

Marktstrategie im 2. Quartal 2016

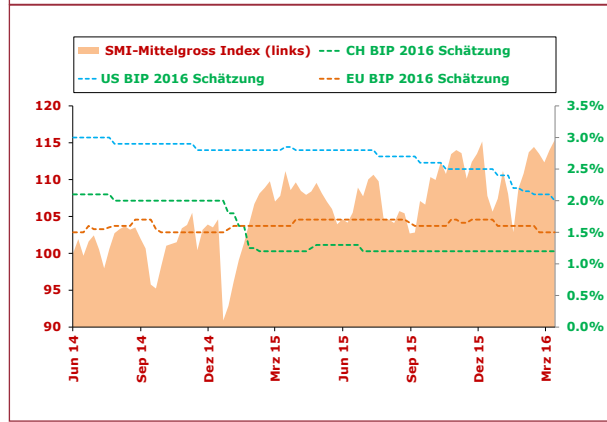
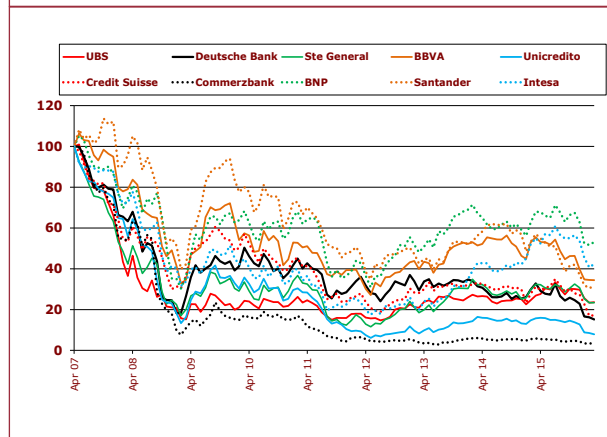
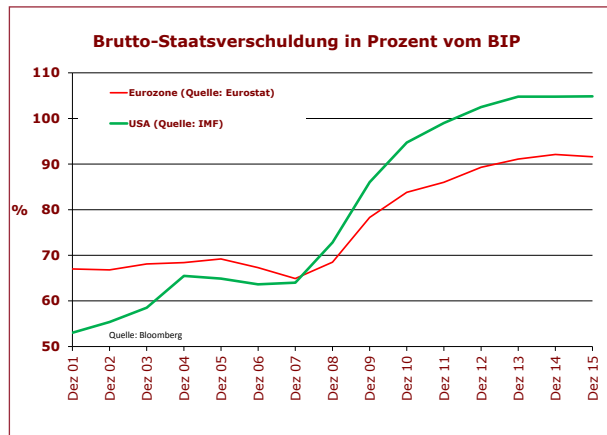
Vor rund neun Monaten publizierten wir die letzte Marktstrategie. Grund zur unregelmässigen Publikation war die Einsicht, dass wir uns nicht quartalsmässig über Regierungen, Zentralbanken und Banken auslassen dürfen. Seit einiger Zeit kann nun die Kritik, dass Zentralbanken die Sparer und Pensionskassen schleichend enteignen, überall gelesen werden.

Haben wenigstens die primären Empfänger der Umverteilung, sprich Regierungen und Banken, daran gearbeitet, ihre Bilanzen zu reparieren?

Nun gut, Deutschland, das allerbeste Pferd im Eurozone-Stall, hat eine Staatsverschuldung von 71.9% (Quelle: Statista). Gemäss der Maastricht Richtlinie von maximal 60% könnte das Land der EU heute nicht beitreten. Selbstverständlich liegt das Problem nicht im Deutschen Staatshaushalt, sondern bei den vielen anderen EU Pferden. Die Durchschnittsquote der EU Staatsverschuldung liegt bei 91.6% (siehe Graphik oben).

Wie sieht's bei den Banken aus? Die Antwort finden wir in deren Aktienpreisentwicklung. Interessanterweise haben sich in diesem Vergleich einige südländische Banken besser entwickelt und zudem noch Dividenden von bis zu kumulativ 30% ausbezahlt (Banco Santander). Dividenden sind in der mittleren Graphik (4/2007 = 100) nicht berücksichtigt.

Die Deutsche Bank handelt rund 2/3 unter ihrem veröffentlichten Buchwert, und Société General liegt rund 58% darunter. Die CS hat einen Abschlag von 42%, währenddessen die UBS knapp unter Buchwert



gehandelt wird (Quelle: Bloomberg). Entweder gleicht sich hier ein toller Kauf auf, oder Langzeit-Investoren trauen den publizierten Zahlen nicht.

Quintessenz: Schulden und fragwürdige Bilanzen plagen die Welt. Die Wirtschaft kommt kaum vom Fleck (unterste Graphik).

Und die Lösung der Finanzelite: Weiterführung der Negativzinspolitik, mit welcher die Probleme in die unbestimmte Zukunft gewälzt werden. Daraus erfolgte eine Blase an den Obligationen- und Aktienmärkten. Blase am Obligationenmarkt, weil bei einem tiefen oder negativen Zins mit Garantie faule Kredite entstehen, und somit platzen werden. Am Aktienmarkt, weil Umsätze und Firmengewinne – im Durchschnitt - eher sinken als steigen und somit die heutigen Bewertungen kaum gerechtfertigen.

Sind Aktien wirklich teuer bewertet? In der letzten Marktstrategie haben wir dies bejaht und mit einer Graphik untermauert. Dieses Mal möchte wir beleuchten, wie Firmen versuchen, hohe Bewertungen zu relativieren.

Die oberste Graphik auf Seite 2 zeigt das US Firmengewinn-Wachstum seit dem Jahr 2007. Die blauen Balken widerspiegeln Gewinne (pro Aktie) gemäss akzeptiertem GAAP Buchhaltungsstandard. Gewinne fallen seit zwei Jahren, einer Zeitperiode in welcher die US Börse – obwohl in einer breiten Konsolidierung – neue Höchststände erreichte. Die roten Balken repräsentieren Zahlen, welche die Firmen abzüglich z.B. Umstrukturierungskosten ausweisen. Die pro-forma (non-GAAP) „Beschönigung“ soll zeigen, dass der Firmenverlauf eigentlich OK wäre, wenn „einmalige“ Abschreiber ausgeschlossen würden. Nur muss man sich fragen, inwieweit dies göltig ist, wenn „einmalige“ Kosten regelmässig anfallen? Das pro-forma Kurs/Gewinn Verhältnis (in Rot) zeigt eine stabile Entwicklung in den beiden letzten Jahren, und ganz wichtig für die Börsenmakler, es ist **25% günstiger als die ordentliche Bewertung** gemäss GAAP.

Was machen?

- Kopf in den Sand und alles in Cash parkieren? Nur der Gedanke, den Banken unbesichertes Kapital zur Verfügung zu stellen führt zu einem Nein.

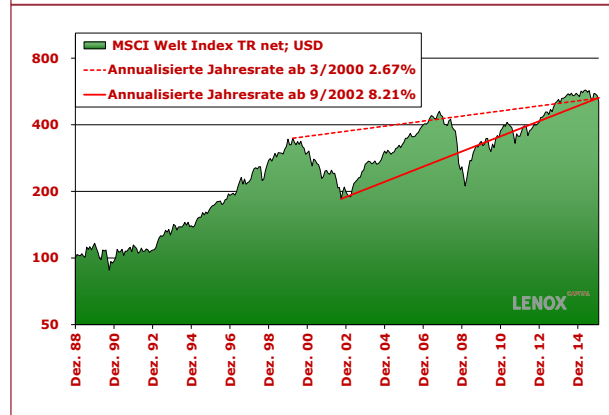
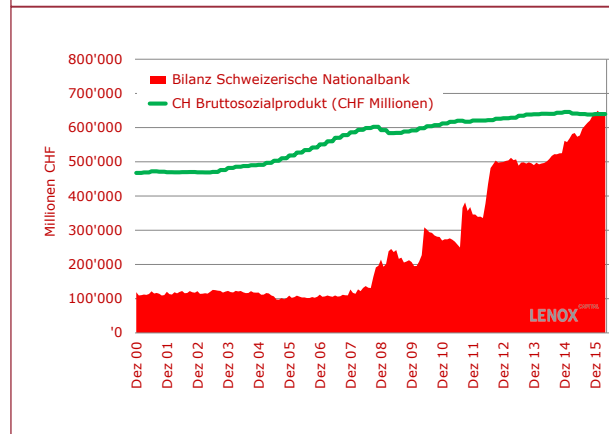
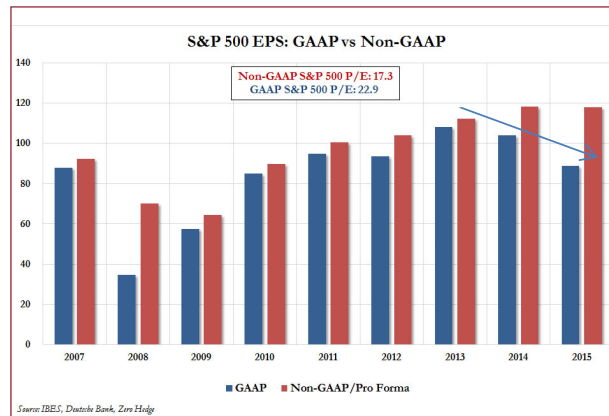
- Voll mitmachen, Unsicherheiten ignorieren und hoffen? Mit dieser Strategie sind schon viele Vermögen plötzlich geschrumpft.

- Alles zurück in die Schweiz. Nein, denn was würde eine Marktkorrektur für die Sicherheit der Girokonti (ca. CHF 483 Milliarden) bei der Schweizerische Nationalbank bedeuten? Sehen Sie dazu die mittlere Graphik und die Fussnote in der rechten Spalte.

Also, was machen, wenn Vermögenswerte teuer bewertet sind, und Zentralbanken alles unternehmen, diese weiter nach oben zu treiben, in der Hoffnung, dass irgendwann die Nachfrage für Wirtschaftsgüter so stark steigen wird, dass die hohen Bewertungen natürlich sinken?

Wir plädieren für eine **global Diversifikation**, weil hoffentlich nicht alle Länder (Rechtshoheiten) im Gleichschritt durch die nötige Problembewältigung gehen werden. Ebenfalls sehen wir eine **Lösung via alternative Anlagen**, welche die Kursschwankungen von Aktien nur bedingt oder gar nicht mitmachen. Nicht zuletzt denken wir, dass ein nicht-emotionales mathematisches Modell einen Teil der Aktienquote-Steuerung übernehmen sollte, um im heutigen Informationswirrwarr Disziplin einzubringen.

Falls die Aktienbörsen steigen, sowie es Zentralbanken wünschen, und sich dadurch noch mehr verteuern, dann würden die alternativen Anlagen mit der Marktperformance nicht mithalten können. Falls es eine Korrektur gibt, können die **bei uns übergewichteten alternativen Anlagen langsam in die hoch-korrelierenden Fonds umgeschichtet werden**. Der Zeitpunkt ist ungewiss, aber er ist für den langfristigen Kapitalerhalt und das Wachstum sehr relevant. Die Graphik rechts zeigt, dass der **Einstiegspunkt tatsächlich relevanter ist als Aktienpositionen periodisch aufzubauen**.



Bei Neukunden der letzten 2-3 Jahren, wo wir aus einem Cashbestand ein Portfolio aufbauen durften, hielten wir entsprechend den Anteil von marktkorrelierenden Fonds klar unter dem Soll, da es keinen Sinn macht, innerhalb einer mehrjährig leicht steigenden Seitwärtsbewegung das Risiko alle paar Monate zu erhöhen. Näher beim Soll sind Portfolios von Neukunden, die bereits langfristig in Aktien investiert waren.

Gerne diskutieren wir Punkte dieser Marktstrategie oder den daraus erfolgenden Anlageansatz mit Ihnen persönlich.

Fussnote

Auszüge aus dem UBS Geschäftsbericht **2014**:

A) Risikofaktoren: Währungsschwankungen und anhaltend tiefe oder Negativzinsen können unsere Kapitalstärke, Liquiditäts- und Finanzierungsposition sowie unsere Profitabilität nachteilig beeinflussen: Am 15. Januar 2015 hob die Schweizerische Nationalbank (SNB) den seit September 2011 bestehenden Mindestkurs für den Schweizer Franken zum Euro auf. Zugleich senkte die SNB den Zins für **Guthaben, die auf Girokonten der SNB gehalten werden** und einen bestimmten Freibetrag überschreiten, um 50 Basispunkte auf -0,75%.

B) Die Zahlungsmittel und **Guthaben bei Zentralbanken** erhöhten sich um 23 Milliarden Franken auf 104 Milliarden Franken per 31. Dezember 2014.

Anmerkung: Gemäss UBS Geschäftsbericht **2015** betragen die **Guthaben bei Zentralbanken** CHF 91 Milliarden per 31.12.15.

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.