

Marktstrategie fürs 1. Quartal 2007

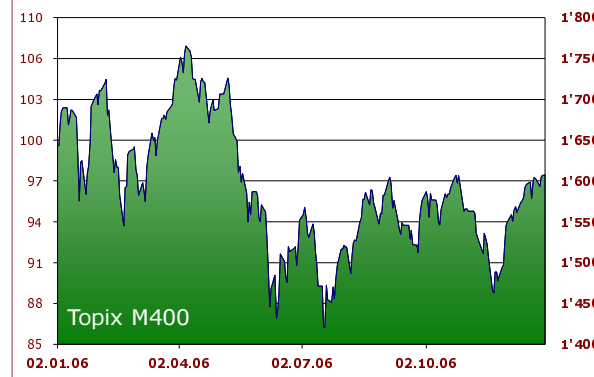
Für einen gut strukturierten Anlageansatz war das Jahresresultat 2006 befriedigend. Für eine momentumgetriebene Strategie hingegen, wenn die Nerven in der Mai-Juni Korrektur nicht versagten, ein ausserordentlich gutes Aktienjahr. Mit Ausnahme von Japan (plus 3%) liegen die Börsengewinne von Grossfirmen der G-7 Länder, gemessen an den üblichen Marktindizes und in Lokalwährung, mehrheitlich zwischen plus 15% (UK) und plus 22% (DE). Der Swiss Performance Index legte um knapp 21% zu.

Die Indizes der mittelgrossen und kleineren kontinental-europäischen Firmen verbuchten einen wesentlich stärkeren Anstieg. Fonds auf unserer Fokusliste für diese Anlagegruppe verbuchten Jahresgewinne von um die 35%.

Die Performance von globalen Entwicklungsländerfonds war irgendwo zwischen plus 15% und 35%. Sie war stark abhängig vom Anteil an Rohwarenfirmer und wie ein Manager auf die Mai-Juni Korrektur reagiert hat.

Anlagen in CHF und EUR Obligationen (mit Ausnahme solcher von hochverzinsten, risikoreichen Schuldpapieren) führten zu leichten Verlusten, obwohl das Inflationsrisiko nicht zugenommen hatte (siehe dazu unseren Kommentar vom 4. Juli).

Das Yen und der USD verloren gegenüber dem CHF rund 8%, respektiv 7% an Wert. Die Absicherungskosten für den USD belaufen sich auf rund 3% pro Jahr, leicht tiefer als noch vor 12



Monaten. Bei einem USD denominierten Depot-Anteil von um die 25% reduzieren diese Kosten die Gesamtdepotperformance schnell gegen 1%. Ohne Absicherung wäre der Verlust jedoch bei etwas über 2% gewesen.

Uns erscheint diese gute, etwas launige Performance als ein Anzeichen dafür, dass die Casinostimmung wieder zurückgekehrt ist, wie sie in den Jahren vor 2000 vorherrschte. In unserer ersten Marktstrategie vom 4. April 06 haben wir erstmals darauf hingewiesen. Wir bekundeten damals aber auch, dass das **Weltwirtschaftswachstum positiv für weitere Börsengewinne sei. Als Konsequenz reduzierten wir im Frühling 06 den Anteil an volatilen Anlagesektoren (Nebenwerte, Entwicklungsländer) zu Gunsten von Anlagen in mittelgrosse und grosse Firmen. War diese Entscheidung richtig?**

Weil es bezüglich der global moderat wachsenden Wirtschaft wenig Interessantes zu berichten gibt (siehe Wirtschaftsgraphiken auf Seite 4) und wir im Aufbau unserer Firma sind, wenden wir uns in den nächsten Zeilen lieber den **Stärken und Schwächen unseres Fondsansatzes** zu. Dies anhand von Überlegungen, die unseres Erachtens zu einem professionellen anstatt willkürlichen Anlageprozess führen. **Das zu erwartende Anlageresultat ist entsprechend wiederholbar, kann korrigiert und angepasst werden, und ist infolgedessen ideal für die langfristige Erhaltung und Vermehrung von gesamten Familienvermögen.**

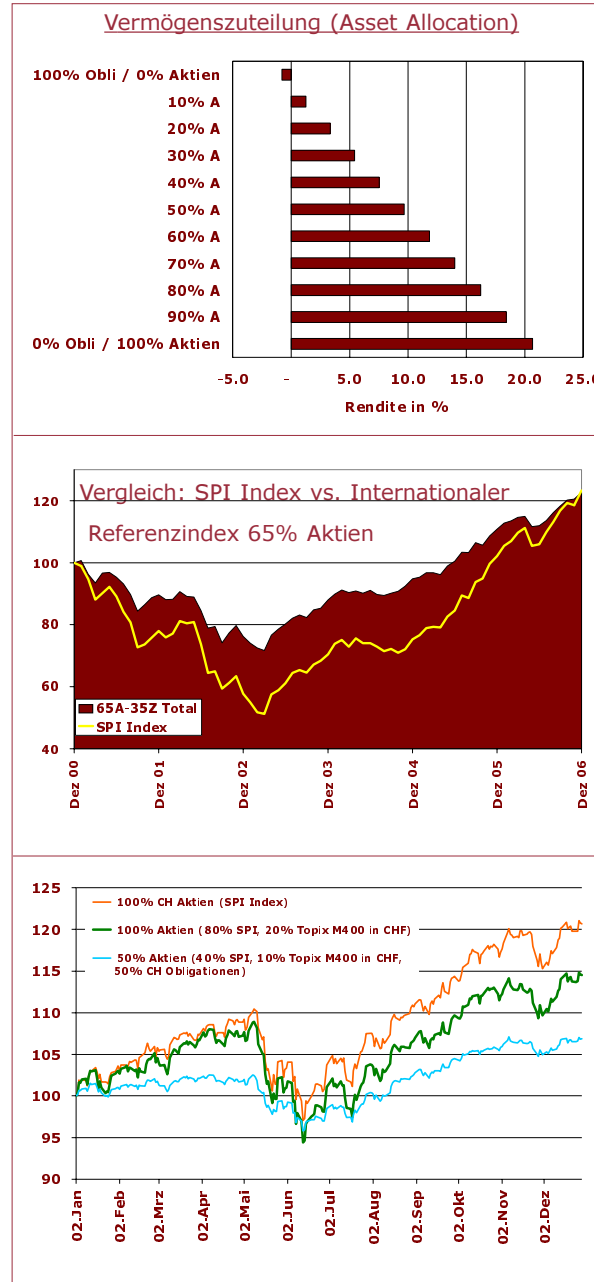
A) Die Vermögenszuteilung (asset allocation) zwischen Aktien, Zinsinstrumenten und alternativen Anlagen ist wohl die schwierigste Entscheidung, die es zu treffen gilt. Sie ist **massgeblich verantwortlich für die Performance einer global diversifizierten Anlagestrategie**, wie sie Lenox Capital AG anbietet. Die Wichtigkeit der Vermögenszuteilung veranschaulicht die oberste Graphik auf Seite 2 mit einem vereinfachten

Beispiel einer Anlage in Schweizer Aktien und Obligationen. Je nach Zuteilung wäre das theoretische Resultat für 2006 irgendwo zwischen einem kleinen Verlust (100% Bundesobligationen) und plus 20% (Swiss Performance Index) gelegen. Dies vor Kosten und Steuern. Dieser Kommentar ist speziell wichtig für obligationenlastige Depots.

Vor allem Investoren, welche in den Jahren 2000-2003 Kapital verloren haben, tendierten dazu, die Aktienquote tief zu belassen. Zu diesen Investoren gehören auch institutionelle Anleger von Pensionskassengeldern. Ein ansehnliches Beispiel liefert ein Finanzunternehmen, welches die Aktienquote von über 20% im Jahr 2000 auf netto 1.8% per Ende 2002 reduzierte und per 30. Juni 2006 mit netto 2.8% in Aktien investiert war. Der Stand per 31.12.05 war netto 4.1%. Kein Wunder also, dass die zu erwartenden Pensionsleistungen rapid schwinden, wenn in einem guten Jahr wie 2006 kaum richtig Geld verdient werden kann (siehe nochmals Graphik oben).

Eine sinnvolle Änderung der Vermögenszuteilung sollte antizyklisch stattfinden, und dafür braucht es einen rationalen, fest verankerten Anlageplan, mit dem sich ein Kunde wohl fühlt.

B) Eine weitere wichtige Komponente ist die geographische Zuteilung. Wir sind der Überzeugung, dass ein Schweizer Investor gezielt im Ausland investieren sollte. Wir sind uns im klaren, dass die grossen Schweizer Unternehmen als Proxy für Auslandsinvestitionen angesehen werden. Aber wenn deren Börsenbewertung durch die Aktivität von Schweizer Grossinvestoren bestimmt wird (siehe Beispiel oben), dann ist die sogenannte geographische Diversifikation oberflächlich. **Nur dank einer breiteren Diversifikation war es in den Jahren 2000-2003, in denen Schweizer Titel aus technischen Gründen enorm an Wert verloren, möglich, eine Anlagestrategie auch durchhalten zu können, ohne den Kopf zu verlieren.** Ob die Aufholjagd der heute teuer bewerteten Schweizer Börse, verglichen mit einer



global diversifizierten Strategie, bald dem Ende zuneigt, hängt vor allem davon ab, ob die Versicherungen und Pensionskassen ihren Aktienanteil weiter ausbauen. Siehe dazu die mittlere Graphik auf dieser Seite.

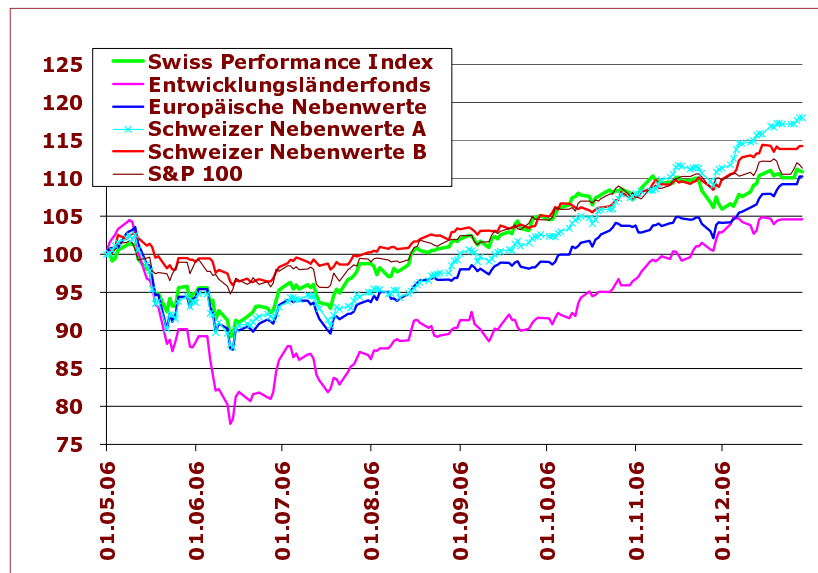
Just dieses Jahr hat jedoch eine solch gezielte globale Diversifikation dem Gesamtresultat eines Depots geschadet. Dies ist zwar ärgerlich, wird sich aber sicherlich bald wieder beheben. Die unterste Graphik demonstriert das Resultat anhand von drei Beispielen: Die rote Linie repräsentiert eine 100%-ige Anlage in den Swiss Performance Index. Die mittlere, grüne entspricht einer Anlage von 80% in den SPI und 20% in den japanischen Topix M400 Index. Die blaue Linie widerspiegelt eine 50% Aktien- / 50% Obligationenzuteilung. Diese soll zusätzlich nochmals die dramatische Konsequenz von CHF-Obligationenanlagen im 2006 aufzeigen.

C) Die nächste Komponente, die wir besprechen, ist die des Anlageansatzes: **Eine unserer Stärken ist, keinen Anlageansatz grundsätzlich zu favorisieren.** Wir geben zwar zu, dass uns der Substanzwertansatz wohl am Nächsten liegt, jedoch haben wir genügend praktische Erfahrung, um zu wissen, dass Zukunftsvisionen mit Wachstumsaktien verbunden sind. **Darum suchen wir überdurchschnittliche Manager, die sich in einem der verschiedenen Ansätzen spezialisiert haben. Je nachdem, was ein einzelner Kunde wünscht oder benötigt, können wir dadurch sein Depot innerhalb der abgemachten Vermögenszuteilungsbandbreiten individuell gestalten.**

Was heisst das konkret? Gehen wir zurück zur eingangs erwähnten angeheizten Casino-stimmung. Unsere Kundendepots sind heute im Prinzip voll investiert. Wie oben erwähnt, haben wir jedoch im Frühling die risikoreicheren Anlagen innerhalb der Aktienquote gegen gemässigte getauscht. Grund dafür war vor allem die Euphorie bei Entwicklungsländeraktien (mehrheitlich getrieben von Rohwaren) und die zunehmende

Korrelation von Anlagen in Aktien von G7 Ländern, die von Asien profitieren. Wir teilen selbstverständlich die Meinung, dass z.B. europäische Firmen von Exporten nach Asien profitieren. Aber **wenn die weltweite Börse vor allem von einer Idee beflügelt wird, dann steigt das Korrelationsrisiko des Gesamtdepots bei einer überraschend einsetzenden Korrektur extrem.** Darum haben wir erfolgreiche Anlagen in verschiedenen Nebenwertfonds reduziert, welche typischerweise in einer Korrektur überdurchschnittlich stark fallen. Gleichzeitig verzögerten wir Investitionen in Entwicklungsländerfonds. Die plötzlich einsetzende Korrektur zwischen Mai-Juni wie auch die relative Entwicklung seit dem Aprilhoch haben diese Entscheidung, wenigstens unseres Erachtens, gebilligt. Die grosskapitalisierten Swiss Performance und S&P 100 Indizes und auch der konservativer gemanagte Nebenwertfonds B haben mit den "aggressiveren" Fonds bis heute mitgehalten.

Aber auch wenn wir die oben erwähnten Schritte



berücksichtigen, bleibt die Korrelation weiterhin hoch. Bis vor vielleicht 1-2 Jahren konnte dem mit alternativen Anlagen gegengesteuert werden. **In der Vergangenheit haben wir die Depotvolatilität vor allem mit Long/Short Strategien gesenkt (Short = Leerverkäufe). Wie die Korrektur im Mai-Juni aufgezeigt hat, ist dies heute nur noch bedingt möglich.** Viele Long/Short Hedge Fund Manager haben ihre Leerverkäufe reduziert, um an der 3-jährigen Hausse voll mitverdienen zu können (ein Teil der Casinostimmung). Obwohl es Tausende von Hedge Funds gibt, wurden viele erst nach 2002 gegründet, sodass nicht abschliessend bestimmt werden kann, ob die Performance auf Aggressivität oder Können beruht. **Wir haben unsere erste Pooling Struktur für Hedge Funds mit Managern gestartet, die unseres Erachtens die Fähigkeit von Leerverkäufen beherrschen.** Wir zögern jedoch mit dem Aufbau von weiteren Pooling Firmen.

Innerhalb von alternativen Anlagen sind die Long/Short Manager nur eine der verschiedenen Strategien, um sogenannte unkorrelierte Performance zu erlangen. Die wichtigsten Strategien basieren auf Zinsinstrumenten und Derivaten irgendwelcher Art. Wieso wir nicht in diese Fonds investieren, erklären wir anhand von folgendem Beispiel: Gemäss einer Untersuchung sind zwischen Juli 05 und Juni 06 Derivattransaktionen im Gegenwert von USD400 Milliarden falsch verbucht worden. Weil diese Transaktionen privater Natur sind, ist das Risiko für uns Investoren absolut undurchsichtig, obwohl wir am Schluss das Risiko tragen. Gegenparteien solcher Geschäfte können Hedge Funds sein, wie z.B. die der Citadel Investment

Group. Diese verwaltet Kundengelder von rund USD 13 Milliarden. Der Haupt-Fund hat seit 1998 eine durchschnittliche Performance von 20.7% p.a. Wie funktioniert die Strategie? Auf Pump. Citadel hat gemäss eigenen Angaben Bankkredite von rund USD 100 Milliarden erhalten. Ein einfacher Dreisatz reduziert eine 20.7%-ige Performance p.a., gerechnet auf dem Eigenkapital, auf ca. 2% berechnet auf dem investierten Kapital.

Oder anders ausgedrückt: Bei der nächsten Krise, und die sind immer wieder unangemeldet gekommen, wollen wir nicht Geld verlieren mit ausser Kontrolle geratenen Hedge Fund Strategien, denn wir werden auch an den Kursverlusten der Banken leiden, welche mit Kreditvergaben scheinbar wieder sehr grosszügig geworden sind. Erstens liegt 1998 weit zurück und zweitens betrogen in 2005 bei Citadel die Zins-, Transaktions- und Investitionskosten angeblich USD 5.5 Milliarden. Die Banken bedanken sich, wenigstens vorläufig. Zur Erinnerung: im Sommer/Herbst 98 erfuhren die Aktien der beiden Schweizer Grossbanken einen 60%-igen Verlust innerhalb von nur 2 Monaten. Die CS Group hat erstmals dieses Jahr wieder das Aktienhoch von Ende Juli 1998 überstiegen, währenddem die UBS dies bereits Ende 2004 geschafft hatte. Im Gegensatz zum Aktionariat, welches das gesamte Firmenrisiko trägt, verdiente das Management selbstverständlich Boni in der Zwischenzeit.

Zurück zum Thema: Es ist schwierig geworden, solide Strategien zu finden, die wenig korrelieren, wie es noch vor wenigen Jahren möglich war. **Solange sich diese Korrelationsgefahr nicht irgendwie verbessert, müssen Investoren auch seitens dieser Perspektive mit entweder unerwarteten oder aber bewusst gewollten Schwankungsrisiken rechnen.** Und die eingangs gestellte Frage, ob Gewinne von risikoreicheren Anlagen realisiert werden sollen, bejaht sich auch seitens dieses exogenen Blickwinkels von selbst.

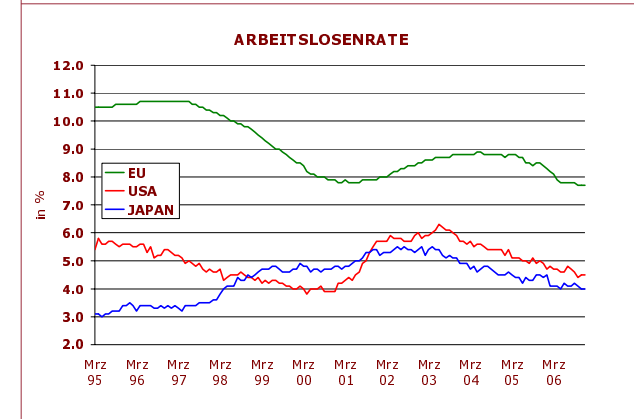
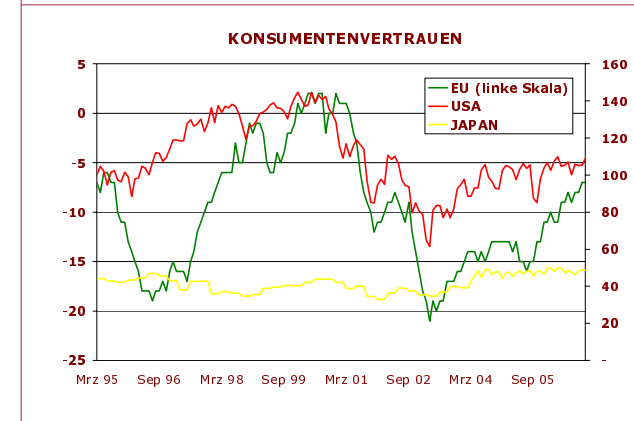
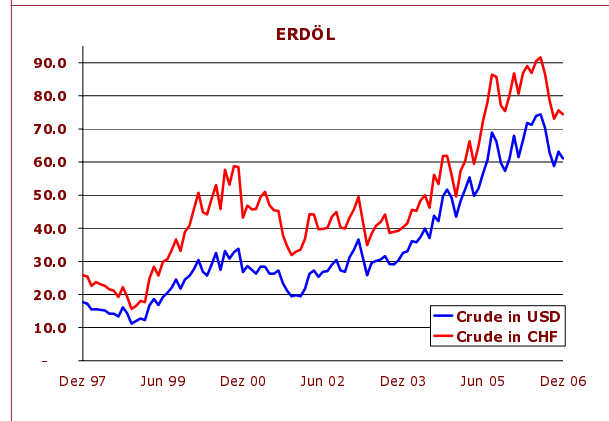
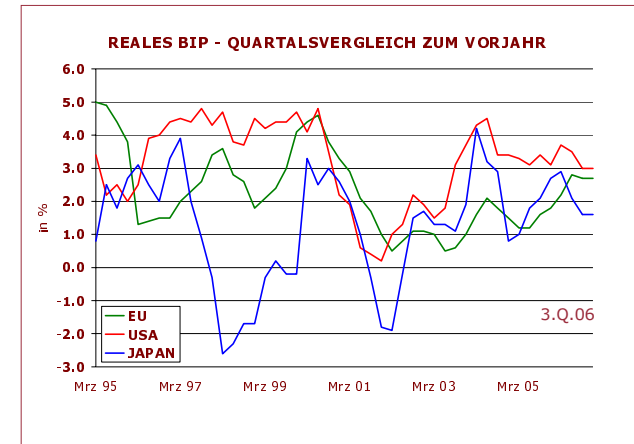
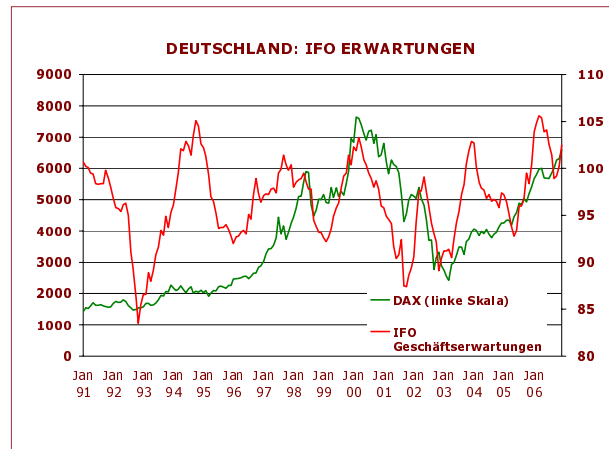
Wie eingangs erwähnt sind wir zuversichtlich fürs

Jahr 2007. Wir sind uns aber auch sehr bewusst, dass in einem ‚reifen‘ Markt unvorhergesehene (politische) Ereignisse eine Korrektur in den Kredit- wie auch Aktienmärkten auslösen können, die weit weniger glimpflich verlaufen als die vom Mai-Juni 2006. Was wäre z.B. die Konsequenz eines landesweiten, mehrtägigen Streiks in Indien? Gemäss der Asia Times meldeten sich am 14. Dezember weniger als 10% der 3'500 köpfigen IBM-Belegschaft in Kolkata zur Arbeit. Ähnliches wurde von weiteren international tätigen Firmen gemeldet. Die teilweise von der indischen kommunistischen Partei unterstützten Gewerkschaften des öffentlichen Transportes riefen zum Streik aus.

Zusammenfassend erscheint es uns als wichtig, **Klumpenrisiken aus dem Weg zu gehen, bevor sie zu einem Breitschaden führen. Dazu hilft eine sinnvoll gestaltete Diversifikation**, deren Segen zu einer langfristigen Erhaltung und Vermehrung von Familienvermögen führt. Dies zu Lasten einer mittelmässigen Performance in starken, momentumgetriebenen Haussephasen.

Wir danken Ihnen für Ihr Interesse, diesen technischen Aufsatz bis ans Ende gelesen zu haben und hoffen, Ihr Interesse für eine professionelle Anlageverwaltung geweckt zu haben. Für Fragen stehen wir Ihnen selbstverständliche gerne zur Verfügung.

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.



Kontakt:

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