

# DELTA Quarterly



INFORMATIONEN FÜR KUNDEN UND FREUNDE DER DELTA INVESTMENT PARTNER AG

## Das Börsenumfeld wird auch im Jahr 2008 von Unsicherheit geprägt bleiben!

**„Wenn einer von mir einen Kredit haben will, frage ich meinen Anwalt. Wenn er Ja sagt – nehme ich mir einen anderen Anwalt!“**

Henry Ford  
Amerikanischer Industrieller (1863 – 1947)

Wäre die Grundeinstellung und eine ähnliche oder gleichartige Denkweise wie die von Henry Ford stärker in den Köpfen aller „Human Beings“ rund um den Globus vertreten, würde sich die aktuelle Kreditkrise derzeit mit Bestimmtheit nicht in diesem Ausmass manifestieren.

### Nachhaltigkeit versus kurzfristiges Gewinnstreben

Vor rund viereinhalb Monaten gerieten die Finanzmärkte in den Strudel der dannzumal in den Medien als „Subprime-Krise“ titulierten Notlage. Seither hat sich die Zwangslage stark ausgedehnt und wird medial mit immer neuen Bezeichnungen versehen: Die Rede ist von „Kredit-Krise“, „Finanz-Krise“, „Hypotheken-Krise“ bis hin zur „Immobilien-Krise“ oder „Liquiditäts-Krise“. Diese Begriffsdefinitionen mögen allesamt teilweise ihre Richtigkeit haben, greifen jedoch zu kurz und deuten in ihrer Gesamtheit nur ungenügend auf die Wurzel des Übels. Denn es ist nicht der Preiszerfall am Immobilienmarkt in den USA alleine oder die fragwürdigen Hypothekarpraktiken der US-Finanzinstitute für sich selbst, welche die Krise in diesem besorgniserregenden Ausmass wie in den vergangenen Tagen und Wochen zu Tage brachten. **Vielmehr liegen die wahren Gründe, weshalb es zu dieser regelrechten Eskalation der Situation geführt hat, tiefer gelagert. Es ist dies die kurzfristige Denkweise im Allgemeinen und das immer kürzerfristige Gewinnstre-**

### Inhalt dieser Ausgabe

- ▲ **Hauptartikel**
  - ▲ Nachhaltigkeit vs. kurzfristiges Gewinnstreben
  - ▲ Unsicherheiten und deren Auswirkungen auf die Finanzmärkte
- ▲ **Ausblick Wirtschaft & Finanzmärkte**
  - ▲ Deutliche Wachstumsabkühlung erwartet
  - ▲ Angeschlagenes Konsumentenvertrauen
- ▲ **Anlagestrategie DELTA**
  - ▲ Leichte Erhöhung der Aktienquote Schweiz
- ▲ **DELTA Inside®**
  - ▲ Sind die Index-Fonds die „Joker“ bei Krisen an den Finanzmärkten?

**ben im Speziellen, die Auswüchse der falsch gesetzten Anreiz- und Entlohnungssysteme, insbesondere im Top-Management, der Zerfall von Grundwerten und Moral in Wirtschaft und Gesellschaft, das Streben nach Macht, die „Abzockermentalität“, die generelle Bereitschaft zur Verschuldung, die stetige Erhöhung der Komplexität und Anzahl von Finanzprodukten sowie die Tatsache, dass aus Fehlern der Vergangenheit keine Lehren gezogen werden.**

Das prädestinierte Beispiel hierfür ist der Aufstieg und Fall der UBS: In den Jahren 2005 und 2006 wurden beinahe in jedem Quartal neue Rekordgewinne erzielt. Das Investment Banking steuerte dabei einen immer grösseren Anteil am Gesamtgewinn bei, wofür die „Investment-Banker“ fürstlich bis unangemessen hoch entlohnt wurden. Diese exorbitanten Boni-Zahlungen animierte die (un-)verantwortlichen Mitarbeiter, immer noch grössere Risiken einzugehen, um das Verkaufsvolumen stetig steigern zu können und um vorwiegend selber davon zu profitieren. – Vor wenigen Tagen hat die UBS als (noch) grösste Universalbank der Schweiz zusätzliche Abschreibungen von USD 10 Mrd. auf ihren US-Subprime-Beständen bekannt gegeben. Dies nachdem sie bereits am 30. Okto-

ber 2007 für das 3. Quartal des Jahres Verluste und Abschreibungen von CHF 4.2 Mrd. aus hypothekarisch gesicherten Wertschriften (Mortgage Backed Securities, MBS) publizieren musste.

### Unsicherheit und deren Auswirkungen auf die Finanzmärkte

Die Sicherheit ist – auch nach der Ankündigung des erneuten Abschreibungsbedarfs der UBS – weder an den Finanzmärkten im Allgemeinen, noch im Bankensektor im Spezifischen – zurückgekehrt. **Diese Unsicherheit und Nervosität wird unseres Erachtens noch eine ganze Weile andauern und die Finanzmärkte auch im Jahre 2008 in Atem halten. Die Krise könnte sich gar noch stärker ausbreiten, weitere Sektoren ergreifen und schlussendlich das Wirtschaftswachstum deutlich dämpfen. Daher ist auch an den weltweiten Börsen vorläufig mit einer anhaltend hohen Volatilität zu rechnen.**

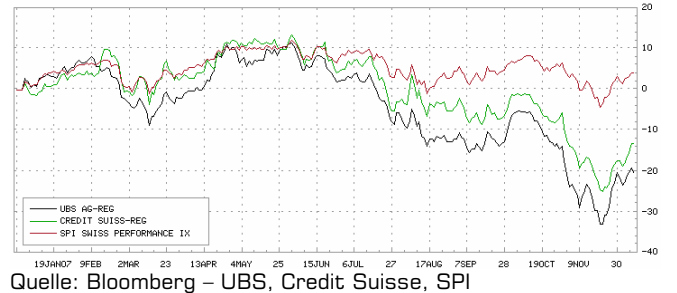
### Starker Anstieg der Volatilität seit Beginn 2007



Wie die Finanzmärkte einerseits auf Unsicherheit und Ungewissheit und andererseits auf Fakten reagieren, zeigt die Kursentwicklung der UBS-Aktie an den Tagen der Publikation der Milliarden-Verluste. Trotz der inhaltlich deutlich negativen Ankündigung schloss der Aktienkurs an beiden Tagen im Monat Oktober bzw. Dezember deutlich im Plus. **Dabei handelt es sich jedoch nicht um ein Groteskum, sondern ganz einfach um eine wichtige charakterliche Eigenschaft der Finanzmärkte, welche jedoch oftmals bei der Entscheidungsfindung im Anlagebereich nicht oder nur ungenügend mitberücksichtigt wird. Es gibt für die Finanzmärkte nichts Schädlicheres als Meldungen, welche zu Spekulationen Anlass geben und während einen längeren Zeitraum von offizieller Stelle weder bestätigt noch dementiert werden.** Die so entstehende Ungewissheit und Unsicherheit bei der Anlegergemeinde führt zu hohen Schwankungen im betroffenen Wertpapier und in der betroffenen Branche. Solche Unberechenbarkeiten können bei der heutigen Vernetzung der Finanzmärkte gar eine globale Nervosität auslösen und weitreichende Befürchtungen hegen.

Die Folge davon sind meist grössere oder kleine Kursanomalien, welche zu kurz- und mittelfristigen Über- oder Unterbewertungen führen können. Denn nur so ist es möglich, dass der Kurs der UBS-Aktie am Tag der Ankündigung des zweiten Milliarden-Abschreibers innerhalb von wenigen Wochen bereits 23 Prozent über ihrem Tiefststand im Monat November von CHF 48 notierte.

### Deutliche Underperformance der UBS-Aktie gegenüber Credit Suisse & Schweizer Aktienmarkt



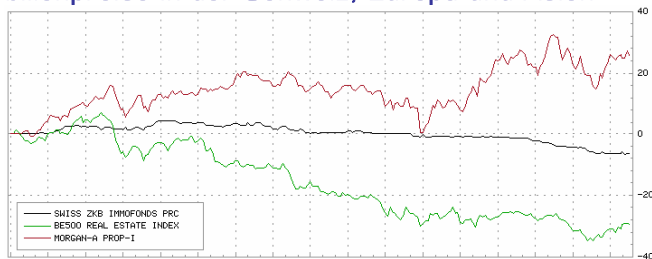
**Da die Börsen definitionsgemäss als effiziente Märkte gelten und sämtliche verfügbaren Informationen unmittelbar verwertet und absorbiert werden, ist es auch nicht erstaunlich, dass nach einer vermeintlich „Sicherheit bringenden“ Medienmitteilung weitere Unsicherheiten entstehen können.** Insbesondere dann, wenn die Bekanntgabe unklar und nicht genügend deutlich formuliert ist, wenn die Meldung Interpretationsspielraum lässt und wenn sich bei genauem Lesen oder Zuhören versteckte, negativ gefärbte Informationen herauskristallisieren. Dies war auch bei der Pressemitteilung der UBS am Montag, 10. Dezember 2007 um 07.00 Uhr der Fall. Einerseits kommunizierte die UBS-Leitung proaktiv eine weitere hohe Bewertungskorrektur (positiv), andererseits stimmten gewisse Äusserungen nachdenklich und lassen vorerst keine Ruhe einkehren (negativ): 1. Es verbleiben weitere Subprime-Papiere im Buchwert von USD 29 Mrd. (!) im Portfeuille der UBS, welchen in absehbarer Zukunft ebenfalls eine Neubewertung drohen könnte. 2. Die verschiedenen Massnahmen zur notwendigen Stärkung der Kapitalbasis (Ausgabe Wandelanleihe, Rückfluss von zurückgekauften Aktien in den Markt, Aktien- statt Bardividende) führen zu einer Gewinnverwässerung für die Aktionäre von rund 14 – 16 Prozent. 3. Die beiden neuen Grossinvestoren der UBS aus Asien und dem Nahen Osten erhalten auf den einzuschliessenden USD 11 Mrd. eine Verzinsung von 9 Prozent. Diese drei, aber auch andere Informationen schüren eher neue Ängste, als dass sie zur Beruhigung der Lage beitragen würden. So ist es nicht erstaunlich, dass der UBS-Aktienkurs in den zwei Folgetagen nach der Medienmitteilung bereits wieder mehr als 7 Prozent einbüsste.

## Ausblick Wirtschaft und Finanzmärkte

Die Fundamentaldaten im mikro- und makro-ökonomischen Bereich sind derzeit (noch) robust. Das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern liegt weiterhin über dem langfristigen Mittelwert. Die Unternehmensergebnisse sind – mit Ausnahme des vorgängig näher beleuchteten Finanzsektors – mehrheitlich solid und erfüllen meist noch die Markterwartungen. **Wir gehen jedoch davon aus, dass es im nächsten Jahr zu einer Wachstumsabkühlung kommen wird. Die weiterhin überdurchschnittlichen und bis anhin nur wenig nachlassenden ökonomischen Steigerungsraten in den Emerging Markets werden dabei die negativen Folgen eines Abschwungs in den USA und den anderen Industrieländern mildern.** Sorge bereiten könnten da, trotz der erwarteten Abkühlung, schon eher die seit drei Monaten weltweit stark ansteigenden Inflationsraten, welche hauptsächlich auf einem deutlichen Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise zurückzuführen sind. Unterstützt werden dürften die inflationären Tendenzen von den Folgeeffekten weiterer Zinssenkungen und Kapitalspritzen der wichtigsten Notenbanken. Das Konsumentenvertrauen in den USA ist auf einen langjährigen Tiefstwert gesunken, womit die Besorgnis über die aktuelle aber auch zukünftige wirtschaftliche Situation klar zum Ausdruck gebracht wird.

**Das zentrale Thema bleibt jedoch auch im kommenden Jahr die weitere Entwicklung der Immobilienpreise.** Dabei ist weniger der Häusermarkt in den USA allein von Relevanz, sondern vielmehr die weitreichenden Konsequenzen aus den daraus abgeleiteten Massnahmen für die reale Wirtschaft und die Finanzmärkte. Zudem sind die Preisentwicklungen im Immobiliensegment regional stark unterschiedlich und nicht weltweit rückläufig (siehe Grafik).

### Stark unterschiedliche Entwicklung der Immobilienpreise in der Schweiz, Europa und Asien



Quelle: Bloomberg – Immobilien Schweiz, Europa, Asien

**Wir halten auch im kommenden Jahr an unseren übergeordneten Anlagegrundsätzen wie Qualität, Solidität, Transparenz, Liquidität, Einfachheit und Nachhaltigkeit fest.**

## Anlagestrategie **DELTA**

### Auswirkungen der taktischen Anlagestruktur im 4. Quartal 2007

**Ende September beschlossen wir, die Liquidität in Euro um 2 Prozent zu reduzieren. Diese Quote wurde vollumfänglich in den Schweizer Aktienmarkt investiert mit dem Fokus auf Qualität, insbesondere in mittel- bis grosskapitalisierte und dividendenstarke Werte. Diese Massnahme hat sich grösstenteils ausbezahlt, wurde doch vorwiegend die Kursbaisse im Monat November für Zukäufe genutzt. Aus den Verkäufen der liquiden Mittel in Euro resultierte zusätzlich ein Währungsgewinn.**

Der gezielte Aufbau in Hedge Funds und Absolute Return Produkte innerhalb der Anlagekategorie „Diverse & Alternative Anlagen“ wurde aufgrund der anhaltenden Turbulenzen an den Finanzmärkten vorläufig nicht getätigt. Zu undurchsichtig und zu wenig vertrauensfördernd sind die derzeitigen Entwicklungen bei der Weiterbehandlung und -verwertung der Subprime-Bestände.

### Performance Anlagestrategie **DELTA**

Ertrag	+ 3.93 %
Konservativ	+ 3.38 %
Ausgewogen	+ 4.46 %
Dynamisch	+ 4.60 %
Aktien	+ 3.89 %

Basis: Referenzwährung CHF, 01.01.07 – 30.11.07

### Portfoliostruktur 1. Quartal 2008

Dass die Finanzmärkte generell und die Aktienmärkte im speziellen in hektischen, unsicheren Phasen zu hoher Fluktuation und sowohl positiven als auch negativen Übertreibungen neigen, haben wir eingangs dokumentiert. **Damit wir die Möglichkeit haben, diese Markt- und Bewertungsindifferenzen spezifisch auszunutzen, erhöhen wir taktisch zum zweiten Mal hintereinander die Aktienquote Schweiz, diesmal zulasten der liquiden Mittel in Schweizer Franken.** Die vorsichtige Haltung gegenüber breit gestreuten Neuengagements oder bestimmten Sektoren im Aktienbereich behalten wir jedoch grundsätzlich bei. Dies betrifft insbesondere den gesamten Finanzsektor (Banken und Versicherungen), aber auch den Industriegüter- und Infrastruktursektor sowie Branchen, Subbranchen und Unternehmungen mit hoher Fremdfinanzierungsquote. – Die asiatischen Währungen dürften sich grösstenteils gegenüber dem US Dollar, dem Euro und dem Britischen Pfund weiter aufwerten. – Bei Neuengagements im Obligationenbereich bevorzugen wir im aktuellen Umfeld, trotz der höheren Renditeaussichten bei Bonds mit niedrigeren Ratings, erstklassige Bonitäten.

**DELTA** Investment Partner AG