

DELTA Quarterly



INFORMATIONEN FÜR KUNDEN UND FREUNDE DER DELTA INVESTMENT PARTNER AG

„Vergessen Sie auch in den euphorischsten Hausse-Phasen nie: Die Börse ist keine Einbahnstrasse!“

Der Chefökonom von Morgan Stanley, Stephen Roach, sagte jüngst in einem Interview: **„Leben wir wirklich in einer ganz neuen Welt, in der alle riskanten Anlagen zur selben Zeit so bewertet werden, wie wenn alle Gefahren verschwunden wären?“** – Die Antwort auf diese Frage haben die Finanzmärkte – glücklicherweise – in den letzten drei Wochen mit zwei kurzen, aber heftigen Korrekturphasen an den Aktien-, Devisen- und Edelmetallmärkten gegeben. Glücklicherweise daher, da eine Konsolidierung an den Aktienmärkten nach der rund vierjährigen Haussephase mehr als überfällig war. Die erste Korrekturwelle Ende Februar liess die gesamten Kursgewinne seit Beginn des Jahres 2007 dahinschmelzen, mit der zweiten „Downside Wave“ Mitte März drangen die meisten Aktienmärkte in negatives Territorium vor.

In unserem letzten **DELTA Quarterly**® im Januar 2007 titelten wir „Irren Sie sich nicht – Die Entwicklungen an den Börsen werden nicht aufgrund von Fakten getroffen, sondern aufgrund von Ansichten über Fakten!“ Diese Aussage hat sich nun, nur zwei Monate später, bewahrheitet. In anderen Worten bedeutet dies: **Die makro- und mikroökonomischen Fundamentaldaten haben sich im letzten Monat nicht oder nur unwesentlich verändert.** Trotzdem kam es zu einer Kurszäsur an den Finanzmärkten. Diese basieren auf Meinungen, Ansichten und Äusserungen über wirtschaftliche Daten und Ereignisse von namhaften, aber auch weniger bekannten Marktteilnehmern, selbsternannten Börsenaguren und Medienschaffenden.

Als die weltweiten Aktienmärkte am Dienstag, 27. Februar 2007 zu bröckeln begannen und in drei Tagen rund 5 bis 8 Prozent verloren, waren die Gründe von den Wirtschafts- und Finanzjournalisten allorts schnell gefunden. Für den grössten Kursver-

Inhalt dieser Ausgabe

▲ Hauptartikel

- ▲ Veränderung der Psychologie der Finanzmärkte
- ▲ Vermeintliche Auslöser der Kurskorrekturen
- ▲ Sentiment-Indikatoren als Frühwarnsystem

▲ Ausblick Wirtschaft & Finanzmärkte

- ▲ Wirtschaftswachstum mit nachlassender Dynamik
- ▲ Inflation derzeit keine Gefahr
- ▲ Konsumentenverhalten von grosser Relevanz

▲ Anlagestrategie DELTA

- ▲ Keine Änderung der Taktischen Asset Allocation

▲ DELTA Inside®

- ▲ Anlageverhalten in Konfliktsituationen

lust an den internationalen Aktienmärkten seit vier Jahren wurden, je nach Medium, die unterschiedlichsten Auslöser ins Feld geführt. Für die einen war es die chinesische Regierung, für die anderen der US-Immobilienmarkt, für dritte Alan Greenspan und wiederum für andere waren es die medialen Terrorwarnungen. Die Liste dieser Mutmassungen könnte beinahe beliebig weitergeführt werden, denn wenn Gründe für Reaktionen an den Finanzmärkten gesucht werden, findet man sie meist auch. **Tatsache ist jedoch, dass sich die Psychologie und die Verhaltensmuster der Marktteilnehmer bereits Anfang Jahr, aber spätestens nach dem starken Börsenmonat Januar (SPI +4.51 Prozent), verändert hat.** Diese Veränderung psychologischer und technischer Faktoren ist selbstverständlich keine Garantie dafür, dass die Märkte in unmittelbarer Zukunft zur Schwäche, oder bei gegensätzlichen Anzeichen, zur Stärke neigen. **Jedoch erachten wir diese Faktoren aus der Behavioral Finance-Theorie viel eher als Auslöser der jüngsten Korrekturphase an den Märkten als diejenigen der Medien.** Denn die reine zeitliche Übereinstimmung eines vermeintlich börsenrelevanten Ereignisses mit einer Marktreaktion reicht meist nur oberflächlich betrachtet als Begründung aus.

Die jüngsten Ereignisse im Detail

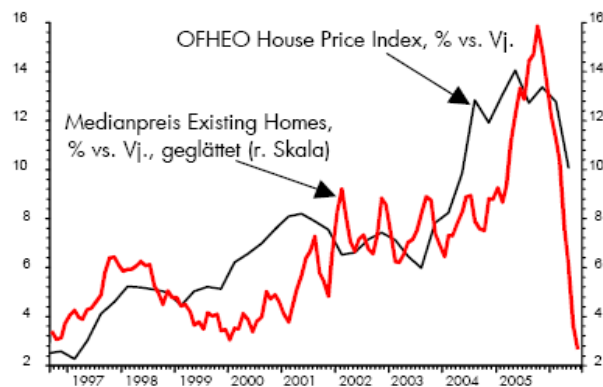
Vermeintlicher Auslöser Nr. 1: Kursrutsch an der Börse Shanghai um rund 10 Prozent. Der chinesische Shanghai SE Composite Index hat bereits Ende Januar/Anfang Februar 2007 innerhalb weniger Tage um mehr als 12 Prozent korrigiert. Die Weltaktienmärkte nahmen keine Notiz von diesem Kursrutsch und stiegen unentwegt weiter. Der Auslöser des Kurseinbruchs Ende Februar war die Ankündigung der chinesischen Regierung, sie gedenke eine Steuer auf Kursgewinne einzuführen. Auch diese fiskalen Regulierungsmassnahmen sind keineswegs als Neuigkeit zu betrachten, sind doch in einigen Volkswirtschaften – insbesondere in den Schwellenländern – ähnliche Bestrebungen im Gang. Wie nachhaltig solche Ankündigungen sein können, zeigte uns die chinesische Regierung tags darauf, als sie bekannt gab, die Pläne nocheinmal zu überdenken. Der Aktienindex hat seither die gesamten Kurseinbussen wieder wettgemacht und tendiert auf Jahreshöchststand. – Ähnliches spielte sich bereits im vergangenen Dezember in Thailand ab, als die Regierung umfangreiche Kapitalverkehrskontrollen ankündigte, um die Spekulationen rund um den thailändischen Bath einzudämmen. Der thailändische SET-Index verlor innerhalb eines Tages rund 14 Prozent. Auch damals zeigten sich die Aktienmärkte der industrialisierten Welt nur kurzzeitig beeindruckt. **Somit dürfte die Abhängigkeit der Aktienmärkte auf regulatorische Änderungen in gewissen Ländern und Regionen nicht à priori gegeben sein, sondern stark von der aktuellen Marktverfassung und des generellen Börsenumfeldes abhängen.**

Vermeintlicher Auslöser Nr. 2: Krise des US-Immobilienfinanzierers New Century

Die Aktie des Anbieters von Hypotheken für Kunden mit schwacher Kreditwürdigkeit hatte bereits von April bis Dezember 2006 einen Kursrückgang von rund 40 Prozent zu verzeichnen. Am 8. Februar 2007 erfolgte ein erneuter Kursrutsch von rund 30 Prozent. Ein Ereignis, welches die Weltaktienmärkte nicht zur Kenntnis nahmen und sich weiterhin von ihrer positiven Seite zeigten. Am 27. Februar 2007, dem Tag der weltweit stärksten Kurseinbussen seit vier Jahren, tendierte New Century und weitere US-Hypothekarunternehmungen (z.B. Accredited Home Lenders) gehalten und nicht rückläufig. Doch just an diesem Tag sollten sich dann, laut Medienberichten, die Marktteilnehmer der fragilen Situation des US-Hypothekarmarktes bewusst geworden sein und panikartig darauf reagiert haben. Tatsache ist jedoch, dass sich der US-Immobilienmarkt bereits seit mehr als einem Jahr stetig abkühlt. Die Hauspreise (siehe Grafik) und die Verkäufe neuer und bestehender Häuser haben sich ebenso seit dem Jahr

2005 zurückgebildet wie die Anträge auf Neuhypotheken und weitere Housing Markt-Indizes.

US-Hauspreisindex bereits seit 2005 rückläufig



Quelle: Thomson Datastream

Eine klare Korrelation zwischen dem Kurseinbruch vom 27. Februar 2007 und den vermeintlich zeitgleichen Ereignissen am US-Immobilienmarkt ist somit nicht gegeben. Vielmehr dürfte sich die grundsätzliche psychologische Verfassung des Marktes verändert haben.

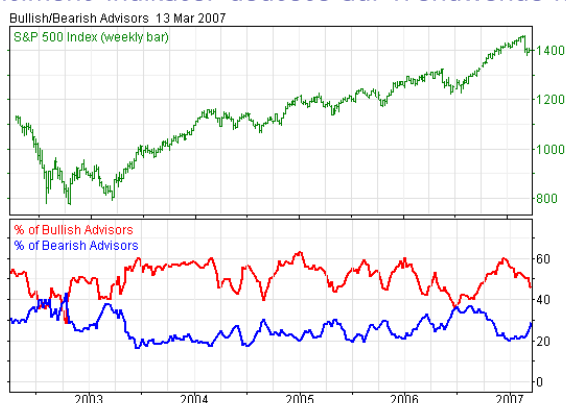
Vermeintlicher Auslöser Nr. 3: Rede des früheren US-Notenbankchefs Alan Greenspan

Seit Alan Greenspan im Januar 2006 das Zepter der US-Zentralbank an seinen Nachfolger Ben Bernanke übergab, meldete er sich in unregelmässigen Abständen immer wieder mit Aussagen und persönlichen Meinungen zur konjunkturellen Situation in den USA und anderen Themenbereichen. Die Reden des ehemals mächtigsten Wirtschaftsmannes der Welt wurden zwar meist noch medial begleitet, hinterliessen an den Märkten jedoch keine Spuren mehr. Dies soll sich nun just an diesem schwarzen Dienstag Ende Februar 2007 geändert haben, als er verkündete, dass die USA Ende 2007 in eine Rezession treten würden. Zwei Tage später relativierte Alan Greenspan per Videoschaltung aus Tokio seine Aussage und Ben Bernanke äusserte sich vor dem Haushaltsausschuss des Repräsentantenhauses äusserst zuversichtlich, was die Zukunft der amerikanischen Konjunktur betrifft. **Auch beim dritten vermeintlichen Auslöser des Kursrutsches Ende Februar war wohl eher die inhärente Fragilität der Aktienmärkte verantwortlich für die Korrektur als der Inhalt des Statements des Ex-Notenbankchefs.**

Ein weiterer Indikator für die sich veränderte Marktverfassung liefert der bekannte und in der Investment-Gemeinde angesehene Advisors Sentiment Report. Es handelt sich dabei um einen Kontra-Indikator im Bereich des Market Timings, welcher Daten über das Anlegervertrauen sammelt und aufbereitet. Extremwerte stellen oft Wendepunkte an den

Aktienmärkten dar. Ende 2006 war das Vertrauen in den Aktienmarkt an einem Höhepunkt angelangt. Rund 60 Prozent der befragten Herausgeber von unabhängigen Investment Newsletters waren positiv („bullish“) auf die weitere Entwicklung des Aktienmarktes. Lediglich 20 Prozent der Berater und Finanzintermediäre äusserten eine vorsichtige bis negative Haltung („bearish“). **Es gilt zu berücksichtigen, dass es sich beim Advisors Sentiment Report um einen Trendbarometer handelt, welcher zwar Warnsignale sendet, diese jedoch unbedingt im Zusammenhang mit anderen qualitativen und quantitativen Indikatoren betrachtet werden müssen.**

Sentiment-Indikator deutete auf Trendwende hin



Quelle: Investors Intelligence

Ausblick Wirtschaft und Finanzmärkte

Der Konjunkturmotor in der EU läuft auf Hochtouren: Das Euroland erreichte nach einem stetig steigenden Wachstum per Ende 2006 mit +3.3 Prozent die Höchstmarke seit sechs Jahren. Auch in Grossbritannien zeigt die Wachstumskurve weiter nach oben: erstmals seit Herbst 2004 wurde wieder ein Wert von drei Prozent oder mehr gemessen. Die USA und die Schweiz haben ihren konjunkturellen Zenit im Jahre 2006 zwar überschritten, wachsen aber mit +3.1 Prozent (USA) und +2.2 Prozent (Schweiz) immer noch im Bereich des langfristigen Durchschnitts beziehungsweise darüber. **Wir gehen davon aus, dass viele Länder und Regionen im Konjunkturzyklus weit fortgeschritten sind und sich entweder in der späten Wachstums- oder bereits in der Abschwungsphase mit nachlassender Dynamik befinden. Aufgrund der Normalisierung an den Rohstoffmärkten scheint die Teuerung, zumindest vorerst, kein Thema mehr zu sein, erreichte doch der Konsumentenpreisindex in der Schweiz per Februar 2007 0 Prozent (!). Genau zu beachten gilt es jedoch die Konsumnachfrage der Privaten Haushalte in den USA im Zusammenhang mit dem Immobilienwertzerfall.**

Anlagestrategie DELTA

Auswirkungen der taktischen Anlagestruktur im 1. Quartal 2007

Sowohl die Änderungen der taktischen als auch der strategischen Asset Allocation haben bis anhin Früchte getragen. Taktisch erhöhten wir die Aktienquote, insbesondere diejenige der Emerging Markets, um zwei Prozent zulasten der Liquiditätsquote. Trotz der Kurskorrekturen an den Aktienmärkten Ende Februar/Anfang März resultierte bei den selektiven Anlagen in den Schwellenländern seit Anfang Jahr (YTD) ein positiver Return. Strategisch haben wir die Obligationenquote um fünf Prozent reduziert, dies zugunsten der Kategorie „Diverse & Alternative Anlagen“. Dabei standen vor allem ausgewählte Anlagen in der Sub-Anlagekategorie „Immobilien“ im Vordergrund. Da die Korrelation eines Grossteils der Immobilienmärkte mit den Aktienmärkten stetig zunimmt, blieb auch die Wertentwicklung der Liegenschaften vom Kursrutsch nicht unversehrt. Per saldo ergibt sich jedoch eine deutlich höhere relative Performance als bei den Anlagen in Festverzinslichen Werten.

Performance Anlagestrategie DELTA

Ertrag	+ 1.13 %
Konservativ	+ 0.81 %
Ausgewogen	+ 0.96 %
Dynamisch	+ 0.85 %
Aktien	+ 0.58 %

Basis: Referenzwährung CHF, 01.01.07 – 28.02.07

Portfoliostruktur 2. Quartal 2007

Bei der Taktischen Asset Allocation (TAA) nehmen wir gegenüber dem Vorquartal keine Änderungen vor. Wir bleiben somit moderat positiv für die Aktienmärkte. **Der wichtigste Faktor, welcher unserer Ansicht nach weiterhin für die Aktienanlagen spricht, ist das Fehlen von valablen Anlagealternativen.** Die in den letzten Wochen und Monaten oftmals ins Feld geführte Begründung der „günstigen Bewertung“ der Aktienmärkte ist jedoch mit Vorsicht zu geniessen. Oftmals wird hierfür lediglich das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) herbeigezogen ohne dabei wichtige Kennzahlen zu konsultieren. Eine derart isolierte Betrachtungsweise hat in der Vergangenheit vielfach zu falschen Schlussfolgerungen geführt. – Ein Grossteil des Kursaufschwunges seit Herbst 2006 ist nicht mehr fundamental begründet sondern basiert auf Übernahmephantasien, Private Equity-Aktivitäten, Gerüchten und übertriebenem Optimismus der Finanzanalysten. – Branchenspezifisch bevorzugen wir im kommenden Quartal die Sektoren Pharma/Gesundheit, Nicht-zyklische Konsumgüter, Energie und Informationstechnologie.

DELTA Investment Partner AG