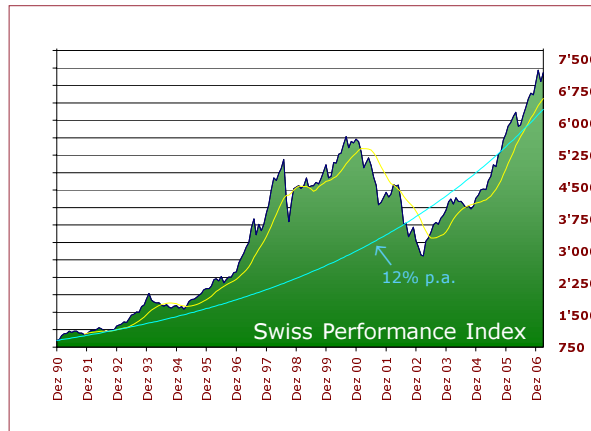


Marktstrategie fürs 2. Quartal 2007

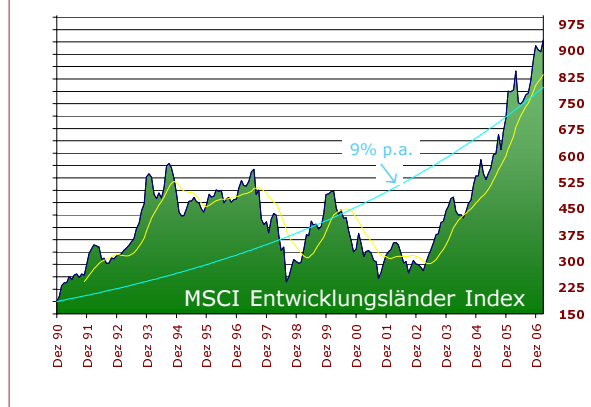
Die globalen Aktienmärkte schlossen das erste Quartal 2007 mit zufriedenstellenden Gewinnen ab. Deutschland, gemessen am Dax Index, verbuchte einen Anstieg von 4.9%, der Swiss Performance Index legte um 3.7% zu, Japan folgte mit 2.5% (Topix) und der amerikanische S&P 500 schloss das Quartal mit plus 0.6% knapp positiv ab. Die Tatsache, daß die verantwortlichen Portfoliomanager des Amaranth Hedge Fund, welche diesem im Herbst 06 einen USD 6.5 Milliarden Verlust bescherten, unterdessen wieder gegen USD 1 Milliarde an Gelder für einen Neustart bekommen haben, zeugt davon, daß die Welt schlichtweg in Ordnung sein muss. Präziser ausgedrückt ist das die Welt der institutionellen Anleger, weil diese ihre verwalteten Firmen-, Kunden- und Pensionskassengelder mit solcher Großzügigkeit verteilen.

Diese Großzügigkeit ist, aus europäischer Perspektive betrachtet, leicht verständlich. Mit kontinentaleuropäischen Obligationen verdient niemand Geld. Seit Jahresbeginn steht die Rendite bei Null. In den letzten 12 Monaten rentierten Schweizer Bundesobligationen durchschnittlich 1.16% (Kapital- und Zinsertrag). Dies vor Steuern und Kosten. Europäische Staatsanleihen lieferten eine Bruttorendite von 1.9%. Einer der wenigen Obligationenfonds, in welchen es sich lohnt zu investieren, erarbeitete eine 12-Monatsrendite von 4.79% (Siehe oberste Graphik auf Seite 2).

Obwohl die Volatilität an den Finanzmärkten im Februar/März erstmals seit einem Jahr wieder



**FUN
TO
BE
ONE**



zunahm, schließen wir daraus nicht, dass das heutige stabile Wirtschaftswachstum zu Schaden kommt. Dies im Gegensatz zu den vielen Kommentatoren, welche wegen den Problemen im US Hypothekengeschäft „hyperventilieren“ und sich nicht zieren, bereits die nächste Weltrezession vorauszusagen.

Die US Wirtschaft ist dank der stabilen Serviceindustrie genügend stark, Probleme in der unteren Konsumentengruppe zu verkraften. Fallende Zinsen haben bereits dazu geführt, den Immobilienmarkt wieder anzukurbeln, was von der Presse geflissentlich beiseite gelassen wird. Beachten Sie dazu die steigende Transaktionsaktivität für bestehende Häuser in der mittleren Graphik auf Seite 2.

Sowohl in Deutschland wie auch in Japan haben Konsumentendaten in den verflissenen Monaten meist positiv überrascht. Die Arbeitslosenzahlen sinken und das Vertrauen der Konsumenten steigt oder hat sich auf hohem Niveau eingependelt. Letzteres trotz wieder ansteigenden Benzinpreisen (US Terminbörsenpreis plus 30% seit Jahresbeginn) und einer Inflationsrate, die hartnäckig bei 2% verharret (Siehe dazu die Wirtschaftsgraphiken auf Seite 3).

Die beiden oben erwähnten Länder sind bekannterweise stark exportabhängig. Solange sich jedoch die Amerikaner lediglich mit den Chinesen anlegen, sollten sich die restlichen Länder keine Handelsbeschränkungen einhandeln. Im Januar 07 sind die Auftragseingänge in der EU Industrie, mit Ausnahme vom Textil- und Bekleidungs-gewerbe, allesamt zwischen 10.3% (Chemie) und 17.5% (Metallerzeugnisse) über dem Vorjahresmonat gelegen. Diese gesunde Nachfrage führt nun in Deutschland zu erhöhtem Lohndruck. Die IG Metall, welche Lohnerhöhungen von 6.5% gefordert hat, droht mit Warnstreiks nach dem 28. April.

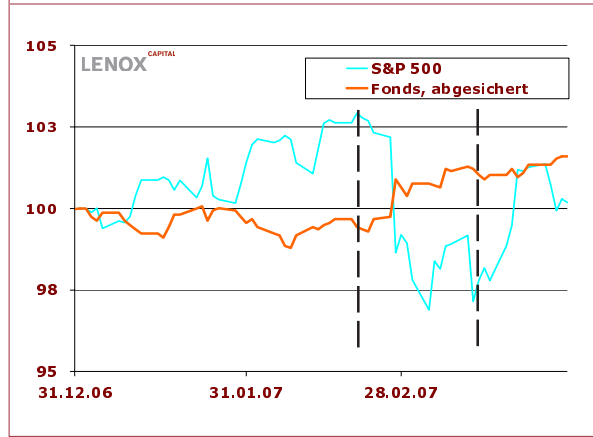
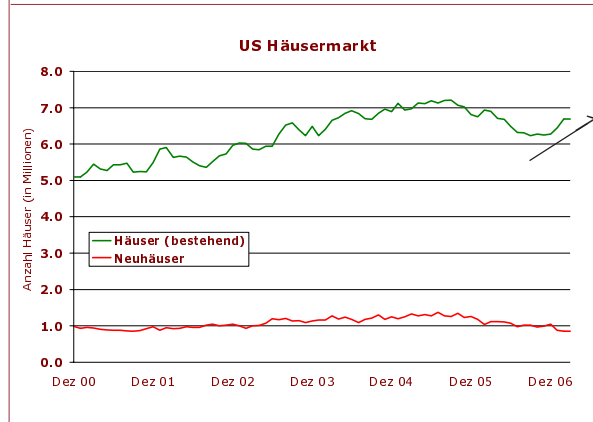
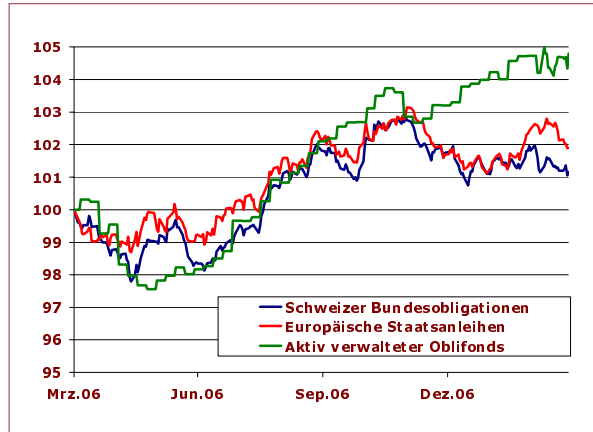
Das Weltwirtschaftswachstum erscheint uns genügend solid, um die Aktienquote voll ausgeschöpft zu halten. Die Obligationen-

bestände sind kurz- und mittelfristiger Natur.

Eine voll investierte Aktienquote heißt selbstverständlich nicht, daß wir die lauernden Probleme, ob geopolitischer, kreditseitiger oder liquiditätsgetriebener Natur, ignorieren. Wir haben diese bei den Anlageentscheiden selbstverständlich berücksichtigt. Ein interessantes, eher konservatives Beispiel, mit moderatem Risiko investiert zu sein ist z.B. ein US Fund, welcher erstens durch Optionen das ganze Depot gesichert hat und zweitens den Anteil an Finanzfirmen auf rund 3% vom Depotwert reduzierte.

1) Das abgesicherte Depot des Fonds limitiert die Gewinnchancen bei ruhig verlaufenden Märkten auf einen geschätzten Anstieg von gegenwärtig ca. 5% für 2007. Sobald die Marktvolatilität weiter zunimmt, können die Optionspositionen zum Vorteil verändert werden. Die unterste Graphik auf dieser Seite zeigt das gewünschte Resultat der Risikominderung just in den Tagen um den 28. Februar, als weltweit die Börsen an Wert verloren.

2) Das Fehlen von Finanzwerten ist eine ideale Ergänzung für einen Schweizer Anleger, welcher bewußt oder unbewußt rund 1/3 in Finanzwerte investiert ist, wenn er einen typischen Schweizer Fonds im Depot hält. Wenn also die leidigen US Hypothekarprobleme, entgegen unserer gegenwärtigen Annahme, für Finanzinstitute akut würden, dürften auch Schweizer Banken darunter leiden, welche sowohl als Investmentbanker wie auch als Kreditgeber für Hedge Funds tätig sind. Inwieweit das Hypothekarproblem ein Problem wird, ist schwierig abzuschätzen. Wir haben das Thema mit verschiedenen Hedge Fund Managern diskutiert. Schlüsse sind, wenigstens für uns, schwierig zu ziehen. Wir möchten jedoch bemerken, daß strukturierte Produkte, welche solche Hypotheken halten, von Investoren mit dem Einstandswert anstatt dem Marktwert bewertet werden könnten. Somit würde der Verlust im besten Fall über Zeit abgeschrieben werden. Ein stabiler Aktienmarkt könnte diese Abschreibungen noch weiter vertuschen.



Weitere Beispiele von unserer Strategie, mit einem verminderten Risiko doch voll investiert zu sein: A) Verschiedene Manager, welche in hochverzinsten Anleihen investieren, halten Positionen, die von einer Verschlechterung der Hypothekarsituation profitieren würden. Des weitern dürften sich für Hedge Funds im Umstrukturierungsprozess von Firmen, die eine große Schuldlast tragen und bei einem schleppenden Wirtschaftsumfeld zahlungsunfähig werden (distressed), Profitmöglichkeiten eröffnen.

B) Seit anfangs November 06 sind unsere Kunden via eigener Pooling Firma **Hill Cautus Corp.** in Hedge Funds investiert. Ende Februar lag die Performance rund 2% über der vom S&P 500 Index, welcher 2.6% zulegte, dies trotz hohem Bargeldbestand. Unsere Erwartung, daß überdurchschnittliche Hedge Fund Manager von einer volatilen, leicht steigenden Börse speziell profitieren, bestätigt sich.

C) Lenox Kunden sind des weitern mit Managern investiert, welche bei Verkäufen von Aktienpositionen die Erlöse nicht einfach in andere Aktienpositionen lenken, um wieder voll investiert zu sein. Einer der Europa-fokussierten Manager verkaufte sowohl Aktien von Porsche wie auch Sulzer und wartet auf eine günstige Gelegenheit, den Barbestand wieder anzulegen. Wir interpretieren daraus, daß Europäische Aktien für Manager, welche einen disziplinierten Bewertungsansatz verwenden, teuer geworden sind. Gerade jetzt, wo die Unsicherheiten bezüglich Iran, respektiv Öl, wieder zugenommen haben, dienen uns solche Bargeldpolster besonders gut.

Auf der anderen Seite der Welt sind Manager mit ähnlichen Bewertungsansatzmodellen in Japan voll investiert. Obwohl die japanische Börse extrem sensitiv auf den Yen Kurs reagiert (Starker Yen = schwache Exportwerte), glauben wir zu erkennen, dass die Börse die negativen Reaktionen auf Yen Kursschwankungen immer wieder zügig kompensiert. Ob diese Erholungen auf inlanderorientierte Aktien zurück zu führen sind oder auf die Tatsache,

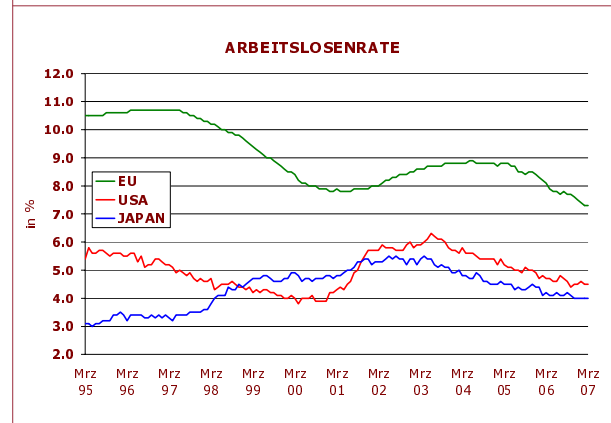
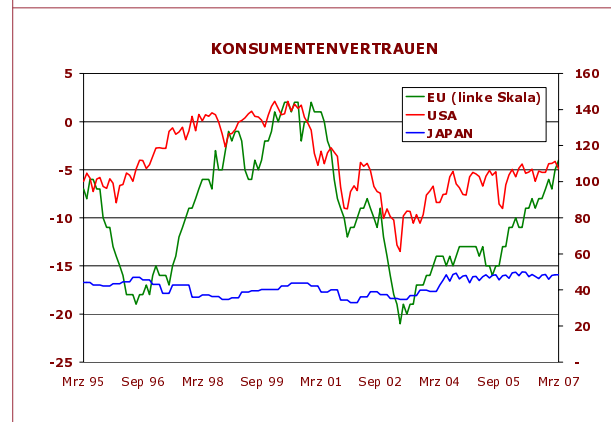
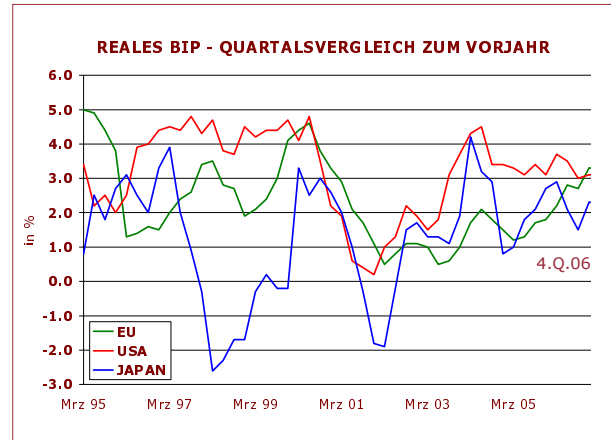
daß die großen Exporteure ihre Währungsrisiken im Griff haben, werden wir in einigen Tagen mit einem Fondsmanager besprechen.

Wenn also disziplinierte Profis nicht mehr so einfach günstig investieren können wie noch vor ein paar Jahren, dann stellt sich doch die Frage, ob Aktien, relativ zum Wirtschaftswachstum, zu weit vorausgeeilt sind.

Auf der ersten Seite befindet sich eine Graphik vom Swiss Performance Index, welche die Entwicklung ab Dezember 1990 aufzeigt. Bitte beachten Sie die türkise Linie, welche mit einer annualisierten Rate von 12% p.a. steigt. Die effektiv errechnete Rate liegt bei 13.6% p.a., verglichen mit 11.6% für die USA (S&P 500). Dürfen wir daraus schließen, daß Schweizer Firmen, im Durchschnitt, besser verwaltet werden als die grössten 500 Firmen der USA? Oder sind die Pensionskassen- und Private Banking Gelder so enorm, daß jeder Preis bezahlt wird, nur um im Heimmarkt investiert zu sein? Muß die Wachstumsrate wieder zurück zur historischen Norm (8%-10.5% p.a.), oder ist dies ein sogenannter Quantensprung ins Neue?

Wie wir eingangs erwähnten, kann seit rund zwei Jahren kein Geld mit Obligationen erarbeitet werden, außer ein Anleger investiert im Hochzinsbereich, sprich „Ramsch“. Bedeutet dies nun, daß Zinsinstrumente nicht länger in ein Depot gehören? Sollte der Zinsanteil durch strukturierte Produkte ersetzt werden, wie landauf landab gepredigt wird?

Wir vertreten die Meinung, daß für die meisten Anleger ein klassischer Obligationenanteil weiterhin eine Rolle spielt. Im Gegenteil zu strukturierten Produkten gibt dieser eine gewisse Sicherheit, das Vermögen mit verminderter Volatilität durch Krisen zu steuern (siehe 2000-2003), ohne die Nerven im falschen Zeitpunkt zu verlieren. Als Konsequenz reduziert es die Performance in guten Aktienjahren. Wie wir oben mit dem Beispiel vom teuer bewerteten Schweizer Aktienmarkt aufzeigen, sind erste latente Anzeichen für eine Bewertungskorrektur wieder vorhanden. Was ein allfälliger Auslöser dazu



ist, kann auch unsere Kristallkugel nicht voraus-sagen. Markttechnische Gegebenheiten deuten jedoch darauf hin, daß eine solche Korrektur nicht imminent ist. Enorme Summen von Private Equity Kapital werden für Übernahmen verwendet, und solange das Kapital nicht verbraucht ist oder die Zinsen nicht unerwartet drastisch ansteigen, wird sich wohl das Börsenkarussell weiter drehen. Mit den weiter oben erwähnten Aktienstrategien und einer klassischen Obligationenkomponente berücksichtigen wir das zunehmende technische Risiko wie auch jenes von geopolitischen Problemen in unseren Kundendepots.

Lenox Capital AG feiert das erste Geschäftsjahr. Wir bedanken uns bei allen Kunden für Ihr Vertrauen, uns beim Start unterstützt zu haben, und sind dank vielen neuen Kontakten sehr zuversichtlich für die Zukunft.



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.