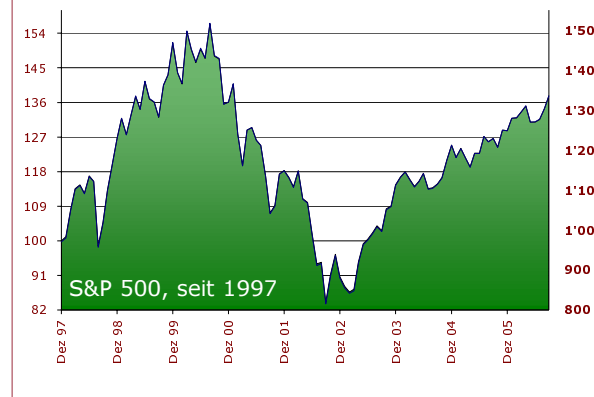
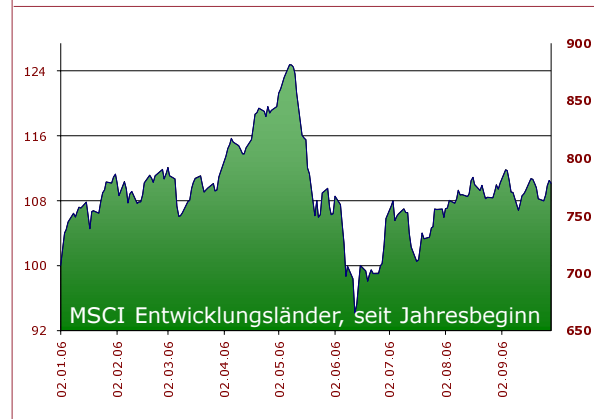
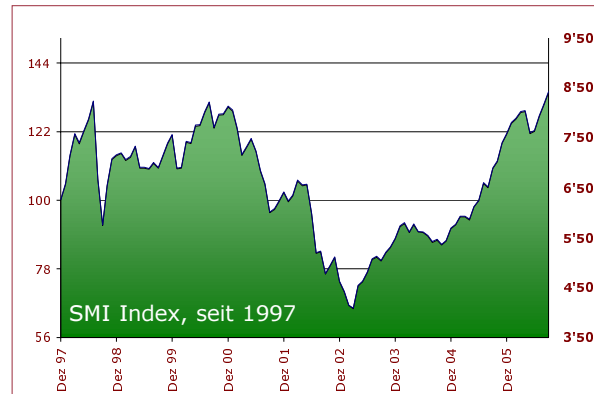


Marktstrategie fürs 4. Quartal 2006

Mit einem Gewinn von 10.1% im 3. Quartal 2006 hievelte sich der SMI Index, gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis, zum mit Abstand teuersten europäischen Aktienmarkt. Der Jahresanstieg steht nun bei 13.2%. Der Euro-Stoxx 50 folgt mit einem Quartalsgewinn von 7.2% (plus 12.2% fürs Jahr). Abgeschlagen folgen die USA mit einem Jahresgewinn von plus 8.5% und Japan mit einem kumulativen 9-Monate Verlust von -1.5%. Dank einem starken Anstieg im 1. Quartal 06, verbuchte der MSCI Schwellenländerindex einen Jahresgewinn von 12.4% (siehe mittlere Graphik; indizierte Veränderung auf der linken Skala). Dies trotz der nervenaufreibenden Volatilität im Frühsommer und einem bescheidenen Anstieg von 4.95% im dritten Quartal.

Die Avancen wurden weder durch den Einmarsch Israelischer Truppen in den Libanon zu Beginn des Quartals gestoppt, noch durch den geschätzten USD 6.5 Milliarden Verlust (minus 70% im Oktober) eines aggressiven Hedge Funds, welcher gegen Ende der 3-Monate Periode ausser Kontrolle geriet. **Auch die sich verschlechternden Nachrichten aus den USA bezüglich des sinkenden Immobilienmarktes und einer reduzierten Automobilproduktion mit bis jetzt umstrittenen Konsequenzen für die Gesamtwirtschaft** konnten den Optimismus nicht trüben. Ebenfalls folgende Ereignisse nicht: Der Umsturz in Thailand, Beinahe-Umstürze in Mexiko und Ungarn, Iran vs. UNO, Verschlechterung der bereits prekären Rechtsunsicherheiten für ausländische Aktionäre von Rohstofffirmen in unter anderem



Russland, Venezuela und Bolivien, und fast hätte ich Al Kaida, Irak und Nordkorea vergessen.

Was sicherlich zur Börsenavance im dritten Quartal verhalf, war die Abschwächung des US-Wirtschaftswachstums auf ein Niveau von rund 2%. Dadurch wurden nämlich die **Inflationsängste besänftigt, so dass weltweite Zinsrückgänge folgten**. Auf Seite 3 wird dies mit der Graphik der 10-jährigen Rendite von Euro-regierungsanleihen veranschaulicht. Die Rendite-reduktion auf 3.7% (minus 0.4%) dürfte durch die rund 20%-ige Ölpreisreduktion, welche im August einsetzte (Jahresanstieg plus 3%), beschleunigt worden sein.

Die Graphiken auf Seite 2 deuten darauf hin, dass sich das reale Wirtschaftswachstum in den G7 Ländern bei rund 2.0% einpendeln wird. **Die Wirtschaftsdaten aus der EU sind grösstenteils erfreulich**. Dies auch wenn die publizierten Zahlen, betreffend deren Qualität, des Öfteren Fragen aufwerfen. Griechenland z.B. hat vor wenigen Tagen einen enormen Zuwachs des Bruttoinlandproduktes gemeldet. Es ist nicht die Olympiade, die dies vollbracht hat, sondern neu definierte Industrie-sektoren, wie z.B. Prostitution und Geldwäscherei (Quelle: Financial Times 28.9.06). Dank solchen bis jetzt statistisch nicht verwerteten Servicedienstleistungen wurde das Sozialprodukt um 25% erhöht. Entsprechend fiel das Budgetdefizit unter die 3% Höchstlimite der EU.

In Europa nahmen in den letzten 12 Monaten die Aufträge für Industrieprodukte um 9.7% zu. Gemäss dem Münchner IFO-Institut wollen deutsche Firmen ihre Ausgaben für Bauten und Ausrüstungen um 9% erhöhen. Solche Zahlen werden die Konsequenzen der Mehrwertsteuer-erhöhung im Januar sowie der Verringerung der US Nachfrage teilweise auffangen, argumentieren Experten. Des Weiteren bestätigt die **Abnahme der Arbeitslosenquote, dass Firmen effektiv expandieren und nicht nur schönreden**. Siehe dazu den auf hohem Niveau stabilen IFO

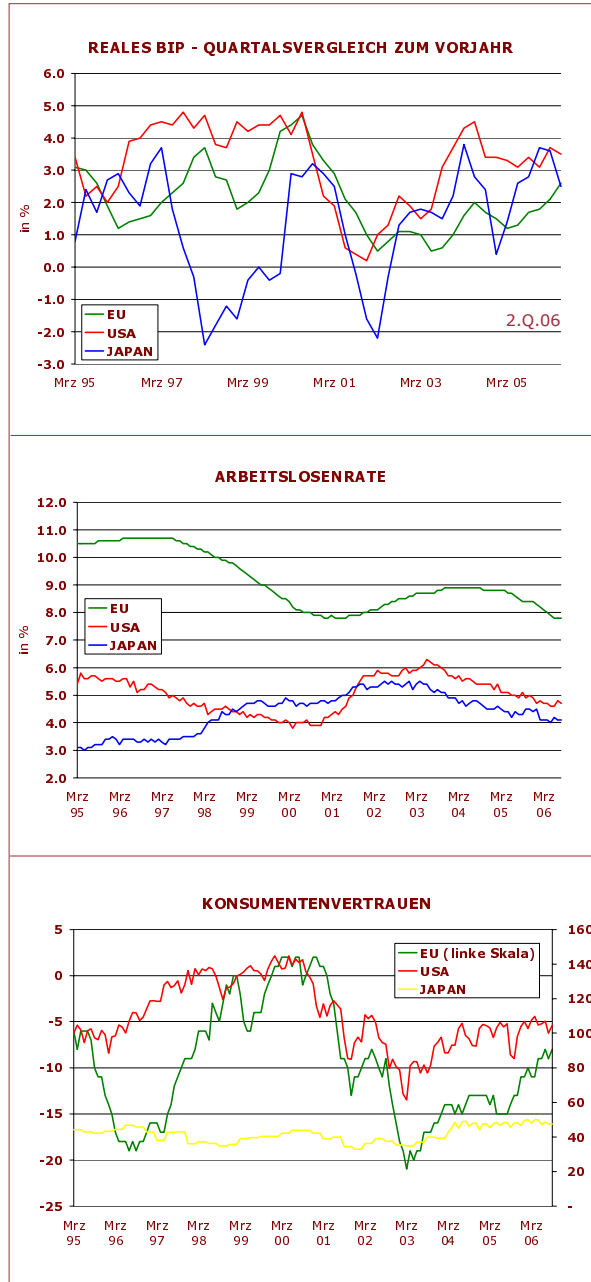
Geschäftsklimaindex auf Seite 3.

Die Daten von Frankreich und Grossbritannien, die zusammen mit Deutschland rund $\frac{3}{4}$ des Europäischen Bruttosozialprodukts generieren, sind ebenfalls mehrheitlich positiv. So mussten wir die von uns bis anhin eher skeptisch beurteilte Perspektive des weiteren Europäischen Wirtschaftswachstums anpassen. "Weiteren" im Sinne von: Schafft die Europäische Wirtschaft den Schritt aus einer Erholungs- und Restrukturierungsphase in eine "normale" Wachstumsphase?

Notgedrungen und ungeachtet unserer früher bekundeten ambivalenten Haltung bezüglich dieses Wechsels haben wir in den Kundendepots mit Neugeld die Europazuteilung aus markttechnischen Überlegungen seit der Korrektur zügig auf das Soll ausgebaut. Denn die durch die scharfe Mai-Juni Korrektur entstandene Risikoaversion scheint dazu geführt zu haben, dass **Investoren wieder lieber in traditionelle Märkte investieren** wollen. Wie eingangs erwähnt verhalf dies wohl dem Schweizer Markt zu neuen Höchstständen, jedoch zu einem teuren Einstandspreis. Gemäss Bloomberg liegt das 2006 Kurs-Gewinn-Verhältnis für den SMI-Index bei stolzen 17,4. Weit günstiger als in der Schweiz, und ohne politische Risiken wie sie in den Schwellenländern vorherrschen, sind Aktien von EU Firmen. Das K-G-V liegt bei 11,9 für den Eurostoxx 50, 13,1 und 13,7 für den DAX-30 (Deutschland), respektiv CAC-40 (Frankreich). Das heisst, dass z. B. französische Aktien - im Durchschnitt - 25% günstiger erstanden werden können als solche aus der Schweiz oder den USA (K-G-V 17,6).

Mit dieser Folgerung stehen wir selbstverständlich nicht alleine. Die grosse Anzahl von Firmenübernahmen spricht Bände. **Unsere konkrete Aufgabe jedoch ist es, Anlagestrategien zu finden, welche von diesem Umfeld profitieren.**

Wir entschieden uns für zwei Lösungswege. Einerseits investierten wir verfügbares Kapital in passive Indexanlagen von Europäischen und US



grosskapitalisierten Firmen. Andererseits bauten wir die Positionen von aktiv verwalteten Fonds aus. Wieso haben wir beide Wege gewählt?

Die oben erwähnte Risikoaversion führte dazu, dass Anleger wieder in die "sicheren" grosskapitalisierten Aktien von Europa und den USA investierten. Weil wir in unseren letzten beiden Ausgaben vor der latenten Gefahr warnten, waren wir bereits positioniert um von dieser Umschichtung mit taktisch gewählten Positionen zu profitieren. Den Schweizer Aktienmarkt von grosskapitalisierten Aktien decken wir schon seit längerer Zeit passiv ab, auch wenn, oder besser gesagt, gerade weil diese Aktien unseres Erachtens zu teuer sind (siehe oben). Lenox Kunden haben somit von der starken Avance am heimischen Markt profitiert. Ein weiterer Grund, passiv investiert zu sein, ist die seit langem unbefriedigende Performance von aktiv verwalteten Fonds in diesem Marktsegment von weniger als 30 Titeln. Die Schwierigkeit der Wahl wird in der Graphik auf der letzten Seite ersichtlich. Nur ein oder zwei falsch gewählte Titel können ein befriedigendes Anlageresultat, relativ zum Index, über Nacht vernichten. Ausgenommen von dieser Pauschalisierung betreffend den Schweizer Markt sind unseres Erachtens Manager, die das wenig(er) liquide Segment von mittelgrossen und kleinen Unternehmen abdecken.

Im Gegensatz zur Schweiz erhalten wir weiterhin gute Resultate von aktiven Managern, die in grosse und mittelgrosse Firmen der G-7 Länder investieren. Wir behaupten und können dies auch beweisen, dass ausgewählte, talentierte Manager Indizes über 5-10 Jahre und mehr regelmässig schlagen. Von diesen Portfoliomanagern hören wir, dass das Jahr zwar schwierig war, jedoch die **firmenbezogenen Informationen weiterhin unverändert positiv geblieben** sind. Börsenvolatilität hin oder her. Drei unserer europafokussierten Manager liegen deutlich über dem Eurostoxx-50, währenddem der Vierte, mit einem Resultat von plus 9.8%, rund 3% darunter liegt. Mit ein Grund ist seine

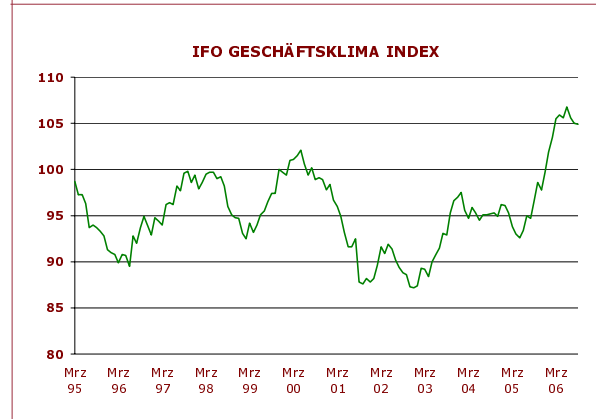
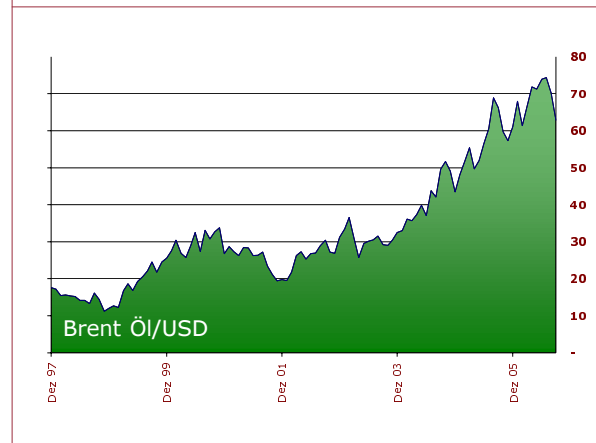
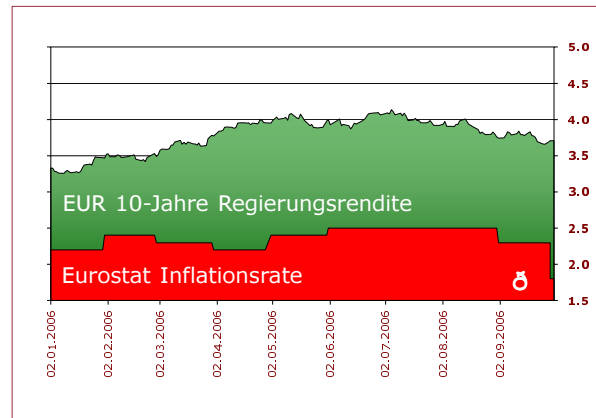
Cashkomponente von mehr als 10%, welche das Resultat relativiert. Dieser Fonds eignet sich für konservative Depots. In einem persönlichen Gespräch an der Löwenstrasse habe ich kürzlich die Anlagestrategie mit dem Manager dieses Multi-Milliarden Fonds diskutiert. Wenn zur selben Zeit die Anlegerstimmung in Deutschland so verstimmt ist, dass sie auf ein 7-Jahrestief gefallen ist (ZEW Aug 06 Umfrage), stimmt uns das zuversichtlich für eine Fortsetzung der Hausse.

Dies bringt uns zum **enttäuschenden Japanischen Aktienmarkt**, wo aktive Manager dieses Jahr generell beim oder unter dem Referenzindex liegen. Und dies just in der weltweit zweitgrössten Wirtschaft, in welcher mehrere Tausend Aktien zur Auswahl stehen. Müssen wir unsere obige positive Aussage betreffend aktiven Managern doch relativieren?

Nein. Denn die **Ursache ist Markt- und nicht Manager-bedingt**. Wir schliessen dies aus wirtschafts- und firmenbezogenen Informationen.

Wie für Europa stellt sich auch für Japan die Frage, ob der Schritt aus der Erholungsphase in eine Phase des normalen Wachstums erreicht wird. Wir sind davon überzeugt und verweisen auf die laufenden Firmenumstrukturierungen, die fallende Arbeitslosenquote (siehe Seite 2) und auf den zunehmenden Lohndruck. Der soeben publizierte Tankan Report der Bank of Japan berichtet von einer stabilen bis zunehmenden Produktion und von soliden Auftragseingängen bei rund 9'900 Firmen.

Weil wir von Managern sowohl von Hedge Funds wie auch Wachstums- und Substanzwertfonds hören, dass viele Firmen günstig bewertet sind, schliessen wir aus der Kombination von wirtschaftlichen und markttechnischen Informationen, dass die **Korrektur "nur" spekulative Exzesse korrigiert hat**. Aus diesem Grund bauen wir Japanpositionen in den Kundendepots, wo möglich und sinnvoll, aus. Dies jedoch nur mit Managern, welche ohne Referenzindex investieren, denn eine Erstärkung des Yen wird die Exportfirmen treffen,



welche in den grosskapitalisierten Indizes stark vertreten sind. So wie wir es heute beurteilen, würde uns vor allem ein Grund dazu bringen, Positionen in Japan abzubauen, nämlich eine markante Nachfrageabschwächung seitens Chinas und ihrer Peripherieländer (siehe dazu unsere Ausgabe vom 4. April 06 und beachten Sie den gerade vollzogenen Rauswurf der Parteiführung von Shanghai).

Abschliessend noch ein Kommentar zu aktiven Managern, deren Beurteilung unseres Erachtens nicht auf einen simplen mathematischen Vergleich mit einem Referenzindex reduziert werden kann.

Eine sinnvolle Beurteilung, ob Verluste in Japan von minus 14.1% respektive minus 20.9% in den ersten neun Monaten 2006 für aktive, wachstumsorientierte Manager akzeptable sind, hängt vom wirtschaftlichen wie auch markttechnischen Umfeld ab. Erst wenn ähnlich investierende Manager eine plötzlich abweichende Performance aufzeigen, läuten die Alarmglocken. Und darum ist es das A und O bei der Wahl von aktiven Managern, diese zu kennen, sie zu verstehen sowie beurteilen zu können, ob das Marktumfeld eine Outperformance überhaupt erlaubt.

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.

**Kumulativer Kapitalgewinn/-verlust Dez 00 - Sep 06 (links)
verglichen mit 2006 Kurs-Gewinn-Verhältnis (unten)**

