



## Verzerrte Wahrnehmung – ein Phänomen an den Finanzmärkten

Dieses Phänomen gibt es nicht erst seit gestern. Seit Jahrzehnten sind diese in unregelmässigen Abständen auftretenden Wahrnehmungsverzerrungen der Marktteilnehmer ein Teil der Psychologie an den Finanzmärkten. **Solche Verschiebungen in der persönlichen Wahrnehmung bezeichnet die Behavioral Finance-Theorie als Anomalie, das heisst als eine vom Normalen abweichende Verhaltensweise.** Der erwähnte Denksatz greift die neusten Erkenntnisse der Finanzpsychologie auf und bietet ein ganzheitliches Erklärungsmodell für emotional geprägtes Anlageverhalten.

**Das gefährliche an diesen Wahrnehmungsverzerrungen ist, dass sie nicht ewig andauern.** Ein Umschwenken von einem Blickwinkel zum andern findet oft kurzfristig oder gar über Nacht statt. Auslöser solcher Meinungsumschwünge sind in den allermeisten Fällen die professionellen Anleger, Hedge Funds und Finanzanalysten grosser Bankhäuser, welche aufgrund ihrer Grösse und ihrer Marktposition Finanzmärkte beeinflussen können. Leidtragende solcher Richtungswechsel sind oftmals die Privat- und Kleinanleger, welche keinen Einfluss auf die Märkte ausüben können und zudem einer Zeitverzögerung in der Informationsaufnahme ausgesetzt sind.

**Verzerrungen in der persönlichen Wahrnehmung treten bei den Anlegern üblicherweise in eher ruhigen Marktphasen ohne grössere Ausschläge, das heisst in Perioden tiefer Volatilitäten, auf. Aktuell befinden wir uns in einer solchen Phase,** die durch historische Tiefststände der Volatilitäten an den Aktienmärkten, gekennzeichnet ist. Beispiele aktuell herrschender Verhaltensanomalien gibt es ausreichend: Die Investoren lassen sich nicht mehr vom rekordhohen Erdölpreis beeinflussen. Weder die weltweite Verlangsamung des Wirtschaftswachstums noch die kurzzeitigen Stagnationsphasen bedeutender Volkswirtschaften konnte die Finanzmärkte negativ beeinflussen. Der Swiss Market Index (SMI) hat seit Anfang Jahr rund 10 Prozent zugelegt und befindet

### **Zum Inhalt dieser Ausgabe:**

- ▲ **Rückblick Wirtschaft & Finanzmärkte**  
Bonitäts-Rückstufungen, EU-Verfassung, Erdölpreis, M&A, IPOs, Tort Reform
- ▲ **Ausblick Wirtschaft & Finanzmärkte**  
Inflationsraten, Bruttoinlandprodukt (BIP), Arbeitsmarkt, Zinsentwicklung
- ▲ **Anlagestrategie DELTA**  
Reduktion Aktien, Erhöhung Diverse & Alternative Anlagen
- ▲ **DELTA Inside**  
USA versus Europa – Ein Vergleich der Fundamentaldaten

sich damit unter den Top-Performern, abgesehen von der Aktienmarktentwicklung der Schwellenländer. Auch die sogenannten „Leading Indicators“, die der Wirtschaftsentwicklung vorauslaufenden Indikatoren, deuten weltweit auf eine noch länger anhaltende Konjunkturabkühlung hin. Die überhitzte Situation am Immobilienmarkt in den USA lässt die Investoren ebenso kalt wie das auf den Rekordwert von 195 Mrd. US Dollar angewachsene Leistungsbilanzdefizit. Selbst US-Notenbankchef Alan Greenspan zeigt sich hinsichtlich des „rätselhaften“ Rückganges der langfristigen Renditen an den Obligationenmärkten – trotz neunmaliger Anhebung der Leitzinsen – sowohl erstaunt wie auch anscheinend ratlos.

**Bei einem Grossteil der Marktteilnehmer herrscht derzeit eine selektive Wahrnehmung. Die Psychologie hat an den Finanzmärkten das Zepter übernommen.** Mikro- und makroökonomische Fundamentaldaten finden nur noch ungenügende Beachtung. Selbst negative Wirtschafts- und Unternehmensnachrichten werden im Fahrwasser der erfreulichen Stimmung an den Finanzmärkten ins Positive uminterpretiert. Wir mahnen daher zur Vorsicht, sind uns aber bewusst, dass auch eine zu vorsichtige Strategie Risiken beinhalten kann, nämlich die sogenannten Opportunitätsrisiken. Es besteht das Risiko, dass die Irrationalitäten an den Finanzmärkten länger als erwartet anhalten und man sich zu früh für eine konservativere Strategie entscheidet. Allerdings

erhöht sich durch spekulativ getriebene und nicht mehr fundamental hinterlegte Marktentwicklungen auch die Wahrscheinlichkeit, dass die fällige Korrektur umso stärker und intensiver ausfällt.

## Rückblick Wirtschaft und Finanzmärkte

### **Aktien (ohne ersichtlichen Grund) im Steigflug**

Nach einem erfreulichen 1. Quartal gerieten die Aktienmärkte Mitte April in ein Zwischentief. Ausgelöst wurde der weltweite Stimmungsumschwung von den US-Detailhandelsumsätzen, die mit +0.2 Prozent den tiefsten Wert seit knapp einem Jahr erreichten. Die Furcht vor einer Abkühlung der Weltwirtschaft schreckte die Investoren auf, so dass sie nicht einmal Notiz von dem zu diesem Zeitpunkt sinkenden Ölpreis und der rückläufigen Tendenz bei den Rohstoffnotierungen nahmen. Zusätzlich publizierte der Computerriese IBM Ergebnisse, die unter den Erwartungen der Finanzanalysten lagen. Die Anleger quittierten dies am 15. April mit einer Kurszäsur der IBM-Aktien von knapp 10 Prozent. Darunter litt in der Folge der gesamte Technologiesektor. Als dann noch die Gewinnwarnungen der beiden grossen Automobilhersteller, General Motors und Ford, erfolgten, fanden sich deren Aktienkurse auf Jahrestiefstständen wieder. Es zirkulierten gar Gerüchte, General Motors mit seinen weltweit 321'000 Angestellten müsse Insolvenz anmelden. Allein das Aufkommen solcher Spekulationen zeigte, wie schlecht es um das Befinden der Stimmung der Anleger stand. Der repräsentativste amerikanische Aktienindex, der Standard&Poor's 500, hatte zu diesem Zeitpunkt seit Beginn des Jahres rund 6.2 Prozent verloren. Sämtliche anderen Aktienmärkte erreichten gleichzeitig ebenfalls ihre diesjährigen Tiefststände.

Dann folgte eine Stabilisierung der Aktienmärkte und seit Anfang Mai ein in seinem Ausmass eher überraschender Steigflug der Kurse. Bei General Motors trat die Insolvenz nicht auf, sondern lediglich eine Rückstufung der Bonität des Weltkonzerns, die jedoch ein Beben an den Märkten der hochverzinslichen Anleihen auslöste. Ausserdem waren im 2. Quartal in wirtschaftlicher, politischer oder finanzmarktspezifischer Hinsicht folgende Ereignisse von Bedeutung:

- **Die Europäische Union (EU)** steckt nach den beiden Ablehnungen zur **EU-Verfassung** in einer tiefen Krise. In Frankreich wurden 54.8 Prozent Neinstimmen erreicht, in den Niederlanden resultierte gar ein Neinstimmenanteil von 61.7 Prozent. Weitere fünf EU-Mitgliedstaaten haben in der Folge die Ratifizierung der Verfassung ausgesetzt. Am EU-Gipfel Mitte Juni scheiterten zudem die Verhandlungen über den Finanzrahmen für die Jahre 2007 bis 2013. Dies verstärkte das Stimmungstief in der EU. Erste Symptome wachsender Differenzen über die Ausrichtung der

Gemeinschaft sind erkennbar. Der Euro verlor in der Folge insbesondere gegenüber dem US Dollar deutlich an Wert.

- Der **Erdölpreis** erreichte Ende Juni mit knapp 59 US Dollar pro Fass (Brent Crude Oil) ein neues Rekordniveau.
- **Im Merger & Acquisition-Markt** ist das globale Transaktionsvolumen substantiell höher als im Jahre 2004. Allein in der Schweiz liegt es im ersten Quartal 18 Prozent über dem Vorjahreswert. Laut Marktstudien beläuft sich das Volumen der Fusionen und Übernahmen in der Schweiz von Januar bis Mai auf rund 15 bis 20 Mrd. US Dollar. Dabei ragen zwei Megadeals besonders heraus: Holcim kaufte im Januar Aggregate Industries und Gujarat Ambuja für insgesamt USD 4.17 Mrd. und im Februar folgte Novartis mit Hexal und Eon Labs für knapp CHF 10 Mrd.
- **Der Trend zu wieder vermehrten Börsengängen (Initial Public Offering, IPO)** hält im Jahr 2005 unvermittelt an. Weltweit sind im vergangenen Jahr 1'516 IPO-Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von USD 124 Mrd. abgewickelt worden. In der Schweiz ist die Pipeline mit rund 18 Börsenkandidaten auch bedeutend besser gefüllt als noch in den letzten Jahren. Neu an der SWX figurieren seit Anfang Jahr Dottikon ES (Chemie), Advanced Digital Broadcast (Informationstechnologie), Arpida (Biotech), Mobimo (Immobilien) und Winterthur Technologie AG (Industrie).
- **Die Tort Reform** von US-Präsident Bush schreitet stetig voran und beflügelt die Aktienkurse. Bei dieser Reform geht es darum, den Prozess von Sammelklagen gegen Unternehmen in den USA besser zu strukturieren. Damit soll einerseits die Rechtssicherheit in diesem Bereich verbessert werden und andererseits fragwürdige Urteile, wie in der Vergangenheit üblich, vermeiden werden. Dazu zählen zum Beispiel die Milliarden-Klagen gegen verschiedene Tabakkonzerne, gegen Firmen aus dem Gesundheitssektor und Klagen von Asbest-Geschädigten.
- **Das Doppelbesteuerungsabkommen (DBA) zwischen der Schweiz und den USA** wurde Ende 2004 geändert. Neu sieht das DBA vor, dass, wenn eine Pensionskasseneinrichtung in Aktien des anderen Landes investiert, ihr die Quellensteuer auf den Dividenden erlassen wird. Ausgeschlossen von dieser neuen Regelung sind aber Anlagestiftungen der Säule 3a. Aus diesem Grunde hat die UBS begonnen, in ihren Pensionskasseneinrichtungen rund CHF 2.6 Mrd. umzuschichten. Damit nun die Anlagestiftung der UBS für Personalvorsorge (AST) von der Steuerbefreiung profitieren kann, zieht die Säule-3a-Anlagestiftung der UBS, die Fiscainvest, ihre angelegten Vermögen aus der AST ab.

# Ausblick Wirtschaft und Finanzmärkte

## **Inflation wird Wachstum weiterhin bremsen**

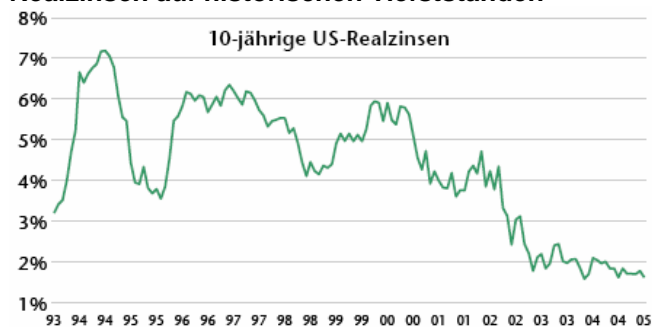
Die Teuerungsraten gingen im Monat Mai in den Ländern mit den grossen Volkswirtschaften zurück, vorwiegend aufgrund der nachlassenden Rohstoffpreise. Der Konsumentenpreisindex der USA sank von 3.5 auf 2.8 Prozent, derjenige der Eurozone von 2.1 auf 1.9 Prozent und die Teuerung in der Schweiz reduzierte sich von 1.4 auf 1.1 Prozent zurück. In Grossbritannien stabilisierte sich die inflationäre Entwicklung bei 1.9 Prozent. **Aufgrund des neuerlichen Preisschubes an den Rohstoffmärkten seit Anfang Juni, gehen wir davon aus, dass die Teuerungsraten ihre bisherigen Jahreshöchststände wieder erreichen werden. Davon negativ betroffen sein wird der globale Konjunkturmotor, der durch diese Entwicklung noch vermehrt ins Stottern geraten dürfte.** Das annualisierte Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 2005 ging in den USA von 3.8 auf 3.5 Prozent, in der Eurozone von 1.6 auf 1.4 Prozent und in der Schweiz von 1.2 auf 0.7 Prozent zurück. In Grossbritannien sank das Bruttoinlandprodukt ebenfalls von 2.9 auf 2.7 Prozent, während in Japan ein Anstieg von 0.2 auf 4.9 Prozent stattfand, wobei die Schwankungsbreite der japanischen Konjunkturzahlen traditionellerweise hoch ist.

Die Arbeitsmärkte in Europa und den USA zeigen gegensätzliche Entwicklungen. Während die Amerikaner im Mai mit einer Arbeitslosenquote von 5.1 Prozent den tiefsten Wert seit dreieinhalb Jahren erreichten, ist in den grossen europäischen Volkswirtschaften noch keine Entspannung erkennbar. In Deutschland erreichte die Quote im März einen Höchstwert von 12.0 Prozent (!) und liegt nun bei 11.7 Prozent. In Frankreich nimmt die Arbeitslosigkeit weiterhin leicht, aber stetig, zu und erreichte einen Stand von 10.2 Prozent. Demgegenüber konnte die Schweiz ihre Quote seit Anfang Jahr von 4.1 auf 3.7 Prozent senken. Auch Grossbritannien und Japan stehen mit einer registrierten Arbeitslosigkeit von 4.7 (gebräuchlicher ILO-Standard) bzw. 4.4 Prozent im globalen Vergleich erfreulich da und erreichen damit Mehrjahrestiefststände.

## **Zinsentwicklung – Quo vadis?**

Die langfristigen Zinsen in der Schweiz, Europa und den USA halten sich noch immer auf Allzeittiefstständen. In den Monaten Februar und März dieses Jahres kam es zu einer kräftigen Entspannung am langen Ende der Zinskurve. Die Folge war ein Renditeanstieg der zehnjährigen Anleihen der Eidgenossenschaft um rund 40 Basispunkte von 2.03 auf 2.42 Prozent. Bereits zweieinhalb Monate später erreichte die Schweizer Referenzanleihe einen neuen historischen Tiefstwert von 1.875 Prozent (!).

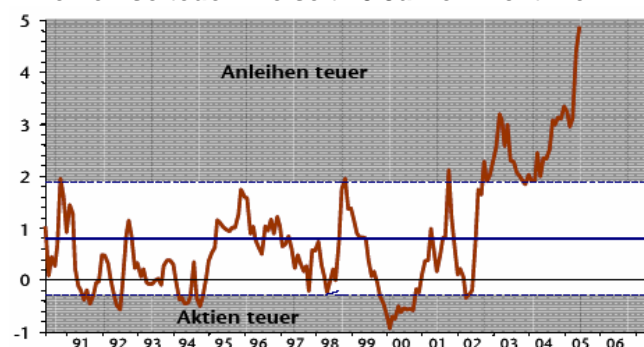
## **Realzinsen auf historischen Tiefstständen**



Quelle: Datastream

Was ist der Grund dieses Phänomens, das bisher nur während Aktien-Crashes oder internationalen Finanzkrisen in Asien und Russland zu beobachten war? Dass die Anleger weltweit die Risiken fürchten und mittels Obligationenanlagen den „sicheren Hafen“ suchen, ist eine eher zu kurzfristige Betrachtungsweise. **Tatsächlich ist nämlich auf dem derzeitigen Bewertungsstand der Obligationenmärkte ein Engagement in Anleihen mit erhöhten Risiken verbunden.** Die folgende Abbildung verdeutlicht diese Aussage. Sie zeigt die Differenz auf zwischen der Gewinnrendite europäischer Aktien und der Verzinsung von Regierungsanleihen.

## **Anleihen so teuer wie seit 15 Jahren nicht mehr**



Quelle: Datastream

**In der Schweiz sind die teuren Obligationenmärkte hauptsächlich auf die sich in einem Anlagenotstand befindenden grossen institutionellen Investoren zurückzuführen. Dieser Notstand hat sich aus den hohen Liquiditätsquoten bei den Pensionskassen ergeben.** Gemäss einer Studie betragen die liquiden Mittel Ende 2004 rund 9.1 Prozent, was in der beruflichen Vorsorge allein 55 Milliarden Schweizer Franken ausmacht. Die institutionellen Anleger rechneten in den letzten Monaten mit steigenden Zinsen und hielten die Obligationenbestände zugunsten der Liquidität tief. Damit jedoch die Bandbreiten für Anlagen in Anleihen nicht unterschritten werden, sind nun wieder Neukäufe, oder zumindest Reinvestitionen der fälligen Anleihen notwendig. Dies hat einen regelrechten „Ausverkauf“ bei den Neuemissionen zur Folge und lässt die Kurse der Obligationen weiter steigen.

Wir gehen davon aus, dass aufgrund der weltweit hohen Cashbestände in den Portfolios privater und institutioneller Anleger die Nachfrage nach Obligationen weiterhin hoch bleiben wird. Dies ändert jedoch nichts an der Tatsache, dass Anleihen zum heutigen Zeitpunkt teuer bewertet sind und wir von Neuengagements abraten. Wir revidieren zudem unsere Zinsprognose nach unten und gehen nur noch von einem geringen Anstieg in den nächsten 12 Monaten aus. Das gilt sowohl für den kurzen Bereich bis 3 Monate, als auch für die langen Laufzeiten bis 10 Jahre. In der Schweiz und den USA erwarten wir eine leichte Erhöhung der Zinsen mittels einem bis zwei kleinen Zinsschritten. In Europa ist eine Senkung der Leitzinsen, nach der überraschenden Lockerung der schwedischen Reichsbank, immer wahrscheinlicher. Auch in Grossbritannien scheint mittlerweile die Gefahr einer anhaltenden Konsumflaute höher eingeschätzt zu werden als ein starker Inflationsdruck oder ein Wiederaufflammen der Überhitzung am Immobilienmarkt.

## Anlagestrategie DELTA

### **Auswirkungen der taktischen Anlagestruktur im 2. Quartal 2005**

In der Taktischen Asset Allocation haben wir im Vorquartal in allen Referenzwährungen und Anlageprofilen die **Quote für Aktien und der Anlagekategorie „Diverse & Alternative Anlagen“ um 2 Prozent zugunsten der Liquidität reduziert**. Diese Massnahmen haben sich ausbezahlt. Einerseits haben sich zwar die osteuropäischen Märkte von ihren Tiefstwerten Mitte Mai erholt, können jedoch nicht mehr an die Höchstwerte von Ende Februar/Anfang März anknüpfen. Der MSCI-Eastern Europe-Referenzindex liegt seit Anfang Jahr nur noch mit knapp 5 Prozent im positiven Bereich, nachdem er in den ersten zwei Monaten rund 17 Prozent zugelegt hatte. Auch die Gewinnmitnahmen bei den Rohstoffwerten haben sich als richtige taktische Umsetzung herausgestellt. Der MSCI-Basis- und Edelmetall-Referenzindex hat seit Mitte März rund 12.2 Prozent eingebüsst.

Die Aktienmärkte entwickelten sich weiterhin sehr erfreulich, dies trotz der kurzzeitigen Konsolidierung im Monat April. Die normalisierte Performancestruktur hat sich dadurch akzentuiert, dass heisst, reine Aktienmandate haben den Performancevorsprung gegenüber reinen Obligationenmandaten ausgebaut. **Wir gehen davon aus, dass diese Entwicklung aufgrund der derzeit stark überkauften Lage an den Obligationenmärkten und der noch immer relativ attraktiven Bewertung der Aktienmärkte bis Ende Jahr 2005 anhalten könnte.** Den Fundamentaldaten sollte jedoch im kommenden Halbjahr unbedingt wieder vermehrt Beachtung geschenkt werden. Sich nur auf die psychologische Komponente und das Momentum

**abzustützen, bedeutet stets grosse Risiken einzugehen.**

Unsere 5 Anlageprofile (Referenzwährung CHF) haben sich im 1. Halbjahr 2005 wie folgt entwickelt:

### **Performance Anlagestrategie DELTA**

Ertrag	+ 3.99 %
Konservativ	+ 5.23 %
Ausgewogen	+ 6.59 %
Dynamisch	+ 8.41 %
Aktien	+ 9.16 %

Basis: Referenzwährung CHF, 01.01.05 – 30.06.05

### **Portfoliostruktur 3. Quartal 2005**

**Die Aktienquote reduzieren wir taktisch um weitere 3 Prozent.** Betroffen sind hiervon die Positionen in der Schweiz und Europa. Diese Aktienmärkte haben seit Beginn des Jahres um rund 10 Prozent zugelegt, der S&P 500 dagegen befindet sich noch immer mit 1.9 Prozent im negativen Territorium. Die Untergewichtung gegenüber der strategischen Quote beträgt nun insgesamt 5 Prozent.

**Die Quote „Diverse & Alternative Anlagen“ erhöhen wir um 4 Prozent,** das heisst, wir stocken unsere bisherigen Positionen in Gold und Immobilienanlagen um je 2 Prozent auf. In den Goldanlagen erfolgt dies zur Absicherung der US Dollar-Bestände in den Portfolios sowie in Antizipation der von uns für die nächsten Jahre erwartete globale Nachfragezunahme für das „gelbe Metall“. Die Investitionen in indirekte Immobilienanlagen tätigen wir aufgrund ihrer hohen Ausschüttungsrendite als Alternative zu den tief rentierenden Obligationenanlagen.

**Für das 3. Quartal 2005 ändern wir unsere taktische Ausrichtung im Aktienbereich somit neu auf „untergewichten“** gegenüber bisher „leicht untergewichten“. Für ein Mandat mit dem Anlageprofil „Ausgewogen“ entspricht dies einer Reduktion des Aktienanteils von bisher 48 Prozent auf **neu 45 Prozent**. Aufgrund der immer noch relativ attraktiven Bewertung der Aktienmärkte, trotz der nun bereits 9 Monaten anhaltenden Haussephase, erachten wir eine stärkere Untergewichtung der Aktienquote im heutigen Zeitpunkt als noch zu früh! Hingegen nutzen wir die sektoriell stark unterschiedlichen Entwicklungen, um bei den Aktienpositionen laufend Gewinne mitzunehmen und die Risikostruktur der Portfolios zu optimieren.

Entspricht Ihr Anlageprofil bzw. die entsprechende Anlagestrategie noch Ihren persönlichen Bedürfnissen?

Sprechen Sie uns doch an! – Gerne stehen wir Ihnen für ein beratendes Gespräch zur Verfügung.

**DELTA Investment Partner AG**