

DELTA Quarterly



INFORMATIONEN FÜR KUNDEN UND FREUNDE DER DELTA INVESTMENT PARTNER AG

„Irren Sie sich nicht – Die Entwicklungen an den Börsen werden nicht aufgrund von Fakten getroffen, sondern aufgrund von Ansichten über Fakten!“

Liebe Leserin, lieber Leser, die Aktienmärkte funktionieren derzeit nach dem Prinzip „Reculer pour mieux sauter!“ Kursrückgänge werden innerhalb kürzester Zeit von den Marktteilnehmern wieder für Neuinvestitionen genutzt, ungeachtet dessen, welcher fulminante Kursanstieg ein Grossteil der Aktien zum heutigen Zeitpunkt bereits hinter sich hat. Es stellt sich unweigerlich die Frage, weshalb selbst „Blue Chips“ wie beispielsweise eine ABB erst einen Kurssprung von 920 Prozent (!) in den letzten dreieinhalb Jahren vollziehen musste, um bei der Anlegergemeinde wieder als attraktives Investment beurteilt zu werden. Und dies ist kein Einzelfall: SwissLife gelten nach dem Kursanstieg von 745 Prozent seit März 2003 auf diesem Niveau wieder als vielerorts heiss gehandelte Übernahmekandidaten. Ebenso Zurich Financial Services nach einer Avance von 265 Prozent in der gleichen Berichtsperiode. Für das Dividendenpapier der Credit Suisse wurde zudem jüngst das Kursziel von einer Schweizer Privatbank von CHF 80.— auf rund CHF 100.— erhöht, dies wohlgerne nach einem Anstieg von 305 Prozent.

Die Finanzmarkt-Theorie besagt, dass die weltweiten Finanzmärkte in unterschiedlicher Form effizient sind. Dabei werden die *schwache*, die *halbstarke* und die *starke* Form unterschieden. Bei einem *schwach* effizienten Finanzmarkt sind lediglich die historischen Informationen im Markt und somit in den Börsennotierungen der Wertpapiere enthalten. Die *halbstarke* Form beinhaltet sämtliche öffentlich zugänglichen Informationen und ein *stark* effizienter Markt absorbiert in Sekunden alle existierenden Informationen, insbesondere auch solche, welche nur einem bestimmten Personenkreis zugänglich sind (Insider-Informationen).

Inhalt dieser Ausgabe

▲ Hauptartikel

- ▲ Effiziente Finanzmärkte vs. Börsenwahrheit
- ▲ Zinserhöhungs-Zyklus in den letzten Zügen
- ▲ Inverse Zinskurve in den USA & Grossbritannien

▲ Ausblick Wirtschaft & Finanzmärkte

- ▲ Wirtschaftswachstum leicht rückläufig
- ▲ Exogene Faktoren als Hauptgefahrenquelle
- ▲ Präsidentschaftswahlen werfen Schatten voraus

▲ Anlagestrategie DELTA

- ▲ Leichte und gezielte Erhöhung der Aktienquote

▲ DELTA Inside®

- ▲ Gibt es wirklich, die vielzitierte „wundersame Geldvermehrung“?

Die Finanzmärkte der industrialisierten Länder gelten als mindestens halb stark bis stark effizient. Der hohe Effizienzgrad hat allerdings nichts mit der Frage zu tun, ob die Börsen die unternehmerische und wirtschaftliche Wahrheit widerspiegeln, im Gegenteil. Wie ist es sonst zu erklären, dass der traditionsreiche und führende Energie- und Automations-technik-Konzern ABB mit weltweit über 100'000 Angestellten vor wenigen Jahren für den Schnäppchenpreis von CHF 4.4 Milliarden hätte erworben werden können. Zum Vergleich: Heute beträgt die Marktkapitalisierung von ABB rund CHF 45 Milliarden. Dies ist nur eines von vielen Beispielen, welches darauf hinweist, dass es an den Finanzmärkten oftmals zu psychologisch begründeten und zeitlich nicht abschätzbaren Über- oder Unterbewertungen kommt.

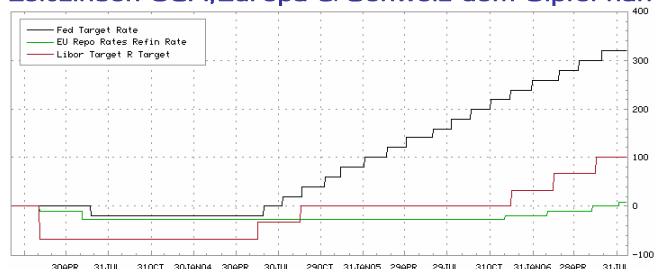
Die Börsen sind, in zunehmendem Masse, den unterschiedlichsten Marktteilnehmern, Anlegergruppen und Wirkungskräften ausgeliefert, beispielsweise der Hedge Fund- und Private Equity-Industrie, den Analyse- und Financial Engineering-Abteilungen grosser Finanzdienstleister und dem stark zyklischen Geschäftsgebaren der Medien im Bereich Wirtschaft und Finanzen. Es darf deshalb nicht ausser acht gelassen werden, liebe Leserin, lieber

Leser, dass **die Finanzmärkte zwar sekundenschnell vermeintlich kursrelevante Informationen absorbieren können, es sich dabei jedoch nur um subjektive Meinungen und Ansichten bestimmter Marktteilnehmer handelt.**

Von Zinserhöhungen geprägtes 2006

Das Federal Reserve Board mit dem seit Anfang Jahr neuen US-Notenbankchef Ben Bernanke realisierte im Jahre 2006 die Leitzinserhöhungen Nr. 14 bis 17 auf ein aktuelles Niveau von 5.25 Prozent. Seit sechs Monaten und anlässlich der vier letzten FOMC-Sitzungen wurde nun der Schlüsselzins unverändert gelassen, nicht zuletzt aufgrund der nachlassenden Inflationsrisiken, mehrheitlich basierend auf dem starken Rückgang des Erdölpreises seit August 2006. In Europa erhöhte die Zentralbank unter der Federführung von EZB-Chef Jean-Claude Trichet den Leitzins, in diesem Jahr gar fünf Mal um 25 Basispunkte, von ursprünglich 2.25 Prozent auf 3.50 Prozent. Die EZB-Vertreter in Frankfurt gehen nach wie vor von einer realistischen Gefahr für die Geldwertstabilität aus, obwohl sich die Inflation in den letzten Monaten deutlich moderater entwickelte als angenommen. In der Schweiz realisierte die Nationalbank im Jahre 2006 vier Zinsschritte, nämlich von 1.25 Prozent auf 2.00 Prozent, wobei sich die SNB auf die Kunst des „autonomen Nachvollzugs“ spezialisierte. Notenbankchef Jean-Pierre Roth hat anlässlich der vergangenen Sitzungen immer exakt den Schritt nachvollzogen, welcher durch den Geldmarkt bereits vorweggenommen wurde. Weitere Leitzinserhöhungen fanden zudem im Jahre 2006 in Norwegen (100 Basispunkte), Grossbritannien (50 Basispunkte) und Japan (25 Basispunkte) statt. **Wir gehen davon aus, dass die Phase der ununterbrochenen Zinserhöhungen im Jahre 2007 ihr Ende finden wird und vereinzelt bereits wieder Lockerungen der Geldpolitik zu sehen sein werden. Dabei dürfte dem Timing der Notenbank-Chefs grosse Bedeutung zukommen, um einerseits das Wirtschaftswachstum nicht abrupt abzuwürgen und andererseits die Preisstabilität nicht zu gefährden.** Zudem dürfte sich die Zinsdifferenz zwischen dem US Dollar und dem Euro weiter verkleinern.

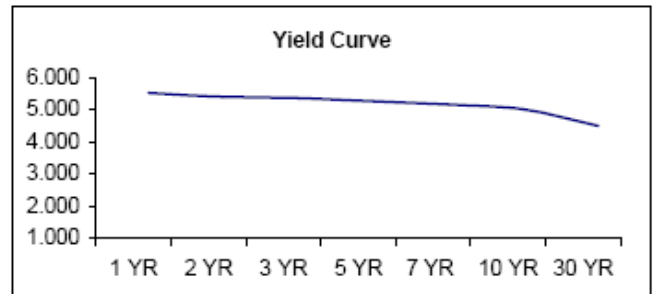
Leitzinsen USA, Europa & Schweiz dem Gipfel nah



Quelle: Bloomberg

Die Zinserhöhungen haben im zu Ende gehenden Jahr zu einem deutlichen „Flatening“ der Zins- bzw. Renditekurven geführt, das heisst zu einer Verflachung der Zinsstruktur. In den USA und Grossbritannien resultierte aus der gegensätzlichen Entwicklung der Kurz- und Langfristzinsen gar eine inverse Zinsstruktur.

Inverse Zinsstruktur Grossbritanniens



Quelle: Bloomberg

Der 3-Monats-Geldmarktsatz hat sich in Grossbritannien, einhergehend mit den Leitzinserhöhungen der Bank of England, seit Anfang August von der Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen deutlich abgekoppelt.

Geldmarktpapiere rentieren besser als Anleihen



Quelle: Datastream

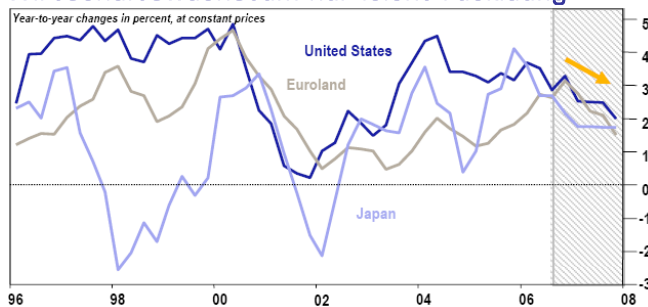
Der aktuelle Geldmarktsatz von 5.28 Prozent deutet auf eine weitere Zinserhöhung der Londoner Notenbank hin und dürfte das Britische Pfund weiter stärken.

Die Zinsentwicklungen und insbesondere die Veränderung der Zinsdifferenzen waren ausschlaggebend für die Stärke des Britischen Pfunds (+4.8 Prozent) und des Euros (+2.6 Prozent) sowie für die Schwäche des US Dollars (-8.5 Prozent) und des Japanischen Yens (-8.1 Prozent) gegenüber dem Schweizer Franken. **Verstärkt wurden die Währungsschwankungen zudem von den „Carry Trades“, deren Volumen in den letzten Jahren stark zugenommen haben.** SNB-Chef Jean-Pierre Roth warnte deshalb unlängst die Finanzgemeinde vor Übertreibungen im Zusammenhang mit den Spekulationen zur Ausnutzung von Zinsdifferenzen zwischen zwei Währungen, insbesondere auch mit der Schweizer Währung.

Ausblick Wirtschaft und Finanzmärkte

Die erfreulich moderate Entwicklung der Konsumentenpreise, zur Hauptsache zurückzuführen auf den Preisrückgang des Erdöls von rund USD 78 auf aktuell USD 62 (Brent Crude Oil), erhöht die Chancen auf ein **Soft Landing** markant. Die BIP-Wachstumsraten haben aller Voraussicht nach ihren Zenit im Jahr 2006 überschritten und werden im nächsten Jahr leicht zur Schwäche neigen.

Wirtschaftswachstum nur leicht rückläufig



Quelle: FactSet

Weitere Faktoren, welche für ein einigermaßen stabiles Wirtschaftswachstum sprechen, sind die Detailhandelszahlen, die Arbeitsmarktdaten, der Einkaufsmanager-Index für das Dienstleistungsgewerbe und das Konsumentenvertrauen. Selbst der vielbeachtete US-Häusermarkt scheint sich langsam zu stabilisieren. Insgesamt hat sich der Abschwung am Immobilienmarkt bisher erstaunlich wenig auf den Konsum ausgewirkt. Ein weiterer wichtiger Indikator, welcher den moderat positiven Wirtschaftsausblick bestätigt, ist die Kapazitätsauslastung des verarbeitenden Gewerbes, welche sich seit November 2005 konstant über der wichtigen Marke von 80 Prozent hält. **Wir gehen für das Jahr 2007 von einer leichten Abschwächung des weltweiten Wirtschaftswachstums aus und betrachten die Situation, trotz all den zusehends stimmenden makroökonomischen Daten, als fragil. Insbesondere exogene Schocks, wie geopolitische Auseinandersetzungen, Terroranschläge, Umweltkatastrophen, Pandemien und politische Instabilitäten, könnten die Nachhaltigkeit des Wachstumspfadef gefährden.** Zu beachten gilt es im Jahr 2007 die Präsidentschaftswahlen in Frankreich, Belgien, Irland und Grossbritannien sowie die Parlamentswahlen in Russland. Zudem werden die beiden mächtigsten Volkswirtschaften USA und Russland im Jahre 2008 ebenfalls ihre Präsidenten wählen. Dieser Umstand wird die politische und wirtschaftliche Agenda bereits im kommenden Jahr massgeblich beeinflussen und ihren Schatten auf die Finanzmärkte werfen. Zudem erhöht Deutschland Anfang 2007 die Mehrwertsteuer von 16 auf neu 19 Prozent, was einerseits die

Kaufkraft negativ beeinflusst und andererseits, zumindest kurzfristig, das Wachstum leicht bremsen wird.

Anlagestrategie DELTA

Auswirkungen der taktischen Anlagestruktur im 4. Quartal 2006

Die Beibehaltung der Aktienquote im vierten Quartal 2006 hat sich ausbezahlt. Obwohl wir gegenüber der strategischen Anlagestruktur bei den Aktien weiterhin untergewichtet sind, haben sich die **Rendite-/Risiko-Eigenschaften der verschiedenen Anlageprofile verbessert**. Der Grund dafür war das richtige Timing bei der Umschichtung von den Aktien – via Liquidität – in die Anlagekategorie „Diverse & Alternative Anlagen“. Zudem hat ein Grossteil der Investitionen in dieser Anlagekategorie ebenfalls aktienähnlichen Charakter. Es handelte sich dabei insbesondere um Anlagen in Rohstoffen, Edel- und Industriemetallen. Wie von uns im letzten **DELTA Quarterly** prognostiziert, haben sich die Preise dieser Sub-Anlagekategorien im Oktober von ihren Tiefstpreisen gelöst und teilweise sogar neue Höchstpreise erklimmen (Silber).

Performance Anlagestrategie DELTA

Ertrag	+ 2.29 %
Konservativ	+ 4.59 %
Ausgewogen	+ 6.96 %
Dynamisch	+ 9.00 %
Aktien	+ 9.36 %

Basis: Referenzwährung CHF, 01.01.06 – 30.11.06

Portfoliostruktur 1. Quartal 2007

Da wir das langfristige Renditepotential bei den festverzinslichen Anlagen als geringer einschätzen als bei Investitionen in die Anlagekategorie „Diverse & Alternative Anlagen“, reduzieren wir die Obligationenquote bei der Strategischen Asset Allocation (SAA) um 5 Prozent. Dabei erachten wir, trotz der guten Performance im Jahre 2006, bestimmte Immobilienmärkte als lohnenswertes Investment.

Bei der Taktischen Asset Allocation (TAA) reduzieren wir die Liquiditätsquote leicht um 2 Prozent zugunsten der Aktienquote. Dies soll jedoch keine Abkehr von unserer oft zitierten vorsichtigen Haltung gegenüber den seit mehr als dreieinhalb Jahren kontinuierlich ansteigenden Aktienmärkten sein. Es handelt sich dabei vielmehr um die situative und selektive Nutzung von Eventualitäten bei den Dividendenpapieren, insbesondere in den Regionen der Emerging Markets. Branchenspezifisch bevorzugen wir im kommenden Quartal die Sektoren Pharma/Gesundheit, Industrie und Informationstechnologie sowie die Sub-Sektoren Luxusgüter, Infrastruktur und Wasser.

DELTA Investment Partner AG