

DELTA Quarterly



INFORMATIONEN FÜR KUNDEN UND FREUNDE DER DELTA INVESTMENT PARTNER AG

Vier Jahre Bullenmarkt - eine Standortbestimmung!

„La hausse amène la hausse!“ Keine Börsenweisheit könnte die aktuelle Situation an den Aktienmärkten besser widerspiegeln. An den Börsen jagt ein Rekordhoch das nächste. Das Sprichwort beschreibt eine Marktphase, in der steigende Aktienkurse das Publikum zu weiteren Käufen veranlassen, wodurch sich die Hausse weiter verstärkt. Diese Marktphase kennzeichnet in der Regel die letzte Phase des Bullenmarktes. Diese endet laut den Börsenautoren entweder mit einem psychologischen Schock oder, zur Überraschung aller, vermeintlich ohne erkennbaren Grund. Wie nahe die weltweiten Aktienmärkte nach mittlerweile viereinviertel Jahren Kursaufschwung derzeit dem Ende des Bullenmarktes sind, kann niemand genau wissen. **Gewiss ist jedoch, dass sich die Hausse in einer Spätphase des Zyklus befindet.**

Ein Bullenmarkt lässt sich üblicherweise in drei Phasen einteilen. Phase 1: Die Konjunktur harzt, die Bilanzen der Unternehmungen spiegeln die negative Entwicklung der Geschäftstätigkeit, Fusionen und Übernahmen gibt es kaum. Die Öffentlichkeit hat genug vom Thema Aktien. **Vorausschauende Anleger beginnen in dieser Zeit, trotz ungemütlicher Wirtschaftslage, ihre Positionen in Aktien auszubauen.** **Phase 2:** Die Konjunktur verbessert sich zusehends und das Geschäftsklima für die Unternehmungen, die Gewinne – und damit auch die Aktienkurse – steigen und die Merger & Acquisition-Tätigkeit zieht spürbar an. **Phase 3:** Der konjunkturelle Motor brummt. Die Unternehmungen erzielen glänzende Gewinne. Es gibt eine grosse Zahl an positiven Wirtschafts- und Firmennachrichten. Viele Unternehmungen öffnen sich dem Publikum und wagen den Gang an die Börse (IPOs). Die Aktienmärkte stehen wieder im Zentrum des öffentlichen Interesses und das Geschäft mit Fusionen und Übernahmen läuft prächtig.

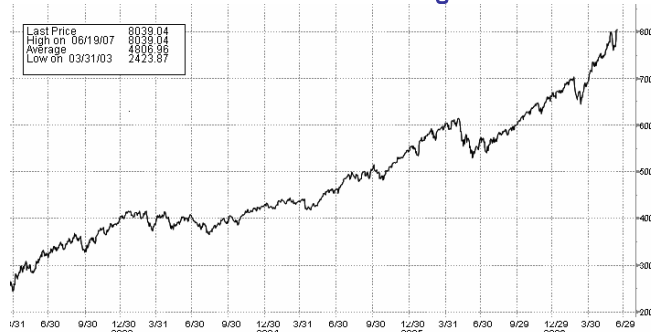
Inhalt dieser Ausgabe

- ▲ **Hauptartikel**
 - ▲ Die verschiedenen Phasen des Bullenmarktes
 - ▲ Aktienmärkte auf Allzeit-Höchstständen
 - ▲ Mergers & Acquisitions-Boom
 - ▲ Cashflows vs. Unternehmensgewinne
- ▲ **Ausblick Wirtschaft & Finanzmärkte**
 - ▲ Weltweit kräftige Leitzinserhöhungen
 - ▲ Konjunkturmotor auf Hochtouren
 - ▲ Inflation und Immobilienmarkt als Gefahrenquellen
- ▲ **Anlagestrategie DELTA**
 - ▲ Erhöhung der Diversen & Alternativen Anlagen
- ▲ **DELTA Inside®**
 - ▲ Pensionierungsplanung: Kapitalbezug – was nun?

Vor allem die Aussicht auf Übernahmen sorgt dabei für weitere Kursavancen – nicht die Gewinndynamik der Konzerne. **Vorausschauende Anleger sind sich bewusst, in welcher Hausse-Phase sie sich befinden und sichern gezielt und kontinuierlich ihre Gewinne.**

Betrachten wir die Situation im Detail: **1. Praktisch sämtliche Aktienmärkte sind auf neuen Allzeit-Höchstständen angelangt.** Die verschwindend kleine Ausnahme bilden der Nikkei 225-Index (Top am 29.12.1989: 38'916 Pkt.), der DJ Euro Stoxx 50-Index (Top am 06.03.2000: 5'464 Pkt.) und der FTSE 100-Index (Top am 30.12.1999: 6'930 Pkt.).

DAX-Index auf neuem All-Time-High



Quelle: Bloomberg

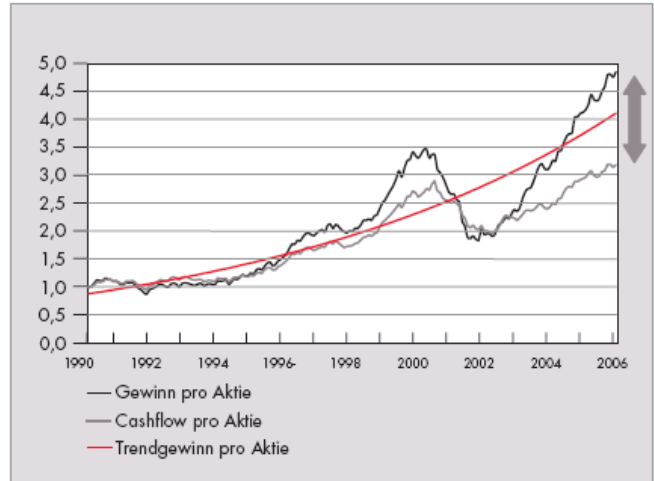
Der deutsche Aktienindex DAX, welcher bis vor wenigen Wochen noch ein Fünftel hinter den alten Höchstständen vom März 2000 zurückgeblieben war, hat in einem phänomenalen Steigerungslauf innerhalb der letzten drei Monaten rund 22 Prozent zugelegt.

2. Das weltweite Merger & Acquisition-Volumen hat im Jahre 2006 die Rekordmarke von USD 3'500 Mrd. erreicht. Dies ist sogar mehr als in den Boomjahren 1998 und 1999 mit jeweils über USD 3'200 Mrd. Und in diesem Jahr (Jahr 2007) schreiten wir in riesigen Schritten einem erneuten Rekord entgegen: Es ist noch kein halbes Jahr vergangen und das Volumen hat bereits sagenhafte USD 2'300 Mrd. erreicht. Insbesondere der Anteil Private Equity hat sich in den letzten Jahren von unter 5 Prozent auf knapp 25 Prozent erhöht. Die Private Equity-Industrie schwimmt im Geld. Ihr stehen weltweit über USD 1'000 weitere Milliarden zur Verfügung. Dies würde reichen, um das gesamte Schweizer Börsentableau leerzukaufen. Die Hyperaktivität an der Übernahme-Front hat jedoch bereits in den Boomjahren 1999/2000 das Ende eingeläutet. Zudem bleibt abzuwarten, wie sich der jüngste, drastische Anstieg der Zinsen auf die weitere Entwicklung im Bereich der fremdfinanzierten Übernahmen (Leveraged Buyouts) auswirkt. Eine gewisse Vorsicht ist durchaus angebracht.

3. Das (vermeintlich) perfekte Aktienumfeld ist labil. Die Optimisten und Bullen an den Finanzmärkten führen seit geraumer Zeit immer wieder dieselben Begründungen ins Feld, weshalb die Aktienmärkte noch einige Quartale oder gar Jahre im gleichen Tempo weiter ansteigen werden: Dies sind einerseits die robusten Unternehmensgewinne und andererseits die (vermeintlich) noch immer tiefe Bewertung der Aktien. Doch wie günstig sind die Aktien wirklich? Oder anders gefragt: Sind die aktuellen und die erwarteten Gewinne die richtige Messgrösse für eine faire Beurteilung der nachhaltigen Ertragskraft des Unternehmensbereiches? Welches sind die treibenden Kräfte hinter den aktuellen Unternehmensgewinnen? Hierzu einige Bemerkungen: Die aktuellen Gewinne (I/B/E/S Konsensschätzungen) verlaufen derzeit deutlich über dem langfristigen Trend (siehe Grafik). Die Gewinne sind jedoch viel stärker angestiegen als die entsprechenden Cashflows der Unternehmen. Beide Entwicklungen sind durchaus typisch für einen Gewinnzyklus, der bereits weit fortgeschritten ist. Die Schere von Gewinn und Cashflow öffnet sich zusehends und lohnt einer näheren Betrachtung, da die Investorengemeinde in ihren Analysen bekanntlich stark auf den Gewinn fokussiert ist. Dies obwohl der Cashflow eine geeignetere Messgrösse wäre, um die nachhaltige Ertragskraft von Unternehmungen zu bestimmen, da er weniger von buchhalterischen Massnahmen beeinflusst wird.

mungen zu bestimmen, da er weniger von buchhalterischen Massnahmen beeinflusst wird.

Cash-Flows bleiben hinter den Gewinnen zurück



Quelle: Swisscanto

Die Gründe, weshalb die zwei Grössen (Cashflow und Unternehmensgewinn) auseinanderlaufen, sind die folgenden:

1. Durch die Umstellung auf International Financial Reporting Standards (IFRS) schreiben heute die Unternehmungen Bilanzpositionen wie Goodwill nicht mehr über eine vorgegebene Zeitspanne ab, sondern beurteilen die Werthaltigkeit respektive den Abschreibungsbedarf jedes Jahr neu. Dies reduziert die Abschreibungen und erhöht dadurch den Gewinn. Die Abschreibungspraxis hat aber keinen Einfluss auf den Cashflow und sollte auch keinen Einfluss auf die Bewertung der Unternehmung haben. Stützen Bewertungsmodelle aber auf diese im historischen Vergleich überhöhten aktuellen Gewinne ab, erscheinen Bewertungen tiefer, als sie in Tat und Wahrheit sind.

2. Aufgrund des guten Geschäftsverlaufs erhöhten die Unternehmungen in den letzten drei Jahren sukzessive die zuvor massiv zurückgefahrenen Investitionen in Produktionsgüter. Die Gewinne werden aber erst mit einer zeitlichen Verzögerung in Form höherer Abschreibungen in den kommenden Jahren belastet. Der Anstieg solcher Investitionen (Lageraufbau, Maschinen usw.) ist ebenfalls ein typisches Phänomen für einen fortgeschrittenen Gewinnzyklus.

Diese Faktoren dürfen bei einer generellen Lagebeurteilung der Aktienmärkte sowie bei der Interpretation der Bewertung bzw. der Kurs-/Gewinn-Verhältnisse nicht ausser acht gelassen werden. **Ein eigentlicher Gewinnkollaps wie nach dem Platzen der TMT-Blase im Jahre 2000 ist zwar nicht zu erwarten. Dazu ist das makroökonomische Umfeld (noch) zu gesund. Trotzdem sollte man sich bewusst sein, dass die Phase der stetig übertroffenen Gewinnerwartungen bereits ausserordentlich lange andauert (1. Quartal 2003).**

Ausblick Wirtschaft und Finanzmärkte

Das zweite Quartal 2007 brachte Bewegung an der Zinsfront. Zahlreiche Notenbanken, mit Ausnahme des amerikanischen Federal Reserve Board, erhöhten ihre Leitzinsen weitere ein oder mehrere Male. Der Referenzsatz liegt nun in der Schweiz bei 2 Prozent, in Europa bei 4 Prozent, in Norwegen bei 4.25 Prozent, in den USA bei 5.25 Prozent, in Grossbritannien bei 5.5 Prozent und in Neuseeland bei 8 Prozent. Doch damit nicht genug. Ein Grossteil der obersten Währungshüter kündigte zudem, mit ungewöhnlicher Deutlichkeit, eine weitere Straffung der Geldpolitik in den kommenden Monaten an. Dies aufgrund des weltweit anhaltend dynamischen Wirtschaftswachstums, welcher in den meisten Volkswirtschaften von allen bedeutenden Nachfragekomponenten des Bruttoinlandproduktes (BIP) getragen werden. **Wir gehen davon aus, dass der Konjunkturmotor in den nächsten Monaten weiter auf Hochtouren laufen wird, der Zyklus insbesondere in den USA und Grossbritannien jedoch schon weit fortgeschritten ist. Zudem gilt es insbesondere zwei Gefahrenquellen im Auge zu behalten: Einerseits der Erdölpreis, welcher sich seit Mitte Januar 2007 um rund 39 Prozent verteuert hat. Dies hat insbesondere die Gesamtrate der Produzenten- und Konsumentenpreise deutlich ansteigen lassen. Andererseits die Lagerbestände an Häusern in den USA, welche im Monat April nach einer Konsolidierung in den Vormonaten wieder stark angestiegen sind (+10.4 Prozent).**

Hoher Lagerbestand an Häusern in den USA



Quelle: Thomson Datastream

Die Konsumnachfrage der Privaten Haushalte in den USA bleibt in den nächsten Monaten die zu beobachtende Grösse. Dies insbesondere im Zusammenhang mit dem Immobilienpreiserfall und den Erschütterungen am US-Hypothekarmarkt. Zudem verliert der Arbeitsmarkt zusehends an Dynamik.

Anlagestrategie DELTA

Auswirkungen der taktischen Anlagestruktur im 2. Quartal 2007

Ende März liessen wir die Taktische Asset Allocation (TAA) unverändert. Somit nahmen wir, trotz dannzumal kräftigen Erschütterungen an den Börsen, keine Reduktion der Aktienquote vor. Dieser Entscheid hat sich ausbezahlt, erhöhte sich der Weltaktienindex doch in dieser Zeit um kräftige 6.8 Prozent. Die Performance der Anlagestrategie wurde im vergangenen Quartal massgeblich von drei Faktoren beeinflusst: 1. Dem starken Revival der Aktienmärkte. 2. Dem massiven Renditeanstieg an den Zinsmärkten. 3. Dem schwachen Schweizer Franken, ausgelöst von den Carry Trades von Tiefzins- zu Hochzinswährungen und den deutlicheren Zinserhöhungen ausländischer Notenbanken.

Performance Anlagestrategie DELTA

Ertrag	+ 0.57 %
Konservativ	+ 2.75 %
Ausgewogen	+ 5.58 %
Dynamisch	+ 7.94 %
Aktien	+ 8.66 %

Basis: Referenzwährung CHF, 01.01.07 – 31.05.07

Portfoliostruktur 3. Quartal 2007

Bei der Taktischen Asset Allocation (TAA) reduzieren wir die Liquidität gegenüber dem Vorquartal um 3 Prozent zugunsten der Anlagekategorie „Diverse & Alternative Anlagen“. Wir gehen davon aus, dass sich in den Sub-Anlagekategorien Edel- & Industriemetalle, Rohstoffe, Immobilien, Hedge Funds und Absolut Return Produkte eine Mehrrendite gegenüber dem Geldmarkt erzielen lässt. Dies trotz den in den letzten Wochen kontinuierlich angestiegenen kurzfristigen Zinssätzen.

Für eine Reduktion der Untergewichtung der taktischen Obligationen-Quote erscheint uns der Zeitpunkt noch nicht optimal. Die hohe Volatilität an den Bondmärkten lässt nach dem massiven Renditeanstieg in den letzten Tagen und Wochen noch kein klares Bild erkennen. Der von uns im letzten DELTA Quarterly® aufgeführte wichtigste Faktor, welcher weiterhin für Aktienanlagen spricht, bleibt (vorläufig) noch bestehen. Es handelt sich dabei um das Fehlen von valablen Anlagealternativen gegenüber den Investitionen in Dividendenpapieren. Die Entwicklungen an der Zinsfront sollten diesbezüglich genau verfolgt werden. – Im kommenden Quartal bevorzugen wir insbesondere grosskapitalisierte und dividendenstarke Gesellschaften sowie Werte aus defensiven Sektoren. Von Neuentengagements in Small- und Mid-Caps würden wir aufgrund des bereits sehr hohen Bewertungsaufschlages aufgrund Übernahmephantasien abraten.

DELTA Investment Partner AG