

# DELTA Quarterly



INFORMATIONEN FÜR KUNDEN UND FREUNDE DER DELTA INVESTMENT PARTNER AG

## Back on Track – Die Aktienmärkte erreichen neue Allzeit-Höchststände!

**„Wenn alle mutig sind  
ist dies Grund genug,  
Skepsis vorherrschen zu lassen.“**

Gabriel Laub  
1928 – 1998

Deutscher Schriftsteller und Aphoristiker

Liebe Leserinnen und Leser, um es vorweg zu nehmen: mit einem derartig schnellen Revival der Aktienmärkte innerhalb von lediglich drei Monaten nach der deutlichen Korrektur in den Monaten Mai und Juni haben wir nicht gerechnet. Genau diese (zu) rasante Erholung macht uns skeptisch gegenüber der Entwicklung in der nahen Zukunft.

Doch alles der Reihe nach: Wir gingen davon aus, dass drei Viertel der im zweiten Quartal erlittenen Kursverluste bei den Aktien bis zum Jahresende wieder aufgeholt würden. **Genau um diese drei Viertel der Korrektur haben sich die meisten Aktienmärkte nun erholen können.** Es gibt auch einige wenige Aktienindizes, welche die Kursdelle des Frühjahrs bereits wieder vollständig wettgemacht haben, allen voran die beiden Hauptindizes der Vereinigten Staaten, der Standard & Poor's und der Dow Jones Industrial, sowie der Hang Seng-Index von HongKong. Gar auf neuen Allzeit-Höchstständen befindet sich der spanische IBEX-Index, der belgische BEL20-Index und die beiden Leitindizes der Schweiz, der SMI und der SPI (siehe Chart).

**Um es nochmals zu verdeutlichen: Uns hat nicht das Ausmass der Kurserholung als solches, sondern die kurze Zeitperiode, in welcher ein Grossteil der Verluste wieder wettgemacht werden konnten, überrascht.** Und genau dieser Umstand ist die Basis unserer vorsichtigen Haltung bezüglich einer zu euphorischen Sichtweise gegenüber der kurz- bis mittelfristigen Entwicklung an den Aktienmärkten.

### Inhalt dieser Ausgabe

#### ▲ Hauptartikel

- ▲ Aktienmärkte auf neuen Höchstständen
- ▲ Langfristige Investitionen vs. kurzfristige Spekulationen
- ▲ Marktmacht der Hedge Funds

#### ▲ Ausblick Wirtschaft & Finanzmärkte

- ▲ Wirtschaftsabschwung im Jahre 2007
- ▲ Gefahren der geplatzten Immobilienblase in den USA
- ▲ Erfreuliche Entwicklung der Arbeitsmarktdaten

#### ▲ Anlagestrategie DELTA

- ▲ Untergewichtung der Aktienquote wird beibehalten

#### ▲ DELTA Inside®

- ▲ Gewaltkontrolle in Politik und Wirtschaft: Wie weiter?

### Schweizer Aktienmarkt auf neuem Allzeit-Hoch



Quelle: Bloomberg

**Die Gründe für unsere Einschätzungen sind die folgenden: Wir legen unser Hauptaugenmerk auf die langfristige und umfassende Betrachtung und Analyse der Wirtschaft und Finanzmärkte.** Die weltweiten Aktienmärkte befinden sich nun in einem bereits dreieinhalb Jahre andauernden Steigflug. Der Weltaktienindex hat sich in dieser Zeit verdoppelt, der Schweizer Aktienmarkt hat 150 Prozent, der Deutsche gar 170 Prozent zugelegt. Bei ausgewählten Emerging Markets fallen die Kursavancen noch deutlicher aus: Osteuropa avancierte im gleichen Zeitraum 270 Prozent, Indien um sagenhafte rund 320 Prozent. Trotz der, gemessen am Kurs-/Gewinn-

verhältnis, teilweise noch moderaten Bewertung der Aktienmärkte (Weltaktienindex per 31.08.06: 16.47x) und einer Verdoppelung der Gesellschaftsgewinne seit März 2003, haben die Rückschlagsrisiken deutlich zugenommen. Ein Blick in die Historie zeigt dies auf: Nach dem Börsencrash vom Oktober 1987 benötigte der Schweizer Aktienmarkt noch rund sechseinhalb Jahre für eine Avance von 150 Prozent. Die gleiche Zunahme fand danach zwischen Ende 1993 und Mitte 1998 nochmals statt, diesmal innerhalb von nur noch viereinhalb Jahren. Während der (noch) andauernden jüngsten Boomphase dauerte es lediglich noch dreieinhalb Jahre für dieselbe Steigerungsrate von 150 Prozent. Und welche Reaktion zeigte der Markt nach Beendigung einer solchen Periode? Auf die erste eineinhalbfache Verteuerung des Marktes (Phase 1: Ende 1987 bis Ende 1993) folgte eine zirka 18monatige Konsolidierungsphase mit einer Kurskorrektur von rund 20 Prozent. Die zweite Boomphase (Phase 2: Mitte 1995 bis Mitte 1998) fand ihren Abschluss mittels einem „Crash in Raten“ von 36 Prozent innerhalb von lediglich zweieinhalb Monaten. Die Reaktionen auf die dritte Gipfelsturm-Periode (Phase 3: März 2003 bis zum aktuellen Datum) können nur erahnt werden. **Eines ist jedoch sicher: Die Tendenz in Richtung kürzerer und stärker ausgeprägter Börsenzyklen ist deutlich erkennbar und wird sich in Zukunft noch akzentuieren.**

#### Langfristbild deutet auf Konsolidierung hin



Quelle: Bloomberg

Ein weiterer Grund für unsere Warnung vor übertriebener Euphorie sind die immer stärker Hedge Fund- und Derivat-induzierten Finanzmärkte. US-Finanzmarkt-Spezialisten gehen davon aus, dass mittlerweile rund 65 Prozent (!) des täglichen Handelsvolumens an den amerikanischen Börsen auf die Aktivitäten der Hedge Fund-Industrie und auf die Konstrukteure der Strukturierten Produkte entfällt. Gemäss der internationalen Derivat-Vereinigung beläuft sich der Nominalwert der offenen Swaps und Derivate per Ende Juni 2006 weltweit auf schwindelerregende USD 283 Trillionen (!). Zum Vergleich: Das Bruttoinlandprodukt der USA, der Europäischen Union (EU), sowie von Kanada, Japan und China zusammen ist insgesamt „lediglich“ rund USD 34 Trillionen

gross. Darüberhinaus wächst der Markt für Strukturierte Produkte auf Aktien jährlich um 30 Prozent.

Welches Marktvolumen und damit welche Machtstellung die ebenfalls stark wachsende Hedge Fund-Branche mittlerweile ausübt, wurde vor zwei Wochen anhand des Fall „Amaranth“ wieder einmal deutlich. Der amerikanische Multi Strategy-Hedge Fund hat in einer Woche rund 65 Prozent oder USD 5.85 Mrd. (!) mit Spekulationen auf Erdgas-Derivaten verloren. Dieser Verlust ist sogar noch grösser als derjenige des LTCM-Kollapses des Jahres 1998, welcher an den Aktienmärkten weltweit einen Kurssturz von 35 Prozent auslöste. **Dass bis anhin die Finanzmärkte nicht stärker auf dieses jüngste Hedge Fund-Debakel reagiert haben, zeigt einmal mehr die selektive Wahrnehmung der Marktteilnehmer.** Berücksichtigt man andererseits, wie eingangs erwähnt, dass knapp zwei Drittel der Marktteilnehmer Hedge Fund-Manager und Derivat-Ingenieure sind, überrascht die (Nicht-)Reaktion an den Finanzmärkten nicht. **Die Kombination immer grösser werdender, wenig regulierter Hedge Funds und die wöchentlich steigende Anzahl komplexer Strukturierter Produkte in intransparenten Märkten stimmt uns nachdenklich.**

Die Rohstoffe korrigieren weiter und nähern sich der von uns im April 2006 geäusserten unteren Limite des Korrekturpotentials von durchschnittlich 30 Prozent. Der Erdölpreis hat sich seit seinem Höchststand Anfang August um rund 24 Prozent zurückgebildet, der Goldpreis ist rund 19 Prozent tiefer und der diversifizierte CRB Commodity Index steht auf einem 18 Prozent tieferen Kursniveau.

#### Spekulationsblase platzte nach den Edelmetallen (Gold, Silber) auch beim Erdölpreis



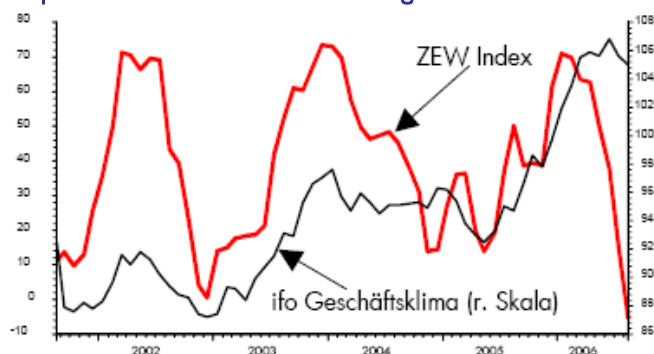
Quelle: Bloomberg

Der beschleunigte Rückgang ist einmal mehr auf riesige Hedge Fund-Transaktionen zurückzuführen. Hinzu kommen politisch induzierte Verkäufe aufgrund der Kongresswahlen in den USA. **Aufgrund der fehlenden fundamentalen Begründung für den drastischen Kursrückgang erachten wir bei einem Teil der Rohstoffe das aktuell erreichte Niveau als interessante Einstiegsgelegenheit.**

## Ausblick Wirtschaft und Finanzmärkte

Der makroökonomische Datenkranz zeigt ein uneinheitliches Bild. Auf der einen Seite deuten einige Signale auf einen kräftigen wirtschaftlichen Abschwung hin, andererseits scheint sich die Inflation erfreulich moderat zu entwickeln. Die Wachstumsraten befinden sich in vielen Volkswirtschaften auf langjährigen Höchstständen und die Konjunkturbarometer (z.B. Ifo-Geschäftsklima-Index) bewegen sich unverändert auf hohem Niveau. Demgegenüber signalisieren die Frühindikatoren, insbesondere der ZEW-Finanzmarkttest, auf Sicht von sechs Monaten ein deutliches Abflauen der Wachstumsraten.

### Experten erwarten Abschwung im Jahre 2007



Quelle: Datastream

Auch die Wirtschaftsdaten aus den USA bieten Anlass zu einer gewissen Skepsis. Die anstehende Konjunkturschwäche zeigt sich dort durch das abnehmende Wachstum der Industrieproduktion und der Auftragseingänge sowie an der Lagerzunahme. Noch weit alarmierender ist die Situation auf dem Immobilienmarkt. Die Hauspreise sinken in weiten Teilen des Landes, während die Bestände an unverkauften Häusern laufend weiter steigen. Die Hausbauten gingen im Juli gegenüber dem Vorjahr um 13 Prozent zurück. Zudem wurden 21 Prozent weniger Baubewilligungen erteilt. Da die US-Hausbesitzer die steigenden Immobilienpreise (in Kombination mit historisch tiefen Zinsen) laufend dazu nutzten, ihre Hypothekendarlehen aufzustocken und das neu aufgenommene Geld gleich wieder ausgaben, dürfte der wichtigste Motor der US-Wirtschaft, der private Konsum, in den nächsten Monaten ins Stocken geraten.

Im Gegensatz dazu entwickeln sich die Arbeitsmarktdaten äusserst erfreulich. Insbesondere die Arbeitslosenquoten, abgesehen von Grossbritannien, sind auf langjährigen Tiefständen angelangt. Auch die Inflation als Damoklesschwert über den Finanzmärkten scheint sich verflüchtigt zu haben. Auch die Teuerungsraten haben sich stabilisiert bzw. sind teilweise bereits wieder auf dem Rückwärtsgang. Dies nicht zuletzt aufgrund der schwächeren Rohstoffpreise.

## Anlagestrategie DELTA

### Auswirkungen der taktischen Anlagestruktur im 3. Quartal 2006

Die Erholung der Aktienmärkte haben wir in den Monaten August und September genutzt, um die Aktienquote um 5 Prozent zu reduzieren, vorwiegend in der jeweiligen Referenzwährung (CHF, EUR, USD). Die Erlöse haben wir vorerst liquide gehalten und nach der Kurskorrektur sukzessive in Rohstoff-Anlagen (Anlagekategorie: Diverse & Alternative Anlagen) investiert. Diese taktischen Massnahmen haben sich bis dato erst teilweise ausbezahlt, da gewisse Rohstoffe erst in diesen Tagen eine Bodenbildung gestartet haben. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich die Rohstoffpreise in den kommenden Monaten, insbesondere nach den Kongresswahlen und in den Herbst- und Wintermonaten, von ihren Tiefstpreisen lösen werden. **Zudem erachten wir die Rohstoffe als „Megatrend“ der nächsten 10 bis 15 Jahre, nicht zuletzt aufgrund des stetig steigenden Energiebedarfs der stark wachsenden Bevölkerung in den BRIC-Ländern.**

### Performance Anlagestrategie DELTA

Ertrag	+ 0.60 %
Konservativ	+ 2.26 %
Ausgewogen	+ 3.90 %
Dynamisch	+ 5.23 %
Aktien	+ 5.16 %

Basis: Referenzwährung CHF, 01.01.06 – 31.08.06

### Portfoliostruktur 4. Quartal 2006

**Aufgrund der genannten endogenen und exogenen Faktoren belassen wir die Untergewichtung der Aktienquote. Umso mehr bietet sich nun die Gelegenheit, auf dem aktuellen Niveau die Sub-Anlagekategorie Rohstoffe zulasten der Liquiditätsquote auszubauen.**

**Mit Neuinvestitionen in Obligationen warten wir nach dem jüngsten Abwärtstrend der Renditen noch zu. Zudem dürften die noch möglichen weiteren Zinserhöhungen, vor allem in der Schweiz und Europa, zu einer zusätzlichen Verflachung der Zinskurve führen, während sie in den USA bereits seit geraumer Zeit invers ist.**

Unterstützend wirken sich bei den Aktienmärkten derzeit folgende zwei Faktoren aus: Der weiterhin bestehende Anlagebedarf institutioneller Anleger mit ihren noch immer tiefen Aktienquoten und die anhaltenden Übernahmephantasien in den verschiedensten Sektoren und Branchen.

Nähere Informationen finden Sie auf unserer Website [www.delta-investpart.ch](http://www.delta-investpart.ch).

**DELTA** Investment Partner AG