

DELTA Quarterly



INFORMATIONEN FÜR KUNDEN UND FREUNDE DER DELTA INVESTMENT PARTNER AG

Wie gewonnen, so zerronnen!

„Das Paradox der Börsen gründet darin, dass viele Finanzmarkttereignisse den Charakter einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung haben: Sie geschehen nicht, weil es so kommen muss, sondern weil genügend viele Marktakteure glauben, dass es so kommen wird.“

Charles Wyplosz

Professor für Volkswirtschaft am Institut Universitaire de Hautes Études Internationales der Universität Genève

Liebe Leserinnen und Leser, die Kursblasen an den weltweiten Aktien- und Rohstoffmärkten sind geplatzt – die Kurse der Dividendenpapiere und Commodities haben nach Kurseinbussen von 10 bis 30 Prozent wieder den Stand vom Herbst 2005 erreicht. In unserem letzten **DELTA Quarterly**® haben wir Sie darüber informiert, dass deutliche Anzeichen einer Euphorie und eines Herdentriebes an den Aktienmärkten zu erkennen sind. Zudem haben wir vor weiteren Anlagen in Rohstoffen aufgrund der herrschenden Irrationalitäten abgeraten und die Spekulationsprämie bei den Commodities auf rund 30 Prozent beziffert. Als Gründe wurden die Hedge Fund-Industrie und die Financial-Engineering-Abteilungen der Banken und der Finanz-„Boutiquen“ aufgeführt.

Einige Fakten zum schlechtesten Börsen-Quartal seit dreieinhalb Jahren: Just an dem Tage (12. Mai 2006), an welchem der Goldpreis mit USD 730 seinen diesjährigen Höchststand erreichte, begannen die Aktienmärkte weltweit zu bröckeln – zuerst gemässigt und dann mit grösseren Abschlügen. Es war gleichzeitig auch der Tag, an welchem eine amerikanische Investment Bank das Kursziel des Goldpreises von vorher USD 850 auf USD 1'000 erhöhte. Zuvor fand seit Jahresbeginn und insbesondere seit Mitte März 2006 eine regelrechte Explosion der Rohstoffpreise im Allgemeinen statt. Der Goldpreis legte um satte 38 Prozent, der Silberpreis

Zum Inhalt dieser Ausgabe:

- ▲ **Hauptartikel**
Spekulationsblase an den Aktien- und Rohstoffmärkten; Veränderung der Psychologie an den Märkten
- ▲ **Ausblick Wirtschaft & Finanzmärkte**
Abkoppelung der Finanzmärkte von den Fundamentaldaten; Einfluss von Hedge Funds & Investmentbanken; Geldpolitische Gratwanderung von Bernanke
- ▲ **Anlagestrategie DELTA**
 - ▲ Reduktion der Aktienquote zugunsten Liquidität
- ▲ **DELTA Inside**®
Risikokontrolle in der Vermögensverwaltung

gar um 68 Prozent zu. Was folgte war eine rund eineinhalb Monate dauernde Abwärtsspirale, ausgelöst wiederum durch dieselben Parteien, welche bereits für den Aufbau der Kursblase verantwortlich waren, nämlich die immer mächtiger werdenden Hedge Funds und die hochgelobten Financial Engineers. In den vergangenen drei Jahren spekulierten sie mit Erfolg auf steigende, jetzt zunehmend auf fallende oder uneinheitlich tendierende Kurse und Märkte. Den Abwärtstrend verstärkten die professionellen und institutionellen Anleger. Diese müssen selbst in eine Baisse hinein verkaufen, wenn der Deckungsgrad ein kritisches Niveau zu unterschreiten droht. Zahlreiche Verkäufe wurden auch aufgrund der Risikoabsicherungspolitik von Grossanlegern ausgelöst. Noch kaum aktiv geworden sind hingegen die Privatanleger.

Silberpreis als Spielball der Börsen-Spekulanten



Quelle: Bloomberg

Neben den Rohstoffen, wurden insbesondere die Aktienmärkte in Osteuropa und teilweise in Asien und Südamerika mit grösseren Kursabschlägen bedacht. Der russische RTSI-Index korrigierte um 30 Prozent, der indische SENSEX-Index um 29 Prozent, der österreichische ATX-Index um 23 Prozent, der brasilianische Bovespa-Index um 22 Prozent, der mexikanische Bolsa-Index um 20 Prozent und der japanische Nikkei-Index um 19 Prozent. Verhältnismässig gut hielten sich die Aktienmärkte in den USA (-7 Prozent), in China (-9 Prozent), in Grossbritannien und Spanien (-10 Prozent) sowie in Hong Kong und der Schweiz (-12 Prozent). Seit dem Tiefpunkt dieser starken Korrekturphase, welche Mitte Juni erreicht wurde, haben die Märkte durchschnittlich wieder rund fünf Prozent zulegen können. Spanien, Deutschland, Frankreich und Grossbritannien figurieren deshalb bereits wieder im positiven Territorium seit Jahresbeginn.

An den fundamentalen konjunkturellen Aussichten hat sich seit den Kurseinbussen an den Finanzmärkten wenig verändert. Was sich jedoch deutlich verändert hat, ist die psychologische Verfassung der Märkte.

Die Firmen weisen noch immer rekordhohe Gewinne aus, welche zum Grossteil über den Erwartungen der Analysten liegen. Wurden solche Glanzresultate noch vor einigen Wochen und Monaten mit einem saftigen Kursaufschlag belohnt, herrscht an den Aktienmärkten derzeit mehrheitlich der Slogan „Sell on good news!“ vor. Selbst bei den erfreulichsten Unternehmensergebnissen wird konsequent nach einem noch so kleinen Haar in der Suppe des Firmendatenkranzes gesucht. Wurde ein solches gefunden, kam es nicht selten vor, dass bei der betroffenen Aktie eine Kurseinbusse von 10 Prozent oder mehr resultierte. Diese ist aber in Tat und Wahrheit nicht auf die aktuellen Fundamental-Daten der Unternehmung zurückzuführen, sondern auf die sich veränderte Marktpsychologie. Zudem wurden in den vergangenen drei Jahren solche Korrekturen an den Märkten konsequent für Zukäufe genutzt. Auch dieser Umstand hat sich geändert: Die kaufbereiten Anleger sind rarer geworden, die in die Finanzmärkte fliessende Liquidität geringer. Teilweise war gar ein veritabler „Käuferstreik“ zu beobachten. **Wir gehen davon aus, dass die Unsicherheiten an den Finanzmärkten noch eine Weile anhalten werden. Damit einher geht die erhöhte Schwankungsbreite an den Aktienmärkten. Erst eine deutliche Reduktion der Volatilität sowie weiterhin positive Wirtschafts-Nachrichten und Unternehmenszahlen dürften zu einer nachhaltigen Stabilisierung und Bodenbildung führen.**

Starker Anstieg der Volatilität seit Mitte Mai



Quelle: Bloomberg

Veränderungen waren in den vergangenen drei Monaten auch in geopolitischer Hinsicht zu verzeichnen. Insbesondere der Atomstreit zwischen dem Iran und den USA schwelt weiter. Beide Fronten präsentieren sich weiter unnachgiebig. Auch im Irak geht die Serie der Bombenanschläge, Unruhen und blutigen Auseinandersetzungen unvermindert weiter. Ein friedliches Ende scheint nicht in Sicht. Selbst die Ermordung des Führers der Terrororganisation Al Kaida, Abu Mussab al-Sarkawi, zu Beginn des Monats Juni scheint die Fortsetzung des „Heiligen Krieges“ nicht zu gefährden. Beide Krisenherde im Nahen und Mittleren Osten haben aufgrund ihres grossen Erdöl- und Erdgasvorkommens einen bedeutenden Einfluss auf die weitere Entwicklung der Rohstoffpreise insgesamt. Der Erdölpreis wiederum ist in den letzten Jahren zum Epizentrum der Finanzmärkte geworden. Ein Anstieg des Preises von derzeit rund USD 70 auf USD 100, wie dies von Machhabern der islamischen Republik als Druckmittel geäussert wird, würde an den Märkten weitere Schockwellen auslösen. **Wir schätzen diese Gefahr zwar als realistisch, aber doch eher unwahrscheinlich ein. Das „Schwarze Gold“ weist unserer Ansicht nach weiterhin eine Risikoprämie von ca. 30 Prozent auf. Nachfragebasierend dürfte der faire Wert des Erdöls somit langfristig wohl eher bei rund USD 50 liegen.**

An der Merger & Acquisition-Front dreht sich das Rad, ungeachtet der Kurszäsuren der letzten Wochen, unvermindert weiter. Dies führt an den Märkten zu einer, zumindest kurzfristigen, Unterstützung. Das Transaktionsvolumen erreichte im zweiten Quartal dieses Jahres einen Höchststand. Alleine an einem Tag wurden Akquisitionen in der Höhe von 88 Milliarden US Dollar (!) angekündigt. Nach monatelangem Ringen hat der in Luxembourg ansässige Stahlkonzern Arcelor das Übernahmeangebot von dem in den Niederlanden domizilierten Branchenleader Mittal Steel über 25.8 Mrd. Euro gutgeheissen. Gleichentags kündigte der amerikanische Kupferproduzent Phelps Dodge die Grossfusion mit den beiden kanadischen Rohstoffkonzernen Inco und Fal-

conbridge für 40 Mrd. US Dollar an. Ebenfalls am 26. Juni meldete der Healthcare-Konzern Johnson & Johnson die Übernahme der Konsumgütersparte des Pharmakonzerns Pfizer für 16.6 Mrd. US Dollar.

Ausblick Wirtschaft und Finanzmärkte

Die Finanzmärkte haben den realen Bezug zu den Fundamentaldaten verloren. In den kommenden Monaten werden die Reden und Aktivitäten des neuen US-Notenbankchefs die Märkte weiterhin auf Trab halten. Weitere Einflussfaktoren sind die Aktivitäten der mächtigen Hedge Funds und der Investmentbanken. Die Macht dieser beiden Parteien ist erdrückend und steigt von Jahr zu Jahr weiter an. Branchenkenner gehen davon aus, dass sie weltweit bereits für zwei Drittel aller Transaktionen verantwortlich sind. Dies zeigt auch die Tatsache, dass die Privatkunden in der jüngsten Korrekturphase nur wenige Verkäufe in Aktienfonds vorgenommen haben. **Wir gehen davon aus, dass in Anbetracht der enormen Volumen dieser mächtigen Marktteilnehmer fundamental nicht gerechtfertigte Auf- und Abschwünge weiterhin zu sehen sein werden.**

Grosse Bedenken äussern wir gegenüber der geldpolitischen Gratwanderung Bernankes. Erst fünf Monate im Amt als Fed-Vorsitzender, hat er in der Finanzbranche mit seinen (allzu) häufigen Reden vor verschiedenen Gremien bereits für einigen Unmut gesorgt. Anscheinend ist ihm die Marktrelevanz seiner oft unbedachten Aussagen (noch) nicht ganz bewusst. In seiner noch jungen Ära hat er die Federal Funds Rate bereits zum dritten Mal um 25 Basispunkte auf nunmehr 5.25 Prozent erhöht. Dies ist der 17. Zinsschritt (!) der US-Notenbank in nur zwei Jahren. **Aufgrund der Stabübergabe von Alan Greenspan an Ben Bernanke ist die Zinspolitik in den USA weniger durchschaubar geworden und birgt grössere Risiken für die Finanzmärkte. Unserer Ansicht nach ist die Gefahr eines zinspolitischen Überschliessens grösser geworden.** Die Auswirkungen weiterer Zinsschritte werden sich, wirtschaftlich betrachtet, jedoch erst mit einer Verzögerung von zirka neun Monaten manifestieren. Bei den Finanzmärkten jedoch handelt es sich um „effiziente Märkte“, welche sämtliche frei verfügbaren Informationen unmittelbar verarbeiten und in den Kursstellungen der Wertpapiere absorbieren. Dieser Umstand führt dazu, dass sich die Finanzmärkte, wie eingangs erwähnt, auch während grösseren Zeitperioden an der fundamentalen Realität vorbei entwickeln können. Dies scheint derzeit der Fall zu sein.

Anlagestrategie **DELTA**

Auswirkungen der taktischen Anlagestruktur im 2. Quartal 2006

Im Vorquartal haben wir auf taktischer Ebene die Aktienquote in der jeweiligen Referenzwährung (CHF, EUR, USD) um 2 Prozent reduziert und die Erlöse in die Aktienmärkte der Emerging Markets reinvestiert. Diese taktische Massnahme hat sich bis anhin noch nicht ausbezahlt, sind doch die Emerging Markets traditionell einer grösseren Schwankungsbreite unterworfen als die etablierten Märkte in der Schweiz, Europa und den USA. Die von uns ausgewählten Schwellenländer haben sich jedoch aufgrund ihrer Bewertung und ihrer Branchenstruktur im Vergleich sehr gut gehalten.

Die zweite taktische Massnahme galt der Erhöhung der Diversen & Alternativen Anlagen um 5 Prozent zulasten der Liquiditätsquote. Diese Anlagen in den Subanlagekategorien Rohstoffe, Edelmetalle und Immobilien wurden aufgrund der Börsenturbulenzen grösstenteils zurückgestellt. Sicherlich der richtige Anlageentscheid in Anbetracht der bekannten Kurskorrekturen.

Performance Anlagestrategie DELTA

Ertrag	- 1.11 %
Konservativ	- 0.29 %
Ausgewogen	+ 0.48 %
Dynamisch	+ 0.91 %
Aktien	+ 0.21 %

Basis: Referenzwährung CHF, 01.01.06 – 31.05.06

Portfoliostruktur 3. Quartal 2006

Erstmals seit mehr als einem Jahr reduzieren wir die Aktienquote taktisch um 5 Prozent. Somit sind wir gegenüber der Benchmark bei allen Anlageprofilen neu um 10 Prozent untergewichtet. Die Reduktionen betreffen mehrheitlich die Aktienmärkte der jeweiligen Referenzwährung (CHF, EUR, USD). Die Erlöse „parkieren“ wir vorläufig im Geldmarkt (Liquidität), da wir das Rendite-/Risikoverhältnis aufgrund der möglichen weiteren Zinserhöhungen im Vergleich zu den Obligationen als attraktiver erachten.

Die Aktien- und Rohstoffmärkte zeigen seit Mitte Juni eine Bodenbildung und konnten einen Drittel der Verluste wieder wettmachen. Wir sind jedoch skeptisch bezüglich der Nachhaltigkeit dieser Kurserholungen. Die Diversifikation in den Aktienmärkten der Schwellenländer werden wir trotz der höheren Schwankungsbreite aufrechterhalten.

Nähere Informationen finden Sie auf unserer Website www.delta-investpart.ch.

DELTA Investment Partner AG