

Marktstrategie fürs 4. Quartal 2007

In unserer letzten „Marktstrategie“, welche wir marktbedingt kurz vor dem zweiten Quartalsende publizierten, stellten wir drei Fragen bezüglich der leichtsinnigen Vergabe von Krediten: 1) Wie gross sind die direkten Verluste von Hypothekarkrediten, 2) werden Kreditlinien generell gekürzt und 3) gibt es Zwangsliquidationen für ähnliche Produkte und wer sind die Endkunden? Weil es dazumal vor allem auf die dritte Frage keine Antwort gab, reduzierten wir am 21.6. (SMI 9'225) die Aktienquote in den Depots unserer Kunden.

Im ausserordentlichen Zwischenbericht vom 13. August (SMI 8'687), drei/vier Tage vor dem Baissetief, bekundeten wir in einer Denkpause betreffend Risikoabwägung zu sein und nicht vor dem befürchteten K.O.

Am 11. September begannen wir aus markttechnischen Überlegungen die Aktienquote wieder leicht zu erhöhen (SMI 8'700), obwohl die dritte Frage weiterhin unbeantwortet blieb. Am Quartalsende steht der SMI nun bei 8'933 Punkten, 3.77% höher als zu Jahresbeginn.

Diese getätigten Schritte waren zwar genau richtig, doch nicht sehr erfolgsrelevant. Schichtet man z.B. 5% des Depotvermögens mit einem Gewinn von 6% um (9'225-8700), verbleibt für das Gesamtdepot eine Performance von 0.3%, vor Transaktionskosten. In derselben Zeit ist die UBS um 19% gefallen und Nestlé um 13% gestiegen. Dies unterscheidet die langfristige Fonds- von einer Aktienanlagestrategie, welche taktische Schritte



- mit dem entsprechenden Risiko - erlaubt.

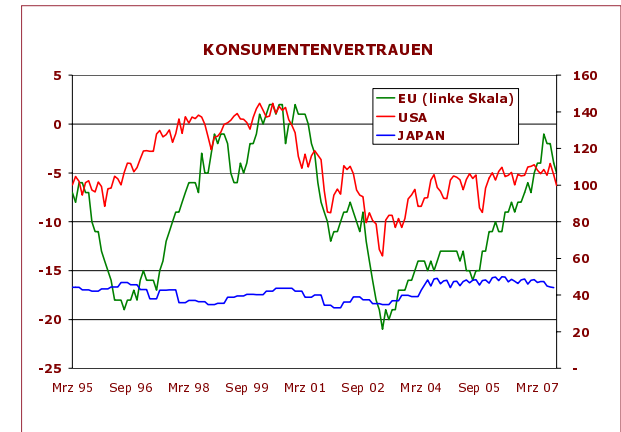
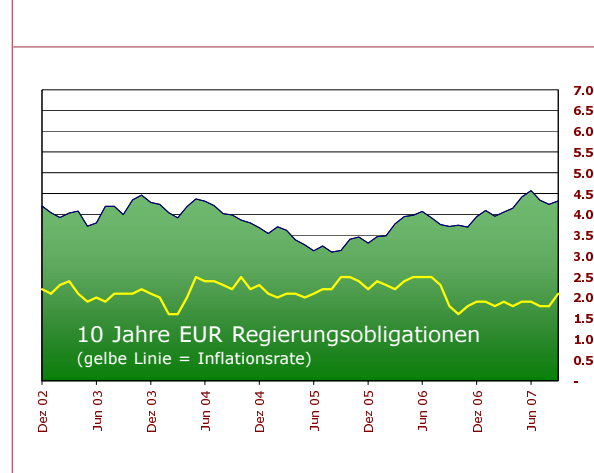
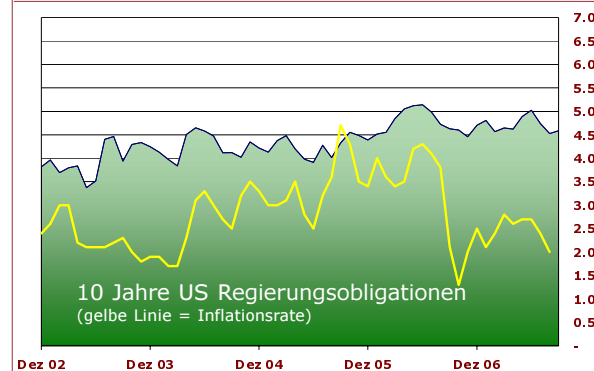
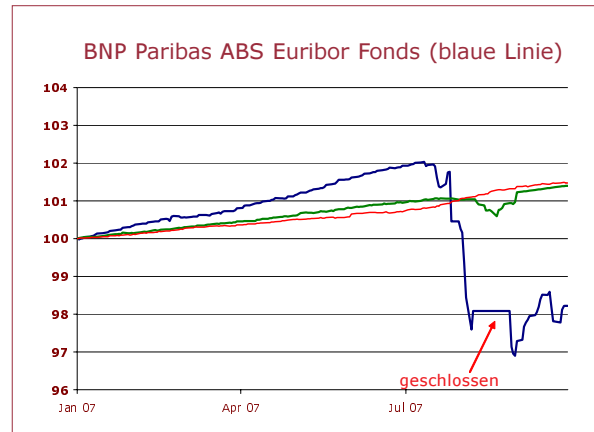
Die erwähnte Denkpause hat nur kurz ange-dauert. Anlagen wurden kurzerhand umgeschichtet. Seit dem August Tief stürzt sich die Anlegergemeinschaft in die „sicheren“ Aktienhäfen von z.B. Vietnam (+17%), Brasilien (+26%), kommunistisch regierten China (+16%), Rohwaren, Minen, Energie und Technologie, um sich vor dem latenten Finanzrisiko in Europa und den USA zu schützen. Der MLIIF Minenfonds als Beispiel hat seit Mitte August um 40% zugelegt. Der Fonds verwaltet USD 11 Milliarden, rund doppelt soviel wie anfangs Jahr. Davon stecken heute rund 9%, also USD 1 Mrd., im brasilianischen Minenkonglomerat CVRD, welches seit Mitte August plus 69% an Wert zugelegt hat. Diese Beträge sind richtig klein im Vergleich zum Beispiel zu der China Construction Bank. Die Bank hat 4% (USD 8 Mrd.) ihres Aktienkapitals für eine Inland-Erstemission platziert und wurde angeblich mit USD 300 Mrd. 37fach überzeichnet. Der Eröffnungspreis in Shanghai war 32% über dem Emissionspreis. Dies enttäuschte die Anleger, weil die Erwartungen bei 50% lagen!

Bloss weil Anleger Entwicklungsländeranlagen aggressiv ausbauen, heisst es noch lange nicht, dass mögliche strukturelle Probleme in den USA oder Europa nicht mehr existieren. Die Kreditvergaben für Schönwetterstrategien waren dort enorm. Wir vertreten die Meinung, dass **das Finanzmarkterdbeben vom Sommer nicht einfach ignoriert oder unterschätzt werden darf**. Die Erschütterungen des Bebens hatten sofortige Konsequenzen gehabt. Als Beispiele hierfür dienen die Kollapse von zwei milliardengrossen Hedge Funds von Bear Stearns, zwei Banken in Deutschland und einer in Grossbritannien. Ein kleineres Problem, jedoch symptomatisch für die eingangs erwähnte Frage 3) betreffend Zwangsliquidation und wer die Endkunden seien, zeigt folgendes Beispiel: Eine von Barclays Capital geforderte Zwangsliquidation von USD 54 Mio. führte zur Liquidation eines von zwei Kreditfonds von Holland Capital Management.

Das Brisante ist nicht die Liquidation eines scheinbar „kleineren“ Fonds, sondern die Tatsache, dass Barclays ein von ihnen garantiertes, strukturiertes Produkt in die Liquidation zwang. Der Fonds hat nun vier Monate Zeit, die Positionen zu liquidieren. Informationen deuten darauf hin, dass das Zertifikat im Dezember 2006 aufgelegt wurde und 2014 zu 100% fällig wird. Resultat: unproduktives Kapital für 7 Jahre. Eingeengte Risiken dieser Grösse und Natur können verarbeitet werden. Ob jedoch in den nächsten Monaten noch strukturelle Probleme auftauchen und bekannt gegeben werden, kann niemand vorhersehen, auch nicht die Dauerpessimisten. Wir wollen somit keine Zeit verschwenden, um über das eine oder andere Gefahrenszenario zu sinnieren.

Im krassen Gegensatz zu den Aktienmärkten kann das weiterhin fehlende Vertrauen sowohl in die Kreditmärkte wie auch zwischen Banken weiter beobachtet werden. Am folgenden Beispiel wollen wir erläutern, wie angespannt die Lage sein kann: Der BNP Paribas Fonds (blaue Linie in der obersten Graphik; siehe Pfeil) wurde wegen Unfähigkeit, die angeblich sicheren Anlagen bewerten zu können, geschlossen (Diesen Fonds haben wir nie für Kunden gehalten). Beinahe zur gleichen Zeit begann der Geldmarktfonds mit grüner Linie leicht an Wert zu verlieren. Der Manager behauptete, in keine problematischen Positionen investiert zu sein. Die Wertentwicklung stand jedoch im Gegensatz zum Konkurrenzgeldmarktfonds in Rot. **Hat der Fonds tatsächlich nur leichte Bewertungseinbußen, welche der stabilere der beiden eventuell beschönigt?** Was für Konsequenzen müssen wir ziehen, wenn ein solcher Fonds in den konservativsten Depots gehalten wird? Die Beurteilung von so genannt „sicheren“ Anlagen ist demnach doch nicht so einfach.

Für aggressiv empfinden wir, zu einer solchen Zeit Umschichtungen von Europäischen Aktienanlagen in solche von Entwicklungsländern zu tätigen, „nur“ weil diese ein dynamischeres Wirtschaftswachstum ausweisen. Wir zweifeln



nicht am Potential der Entwicklungsländer, gründeten ja im Jahr 2004 (pre-Lenox Zeit) extra eine Hedge Funds Pooling-Struktur dafür und sind in dieser Anlageklasse auch heute investiert.

Ein Wechsel von Europa in Entwicklungsländer ist jedoch mehr als eine simple Umverteilung des Vermögen: Rechtssichere Anlagen werden ersetzt mit solchen, die in Hohheitsgebieten mit hoher Korruption und politischer Willkür domiziliert sind. Es wäre naiv zu glauben, dass ausgerechnet ausländische Investoren davor verschont würden.

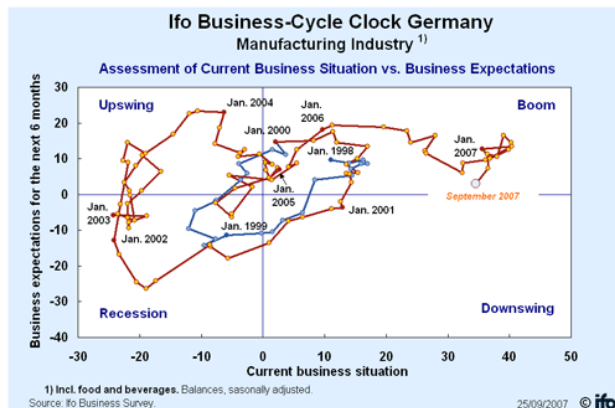
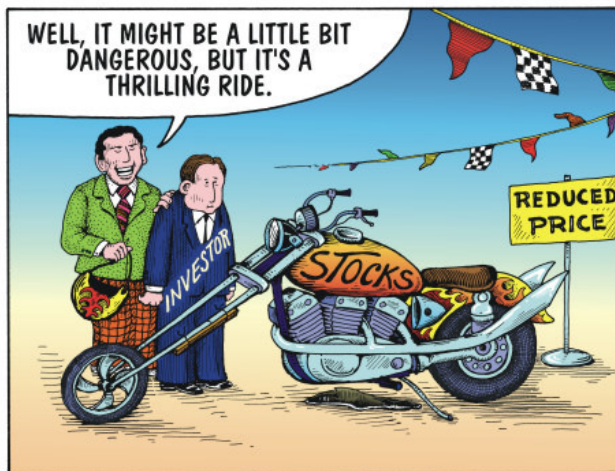
Auch wenn die Chinesische Wirtschaft seit 2005 über 10% pro Jahr wächst, hat sich die einheimische Aktienbörse in 24 Monaten vervierfacht. Vorher war sie in einer mehrjährigen Baise, obwohl die Wirtschaft in der selben Zeit zwischen 8% und 10% pro Jahr wuchs. Das Argument, dass das Wachstumspotential in Entwicklungsländern enorm ist, ist leicht zu verkaufen. Nur muss sich ein Aktieninvestor fragen, **wie viel er dafür bezahlen kann**. Microsoft zum Vergleich wurde in der Technologieblase mitgerissen und handelt noch heute 50% unter dem Höchstwert vom Jahr 2000.

Auch kann die globale Vernetzung nicht einfach negiert werden. Würden die Kurse von Firmen, welche direkt in China tätig sind, wie z.B. Nestlé,

Georg Fischer, Schindler, nicht auch reagieren, wenn sich trotz den Olympiadevorbereitungen Unruhen im Hinterland entfalten, bedingt durch weiter stark steigende Lebensmittelpreise. Oder könnte die Bank of China nochmals versuchen, das Wirtschaftswachstum und die Börsenspekulation mit weiteren Erhöhungen der Leitzinsen für Kreditvergaben und höheren Abgaben für den Aktienhandel einzudämmen?

Trotz diesen Unsicherheiten sind unsere Depots

wieder **nahe beim Aktiensollzustand investiert**. Weil die Lage an den Kreditmärkten weiterhin angespannt ist, wollen wir jedoch in gemässigten Fonds und Hedge Funds bleiben und **sehen davon ab, bei der Performancejagd mitzumachen**. Sollten die Märkte wie in den letzten Wochen weiterhin stark anziehen, können gemässigte Manager, die nicht momentum getrieben investieren, mit ihrer Performance nicht mithalten. Dies nehmen wir zu Gunsten einer erhöhten Sicherheit in Kauf.



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.