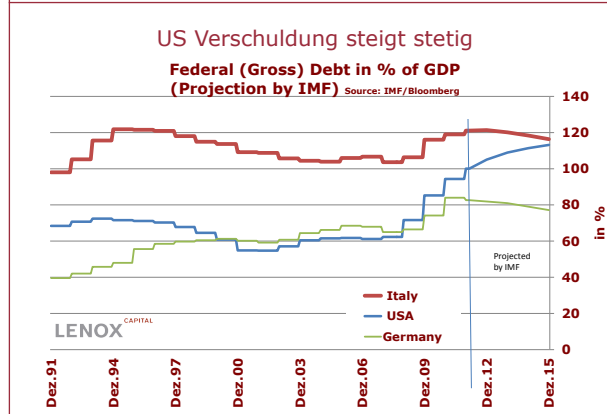
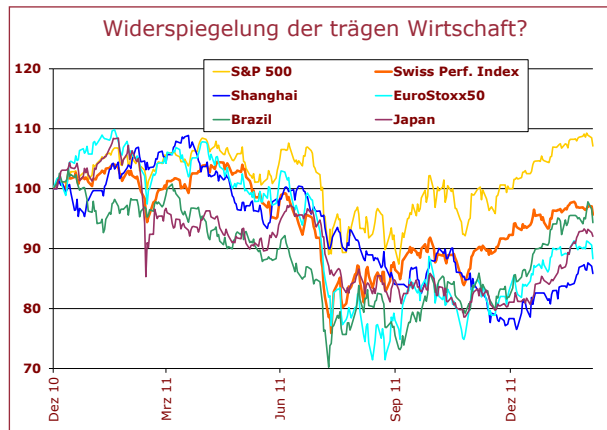


## Marktstrategie fürs 2. Quartal 2012

In den ersten beiden Monaten des Jahres 2012 stieg der SMI Index um 3.2%. Aktien von kleinen und mittelgrossen Schweizer Unternehmen steigerten ihren Börsenwert - im Durchschnitt - um ca. 8%. Die USA, gemessen am S&P 500, legte um 9.3% und der EuroStoxx um 10% zu. Japan vermochte den Entwicklungsländern (plus 17.9%) mit einem Anstieg von 15.6% knapp folgen. Wie in der Vergangenheit erwähnt, waren Aktien nach dem Kollaps im August günstig bewertet. Der „Risk-On“-Trade wurde in den letzten Tagen vom Jahr 2011 wieder aufgeschaltet. Die meist erwähnten Gründe für den globalen Anstieg sind Wirtschaftszahlen, welche sich seit dem Spätherbst stabilisieren oder leicht ansteigen, und **vor allem die Zentralbankengeldflut**.

Vereinfacht ausgedrückt haben Nationalbanken von ihren Regierungen den Auftrag, dem Volk ein vertrauenswürdigen Zahlungsmittel zur Verfügung zu stellen. So ermöglicht ein landesweit anerkanntes Zahlungsmittel einen effizienten Handel. Auf dem amerikanischen Dollar steht: „In God we trust“. Leider hat es keine Fussnote, welcher Gott damit gemeint ist. Wenn wir die letzten paar Jahre als Referenz nehmen, ist es naheliegend, dass es die Zentralbank selber ist, die omnipotent unser Geschick steuert.

Gemäss der Bibel hat Jesus Brot vermehrt, ebenso Fische. Wasser hat er in Wein verwandelt. Er hat materiell vermehrt und gewandelt. Die Zentralbanken haben es einiges einfacher. Sie kreieren; ein Wort, welches wie folgt definiert ist: „Durch eigene schöpferische Kraft entstehen lassen“. Die Zentralbanken drucken Geldscheine, sie kreieren



einen immateriellen Wert aus dem Nichts. Im Fall der Europäischen Zentralbank leihen sie rund eine Billion (1.000.000.000.000) elektronische EUROS zu (gegenwärtig) einem Prozent an Banken aus. Die Banken sind nun mittelfristig finanziert, kauf(t)-en Obligationen von überschuldeten Staaten mit einer Rendite von mehreren Prozenten, und voilà, das Bankenmanagement hat ihre hart verdienten Boni im Sack. Mit diesem Schachzug werden die staatlichen Finanzdefizite gleichzeitig schmerzlos finanziert, im Fall der USA direkt, und im Fall von Europa indirekt.

Wir leben in der besten aller möglichen Welten! Nun gut, „Unser Garten muss gepflegt werden“, meinte Voltaires Candide am Schluss seiner „interessanten“ Reise. Salopp interpretiert: Die Steuerzahler werden im Lauf der Zeit via Zinszahlungen und wiederkehrenden Bankenrettungen geschröpft, bis dann das Schuldenfass doch noch irgendwann überläuft. Übrigens geht, je nachdem wie eine Zentralbank rechtlich organisiert ist, ein Teil deren Gewinns aus der Geldkreation an die privaten und staatlichen „Halter“ des Monopolbetriebs. Im Fall der US Zentralbank bekommen Mitglieder (also z.B. Grossbanken) eine fixe 6% steuerbefreite Dividende auf das einbezahlte Kapital. So quasi ein kleiner „Zustupf“ vom laufenden Ertrag des Gartens.

Die Konsequenz für nicht bevorteilte Anleger in USD und EURO ist die **methodische Geldvernichtung via negative Realverzinsung** in Obligationen der USA und von Deutschland (siehe grüne Linie in der Graphik auf Seite 2 oben). Nach Inflation ergeben nicht einmal Anlagen in 3-jährige Italienische Obligationen einen **realen** Ertrag.

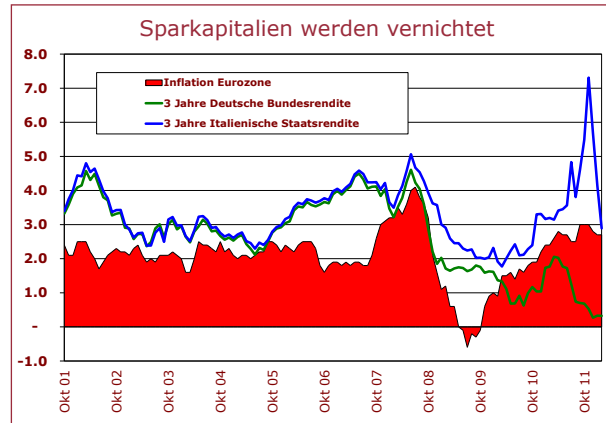
In der Zwischenzeit dümpelt die globale Wirtschaft vor sich hin. **Das mager erwartete Wachstum fürs 2012 kann der Graphik vom Internationalen Währungsfonds entnommen werden** (Seite 2 Mitte). Die Banken leihen das geliehene Geld nicht aus, wo es gebraucht würde (mittelgrosse und kleine Gewerbe), und die Grossindustrie braucht es nicht, weil sie sich im Obligationenmarkt selber günstig finanzieren kann.

**Das bereits labile Wirtschaftsumfeld wird nun durch den Ölpreis beeinträchtigt**, welcher auf einem Niveau anlangte, wo er in der Vergangenheit der Wirtschaft immer schadete. In der Tat fallen die privaten US Konsumausgaben, im Jahresvergleich, seit Monaten. Einige wenige Wirtschaftsexperten weisen darauf hin, dass eine solche Abschwächung weiterhin eine klare Rezessionswarnung sei. Siehe dazu in der Graphik auf Seite 3 die vertikalen grauen Balken, welche Rezessionsphasen aufzeigen. Auch wird darauf hingewiesen, dass die US Arbeitslosenzahlen durch saisonale Faktoren beschönigt wurden. Die Verschuldung der US Treasury steht unterdessen bei rund 10.1 Billionen. Davon hält die US Zentralbank rund USD 1.65 Billionen, China 1.15 und Japan 1.06. Das Budgetdefizit fürs 2012 wird bei rund 1 Billion erwartet. **Die liberale US Presse scheint solche Themen nicht aufzugreifen, womit sie wohl Obamas Wiederwahl bewusst fördern.**

In der **Schweiz meldet ETHZ/KOF** eine Stabilisierung des wirtschaftlichen Rückgangs. Das Niveau des vorausseilenden Indikators prognostiziert jedoch ein **weiterhin schwächliches Wachstum** für die nächsten Monate. Unser im letzten Bericht gezeigtes technisches Modell für Börse und Wirtschaft ist neutral, das heisst nicht weiter negativ (schwarz). Die publizierten Firmenresultate zeigen, dass mehr als ein Drittel der mittelgrossen und kleineren Exportfirmen teilweise markant unter dem starken CHF leidet.

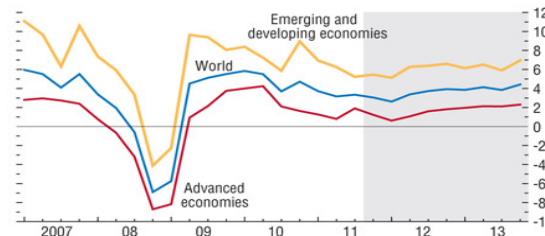
Trotz solchen ambivalenten Vorgaben einer enormen Geldmehrung einerseits, die der Finanzindustrie und Staaten hilft, und andererseits einer schwächelnden Wirtschaft, laufen die Aktienmärkte heiss. Die Apple Aktie stieg um 45% seit Mitte Dezember, was einer annualisierten Rate von 480% entspricht. Die Commerzbank lässt Apple im Regen stehen: Plus 92% in 2 Monaten bedeutet ein annualisierter Anstieg von 5948%. Nestlé's Rally von 10% bringt hochgerechnet nur noch magere 64% fürs Jahr.

Aber halt, ist es wirklich so, dass die Aktienmärkte heiss laufen? Wie die oberste Graphik auf Seite 1 aufzeigt, haben es nur die USA geschafft, seit De-

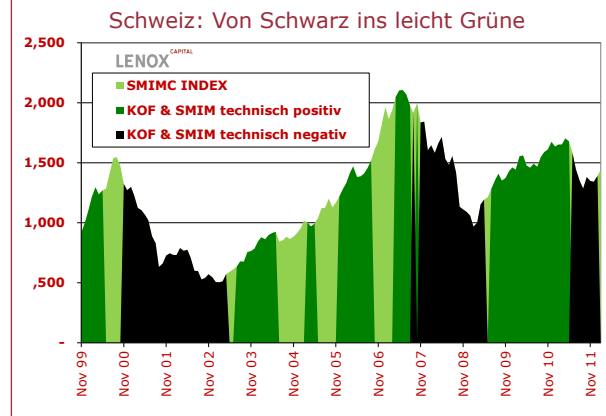


Internationaler Währungsfonds: Mageres Wachstum

**Figure 1. Global GDP Growth**  
(Percent, quarter over quarter, annualized)



Source: IMF staff estimates.



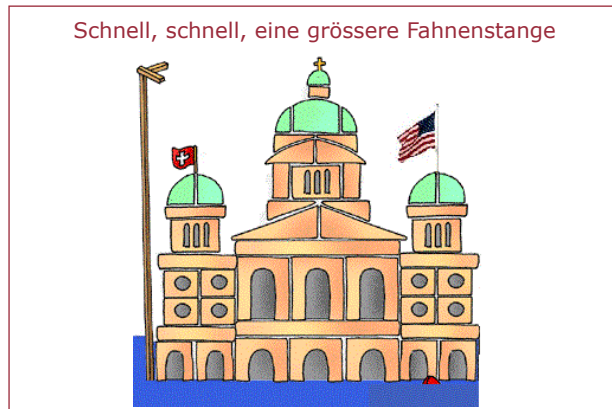
zember 2010 im positiven Bereich zu sein. **Nicht was die Börse dank Geldsegen oder gewisse Einzelaktien kurzfristig gewonnen haben ist relevant, sondern das Resultat eines längeren und breiteren Betrachtungswinkel.**

**Und dazu braucht es eine Strategie.** Darum ist es bei der Wahl eines Vermögens- oder Fondsverwalters so wichtig mit disziplinierten Spezialisten investiert zu sein, die ihr Handwerk kennen. Lenox schreibt sich auf die Fahne, diesen Unterschied zu erkennen. Unsere persönlichen Gespräche mit den Fondsmanagern helfen, die Spreu vom Weizen zu trennen. **Darum haben wir uns schon vor Jahren von Managern getrennt, welche immer wieder breitpurig Finanztitel, hochzyklische Rohwaren- und Internetaktien spielen.** Darum haben wir den tiefer korrelierenden Anteil der Kundendeponits schrittweise erhöht. Und darum **setzen wir passive Anlagen erstmals in 10 Jahren taktisch ein**, anstatt diese, gemäss unserer langjährigen Praxis, langfristig entlang der natürlichen Wirtschaftsentwicklung zu halten.

Was hat zu dieser Strategieänderung geführt? Die enorme Volatilität seit dem 2007/8 Finanzkollaps im privaten US Hypothekarbereich und danach in der privaten Europäischen Bankindustrie. **Beide Schuldenprobleme wurden verstaatlicht und sind nicht gelöst.** Die beiden unter Staatskontrolle operierenden US Hypothekarbanken Fannie Mae und Freddy Mac melden weiterhin jedes Quartal Milliarden Verluste, die vom Staat gedeckt werden müssen. So sind in den USA zwischenzeitlich ca. 31 Millionen Häuser via Staat finanziert. In der Schweiz schuldet die UBS der Nationalbank noch immer ein Vermögen. Die italienischen und spanischen Banken kaufen, dank Hilfe der Europäischen Zentralbank, die Schuldpapiere ihrer Regierungen. Die US Zentralbank kauft diese gleich direkt. Ein perverser Kapitalismus.

Zudem nimmt die Rechtssicherheit in den industrialisierten Ländern markant ab. Das bereits in der Vergangenheit erwähnte MF Global Beispiel ist leider nicht das einzige, nur vielleicht eines der traurigsten.

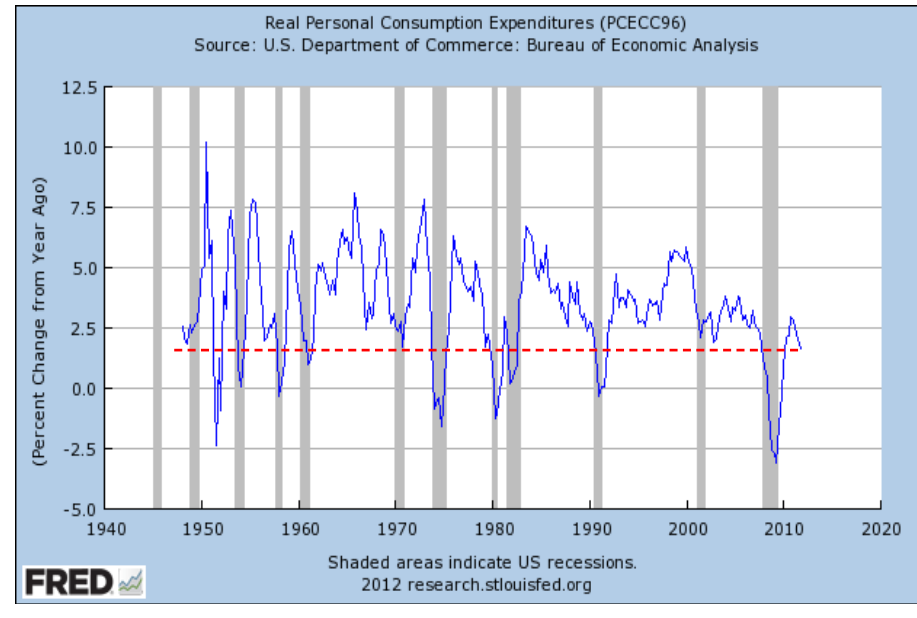
Die US Maklerfirma hat die im letzten Jahr verloren gegangenen Kundengelder, die unterdessen auf USD 1.6 Milliarde zugenommen haben sollen, noch immer nicht gefunden. Es gibt (angeblich) Spuren zu den Finanzoligarchen. Nein, nein, nicht zu denen in Russland! Wall Street. Trotzdem sieht die US Regierung offensichtlich weiterhin keinen Grund, das Management, sprich Ex-MF Global CEO, Ex-New Jersey Gouverneur, Ex-Senator, und Ex-Goldman Sachs Partner Corzine, wegen ungetreuer Geschäftsführung zu belangen. Da ist es für die US Regierung schon einfacher, grosse Ausländer zu mobben (BP = finanzielle Erpressung; Toyota = politische Vorverurteilung wegen Sicherheit), oder eine Fliege wie Wegelin an die Wand zu klatschen,



zumal unsere Regierung ja gerne mithilft.

Solche und weitere Beispiele führten zu massgeblichen Änderungen in unserer Anlagepolitik. Keine ETFs (Exchange-Traded-Funds) mit Domizil USA. Um eine breitere globale Diversifikation zu erlangen, haben wir die Entwicklungsländerquote leicht aus- und umgebaut, dies sowohl indirekt wie auch direkt. Dazu geholfen hat z.B. ein Infrastrukturfonds, welcher einen völlig indexunabhängigen Aktienmix aus G-7 und Entwicklungsländern zusammenstellt. In diesem Fall geht es nicht einfach um die stetige Einkommensgenerierung durch langfristige Infra-

### USA: Schwache reale Konsumentenausgaben



strukturanlagen. Die Auswahlkriterien für die Zusammenstellung des Fondsportfolios legen grossen Wert auf das politische und demographische Umfeld. Es scheint ein kleiner Unterschied zu sein zu Konkurrenzfonds. In den letzten Jahren haben die Manager jedoch damit eine klar bessere Ertragsstabilität erlangt. Die Hauptzuteilung im globalen Entwicklungsländerbereich haben wir zu einem Manager verschoben, der mit soliden Firmen investiert bleibt und nicht dauernd das Portfolio wegen kurzfristig ändernden Wirtschaftsszenarien umschichtet. Wir wollen keine hoch prozyklische „Risk-On“ „Risk-Off“ Spekulationen in den Fonds.

In den letzten Monaten wurden dank disziplinierten Währungsabsicherungen die Kundendepots vom erstarkenden CHF wenig tangiert. **Die CHF denominierten Obligationen sind dank leichter Deflation werterhaltend.** Candida hätte Freude an Lenox' Gartenarbeit.

Lenox Capital AG  
Löwenstrasse 11, CH-8001 Zürich  
T +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.