefstwert gefallen, das Konsumentenvertrauen, mit einem Stand von 77.6, tendierte seit 1993 nicht mehr unter der Marke von 80 und die Kapazitätsauslastung sank gar im Juni auf einen seit 1983 nicht mehr erreichten Stand von 74.0.

Michigan Konsumentenvertrauen

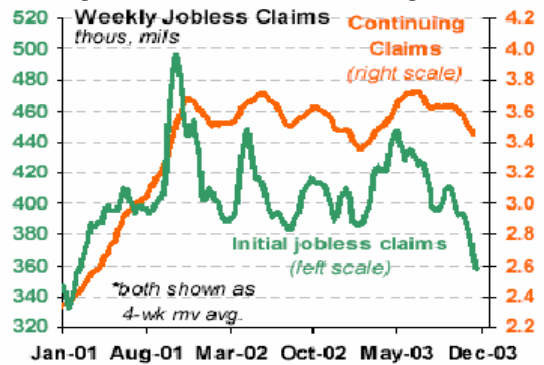


Quelle: Bloomberg

Weltweite Konjunkturbelebung im zweiten Halbjahr 03

Heute, lediglich sieben bis zehn Monate später, haben sich nicht nur die Vorzeichen gedreht, sondern die unterschiedlichen wirtschafts-politischen Massnahmen können an der Konjunkturfront bereits erste Erfolge aufweisen. In Amerika waren diese Auswirkungen besonders ausgeprägt. Zum Jahresende hin überschlugen sich die positiven Schlagzeilen auf makro- und mikroökonomischer Ebene: Das Brutto-sozialprodukt erreichte im dritten Quartal mit einem Zuwachs von 8.2 Prozent den Höchstwert der letzten 20 Jahre, die Industrieproduktion stieg, ebenfalls im dritten Quartal, um 9.4 Prozent, den stärksten Anstieg seit 1984. Gleichzeitig sanken die Arbeitskosten je Produktionseinheit um 5.8 Prozent, die grösste Einsparung seit 1983. Auch die Arbeitsmarktdaten, insbesondere die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, verbesserten sich stetig seit dem ersten Quartal und erreichten Ende Jahr den Stand von 339'000, den tiefsten Wert seit beinahe drei Jahren.

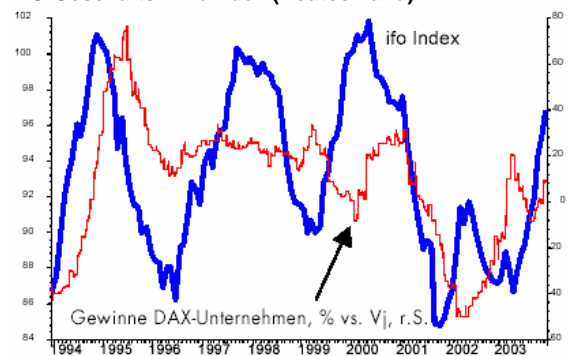
Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung



Quelle: Brown Brothers Harriman

Aber nicht nur in Amerika wirkten sich die Wirtschaftsstimulierungs-Massnahmen positiv aus, sondern auch in Japan und Europa. In Deutschland kletterte der Geschäftsklimaindex auf den höchsten Stand seit 2001. Insbesondere die Teilkomponente „Geschäftserwartungen“ stieg stärker als prognostiziert.

Ifo-Geschäftsklimaindex (Deutschland)



Quelle: Datastream

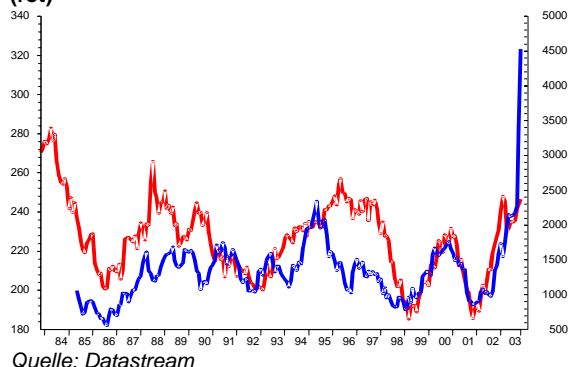
In Japan zeigte der Tankan-Quartalsbericht im Dezember eine Erholung der Geschäftsbedingungen auf breiter Front. Sowohl 14 von 15 Subsektoren des verarbeitenden Gewerbes als auch der Dienstleistungssektor verzeichneten eine Verbesserung der Geschäftslage.

Auf Unternehmungsebene konnten Firmen, insbesondere der zyklischen Sektoren, vermelden, die Talsohle definitiv durchschritten zu haben. Nicht nur wurde die Mehrzahl der Analystenschätzungen im zweiten Halbjahr übertroffen, sondern die Prognosen 2004 wurden firmenseitig auch oftmals angehoben.

Wachstum durch exogene und endogene Faktoren

Die Gründe für diesen rückblickend – und mit genügend Abstand betrachtet – in diesem Ausmass unerwarteten Stimmungsumschwung an der Wirtschaftsfront, ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Zum einen ist da die expansive Geld- und Fiskalpolitik, indem die Zentralbanken weltweit die Leitzinsen auf historische Tiefstwerte senkten, grosse Mengen Liquidität in den Geldkreislauf pumpeten und fiskalpolitische Impulse setzten. Zum andern erhöhten, insbesondere die Vereinigten Staaten, die Staatsausgaben in hohem Masse. Nicht zu vergessen sind die globalen Auswirkungen der aufstrebenden Wirtschaftsmacht China und der Schwellenländer in den asiatischen und osteuropäischen Regionen. Sie dienen in zunehmendem Masse als attraktiver Wirtschaftsstandort für weltweit operierende Unternehmungen. Nicht erst seit verganginem Jahr hat, sowohl bei Grossfirmen, als auch bei kleineren und mittleren Unternehmungen (KMU) eine regelrechte Outsourcing-Dynamik eingesetzt, und Hunderttausende von Arbeitsplätzen wurden in diese Regionen ausgelagert. Zudem ist die Nachfrage nach Industriegütern und vor allem nach Rohstoffen exponentiell angestiegen. Dies zeigte sich insbesondere in der starken Nachfrage nach Frachtraum mittels dem Baltic Dry Index, welcher ein Richtwert für den Transport von Trockengütern darstellt.

Baltic Dry Index (blau) vs. Commodity Futures Index (rot)



Negativ entwickelte sich unter anderem das Handelsbilanzdefizit und das Aussenhandelsdefizit. Die trotz des schwachen USD-Wechselkurses volumenmässig ansteigenden Importe liessen das Handelsbilanzdefizit im Oktober auf den Stand von USD 41.7 Milliarden anschwellen, nachdem es im März 2003 mit USD 43.0 Milliarden den absoluten Tiefpunkt erreicht hatte. Die Konsumlust der Amerikaner hat zudem das Aussenhandelsdefizit auf ein Niveau von über 500 Milliarden US Dollar emporgehoben, was 5% der inländischen Wertschöpfung entspricht. Dies ist eine der Hauptkomponenten der starken Dollarabwertung seit Anfang September, welche dem Euro Ende Jahr mit 1.2595 Dollar den höchsten Stand seit Einführung am 1. Januar 1999 bescherte. Gegenüber dem Schweizer Franken sank die US-Leitwährung zum Jahresende auf einen seit sieben Jahren nicht mehr erreichten Tiefststand von 1.2391 ab.

Rückblick Finanzmärkte 2003

Die Implikationen der dargelegten wirtschaftlichen und politischen Ereignisse auf die Finanzmärkte waren im Jahre 2003 mannigfaltig. Es war ein Jahr der Extremwerte und deckte ein breites Spektrum von Marktanomalien und Verhaltensmuster der Marktteilnehmer ab. Trotzdem gerade deswegen lag ein Grossteil der Chefanalysiker und Wirtschaftsauguren mit ihren Börsenprognosen und –einschätzungen in der Nachbetrachtung neben der sich in der Realität zugetragenem Entwicklung.

Globale Erholung der Aktienmärkte

Am Tiefpunkt der Verunsicherung und der Marktnervosität und auf dem Höhepunkt der Risikoaversion sowohl professioneller als auch privater Anleger wurde nach zweieinhalb Jahren Baissemarkt die Wende eingeläutet. Kurz vor Beginn des Irak-Krieges am 20. März 2003 fanden die weltweiten Aktienmärkte Ihren Tiefpunkt. Um diesen Tiefpunkt und die darauffolgende Erholungsphase in die richtige Relation zu den Börsenentwicklungen in den 80er- und 90er-Jahren des 20. Jahrhunderts zu setzen, hier einige Kennzahlen:

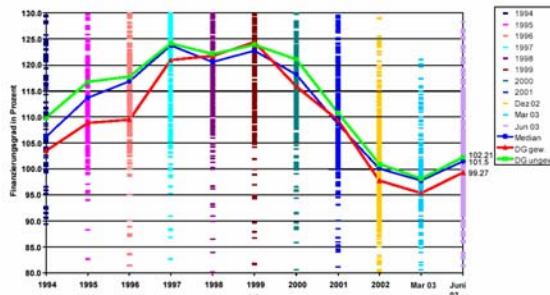
Weltaktien-Indizes	Rendite 2003	Stand unter All-Time-High
SPI	+22.06%	-31.34%
SMI	+18.51%	-34.49%
DAX	+37.08%	-50.83%
AEX	+ 5.23%	-51.87%
CAC 40	+16.66%	-48.60%
FTSE	+13.62%	-35.40%
Dow Jones Ind.	+21.20%	-10.82%
S&P 500	+22.13%	-27.20%
Nasdaq	+50.01%	-60.32%
Nikkei 225	+24.45%	-72.56%
Hang Seng	+34.92%	-31.29%

Basis Referenzwährung, ohne Dividenden

Erkenntnis aus dieser Gegenüberstellung ist, dass trotz der seit Mitte März 2003 stattfindenden Erholungstendenzen an den Weltaktienmärkten die wichtigsten Indizes in Europa, den Vereinigten Staaten und Übersee noch immer deutlich unter ihren Höchstwerten tendieren. Beispielsweise befindet sich der breitgefaste Schweizer Aktienmarkt mittels dem Referenzindex „Swiss Performance Index“ (SPI) noch immer knapp ein Drittel unter dem im August 2000 erreichten Höchstwert von 5'770 Punkten.

Das Jahr 2003 kann generell als Renaissance des Anlagemediums Aktie bezeichnet werden, und dies nachdem die Dividendenpapiere während rund einem Viertel Jahrzehnt gemieden und, im Zusammenhang mit der vieldiskutierten Unterdeckung von knapp der Hälfte der Pensionskasse per Ende 2002, gar verschmäht wurden.

Deckungsgradentwicklung seit 1994



Quelle: Complementa Investment-Controlling AG

Psychologie des Marktes und deren Einfluss

Einen hohen Stellenwert bei der Suche nach weiteren Gründen für die Wiedererlangung der Attraktivität von Aktienanlagen ist ohne Zweifel der Psychologie des Marktes und somit auch der Marktteilnehmer zuzuschreiben. Während in den ersten drei Monaten des vergangenen Jahres die Angst und Unsicherheit eine gewisse Lethargie an den Finanzmärkten auslöste, war in den Folgemonaten in leicht zunehmendem Masse ein wieder einsetzender Optimismus zu verspüren. Die hohe Relevanz des Stimmungsbarometers an den Märkten konnte im 2003 anhand von mehreren Beispielen beobachtet werden. Zum ersten ist da der genau Zeitpunkt des Umschwungs an den Aktienmärkten: Noch bevor die kriegerischen Aktivitäten der US-Truppen in Irak begannen, setzte weltweit eine starke kurzfristige Erholung ein. Innerhalb von nur 1½ Wochen (12. – 21. März 2003) legte beispielsweise der Swiss Performance Index um 19.9 Prozent zu. Kurz nach den ersten Kriegshandlungen korrigierten die Märkte, wiederum innerhalb von nur 1½ Wochen, um rund 7.7 Prozent (SPI).

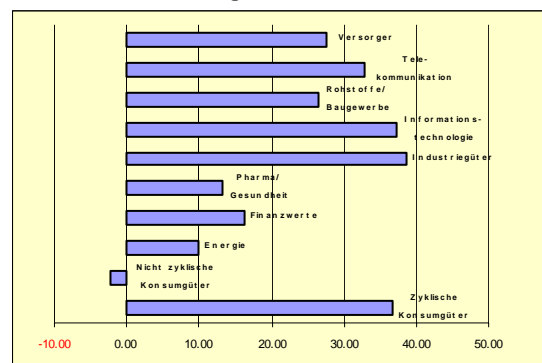
Diese Reaktion zeigt folgendes Verhaltensmuster deutlich auf: Die Finanzmärkte sind – im Normalfall – in hohem Masse effizient. Sie nehmen zukünftige Entwicklungen vorweg, im Finanzjargon als „eskomptieren“ bezeichnet und adjustieren bei Eintreten des Ereignisses je nach Höhe der Abweichung der Prognose nach unten oder nach oben. Diese Erkenntnis impliziert, dass bei der Einschätzung von zukünftigen Entwicklungen von Finanzmärkten neben den absoluten Prognosen auch die Vorhersagen relevanter Marktteilnehmer relativ zum Konsens der Schätzungen von grosser Bedeutung sind.

Die jüngsten Beispiele, wie die Psychologie an den Märkten tatsächlich spielt, sind die Verhaftung von Yukos-Chef Michail Chodorkowski am 25. Oktober 2003 und die Parmalat-Krise, welche bis zum heutigen Tag anhält. Obwohl es in beiden Fällen um Turbulenzen von hohem politischen Ausmass handelte, Summen in Milliarden-Höhe innerhalb von Wochen vernichtet wurden und eine gewisse Verunsicherung bestehen bleibt, konnten die Märkte aufgrund ihrer positiven Grundverfassung diese temporären Rückschläge absorbieren. Zum einen blieben die Auswirkungen regional und sektoriell beschränkt. Der italienische Hauptaktienindex MIBTEL und der russische RTS-Index tendieren, nach zwischenzeitlich kräftigen Einbussen, aktuell wieder um ihre Höchststände aus dem vergangenen Jahr. Zum anderen hätten solche Hiobsbotschaften in den angespannten Börsenjahren 2001/02 mit Bestimmtheit zu tiefgreifenden negativen und sich global manifestierenden Reaktionen geführt (Beispiele: Enron, Worldcom).

Zykliker melden sich zurück

Zwar konnten beinahe alle Branchen im vergangenen Jahr eine positive Performance erzielen, doch waren die Unterschiede ein weiteres mal beträchtlich.

Sektorielle Entwicklung der Aktien im Jahre 2003



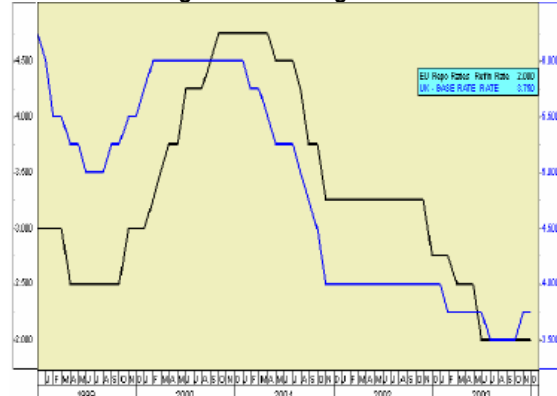
Quelle: Bloomberg (DJ Eurostoxx auf Frankenbasis)

Die zyklischen Branchen gehörten zu den grössten Gewinnern des Jahres 2003. Der Subindex der Industriewerte legte +38.7 Prozent zu und führt die Sektoren-Rangliste an. Knapp dahinter folgen die wiedererwachten Technologiewerte mit +37.2 Prozent und die zyklischen Konsumgüter mit +36.6 Prozent. Im Mittelfeld sind die Branchen Versorger (+27.5 Prozent) und Rohstoffe/Baugewerbe (+26.6 Prozent) anzusiedeln. Die Energie und Pharma-Werte figurieren mit +13.3 Prozent respektive +10.0 Prozent am Schluss. Für die nicht-zyklischen Konsumgüter resultierte sogar eine negative Performance von 2.3 Prozent.

Zinsen/Obligationen: Durchschnittliches Jahr für Obligationenanlagen

Das vergangene Jahr war das dritte in Folge nach 2001 und 2002, in welchem in Europa und den USA weitere Zinssenkungen der Notenbanken stattfanden. Das Federal Reserve Board senkte am 25. Juni 2003 letztmals die US Federal Funds Zielrate um 0.25 Prozent auf 1.00 Prozent. Dies war die einzige Senkung im Jahre 2003, nachdem sie in den zwei Vorjahren, vorwiegend im Jahre 2001, um insgesamt dreizehn Mal von damals 6.5 Prozent (Mai 2000) gesenkt wurde. Die Europäische Zentralbank senkte den Leitzins letztmals am 5. Juni 2003 um ein halbes Prozent auf 2 Prozent, die insgesamt siebte Reduktion der Refinanzierungssätze seit Oktober 2001 bei einem Niveau von 4.75 Prozent. Auch das Zinszielband in der Schweiz ist seit dem Jahre 2002 auf einem historisch tiefem Niveau von 0.00 bis 0.75 Prozent, den 3-Monats-Libor-Satz von 0.25 Prozent anvisierend. Die erste Erhöhung seit knapp vier Jahren hingegen nahm die Bank of England Anfang November 2003 vor, als sie den Basis-Zinssatz um ein Viertel auf 3.75 Prozent an hob, um den eigenen Inflationsprognosen Widerstand zu leisten.

Zinssentscheidungen Bank of England und EZB

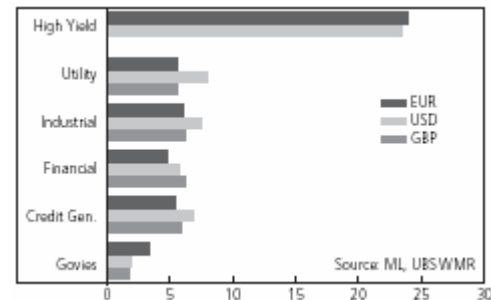


Quelle: Bloomberg

Die Entwicklung der Obligationenanlagen war geprägt von einer insgesamt hohen Schwankungsbreite und einigen Trendwenden. Einhergehend mit der kräftigen Erholung an den Aktienmärkten im März, korrigierten die Bondmärkte in weniger als zwei Wochen im mittleren Laufzeitenbereich um durchschnittlich rund 4.5 Prozentpunkte. Der Höhepunkt der knapp drei Jahre andauernden Bondhausse wurde Mitte Juni noch vor der letzten US-Leitzinssenkung erreicht. Anschliessend korrigierten die Obligationenmärkte stark, nachdem mit der Zinssenkung in den USA im Juni eine Trendumkehr der langfristigen Zinsentwicklung eingeläutet schien. Am Beispiel des vielbeachteten 30jährigen US-Treasury-Bonds machte die ausgeprägte Korrektur rund 17.6 Prozent aus. Von August bis Ende Jahr war der Grundton leicht positiv, allerdings mit relativ hohen Kursschwankungen und einem erneuten Zwischenhoch Ende September.

Die mit Abstand beste Performance im Jahre 2003 erreichten die High Yield-Obligationen und profitierten stark von der Reduktion der Kreditprämien.

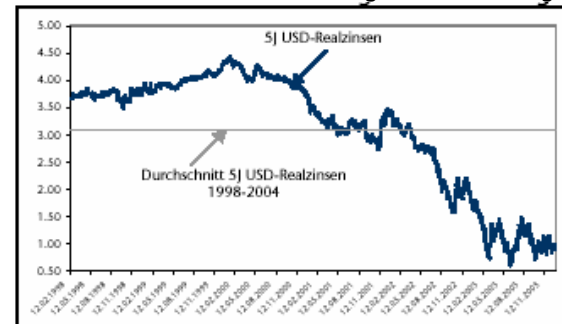
Gesamtrendite Festverzinsliche 2003



Quelle: ML, UBS Wealth Management Research

Hinsichtlich der Realzinsen befindet sich Amerika nicht nur unter jenen des Euroraumes, sondern auch, wie die folgende Grafik zeigt, deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt von 3.1 Prozent.

US-Realzinsen im historischen Vergleich sehr niedrig



Quelle: Reuters

Ausblick 2004

Abklingende Wachstumsdynamik

Wir erwarten für das laufende Jahr aufgrund der zahlreichen sehr erfreulichen makroökonomischen Kennzahlen in jüngster Vergangenheit ein – historisch betrachtet – durchschnittliches bis leicht überdurchschnittliches Anlagejahr. Die reinen Aktien-Investoren werden davon am meisten profitieren, für einen ausgewogenen Anleger mit einer mittleren Aktienquote von 50 Prozent prognostizieren wir eine Jahresperformance von 6 bis 12 Prozent.

Die Aktienmärkte haben bereits seit Ende Dezember und nun zu Beginn des Jahres 2004 einiges der erkennbaren Wachstumsdynamik vorweggenommen. Bekanntlicherweise sind die Zuwachsraten zu Beginn einer neuen Wachstumsphase am ausgeprägtesten. Wir gehen davon aus, dass die Wirkung einer sich abflachenden Konjunkturerholung aber erst im 4. Quartal 2004 oder gar erst im Jahre 2005 – und dies nur regional und sektoriell begrenzt – zu spüren ist.

Mittelfristiger Zinsanstieg unumgänglich

Die derzeit herrschende und durch die Finanzpresse untermauerte Wachstumseuphorie, insbesondere in den USA, wird die Renditen der Obligationen weiter ansteigen lassen und für ein unterdurchschnittliches Obligationenjahr besorgt sein. Eine negative Total Return-Performance der Nominalwerte über das gesamte 2004 dürfte nicht überraschen. Zudem erwarten wir, exogene Faktoren ausgeschlossen, dass Leitzinserhöhungen der EU- und US-Notenbanken notwendig werden, um Inflationsängste zu bekämpfen. Eine weitere (kurzfristige) Zinssenkung oder geldpolitische Massnahmen der Europäischen Zentralbank könnten anstehen, wenn der Zerfall der US-Valuta nach der jüngsten Erholung wieder einsetzen würde. Eine Gefahr der Destabilisierung des Währungsgefüges oder ganzer Volkswirtschaften sehen wir nicht.

Anlagestrategie

DELTA Investment Partner AG

Neue Anlageprofile (Beilage)

Seit Beginn des Jahres bieten wir neu fünf verschiedene Anlageprofile mit unterschiedlichen Risikoeigenschaften an. Die Spannweite reicht von einem reinen Obligationenportfolio bis zu einem reinen Aktienportfolio. Diese Anlageprofile sind konzeptionell in einen Top-Down-Prozess eingegliedert und werden mittels einer strategischen und taktischen Asset Allocation verfeinert.

Dadurch können schnell und effizient die Schlussfolgerungen aus den Entwicklungen an den Finanzmärkten in die Portfolios einfließen und ermöglichen eine permanente Überwachung der verschiedenen Anlagekategorien, Anlageregionen- und -märkte, Währungen sowie Sektoren und Branchen. Der regionalen und sektoriellen Diversifikation wird dabei eine grosse Bedeutung zugemessen.

Portfoliostrukturen

Die strategischen Strukturen der Portfolios werden für das Jahr 2004 neutral zum Benchmark positioniert. Bei einem ausgewogenen Anlageprofil bedeutet dies eine Aktienquote von 50 Prozent. Hinsichtlich der taktischen Asset Allocation für das 1. Quartal 2004 nehmen wir, relativ gesehen, eine Übergewichtung der Aktienquote von 10 Prozent vor. Daraus resultiert eine absolute Quote von 55 Prozent, damit in überdurchschnittlichem Masse an der von uns prognostizierten positiven Entwicklung an den Aktienmärkten partizipiert werden kann. Bezüglich der regionalen Gliederung stehen die Anlagemärkte Asien (oder Teilmärkte) und Japan im Vordergrund. Europa bevorzugen wir aufgrund der tieferen Bewertung gegenüber den USA. Die Schweiz bleibt attraktiv. Die Bedeutung der sektoriellen Gliederung wird auch in diesem Jahr hoch bleiben. Konjunkturabhängige Sektoren werden im Jahre 2004 bevorzugt, wenngleich der Diversifikations- und Stabilitätskomponente in einem Portfolio grosse Beachtung geschenkt wird. Unsere Favoriten, basierend auf dem Konzept des gemischten Value-/Growth-Ansatzes, sind die Sektoren Pharma/Gesundheit, Basisgüter, Versorger, Industriegüter, Finanzwerte und Informationstechnologie. Dem Mix der Subsektoren innerhalb der Hauptbranche fällt eine hohe Relevanz zu.

Die Obligationenanlagen werden deutlich untergewichtet. Das derzeit noch freundliche Obligationenumfeld mit leicht tieferen Zinsen als zu Beginn des Jahres wird für diesen Abbau benützt. Aufgrund des höheren Rückschlagpotentials werden insbesondere die längeren Laufzeiten reduziert. Die Quote bei allen fünf Anlageprofilen kommt so an die untere Benchmark-Bandbreite der Anlagekategorie Obligationen zu liegen.

Die freiwerdenden flüssigen Mittel werden, abgesehen von der Erhöhung der Aktienquote, vorläufig liquide belassen. Unter der Anlagekategorie „Diverse & Alternative Anlagen“ prüfen wir derzeit verschiedene Engagements.

DELTA Investment Partner AG