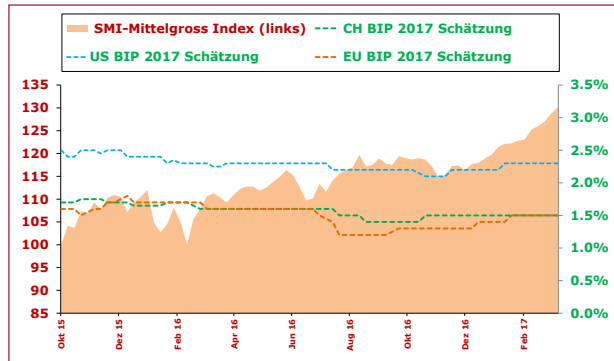


Marktstrategie fürs 2. Quartal 2017

Trotz fulminanter Börsenstimmung seit US Präsident Trumps Wahl vor fünf Monaten, vermag sich das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern nicht aus der Lethargie zu erheben.



Aus der vorherigen Graphik können wir ablesen, dass Wirtschaftsexperten das US Wachstum fürs Gesamtjahr 2017 im Durchschnitt bei ca. 2.3% sehen. Fürs 1Q schätzt das US Zentralbankbüro Atlanta ein annualisiertes Wirtschaftswachstum von nur 0.9%, das Büro von New York hingegen deren 2.9%, womit klar ist, dass die US Zentralbank mit mindestens zwei mathematischen Kristallkugeln arbeitet, um eine Prognose für die vergangenen drei Monate zu erstellen.

Nichtsdestotrotz prognostizieren US Aktienanalysten fürs laufende Jahr ein durchschnittliches Gewinnwachstum von plus 19% (Bloomberg Daten), was selbstverständlich Käufer in den Markt lockt.

Die folgende Graphik zeigt die Entwicklung der US

Aktienbörse im Vergleich zum Wirtschaftswachstum seit dem Jahr 1970.



Gegenwärtig liegt die US Börsenkapitalisierung (Wilshire Total Market Index) 30% über dem jährlichen Bruttoinlandprodukt. Intuitiv überrascht es, dass nur allein die Bewertung von börsenkotierten Unternehmen grösser ist als die Wertschöpfung einer breiten Wirtschaft wie die der USA. Das ist kein Einzelfall. Gemäss Weltbankdaten stand die globale Börsenkapitalisierung per Ende 2015 bei 97% des globalen BIP, und dürfte heute höher liegen. Man mag über die Aussagekraft dieses Vergleichs argumentieren. Andere Bewertungsvergleiche weisen jedoch in dieselbe überhitzte Richtung.

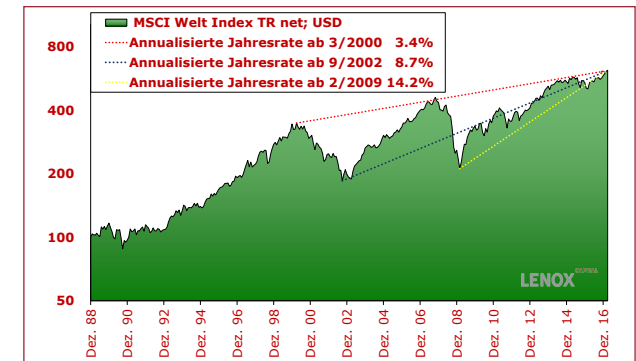
Bewusst oder instinktiv gehen Aktienkäufer davon aus, dass Zentralbanken mit Ihrer Zinspolitik die Aktienbewertung ausgehebelt haben, ein Thema mit welchem wir uns bereits letztes Jahr befassten.

Wer sind diese Aktienkäufer? Institutionelle Anleger (aktiv und passiv verwaltete Fonds, wie auch Pensionskassen), die immer voll investiert sein müssen und entsprechend die Aktienbewertung ausser Acht lassen. Staatsfonds und Zentralbanken, wie die von Norwegen (Ölreserven), Japan oder der Schweiz (die letzteren beiden kaufen auf Pump). Firmen, welche Aktien zurückkaufen (pro-zyklisches, finanztechnisches Bonus-Denken). Opportunistische Spekulanten, die jede Korrektur zum Kauf ausnützen. US Privatpersonen, die nach Trumps Wahl be-

gonnen haben, wieder Aktien zu kaufen - nachdem sie diese unter Obama abgestossen haben. Anleger, die Aktien zu Lasten der Obligationenquote kaufen. Entweder wegen Dividendenüberlegungen, oder aus Angst, dass die Verschuldungspapiere nicht gänzlich zurückbezahlt werden könnten.

Langzeit Investoren, und wir gehören dazu, lamentieren seit Jahren die Höhe der Aktienbewertungen. Hohe Bewertungen führen – zumindest in einer freien Marktwirtschaft - zu einer Marktkorrektur. Jeder Unternehmer weiss aus Erfahrung, dass eine Firmenentwicklung nicht linearer Natur ist.

Teure Firmenbewertungen an der Börse reduzieren den zukünftigen, langfristigen Wertzuwachs eines Portfolios durch die verlorene, sprich unproduktive Zeit die es benötigt, den buchhalterischen Baisseverlust wieder gut zu machen. Käufer, die in einer Baisse die Nerven behalten, und investieren können, haben hingegen den Vorteil einer relevanten Wertkumulierung. Dies zeigen die Berechnungen in der folgenden Graphik. Ein Käufer von Aktien nahe dem Börsenhoch vom Jahr 2000 oder 2007 hat – nach Kosten und Steuern auf Dividenden – in 17 Jahren kaum Geld verdient. Dies sieht anders aus für Käufer nahe dem Tief von 2002 oder 2009.



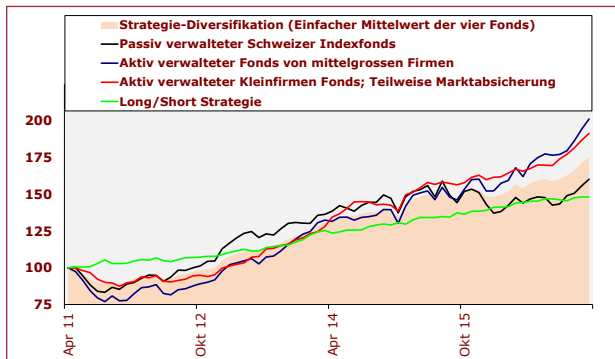
Lenox Kunden haben in der Tat seit mehreren Jahren durch eine überdurchschnittlich hohe alternative Quote von der gegenwärtigen Hausse nicht voll profitiert. Ausschlaggebend dafür waren und sind Bewertungsgründe sowie vielfältige politische

Unsicherheiten.

Wäre es das Beste gewesen weniger zu diversifizieren, und einfach mehr in gut laufende mittel-grosse US und Schweizer Firmen zu investieren? Just in die Gruppe von Aktien die bereits seit Jahren überbewertet ist, und trotzdem weiterhin gekauft wird? Sind wir übermässig vorsichtig mit diesem historischen Bewertungsvergleich? Kaum, denn uns sind mindestens fünf Fonds bekannt, die in Schweizer mittelgrosse und kleine Aktienwerte investieren, und für Neuzeichnungen geschlossen wurden. Nicht per se wegen hohen Bewertungen, die ja durch eine grosse Nachfrage entstehen, sondern weil die Handelskapazität in diesem Marktsegment beschränkt ist, speziell in Korrekturen. Bei Boutique-Fondsverwaltern ist das nicht weiter überraschend, weil sie langfristig denken. Aber auch Grossanbieter haben sich zu diesem Schritt entschlossen.

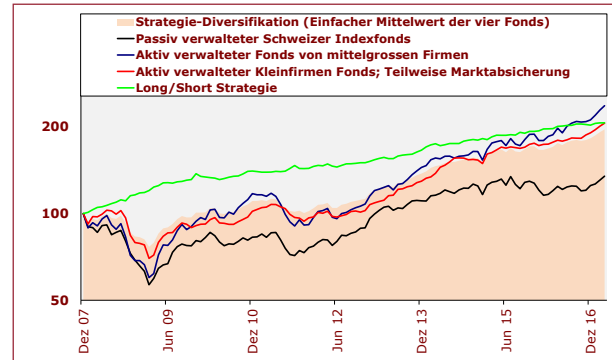
Folgend zeigen wir die Preisentwicklung von Fonds, die in Schweizer Aktien investieren, und in den meisten Kundenportfolios gehalten werden. Wie immer messen wir die Wertentwicklung ab einem Markthoch (April 2011), und beurteilen die Wertkorrektur und **Zeitdauer die es benötigt, den buchhalterischen Verlust wieder gutzumachen.**

Aktuell liegt der „blaue“ Fonds, welcher in mittel-grosse Firmen investiert und für Neuzeichnungen geschlossen ist, auf Platz Eins. Wie die zeitmässig kurze 25% Marktkorrektur im Jahr 2012 zeigt, erfuhr dieser Fonds auch die grösste Wertkorrektur



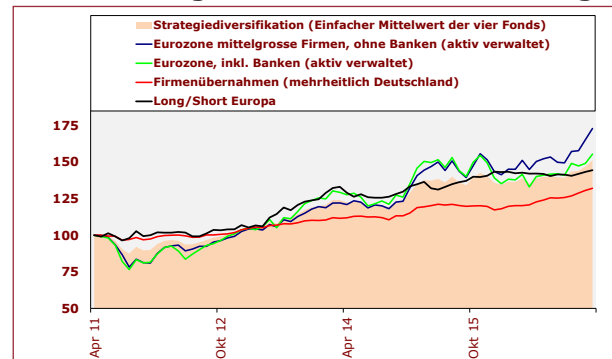
innerhalb der Gruppe.

Die nächste Graphik geht ins Jahr 2007 zurück. Der „blaue“ Fonds benötigte nahezu neun Jahre, um den „grünen“ alternativen Fonds aufzuholen. Der



passiv verwaltete Swiss Performance Index Fonds (schwarze Linie), welcher eine markant günstigere Managementfee hat, liegt abgeschlagen auf Platz Vier.

Es lohnt sich also, einen **Wertzerfall – auch wenn er nur buchhalterisch ist – so stark wie möglich zu vermeiden.** Daraus folgt, dass wir kein Klumpenrisiko eingehen und z.B. ausschliesslich auf den „blauen“ Fonds setzen, in der Hoffnung, dass Korrekturen in der Zukunft ausbleiben. **Mit vier unterschiedlich verwalteten Fonds ist die Schweiz abgedeckt, was zu einer stabilisierten Gruppenperformance (orange Fläche) führt, die in Baisse weniger an den Kundennerven sägt.**



Gleich aufgebaut ist die Strategiediversifikation auch ausserhalb der Schweiz, wie das Beispiel für Europa zeigt.

Beim **Investieren über ganze Marktzyklen** sind das absolute Verlustrisiko und die buchhalterische Wertreduktion in einer Baisse ebenso relevant wie (nicht realisierte) Hausse-Zunahmen. Relatives Investieren für die Hausse ist marktüblich und Marketing-wirksam aber nicht unser vorrangiges Ziel. Passives Investieren ist kostengünstig aber es ist bewertungs- und qualitätsinsensibel. Darum unser **Fokus auf tatsächlich aktiv verwaltete Fonds, die Qualitätsfirmen halten.**

Die „unabhängigen“ Zentralbanken haben uns in den letzten fünf Jahren fürwahr eine interessante Sachlage eingebrockt: Eine breite Verschuldungszunahme, sowie Obligationen-, Aktien- und Immobilienblasen, alles global verstreut und vielfach gesamtwirtschaftlich unnützlich. Obendrein behalten Politiker systemrelevante Grossbanken unter Artenschutz¹.

Auf Grund dieser Überlegungen zielen wir darauf hin, einen Teil der hohen alternativen Quote – die wenig marktkorrelierend sein soll – erst in der nächsten Baisse wieder durch traditionelle Anlagen zu ersetzen, jedoch auf einem günstigeren Bewertungsniveau.

¹ Wikipedia: Artenschutz umfasst den Schutz und die Pflege bestimmter wild lebender Arten durch den Menschen ...

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.