

Marktstrategie fürs 2. Quartal 2006

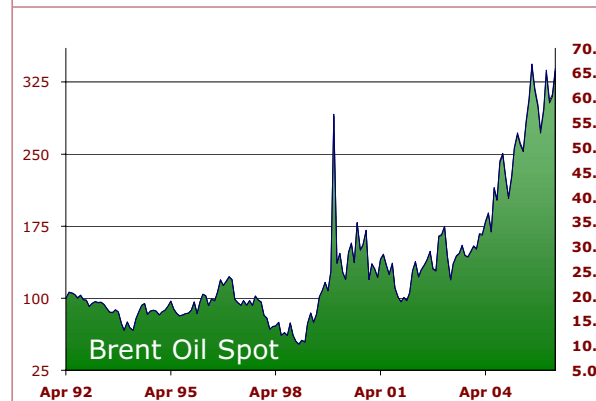
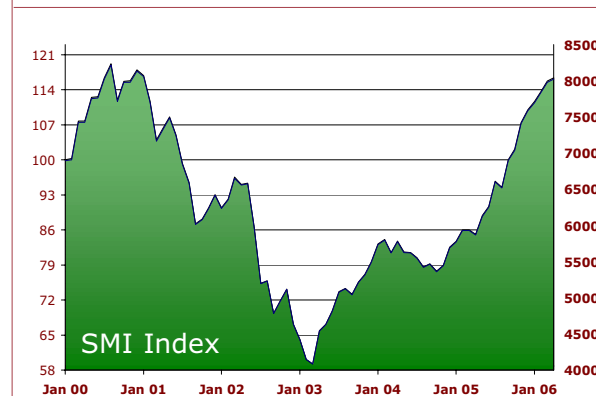
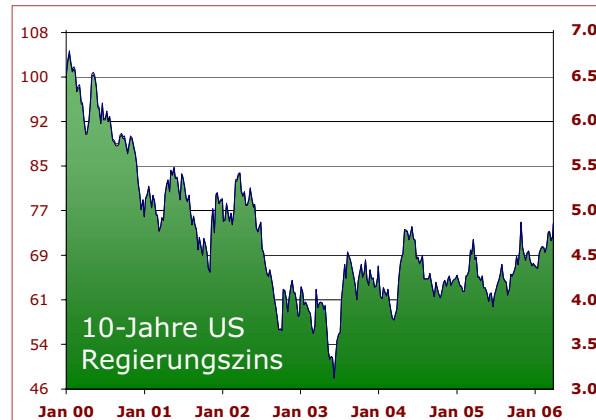
Venezuela (+51% in USD), Zypern (+47%), Malta (+33%) und Russland (+27%), Länder in denen die Rechtssicherheit oder Börsenliquidität fehlen, gewannen im ersten Quartal 2006 das Aktienbörsenrennen mit Abstand. Nicht einmal das hoch favorisierte Indien (+21%) konnte mithalten. Mit 7%-8% zählen die Schweiz (SPI Index in CHF) respektive Europa (Eurostoxx-50 in EUR) zu den Schlusslichtern dieser Rangliste. So auch, wie gehabt im 2005, die USA (Nasdaq 100 plus 4% in USD).

Ist ein Schweizer Anleger mit einer Gesamttrendite von 7%-8% seit anfangs Jahr zufrieden? War er eigentlich zufrieden mit einer Performance von 15%-18% im vergangenen Jahr? Oder zeigt sich wegen diesen ausserordentlichen Zahlen langsam wieder eine gewisse Gier?

Im ersten Quartalsbericht der Lenox Capital AG werden wir versuchen eine fundierte Antwort darauf zu finden. Dazu werden wir den Lesern **einige unserer Gedankengänge vermitteln, die unseres Erachtens zu einer langfristig orientierten, gesunden Portfoliokonstruktion führen.** Weil Anlagen in Entwicklungsländer das heutige heisse Anlagethema sind, werden wir dieses aufgreifen.

Doch zuerst werfen wir einen Blick auf die jetzige wirtschaftliche Situation in den G-7 Ländern.

Japan hat sich erholt, dies dank starkem Exportwachstum nach China/Asien und neulich intern generiertem Wachstum (Siehe letzte Seite;



Graphik #1).

Europäische Firmen sind gesund. Die Grossfirmen begannen ihre akkumulierten Barbestände wieder für Firmenübernahmen einzusetzen. Der deutsche IFO-Geschäftsklimaindex zur gegenwärtigen wirtschaftlichen Lage stieg auf ein 15-Jahr Hoch an. Die Nachfrage nach Bankkrediten von klein und mittelgrossen Firmen in Deutschland steigt auch an, und diese nicht für Finanzierungen von Übernahmen wie bei den Grossfirmen. Dieselbe Tendenz wird von der Europäischen Zentralbank ebenfalls in weiteren EU Ländern beobachtet. Und all dies, wie Thomas Fricke von der Financial Times Deutschland schreibt, ohne Grossreformen im Arbeitsmarkt. Siehe dazu die Graphiken #2 & #3.

Amerikanische Firmen geniessen auch den Vorteil gesunder Bilanzen, **sind jedoch noch gehemmt, ihr Kapital produktiv zu nutzen** (Graphik #4). Mit ein Grund dafür dürften die leicht gedämpften Erwartungen für die Konsumentenausgaben sein. Ein abgeschwächtes Lohneinkommen und die höheren Hypothekarkosten haben nämlich den Häusermarkt verlangsamt. Des weitern haben die grossen US Ölfirmen angeblich eine reduzierte Nachfrage bei einem Ölpreis von über USD60/Fass erfahren (Siehe Ölgraphik links unten).

Grundsätzlich erachten wir diese generelle Ausgangslage für das zukünftige Weltwirtschaftswachstum als positiv. Ob die wirtschaftliche Basis jedoch auch zu einem weiteren rasanten Börsenwachstum hilft, hängt auch von der technischen Verfassung der weltweiten Aktienbörsen ab.

Zum ersten Mal in mehreren Jahren hegen wir leichte **Befürchtungen, ob nicht die Risiken für eine Börsenkorrektur zugenommen haben.** Denn so negativ wie viele Investoren im 2002/2003 waren, deuten die im ersten Paragraphen erwähnten Börsenzahlen auf eine mögliche **Tunnelvision der Anleger, jedoch dieses Mal in Richtung einer Hausse in wenig(er) liquiden Märkten.**

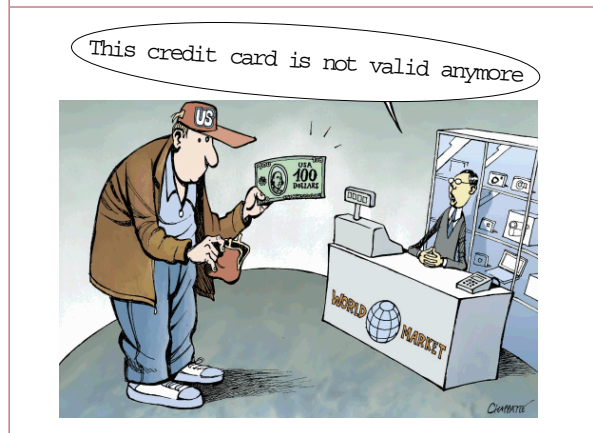
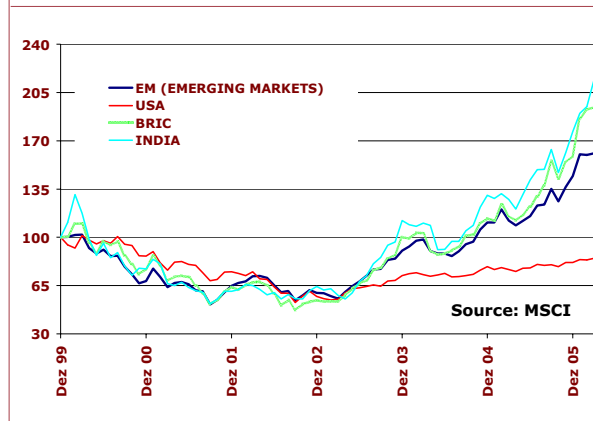
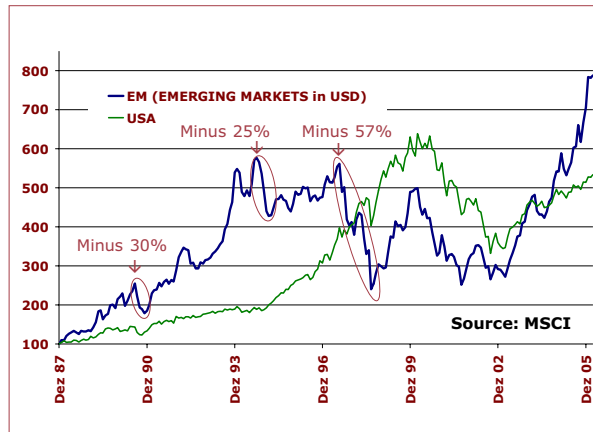
Dies bringt uns zurück zum eingangs erwähnten Thema "Anlagen in Entwicklungsländer" innerhalb einer Gesamtstrategie. Die oberste Graphik auf dieser Seite zeigt das Börsenwachstum der USA sowie das der Entwicklungsländer seit Dezember 1987¹. Entwicklungsländeraktien haben seit diesem Zeitpunkt durchschnittliche 12% p.a. zugelegt. Zum Vergleich, US und Schweizer Aktien legten im Schnitt um ca. 9.5% p.a. an Wert zu. Diese Zahlen liegen unseres Erachtens nahe bei der historisch basierten Erwartung.

Wir schliessen daraus, dass die enorme Hausse in den Entwicklungsländern seit 2003 lediglich als ein normaler Teilzyklus innerhalb einer (sehr) langen Aufwärtsbewegung betrachtet werden muss. Daraus folgt die Frage, was nach einem solchen enormen Anstieg von 39% pro Jahr seit Dezember 2002 in der nahen Zukunft noch folgen kann.

Wie die zweite Graphik aufzeigt, fand die **Abkoppelung der Entwicklungsländer im 2003 statt, rund ein Jahr nachdem China in die WTO eintrat**. Und seitdem sind enorme Kapitalflüsse in diese Anlagegruppe geflossen. BRIC's (Brasilien, Russland, Indien und China) ist wohl der bekannteste Kürzel für dieses brisante Anlage-thema, das von Goldman Sachs propagiert wurde. Sowohl von Pensionskassen wie auch von privaten Investoren werden enorme Summen durch die grossen Anlagehäuser aufgenommen und in diese wenig liquiden Märkte kanalisiert.

Investitionsflüsse treiben meist die betroffenen Lokalwährungen nach oben, was die Aktiengewinne weiter verbessert. Seit September 2002 gewann z.B. der Brasilianische Real rund 40% an Wert. Zu diesen Aufwertungen verhelfen selbstverständlich auch die Kapitalflüsse der Hedge & Private Equity Funds. Zusätzlich erfreuen sich, im Fall von Asien, die G-7 basierten Grossunternehmen hoher Exporte in diese Länder und tiefer Kosten der ausgelagerten Produktion.

Wenn die ganze Welt, sprich Börse und G-7 Industrie, vom selben Thema profitiert, kann sie auch darunter leiden?



Wie gross sind die weltweiten Korrelationen geworden? Hat dieses Risiko vielleicht exponentiell zugenommen? Ist es wahrscheinlich, dass die industrielle Nachfrage in China weiter so expandiert, dass Rohwaren aus Australien, Brasilien, Russland usw. die entsprechend lokalen Börsen, und so das gesamte globale Entwicklungsländerumfeld anheizen? Könnten vielleicht die beobachteten Investitionsexzesse in China durch die Zentralregierung gestoppt werden, auch wenn die Provinzregierungen scheinbar **relativ autonom und marktgetrieben, aber unkoordiniert**, agieren? Die breite Presse informierte über die Neufokussierung der Zentralregierung Richtung das verarmte, ländliche Hinterland. Das folgende Argument seitens eines Anlagespezialisten, **wie eine verbesserte Kontrolle der Provinzregierungen durch die Zentralregierung umgesetzt werden könnte**, hat uns beeindruckt: Über 100'000 lokale Regierungsfunktionäre werden in den nächsten 1-2 Jahren durch die Zentralregierung, und nicht durch öffentliche Wahlen, ersetzt. Siehe dazu die Graphik der BBC und den Kommentar vom Handelsblatt² auf der letzten Seite. Die neugewählten Funktionäre werden, im Gegensatz zur Vergangenheit neu angewiesen, nicht weiter Wachstum zu allen Kosten zu generieren. Bankkredite werden angeblich bereits gekürzt um das selbe Ziel auf einem parallelen Weg zu erreichen. Das Ziel ist klar: **Eine Optimierung der industriellen Produktion hin zum internen Konsum**. Dies wirft die Frage auf, **ob dieser Prioritätswechsel nahtlos geschehen kann**, oder aber ob es Zeit braucht, sodass eine Nachfragerückgang für Importe entstehen könnte?

Könnte, und diese Frage ist unabhängig von deren der internen Politik Chinas, eine baldige Entscheidung des amerikanischen Kongresses gegen China **doch noch eine US Dollar Krise provozieren** weil so die eingespielten Handels- und Finanzflüsse gestört würden? (Darum bleiben Depots mit USD Investitionen weiterhin voll währungsgesichert.)

Auch ausserhalb Chinas finden wir latente

Probleme in verschiedensten Entwicklungsländern, die in der jüngsten Vergangenheit an Intensität zugenommen haben. Was könnte eine intransigente Haltung seitens des Irans auslösen, wenn die UN Resolution in 30 Tagen nicht beantwortet wird? Könnten die politischen Probleme in Thailand wiederum eine Asienkrise auslösen, oder vielleicht doch wieder die von Brasilien (aufbrodelnder Korruptionsskandal, welcher über 100 Staatsbeamte involviert)? Auch die makroökonomische Situation in der Türkei ist gemäss dem Internationalen Währungsfonds nicht genügend ideal um weiter Kredite zu gewähren (USD 250 Milliarden Verschuldung, Aussenhandelsdefizit von rund USD 4 Milliarden/Monat seit längerer Zeit).

Beim Betrachten weiterer beliebter Anlagestrategien, z.B. die Kreditaufnahme in Schweizer Franken oder Yen mit einer entsprechenden Anlage des Kapitals in Währungen von Hochzinländern, beobachteten wir, dass die Gelder wiederum in die selben Rohwarenexport- und Entwicklungsländer flossen. Die vor kurzem aufgeflogene Vertuschung eines Verlustes von EUR 1.2 Milliarden bei der österreichischen Bank BAWAG beinhaltete angeblich einen Verlust von EUR 350 Millionen aus genau einem solchen Geschäft vor 8 Jahren, also während der letzten Entwicklungsländerkrise.

Wir wollen mit diesen Zeilen nicht schwarz malen, fern davon, sondern wir versuchen als Realisten ein Gesamtbild für die Portfolio-konstruktion zu erhalten. Die Abwägung der Risiken bestimmt dann, ob und wie in diese Märkte investiert wird. Denn eine Anlage in Entwicklungsländer zum falschen Zeitpunkt kann fatale Auswirkungen haben. Beachten Sie die grosse Volatilität des Entwicklungsländerindex (Siehe nochmals oberste Graphik auf Seite 2). Vier- bis sechsmonatige Korrekturen von 20%-30% sind immer möglich. Grössere Wertkorrekturen, und dies über sehr lange Zeitperioden, finden ebenfalls häufig statt.

Lenox Capital AG befasst sich mit Gesamtstrategien für liquide Vermögen von Familien.

Wie handhaben wir Anlagen in eine solch volatile Anlageklasse, und dies vor allem zu einem euphorischen Zeitpunkt wie dem heutigen? Seit Jahren vertreten wir eine gleich bleibende Meinung. Ein Investor sollte in Entwicklungsländer investieren. Doch wir meiden eng definierte Mandate in dieser wenig liquiden Anlageklasse. Denn das Ziel ist es, im Gesamtdepot potentiell grosse Überraschungsverluste wenn immer möglich zu vermeiden.

Wie viel in Entwicklungsländer investiert werden soll hängt von folgender Frage ab: Kann der Kunde plötzliche Verluste vertragen? Das Renditestreben sollte in diesem Fall sekundär sein. Nur ein wirklich offenes Kundengespräch, welches das **Potential und Risiko** ausgewogen erklärt, hilft diese Frage ehrlich zu klären. In der Vergangenheit haben wir für wachstumsorientierte Anleger die Quote für Entwicklungsländer- und Rohwarenfonds unterhalb einem Maximum von 15% belassen und wir sehen keinen Grund dies zu ändern.

In was für Entwicklungsländerfonds investiert werden soll ist die nächste extrem wichtige Frage. Verfolgt der Portfolio Manager eines Entwicklungsländerfonds eine gesunde Industriesektorzuteilung oder verdient er z.B. „nur“ am Rohwarenspiel in Brasilien und Russland? Diese Sektoren können durch Sektorspezialisten sehr wohl besser abgedeckt werden. Ist der Manager frei in der Wahl der Anlagen oder muss er interne Richtlinien bezüglich seinem Referenzindex streng befolgen? Ist der Manager mindestens so alt, dass er eine Entwicklungsländerkrise am eigenen Leib erlebt hat, und hat er daraus gelernt?

Ein weiterer Faktor, und vielleicht der schwierigste, ist die Entscheidung, inwieweit Hedge Funds eingesetzt werden sollen. Verfolgen die Hedge Funds Manager eine umsetzbare Strategie oder sind sie nur darauf aus, mit Hebelwirkung eine grösstmögliche Performance zur Eigenbereicherung zu erzielen?

Wir begannen diesen Quartalsbrief mit der Frage, mit wie viel Performance ein Schweizer Investor

zufrieden sein sollte/kann. Wie oben erwähnt, ist eine durchschnittliche Performance um die 10% p.a. für ein breit diversifiziertes Aktiendepot historisch betrachtet normal bis sehr gut. **Die Aufholjagd seit der 2000-03 Baisse ist wohl beendet.** Dank dieser rasanten Entwicklung liegt der Aktienmarkt wieder bei seinem langfristigen Renditepotential.

Es ist möglich, dass die Märkte in den Entwicklungsländern unbeirrt stark weitertreiben. Doch **wir vertreten die Meinung, dass das Potential/Risiko-Verhältnis in einer sehr volatilen Anlageklasse nicht weiter ausgeprägt zu unseren Gunsten steht.** Das heisst konsequenterweise, dass wir für Neuinvestitionen in Entwicklungsländern sehr zurückhaltend sind. **Dies zu Gunsten von Fonds die mittelgrosse und grosse Firmen in den G-7 Ländern abdecken.** Mit diesen Firmen sind wir ja weiterhin indirekt am Wachstum der Entwicklungsländer investiert.

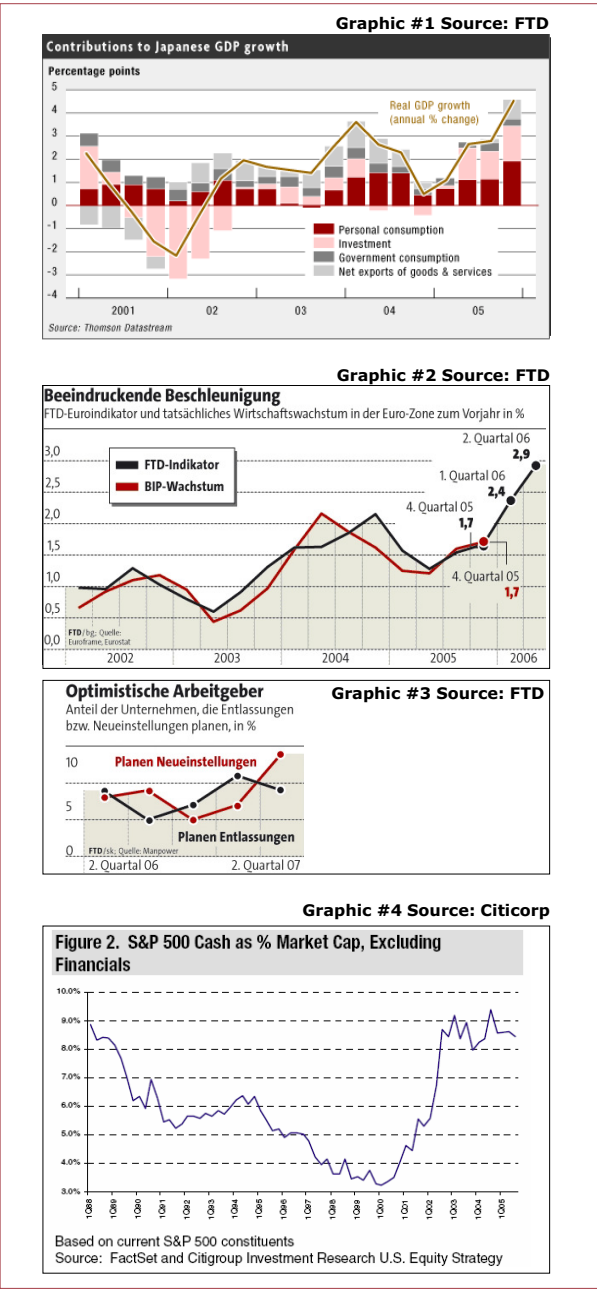
Wir schliessen unseren ersten Strategiekommentar mit folgender Zusammenfassung: Im 2005 verursachte die Performance des Schweizer Aktienmarktes hohe Gesamterwartungen, vielleicht ähnlich wie dies die starken Entwicklungsländer im 1. Quartal 2006 provozieren dürften. In beiden Zeitperioden wurde die Gesamtpformance durch eine **gewollte, breite Diversifikation, die unseres Erachtens als Basis einer vernünftigen Verwaltung von Familienvermögen dient,** geschmälert. Zukünftige unerwartete Börsenkrisen, und die wird es mit Bestimmtheit wieder geben, werden mit grosser Wahrscheinlichkeit den Wert und die Richtigkeit einer solchen Risikoverteilung wieder einmal bezeugen.



² Auszug vom Handelsblatt (März 2006):
VOLSKONGRESS 2006

Mit **2815 gegen 50** Stimmen votierten die Delegierten für den neuen Fünf-Jahres-Plan, 21 enthielten sich. Zum Abschluss ihrer zehntägigen Sitzung in der Großen Halle des Volkes billigten die Abgeordneten auch den Rechenschaftsbericht von Regierungschef Wen Jiabao mit **2858 zu 17** Stimmen bei 12 Enthaltungen. Nach seinen Plänen können die Bauern mit steuerlichen Entlastungen, Milliardeninvestitionen in Infrastrukturprojekte und mehr Unterstützung für Schulen auf dem Lande rechnen.

¹ Ob der Dezember 1987 ein idealer Zeitpunkt ist diesen Vergleich anzustellen sei dahingestellt, er ergibt sich ausschliesslich aus der Tatsache, dass es dem Beginn der MSCI Entwicklungsländer Datenerhebung entspricht, und jeder andere Zeitpunkt gleich willkürlich wäre.



Kontakt:
Lenox Capital AG
Löwenstrasse 11
CH-8001 Zürich
T +41 44 210 25 55
E markus.bamert@lenox-cap.ch

Die geäußerten Meinungen in diesem von Lenox Capital AG verfassten Bericht basieren auf Quellen und Informationen die wir als zuverlässig erachten. Lenox Capital AG kann jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen geben. Des weitern kann sich die Interpretation und Meinung der Lenox Capital AG jederzeit an neue Marktgegebenheiten anpassen. Der Leser dieses Berichts ist eigenverantwortlich für seine Anlageentscheide und Aktivitäten.