

## Marktstrategie fürs 3. Quartal 2006

Mit einem Verlust von minus 4,6% im zweiten Quartal reduzierte der SMI-Index seinen Jahresgewinn auf plus 2,6%. In den USA steht der S&P 500 Index nach sechs Monaten bei einem Jahreszuwachs von 2,7% (minus 1,9% im zweiten Quartal).

Dies sind an und für sich eher unspektakuläre Veränderungen. Auf der langfristigen Graphik rechts sind diese kaum erkennbar. Erst in der kurzfristigen Graphik sehen wir anhand des SMI Index die Volatilität, die seit Mai die Investoren erschreckt.

In der breiten Presse wurden vor allem die Inflationsgefahr und die daraus erfolgenden Zinserhöhungen in den USA für die weltweiten Börsenkorrekturen verantwortlich gemacht. Wenn es nur so einfach wäre. **Unseres Erachtens ist die Inflation kein akutes Thema.** Die oberste Graphik auf Seite 3 zeigt die Teuerung der G-7 Länder seit 1971. Kaum ein Wirtschaftsexperte wird argumentieren, dass die Konsumentenausgaben durch das stark wachsende Lohn-einkommen der G-7 Arbeiter angetrieben werden. Der globale Lohnwettbewerb wird wohl noch für längere Zeit andauern und das Einkommen der G-7 Mittelschicht zurückhalten. Die getätigten Zinserhöhungen in den USA haben begonnen, das US Wirtschaftswachstum zu dämpfen, und die europäische Zentralbank bremst das Wirtschaftswachstum, indem sie alles unternimmt, um keine Inflation aufkommen zu lassen. Die deutschen Politiker „arbeiten“ an einer Dämpfung



des mageren Wachstums mittels einer Mehrwertsteuererhöhung von 16% auf 19%. So erleichtern sie den Konsumenten ab 2007 den Geldbeutel, just jetzt wo die Binnennachfrage stabiler geworden ist.

Wir vertreten die Meinung, dass der Auslöser für die **Korrektur nicht die Inflation, sondern die exzessive Spekulation in wenig(er) liquiden Märkten** gewesen ist. Dies haben wir in unserem letzten Strategiekommentar ausführlich beleuchtet. In den letzten 6-9 Monaten wurden mehr und mehr Entwicklungsländer- und Rohwarenprodukte an Kleinsparer und Pensionskassen verkauft. Von Jahresbeginn bis anfangs Mai steuerten nur allein amerikanische Investoren rund USD 30 Milliarden in solche Fondsanlagen. Nach dem Sprichwort "den Letzten beißen die Hunde", fand das Wettrennen sein vorläufiges Ende in der Notfallstation, sprich in einer 6-wöchigen Korrektur von irgendwo zwischen 15% und 50%. In dieser Zeit wurden von amerikanischen Investoren dieser Anlageklasse wieder rund USD 15 Milliarden abgezogen. Dies entspricht dem ganzen Nettozuwachs fürs Jahr 2005. Soviel zum Vertrauen in das neue Paradigma Asien, Indien usw.

Beim Kupfer führte wohl ein technischer Grund zu Positionsliquidationen. Der London Metals Exchange erhöhte nämlich die Minimum-Hinterlage für Kupfer von \$6'250/Kontrakt Ende April auf \$25'000 Mitte Mai um die Spekulation zu dämpfen. Dieser Eingriff erinnert stark an den Silberkollaps in den 80ziger Jahren.

Natürlich gibt es diverse fundamentale Gründe, die zu dieser "gesunden" Korrektur geführt haben. Doch leider wird das Handelsdefizit von Indien (6,5% vom Bruttosozialprodukt) durch eine 6-wöchige Korrektur der Aktienbörse nicht behoben. Dies gilt auch für die Türkei, wo die Börse – gemessen in CHF – beinahe 40% ihres Wertes verlor, bevor sie sich auf zwischenzeitlich minus 28% seit anfangs Jahr wieder erholte. Die Börsenkorrektur hat die fundamentalen Probleme

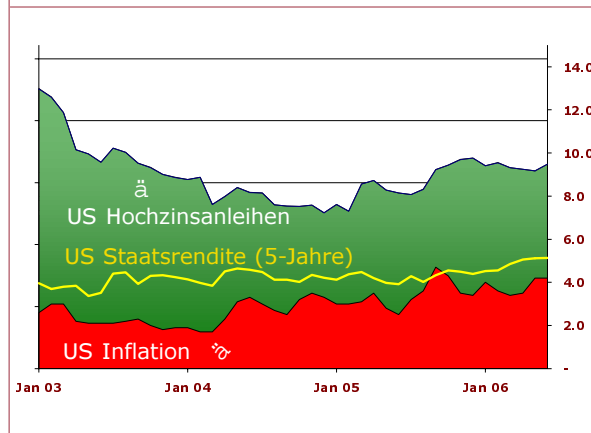
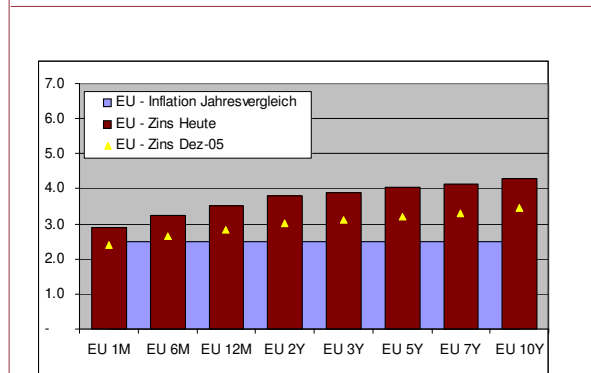
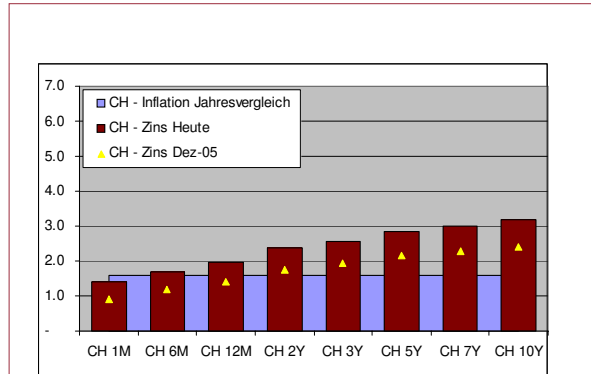
nicht gelöst, welche der mehrtägigen Strassen-schlacht zwischen der Mafia und Polizei in Sao Paolo zu Grunde liegt. Weitere Linksrutsche in den Präsidentschaftswahlen und Verstaatlichungen in Lateinamerika sind wahrscheinlich und beängstigend. Auch wenn Asiens Wirtschaft generell runder läuft als die von Lateinamerika, sind politische/religiöse Probleme in den meisten wichtigen Ländern vorhanden. Und es ist genau diese **Problemanhäufung, die mit einer simplen 6-wöchigen Preiskorrektur nicht geändert wird.**

Wir schliessen daraus, dass in nächster Zeit auch die Volatilität in den G-7 Finanzmärkten dominieren wird.

Einem indexunabhängig denkenden Fundmanager dürfte dies immer wieder eine Möglichkeit geben, günstig zu investieren. Diese Aussage konnten wir in Gesprächen mit verschiedenen Managern, mit welchen wir investiert sind, verfestigen. Zum Beispiel in Japan sind zwei unserer Manager wieder voll investiert. **Beide nutzten die Schwäche seit dem ersten Quartal aus, um Aktienpositionen in soliden mittelgrossen und kleineren Firmen auszubauen,** welche teilweise unter Buch notieren und inlandorientiert sind. Wie wir in der letzten Ausgabe berichteten, hat sich Japans Binnenwirtschaft nachhaltig erholt, was sich in der Verbesserung der Arbeitslosenquote widerspiegelt. Diese steht per Ende Juni, verglichen mit 5,5% im Jahr 2002, auf einem 8-jahres Tief von 4%.

Auch ein Manager, der in kleinere Firmen in der Schweiz investiert, hat uns bestätigt, dass er in der Schwächephase seine Positionen mit gut rentierenden Firmen aufbauen konnte. Entsprechend haben wir bei Neukunden Positionen in diesem Fonds in den letzten Tagen aufgebaut.

**In den USA bauen wir die Aktienpositionen (im long-only Bereich) ebenfalls aus.** Dies jedoch eher mit Managern, die in mittelgrosse und grosse Firmen investieren, welche in den letzten Jahren



wenig favorisiert wurden. Grosse Firmen haben seit dem Mai-Hoch relative Stärke gezeigt. Im Durchschnitt haben sie nur rund 5% korrigiert, so dass auch **passive Indexanlagen in den USA wieder interessant** geworden sind. Gemäss unserer Interpretation verdanken wir diese relative Stärke der zu erwartenden **Beendigung der Zinserhöhungen seitens der Federal Reserve.** Das Wirtschaftswachstum für das restliche Jahr wird auf leicht über 3% geschätzt, so dass der "fair" bewertete US Aktienmarkt nach tragen 18 Monaten wieder in einen Aufwärtstrend übergehen sollte.

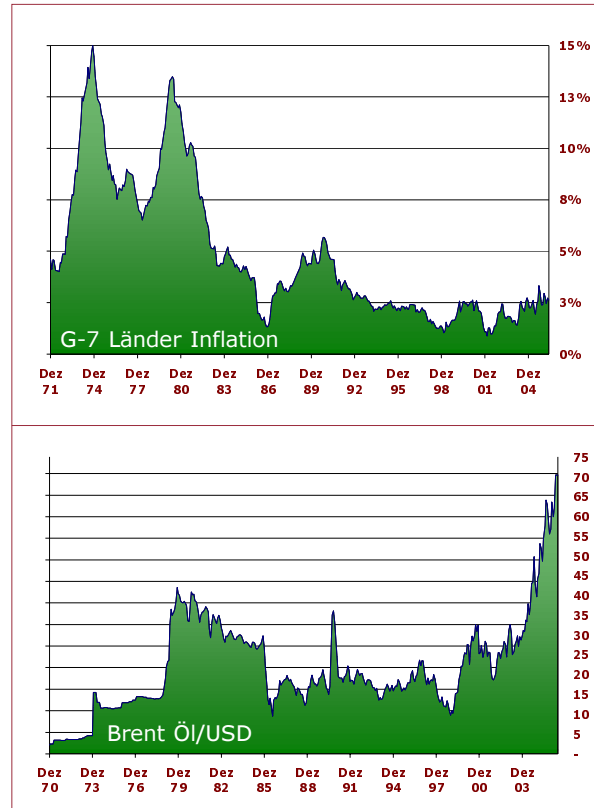
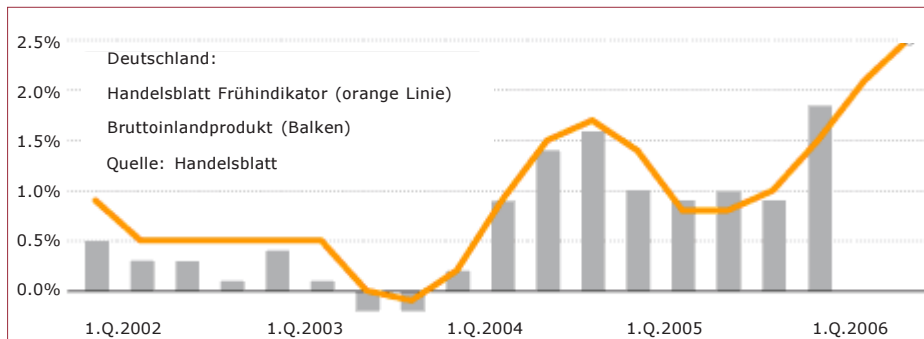
Es stellt sich die Frage, ob wieder in US Obligationen investiert werden soll, jetzt wo der Zinszenit nahe liegt. Aus verschiedenen Gründen sehen wir jedoch davon ab: wie die unterste Graphik auf dieser Seite aufzeigt, liegt der 5-Jahreszins (gelbe Linie) doch recht nahe bei der Inflation (roter Block). **Öl ist in einer saisonal bedingt steigenden Phase,** so dass das Inflationsniveau vielleicht erst gegen Ende des Jahres abbröckeln wird. Wir befürchten, dass Hochzins-Obligationen (siehe grüner Block) wegen dem latent steigenden Ausfallrisiko relativ zu den Regierungsobligationen eher ansteigen werden, so dass Kapitalverluste möglich sind. Nicht zuletzt müssten wir den USD absichern, was die Rendite nach Absicherungskosten – im Vergleich zu nicht abgesicherten Euro-Anleihen – für Schweizer Investoren unattraktiv macht (siehe dazu die mittlere Graphik).

Wie immer gibt es dennoch eine klar definierte Ausnahme wo wir Interesse für Obligationen zeigen, nämlich für solche von Firmen, die in einer Finanzkrise stecken. Gute Hedge Fund Manager, die sich in solchen Anlagen spezialisiert haben (distressed, Chapter 11), sollten in den nächsten Jahren gute Ergebnisse erreichen. Weil das Zinsniveau vor allem für hoch risikobehaftete Schuldner schlichtweg zu verlockend war, haben sich in den letzten Jahren viele Firmen aggressiv ver- und überschuldet. Dies führt gezwungenermassen zu Firmenumstrukturierungen, sowohl in

den USA wie auch in Europa.

**Bezüglich Aktieninvestitionen in Europa sind wir ambivalent.** Einerseits erfreuen sich z.B. deutsche Unternehmer dank der Exporte solider Profite. Rund 40% des Bruttoinlandproduktes wird von der Exportwirtschaft generiert. Jegliche Abschwächung der Weltwirtschaft – sprich USA/China/Asien - würde sich entsprechend stark auf Deutschland niederschlagen (siehe Graphik unten). Wir haben im letzten Strategiekommentar über mögliche Szenarien in China geschrieben. Ohne dieses Thema nochmals aufzugreifen weisen wir darauf hin, dass von den rund 17 Millionen Arbeitssuchenden (z.B. auch Universitätsabgänger) gemäss unserer Information höchstens 3 Millionen einen Arbeitsplatz finden werden.

Andererseits, und damit zurück zum Thema Deutschland, dürfte die Mehrwertsteuererhöhung, wie bereits erwähnt, nächstes Jahr die Konsumentennachfrage dämpfen. Wir fragen uns zusätzlich, ob das Risiko einer möglichen gedrosselten Exportwirtschaft (schwächere Nachfrage) und eines stärkeren Euros **wegen der Erhöhung der EZB Zinsen Richtung 3,5%, nicht doch eine länger andauernde Seitwärtsbewegung an der deutschen, sprich europäischen, Aktienbörse bringen könnte**, ähnlich wie dies in den USA für über ein Jahr geschah. Zur Erinnerung, wie schwierig die Zinspolitik der EZB ist, folgt ein Beispiel der Realverzinsung: die deutsche



Inflationsrate liegt mit 2,1% sogar unter dem heutigen EZB Refinanzierungssatz von 2,75% und die Teuerung in Spanien würde mit 4% noch immer über dem erwarteten 3,5% Ziel sein.

Eine ähnliche Unsicherheit verspüren wir bezüglich dem UK Aktienmarkt. Zinsen wurden durch die Bank of England nach oben geschraubt bis Konsequenzen im Immobilienmarkt das generelle Wirtschaftswachstum bremsen. Die Arbeits-

losenquote liegt heute bei 5,3% verglichen mit 4,7% vor einem Jahr. Einer der erfolgreichsten UK Aktienmanager, Anthony Bolton, hat vor kurzem sein Unbehagen bezüglich der Aktienentwicklung Grossbritanniens ausgesprochen. Zumindest dürfte das Zinshoch bald erreicht sein, so dass Obligationen in GBP verglichen mit EURO Anleihen attraktiv erscheinen. Dies vor der Entscheidung, ob das Pfund währungsmässig abgesichert werden soll.

Im letzten Strategiekommentar bekundeten wir ein Unbehagen betreffend der Aktienbörsen. Ein über dreijähriges Rallye, angetrieben durch eine vermehrte Spekulation in Entwicklungsländerinvestitionen, wurde nun durch eine 6-wöchige Korrektur unterbrochen. **Rallyes und Korrekturen sollten auch zeitmässig in einer gewissen Relation stehen. Aus diesem Grund ziehen wir es vor, in den Depots weiterhin unterinvestiert zu bleiben**, auch wenn Aktien heute viel günstiger bewertet sind als noch anfangs Mai.

Kontakt:

Lenox Capital AG  
 Löwenstrasse 11  
 CH-8001 Zürich  
 +41 44 210 25 55  
 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.