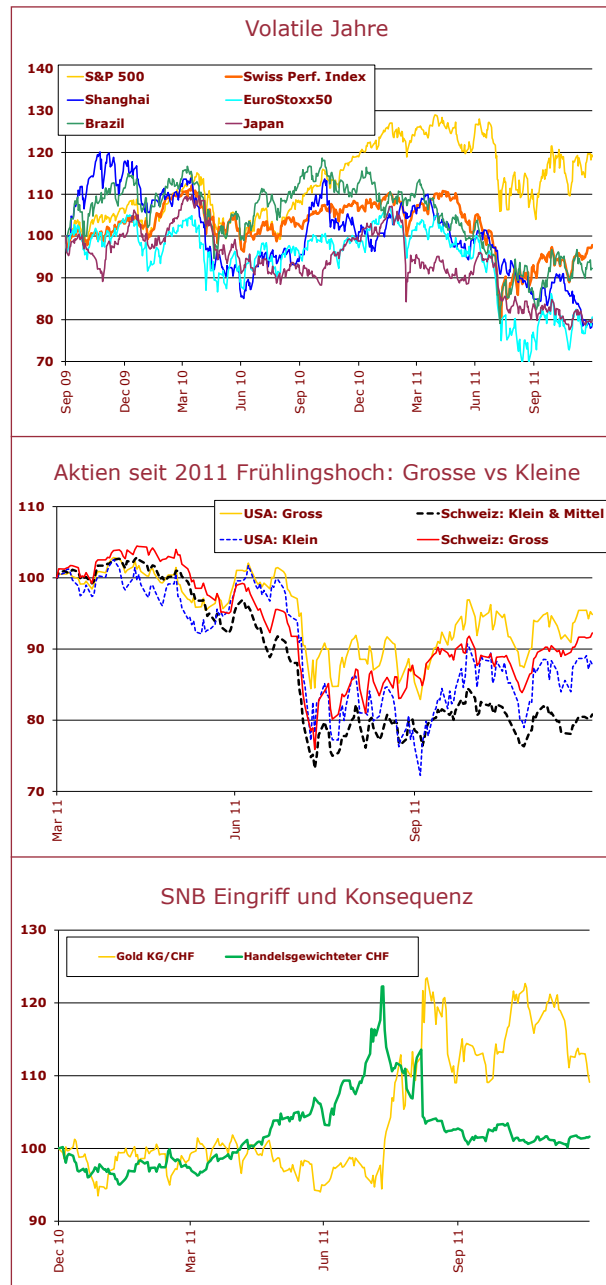


Marktstrategie fürs 1. Quartal 2012

Gemessen am S&P 500 hat der US-Aktienmarkt das Jahr 2011 unverändert abgeschlossen. Es folgen Grossbritannien (FTSE 100 -5.55%) und die Schweiz (SMI -7.77%). Weit abgeschlagen sind Europa (EuroStoxx 50 -17.05%), Japan (Nikkei 225 -17.34%) und Entwicklungsländer wie Brasilien (-18.11%), China (Shanghai -21.68%) und Indien (-24.64%).

Die erwähnten Resultate der USA, Grossbritanniens und der Schweiz sind jedoch kaum repräsentativ für die Gesamtbörsenentwicklung. Speziell der SMI-Index, in welchem unterdessen Nestlé, Roche und Novartis rund 60% repräsentieren, lässt kaum Rückschlüsse auf die Schweizer Wirtschaft zu. Mittelgrosse und kleinere Firmen, welche den einheimischen Markt besser abdecken, schlossen (teilweise massiv) schlechter ab. Der Swiss-Performance-Index für mittelgrosse und kleine Firmen (SPISMC) verlor -19.11%. Z.B. Geberit (mit einem Indexanteil von 5.4% die grösste Firma im Index) schloss 13.75% tiefer. 189 Aktien sind in diesem Index beinhaltet. 15 Aktien schlossen das Jahr mit einem Gewinn von über 20% ab. 63 Aktien schlossen zwischen +10% und -10%. 113 Firmen (das heisst 60% der Mitglieder) verloren zwischen 20% und 86% an Wert (siehe Streuung in der Graphik auf Seite 3). Im gesamten Lenox Anlageuniversum schlossen (zwei der drei) Fondsmanager für Schweizer mittelgrosse und kleine Firmen am schlechtesten ab (etwas über -21%), noch vor Entwicklungsländern und Euroland (-16%/-17%). Alternative Anlagen, eine wichtige Komponente in unseren Kundendepots, haben sich sehr gut behauptet.

Die oberste Graphik in der Mitte auf Seite 2 zeigt



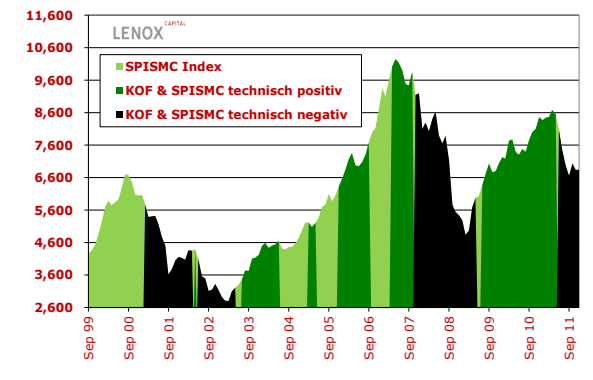
unser Arbeitsmodell, welches Signale aus dem oben erwähnten SPI-Index und dem KOF-Wirtschaftsbarometer generiert. Der schwarze Block stellt Phasen dar, in welchen beide Indizes negativ sind. Dies war der Grund für uns, im Sommer grosse Aktienabsicherungen zu tätigen. Wie wir im Zwischenbericht vom 9. November berichteten, haben wir in der Zwischenzeit Positionen abgebaut, weil die Optionsstrategie wegen der Volatilitätszunahme schlichtweg zu teuer wurde. Der Abbau von SMI-Positionen, wie auch der vom S&P 500, war nicht ideal, da genau diese Indizes bis zum Jahresende stiegen. **Da das Signal für die Schweiz weiterhin auf Schwarz steht, bleiben wir unterinvestiert.** Die Exportindustrie ist angeschlagen. Novartis bekräftigt dies mit dem Abbau von 1100 Stellen, dies zu Lasten der Allgemeinheit via Arbeitslosenkasse und hohen heimischen Pharmapreisen. Letzteres abgesegnet von den Behörden zur Sicherung der Arbeitsplätze.

So lässt sich fragen, wie denn die wirtschaftliche Situation in den USA aussieht. Die Börsenentwicklung deutet darauf hin, dass Marktteilnehmer, sicherlich geprägt durch die positiven Kommentare seitens der Verkaufsmaschine von Wall Street, ein weiteres, wenn auch zaghaftes Wirtschaftswachstum für die USA erwarten. Auf Seite 2 oben rechts zeigt die Graphik zwei bekannte Frühindikatoren für die US-Wirtschaft. Der eine steigt, der andere fällt. Dies mag das Yo-Yo der Börse erklären. Auch für die USA haben wir ein hauseigenes Modell, welches ein Signal aus einem vorsehenden Wirtschaftsindikator und dem S&P 500 errechnet. **Es ist ebenfalls negativ, könnte jedoch mit einer Neujahrsralley schnell ins „Leicht Grün“ flippen.** Weitere Gründe für unsere vorsichtige Haltung gegenüber dem US-Markt sind teilweise recht paradoxe Punkte: Die Amerikaner haben wieder einmal sogenannte langfristige Entwicklungsländerinvestitionen (wie auch europäische Anlagen) kurzfristig abgezogen. Solche Umschichtungen sind immer zu Gunsten des US-Marktes und folglich des US Dollars. Das heisst, der **US-Markt steigt vor allem, weil die Nachfrage aus der ausländischen Liquidation geschaffen wurde.** Siehe dazu die mittlere Gra-

phik auf Seite 1 mit Outperformance der gross-kapitalisierten Aktien. Die in den letzten Wochen publizierten leicht verbesserten Wirtschaftszahlen (nicht vorausseilender Natur) helfen, gemäss unserer Einschätzung, lediglich, das Kaufargument aufzubauen. Eine weitere Begründung ist, dass die USA angeblich weniger abhängig vom Rest der Welt sei. Auch das ist eine schwierig zu schluckende Kröte. Bis anhin wurde argumentiert, dass die internationalen S&P 500 Firmen von ihren starken Verkäufen in die Entwicklungsländer (zusammen mit dem fallenden USD) profitieren. **Wenn nun Entwicklungsländeraktien verkauft werden, weil sich deren Wirtschaftswachstum abschwächt, dies zusammen mit einer schrumpfenden Wirtschaft in Europa und einem steigenden USD, wo sollen dann die positiven Firmenresultate herkommen?** Aus der Binnenwirtschaft mit 8.6% Arbeitslosigkeit? Aus realen Einkommen, die sinken? Aus einem jährlich wiederkehrenden Staatsdefizit von über -8%, mit welcher Verschuldung unterdessen bei 100% des Bruttosozialprodukts angelangt ist? Durch die Präsidentschaftswahl im November, welche Washingtons Unvermögen, Entscheide zu treffen, noch steigert? Und dies bei Gewinnmargen, die bereits überdurchschnittlich hoch sind? **Wirtschaftssensitive Aktien sind, solange sich die mögliche Rezession abwendet, einigermaßen günstig bewertet.** Darum halten wir nur eine US Investition mit einem Fondsmanager der immer voll investiert ist. Der grosse Rest der US-Anlagen ist bei alternativen Fonds platziert. Als Gruppe haben sie sowohl 2011, wie auch die letzten fünf Jahre, positiv abgeschlossen. Dies mit einer Volatilität, die rund 2/3 geringer ist als die vom Markt. **Der Punkt einigermaßen günstig bewerteter Aktien gilt jedoch auch für Japan, Europa, und gewisse Entwicklungsländer. Wie auch für die gebeutelten mittelgrossen und kleinen Schweizer Firmen. Solange die Rezession leichter Natur ist.**

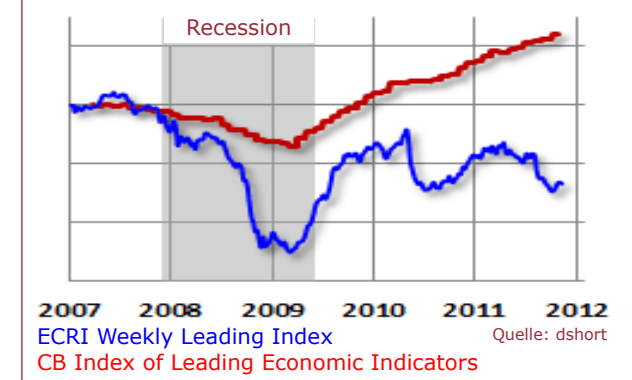
Kontinentaleuropäische Aktien sind logischerweise günstig bewertet wegen der Schulden- und Bankenkrise. Ein Teil der Bankenkrise wiederum kann den Amerikaner zugeschrieben werden, welche mit ihren

Schweizer Aktien und Wirtschaft negativ seit Frühling

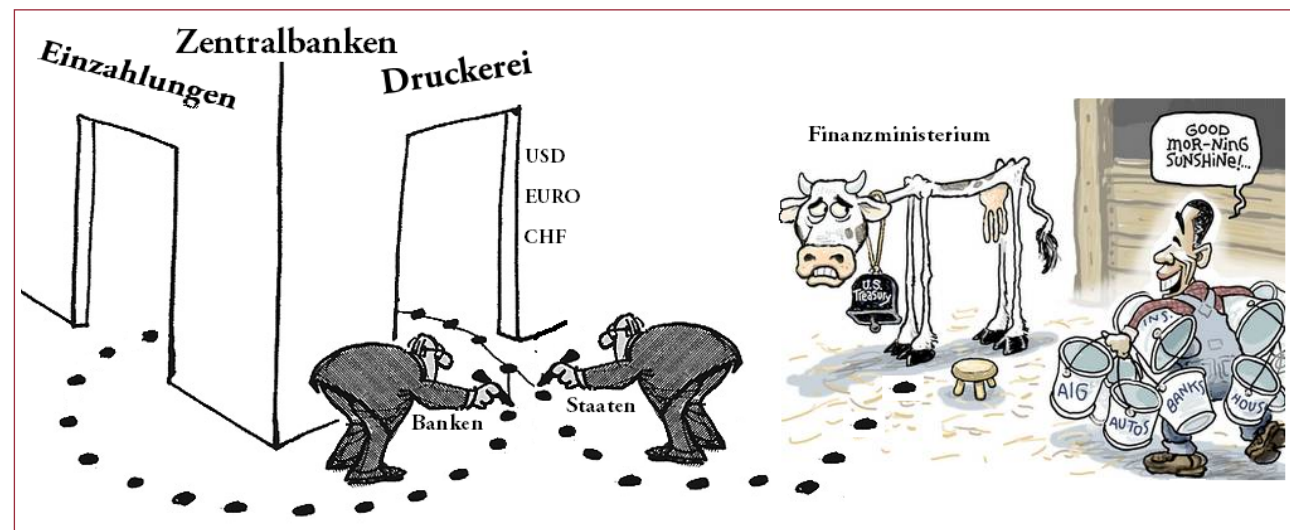


Milliarden-Abzügen von kurzfristigen USD-Krediten die (Liquiditäts-)Krise verschärft haben. Diese Aussage entschuldigt selbstverständlich die schwach-sinnigen Kreditnehmer in keiner Art und Weise. Sie bringt uns lediglich zu **gehebelten Zentralbanken, welche die Geldpresse angeworfen haben.** Die US-Zentralbank hält über USD 1'500 Milliarden (1.5 Billionen) an US Staatspapieren. Dies entspricht einer Verdoppelung seit Herbst 2010. **Kriert aus dem Nichts, real ausgegeben durch den Staat.**

USA: Wohin gehts?

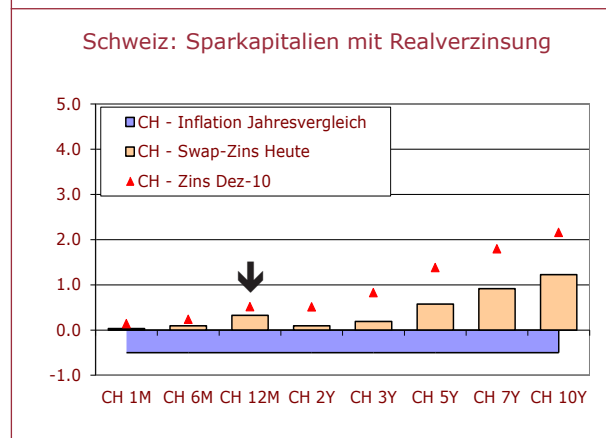
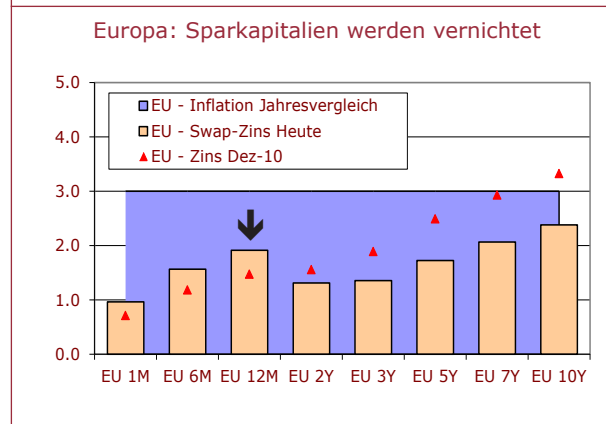
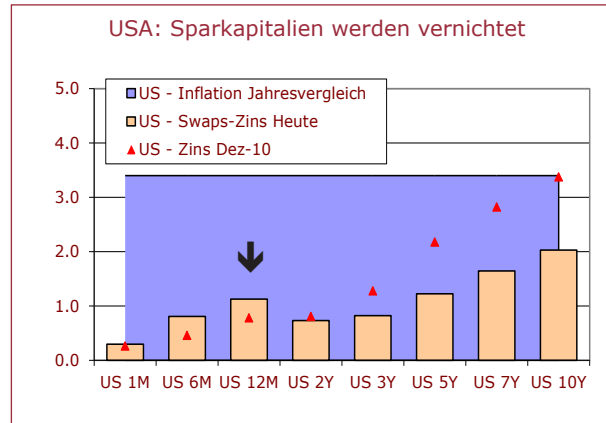
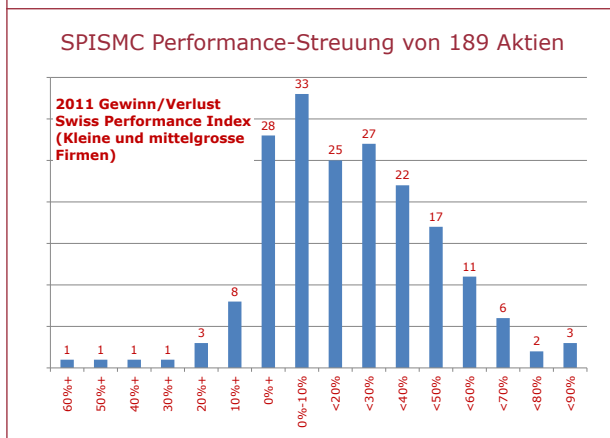
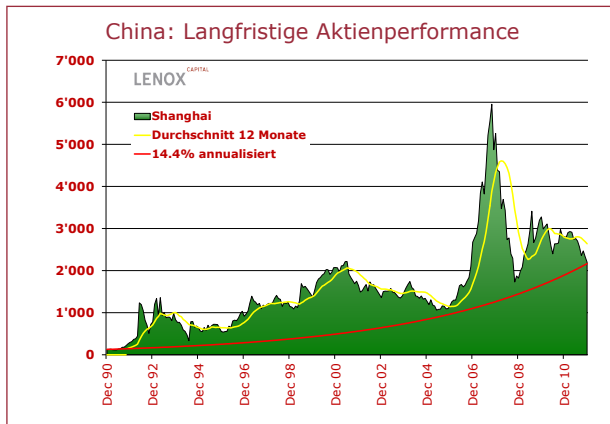


Als Konsequenz der „Käufe“ sind die **Zinsraten in den USA unter die Inflationsrate gefallen, womit die Spargelder der Nation Schritt für Schritt vernichtet werden, dies zum Vorteil der Regierungsverschuldung und Grossbanken.** Dito für die Euroländer. Siehe dazu die Graphiken auf Seite 3, wobei der Jahreszins orange (USA 12M = 1.1%) und die Jahresinflation blau (3.4%) gezeigt werden. Nur in der Schweiz liegen die mickrigen Renditen, dank Druck auf die Lebensmittelpreise, über der



leicht negativen Inflationsrate. In den Kundendepots halten wir weiterhin ausschliesslich CHF denominated Einzelobligationen mit einer durchschnittlichen Fälligkeit von rund 2.5 Jahren. Dies mit dem Ziel der Depotstabilisierung in wiederkehrenden Krisenmomenten. Hochzinsanlagen sind ebenfalls in Depots vorhanden, jedoch nur via Fondsstrategien mit dem Ziel der absoluten Rendite.

Bezüglich Entwicklungsländeraktien haben wir, trotz inhärenter Volatilität, die Positionen gehalten. Einerseits können wir der vorgängig erwähnten amerikanischen Argumentation nicht gänzlich folgen. Gemäss Natixis entspricht die Binnenwirtschaft der Entwicklungsländer 86% deren Brutto-



sozialproduktes. Der neue chinesische 5-Jahresplan spricht nochmals deutlich von einer Umschichtung der Prioritäten Richtung Inland. Könnte die gegenwärtige Verlangsamung der Wirtschaft Teil dieses Umschichtungsprozesses sein? **Ist ein Vertrauensbonus in dieser Richtung risikobehafteter als zu sehen, wie seit 2008 in den USA die Rechtssicherheit für Investoren mehr und mehr ausgehebelt wird?** Auch Monate nach dem Kollaps des US-Maklers MF Global fehlen rund USD 1 Milliarde an Kundengeldern. Die Behörden untersuchen und untersuchen. Die Verantwortlichen der Firma schwören und deklarieren vor Kongressausschüssen, dass sie einfach nicht wissen, wie und wohin die Kundengelder verschwunden sind. Sie hätten sicherlich nicht bewusst – to the best of our knowledge - gesetzeswidrige Aufträge gegeben. Nun gut, angeblich mussten wegen missratenen gehebelten Spekulationen der MF Global Kredite bei JPMorgan zurückbezahlt werden. Und dies eben mit Kundengeldern, die miraculös dahin geschwebt sind, um - am Ende der Kette - die Löcher in JPMorgans Büchern zu füllen. Wenn die US Behörden so liederlich agieren, es zulassen, dass Grossbanken bevorteilt werden zu Lasten der Kunden, dann ist die Rechtssicherheit der USA ähnlich derer von z.B. Venezuela. Siehe Internet: Handelsblatt Artikel vom 7. November: „Die Marktwirtschaft und ihre Feinde“, und, Wikipedia: Die Oligarchie bei Platon (427–347 v. Chr.) ist die gesetzlose Herrschaft der Reichen, die nur an ihrem Eigennutz interessiert sind.

Alle Fremdwährungsanlagen bleiben weiterhin abgesichert. Wieso Währungsrisiken eingehen, wenn der Rest der Finanzwelt wankelmütig ist? Der USD ist stark wegen der Rückführung von Kapital, die Regierung jedoch bevorzugt einen schwachen Dollar zur Exportförderung. Trotz der Finanzkrise im Euroland ist der Euro zum USD praktisch unverändert im Jahresvergleich, was unseren obigen Angriff gegen die USA wohl untermauert. **Dem Frieden im EURCHF trauen wir nicht genügend.** Beachten Sie auf Seite 1 unten die Graphik des handelsgewichteten CHF. Der Yen ist teuer.

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