

DELTA Quarterly



INFORMATIONEN FÜR KUNDEN UND FREUNDE DER DELTA INVESTMENT PARTNER AG

Der Wind hat sich gedreht!

**„Versuche gierig zu sein,
wenn die anderen Angst haben,
und habe Angst,
wenn andere gierig sind.“**

Warren Buffet
Amerikanischer Investor

In unserem letzten Quartalsbrief, dem **DELTA Quarterly®** Juli 2007 (Versand Ende Juni 2007), führten wir für Sie, liebe Leserinnen und liebe Leser, eine umfassende Standortbestimmung zum vierjährigen Bullenmarkt durch. Wir erläuterten die verschiedenen Phasen eines Bullenmarktes und mahnten zur Vorsicht. Als Gründe für unsere Zurückhaltung nannten wir unter anderem die **„Hyperaktivität“ an der Merger & Acquisitionfront**, die **steigenden Zinsen im Zusammenhang mit den fremdfinanzierten Übernahmen**, die **Konsumnachfrage der Privaten Haushalte in den USA im Zusammenhang mit dem Immobilienpreiszerfall**, die **nachlassende Dynamik des Arbeitsmarktes** sowie die **hohen Gewinnerwartungen bei den Unternehmungen**. – Dies wohlgermerkt in einer Phase, in welcher die Wirtschafts- und Finanzmarktredaktoren, die Finanzanalysten, die Börsenauguren und die Anlegergemeinde beinahe unisono vor Optimismus sprühte, ja gar vor Euphorie strotzte.

Dies wohlgermerkt in einer Phase, in welcher die Wirtschafts- und Finanzmarktredaktoren, die Finanzanalysten, die Börsenauguren und die Anlegergemeinde beinahe unisono vor Optimismus sprühte, ja gar vor Euphorie strotzte.

Heute, ziemlich genau drei Monate später, haben sich einige der genannten Prophezeiungen bewahrheitet und auf die Finanzmärkte durchgeschlagen. Hatten wir in den Monaten Mai und Juni 2007 bei praktisch allen relevanten Aktienmärkten Allzeit-Höchststände erreicht, befinden sie sich in diesen Tagen bereits deutlich unter den Rekordmarken. Die wichtigsten west- und osteuropäischen, nord- und südamerikanischen sowie asiatischen Aktienindizes haben seither zwischen 5 bis 10 Prozent an Wert eingebüsst. Dabei hielten sich die Indizes der Schwellenländer im Vergleich zu den entwickelten Ländern im Durchschnitt besser, allerdings bei einer deut-

Inhalt dieser Ausgabe

▲ Hauptartikel

- ▲ Rückblick **DELTA Quarterly®** Juli 2007
- ▲ Die Krux mit den Empfehlungen der Finanzanalysten
- ▲ Volatilitäten am Aktienmarkt im Aufwind
- ▲ Geldpolitische Strategien der Notenbanken

▲ Ausblick Wirtschaft & Finanzmärkte

- ▲ Leitzinsen nicht mehr im Gleichschritt
- ▲ Hohe Nervosität am Geld- und Obligationenmarkt

▲ Anlagestrategie DELTA

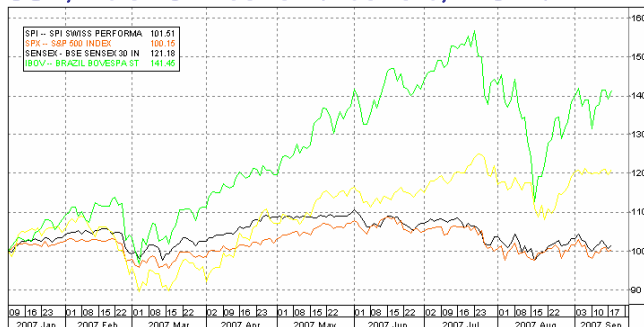
- ▲ Leichte Erhöhung der Aktienquote Schweiz

▲ DELTA Inside®

- ▲ Wie soll ich auf die „Subprime-Krise“ reagieren?

lich höheren Schwankungsbreite (siehe Grafik). **Ein Grund für das bessere Abschneiden ist die anhaltend hohe Wachstumsdynamik in einem Grossteil der Emerging Markets.**

YTD-Performance der Aktienmärkte Schweiz, USA, Indien & Brasilien (indexiert, in CHF)



Quelle: Bloomberg – SPI, SPX, Sensex, IBOV

Der Wind hat sich gedreht. Die Anlegerstimmung hat umgeschlagen. Die Finanzanalysten reduzieren ihre Gewinnerwartungen, was zu Rückstufungen der Kursziele und Umstufungen der Empfehlungen führt. Diese wiederum verstärken den Abwärtsdruck und es entsteht ein „Teufelskreis“. Ein Beispiel hierzu: Ein Banken-Analyst einer der grössten französischen Finanzdienstleister hat am 14. September 2007 das Kursziel der UBS-Aktie auf einen Schlag um 28

Prozent (!) von CHF 88 auf CHF 63 reduziert und die Empfehlung von „Kauf“ auf „Halten“ umgestuft. Dies wohlgerne nachdem die Aktie seit Anfang Juni um rund 23 Prozent eingebrochen ist und der Kurs der grössten Schweizer Bank am Tag der Umstufung (14.09.07) bei CHF 61.55 lag. Doch dem nicht genug: Seit dem Beginn der Kurserosion der UBS-Aktie Mitte Juni hat derselbe Analyst die „Kauf“-Empfehlung zweimal bestätigt und einmal sogar das Kursziel von CHF 90 auf CHF 96 noch weiter angehoben. Der gleiche Analyst hat drei Tage später das Kursziel der Credit Suisse-Aktie von CHF 95 auf CHF 68 reduziert (Kurs am Tag der Umstufung, 17.09.07: CHF 75.65) und die Kauf-Empfehlung in eine Verkauf-Empfehlung geändert. – Die Entwicklungen und die Einschätzungen zu den beiden Schweizer Grossbanken sind exemplarisch für den Finanz-Sektor, welcher weltweit am stärksten von der „Kreditkrise“ in Mitleidenschaft gezogen wurde. **Wir gehen davon aus, dass auch weitere Unternehmungen, insbesondere von zyklischen Sektoren und Subsektoren, die negativen Auswirkungen der Finanzkrise in den nächsten Monaten noch ausgeprägter zu spüren bekommen. Diese werden sich durch die Rückstufungen der Kursziele und die Umstufungen der Ratings der Finanzanalysten noch akzentuieren.**

Die Volatilität an den Finanzmärkten hat sich seit Ende Juli 2007 deutlich erhöht (siehe Grafik). Den Höhepunkt erreichte die Schwankungsbreite Mitte August, als am Freitag, 17. August 2007 selbst der eher defensive Swiss Market Index (SMI) intraday über 4 Prozent fluktuierte.

Deutlicher Anstieg der Volatilität

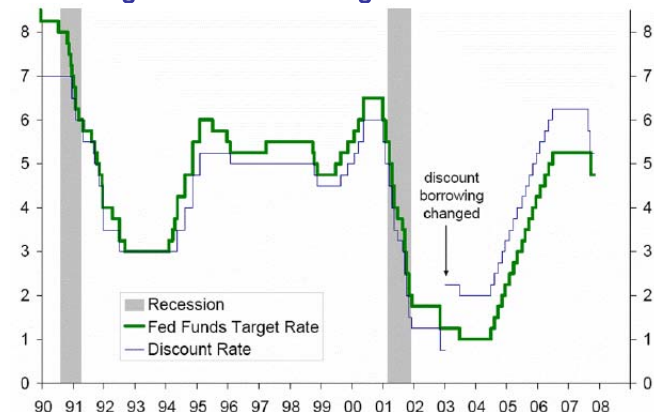


Quelle: Bloomberg – CBOE SPX Volatility Index

In der mittleren August-Woche kam es nach Befürchtungen über mögliche Konkurse von grossen US-Hypothekendarlehnern zu einem regelrechten Ausverkauf. Und dies obwohl die Notenbanken in Nordamerika, Europa und Japan bereits Tage zuvor den Markt mit koordinierten Geldspritzen von insgesamt rund USD 335 Milliarden (!) versorgt haben. Doch diese abgestimmten Rettungsaktionen der mächtigen Notenbankchefs zeigte nur kurzfristig Erfolg. Bereits zwei Tage später war die Angst wieder

vorherrschend und es kam zeitweise gar zu Panikverkäufen. Statt von überbordender Liquidität war trotz den Finanzspritzen von mangelnder „Flüssigkeit“ und einer drohenden Kreditklemme die Rede. Eine vorübergehende Stütze für die weltweiten Aktienmärkte brachte erst die überraschende Senkung des Diskontsatzes des Federal Reserve Boards am Freitag, 17. August 2007 von 6.25 Prozent auf 5.75 Prozent. Die Börsen reagierten euphorisch und schnellten innerhalb von wenigen Minuten um mehrere Prozentpunkte in die Höhe. Ebenso ausgelassen war die Stimmung einen Monat später, am Dienstag, 18. September 2007, als die US-Notenbank sowohl den Leitzinssatz als auch den Diskontsatz überraschend stark um je 50 Basispunkte senkte. **Wir möchten dabei eines deutlich herausstreichen: Der Markt jubelte nicht, weil sich nun alle Gefahren und Risiken auf einen Schlag in Luft aufgelöst haben, im Gegenteil. Er signalisiert dadurch lediglich Erleichterung, dass er sich auf die Notenbank „verlassen“ kann, wenn er – wie in den letzten Monaten – wieder einmal zu hohe Risiken eingegangen ist.** Die Kehrseite der Zinssenkung stellte dabei der auf ein Rekordtief zum Euro abrutschende US Dollar von über 1.40 dar.

Erstmalige US-Zinssenkung seit über 4 Jahren



Quelle: Bloomberg/LGT – US-Leitzins und US-Diskontsatz

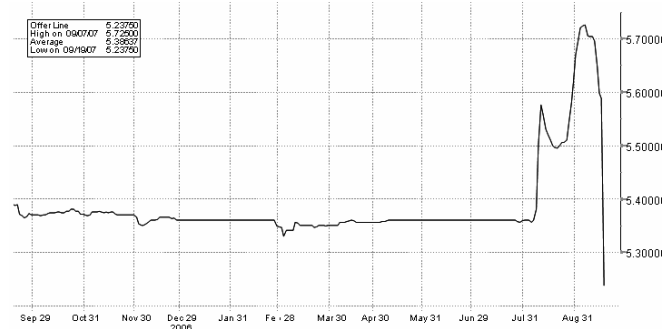
Unserer Ansicht nach ist Euphorie im derzeitigen fragilen Börsenumfeld fehl am Platz. Wir gehen davon aus, dass die Leitzinssenkungen und die Finanzspritzen der Notenbanken – analog der Spritzen im medizinischen Umfeld – zwar kurzfristig ihre Wirkung zeigen, ihre Nachhaltigkeit jedoch nur ungenügend gegeben ist. Wir interpretieren den überraschend aggressiven Zinsschritt von Bernanke, dass der Offenmarktausschuss die Gefahr einer Rezession als hoch einschätzt. Risiken bieten dabei vor allem weitere Korrekturen am Immobilienmarkt und die Bekämpfung der Inflation angesichts der rekordhohen Erdölpreise und dem äusserst starken Wachstum in Asien.

Ausblick Wirtschaft und Finanzmärkte

Die Zinsschritte der übrigen Notenbanken zeigen ein uneinheitliches Bild. Die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank of Japan (BoJ) belassen ihren Referenzzinssatz bei 4.00 bzw. 0.50 Prozent während die britische, norwegische und neuseeländische Notenbank sowie die Schweizer Nationalbank ihren Leitzins im Berichtszeitraum zwischen 25 und 50 Basispunkte anhoben. **Wir erachten die eher überraschende Zinserhöhung in der Schweiz auf 2.75 Prozent zwar als vertretbar, jedoch aufgrund der labilen Finanzmärkte als aggressiv. Wir gehen davon aus, dass der Zinserhöhungszyklus in der Schweiz, zumindest vorläufig, beendet ist. Dies obwohl die SNB für Ihre Dezember-Sitzung bereits eine weitere Zinserhöhung ins Auge gefasst hat.**

Die Nervosität der letzten Wochen zeigte sich jedoch nicht nur an der schwankungsanfälligeren Entwicklung des Aktienmarktes. Auch der – unter „normalen“ Umständen – deutlich stetigere Obligationen- und Geldmarkt zeigte sich äusserst volatil.

USA: Nervöser 3 Monats-Geldmarktsatz



Quelle: Bloomberg – Dreimonats-Libor

Der Obligationenmarkt nahm ebenso wie auf der Währungsseite der Schweizer Franken und auf der Rohstoffseite das Gold einmal mehr eine „Save Haven“-Funktion wahr. Im Zuge dieser „Flucht in die Qualität“ sank die Rendite des 10jährigen Eidgenossen innerhalb von weniger als drei Monaten von 3.38 auf 2.82 Prozent oder relativ um rund 16.6 Prozent (!). Noch grössere Ausschläge waren am Geldmarkt zu beobachten. Der Dreimonats-Libor in US Dollar handelte in den letzten Wochen teilweise mit einer Risikoprämie von bis zu 50 Basispunkten (siehe Grafik).

Wir erwarten, dass die Volatilität an den Finanzmärkten in den nächsten Monaten hoch bleiben und nicht auf das Niveau der Jahre 2004 bis 2006 zurückfallen wird. Dies trotz der diversen und unterschiedlichen Stabilitätsversuche der Zentralbanken.

Anlagestrategie **DELTA**

Auswirkungen der taktischen Anlagestruktur im 3. Quartal 2007

Ende Juni beschlossen wir, die Liquidität um 3 Prozent zu reduzieren. Diese Quote sollte einem erstmaligen, gezielten Aufbau von Hedge Funds und Absolute Return Produkten innerhalb der Anlagekategorie „Diverse & Alternative Anlagen“ zugute kommen. Aufgrund des bald darauf einsetzenden Stimmungstiefs an den Finanzmärkten, haben wir ausserordentlich vorerst von einer Investition in die genannten Sub-Anlagekategorien abgesehen. Dieser Entscheid hat sich deutlich ausbezahlt, hat sich doch der CS Tremont Investable Hedge Fund Index seit dem Höchststand Mitte Juli um 3.8 Prozent abgeschwächt. Im Monat August 2007 resultierte im globalen Hedge Fund Geschäft zudem die schlechteste Monatsperformance seit zwanzig Jahren. Hedge Funds von Bear Sterns, Renaissance, Caxton, Tudor, D.E. Shaw oder Goldman Sachs, um nur einige zu nennen, mussten Milliardenverluste bekannt geben.

Performance Anlagestrategie **DELTA**

Ertrag	+ 1.40 %
Konservativ	+ 2.23 %
Ausgewogen	+ 3.32 %
Dynamisch	+ 4.25 %
Aktien	+ 4.48 %

Basis: Referenzwährung CHF, 01.01.07 – 31.08.07

Portfoliostruktur 4. Quartal 2007

Bei der Taktischen Asset Allocation (TAA) erhöhen wir die Aktienquote gegenüber dem Vorquartal leicht um zwei Prozent zu Lasten der liquiden Mittel. Die Neuinvestition kommt dabei vollumfänglich dem Schweizer Aktienmarkt zugute. Die Indizes der Schweizer Dividendenpapiere – insbesondere der grosskapitalisierten Werte – hinken seit geraumer Zeit den relevanten europäischen, amerikanischen und asiatischen Indizes hinter her. Zudem sind einige Schweizer Blue Chips in der jüngsten Korrekturphase übermässig zurückgestuft worden. Dies einmal mehr aufgrund des sich stetig verstärkenden Herdentriebs an den Finanzmärkten. **Zudem gehen wir davon aus, dass der Risikoappetit der Anleger in den kommenden Monaten tendenziell abnehmen wird und vermehrt wieder Qualität im Vordergrund steht.** Weiterhin bevorzugen wir grosskapitalisierte und dividendenstarke Werte sowie Unternehmungen aus defensiven Sektoren. – Mit Neuengagements in Obligationen warten wir nach der jüngsten Gegenbewegung auf den starken Renditeanstieg seit Herbst 2006 vorläufig zu.

DELTA Investment Partner AG