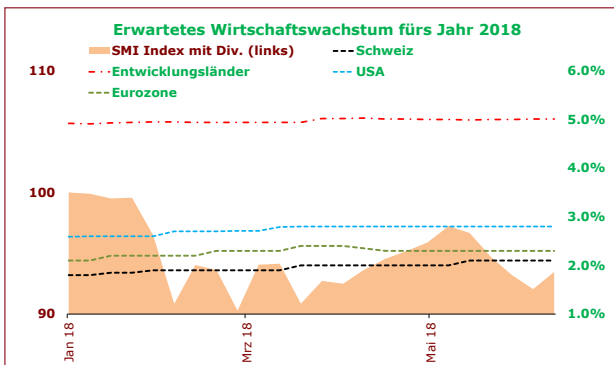


LENOX CAPITAL

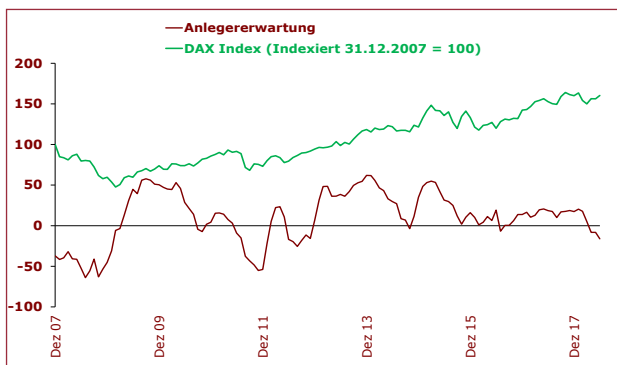
Marktstrategie im 2. Quartal 2018

Erster Teil: Generelle Einschätzung des Wirtschafts- und Marktumfelds:

1) Das erwartete Wirtschaftswachstum fürs Jahr bleibt flach, auch in den USA (Quelle der Graphik: Bloomberg Umfrage; rechte Skala). Auf der linken Skala zeigen wir den SMI Index (siehe Kommentar unten).



Seit Jahresbeginn sinken die vorauslaufenden Wirtschaftsindikatoren für die Schweiz und Deutschland. Dies gemäss Erhebungen in der Realwirtschaft seitens der Institute KOF und IFO. Auch die Wirtschaftserwartung der deutschen Anleger fiel auf ein Multi-Jahrestief.

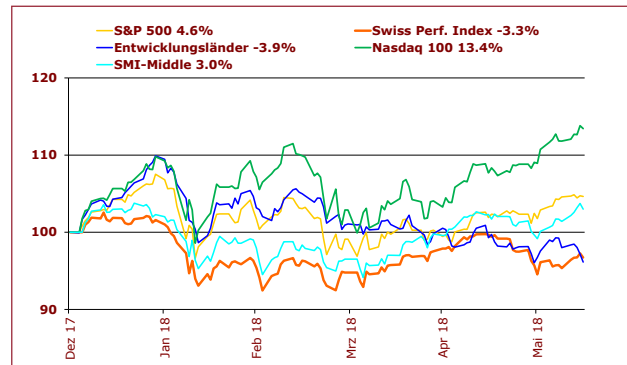


2) Die Zinsmärkte sind unruhig. Italienische und US 10-Jahre Staatsrenditen sind sprunghaft auf knapp 3% angestiegen. Die Inflationsrate der G-7 Länder hat sich auf 2% gearbeitet. Deutsche und Schweizer Bundesobligationen handeln markant unter der Inflationsrate. Entwicklungsländerobligationen sind im Preis – teilweise stark – gefallen (Renditeanstieg).

Gründe für höhere US Obligationenrenditen sind mannigfaltig. Die US Notenbank reduziert zaghaft ihren Obligationenbestand. Diese Positionen müssen von anderen Investoren gekauft werden. Zeitgleich steigt die öffentliche Verschuldung. Nicht zu Letzt auf Grund der Firmensteuersenkungen. Dies in einer wachsenden Wirtschaft. Gerade informiert wurde, dass Russland im April US Staatsobligationen im Betrag von rund USD 47 Milliarden verkaufte.

Die Europäische Zentralbank wird Ende Jahr ihre Obligationenkäufe stoppen. Eine Umkehr der Negativzinspolitik wird frühestens ab Mitte 2019 in Betracht gezogen. Schuldner freuen sich. Hingegen werden Sparer und Pensionskassen mindestens ein weiteres Jahr zu Gunsten von Banken und Regierungen schleichend enteignet. Zwar halten auch Banken (und Versicherungen) hohe Bestände an tiefrentierenden Staatsobligationen, jedoch ermöglicht die ergatterte Zeit den Banken, ihre notleidenden Kredite weiter abzubauen.

3) Die Aktienmarkterholung vom Februar-Tief ist momentan punktuell.



Die im SMI-Middle Index (per 15.6.2018 plus 3%) enthaltenen mittelgrossen Schweizer Wachstumsfirmen übertrumpfen die Dividentitel im SMI Index, wie auch den breiter abgestützten SPI Index (minus 3.3%). Der Technologie-lastige US Nasdaq 100 Index hat ein neues Jahreshoch erreicht, und schlägt den breiter abgestützten S&P 500 Index. Entwicklungsländer fallen. Steigende Zinssätze und die US Dollar Stärke gegenüber deren Währungen führten zu breiten Geldabflüssen.

Im zweiten Teil setzen wir uns mit der Tatsache auseinander, dass die Performance eines aktiv verwalteten Fonds zwar immer mit einem Referenzindex verglichen wird, jedoch dies nicht konditionslos Sinn macht.

Die meisten institutionellen und viele Privatanleger investieren in passive Aktienindexanlagen. Grund dafür sind zwei Punkte: 1) passive Anlagen sind günstig. 2) die Mehrheit der Anlagefonds schlagen ihren Referenzindex (=passive Anlage) so oder so nicht. Wir teilen diese pauschale Aussage. Viele Fonds, und dies eher solche von grossen Finanzinstituten, arbeiten bei der Portfoliokonstruktion mit stark einschränkenden Regeln. Die Performance wird relativ zum Index gemessen, und der Bonus des Portfoliomanagers basiert darauf. Nicht zuletzt schützen sich die grossen Anlagehäuser mit diesem Korsett auch vor legalen Risiken. Für den Anleger verbleibt somit eine Performance die nahe beim gewählten Referenzindex liegen muss. In guten und schlechten Zeiten.

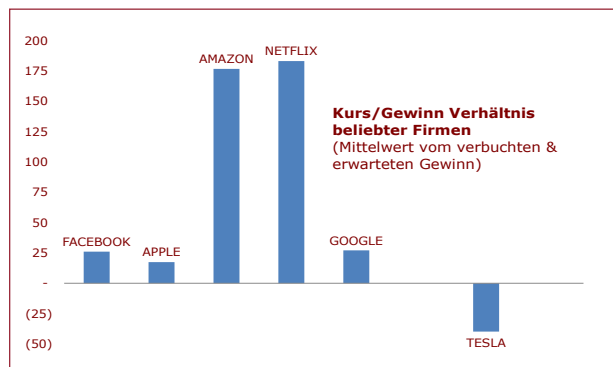
So wollen wir wieder einmal in Erinnerung rufen, wie passive Indizes zusammengestellt werden. Der Einfachheit halber schauen wir den SMI Index an, unser beliebtestes Extrembeispiel.

Der SMI Index enthält Nestlé, Roche und Novartis,

welche zusammen rund 53% ausmachen. In den restlichen 47% sind siebzehn Firmen wie Addeco, Geberit, Swisscom und die beiden Grossbanken enthalten. Wer hat die Gewichtung bestimmt? Über den Lauf der Zeit hat es sich so ergeben. Der Indexwert ist die Summe der Börsenkapitalisierung von den 20 Unternehmen, welche die grösste Kapitalisierung und die grösste Börsenliquidität haben.

Die drei Grossgewichte handeln zwischen fünf und elf Prozent tiefer als bei Jahresbeginn. Der SMI Index gab um fünf Prozent nach. Wäre nun irgendein Fondsmanager - mit einer Performance von weniger als minus fünf Prozent - ein Tausend-sassa? Nur, weil er regulatorisch gezwungen ist, eine grössere Anzahl von mittelgrossen Aktien im Portfolio zu halten, die im Durchschnitt ja weniger verloren haben als die drei Grossen? Vielleicht, aber der Punkt ist, dass dieser Index als Referenzindex untauglich ist. Ein Käufer eines kostengünstigen Indexfonds investiert - bewusst oder unbewusst - in eine Gruppe von Aktien, die nicht qualitativ sondern arbiträr zusammengestellt ist. Darum ist ein passiver Fonds kostengünstig.

Genau das Gegenteil erleben wir im US Markt, dessen Referenzindizes zunehmend von stark steigenden Technologie Aktien geprägt sind.

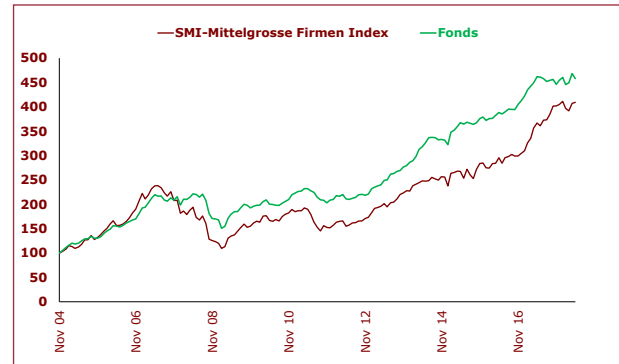


Ist sich ein Käufer von einem S&P 500 Index Fonds (= ca. 500 Aktien) im Klaren, dass die hochpreisigen Technologiewerte unterdessen mit Abstand den grössten Sektor im Index ausmachen (ca. 25%)? Muss somit ein aktiv verwalteter Fonds Aktien wie Facebook, Amazon, Netflix und Google fraglos halten, nur weil diese momentan merklich mehr steigen als der Rest der Aktien, und er ansonsten der Indexperformance nachhinkt?

Klar nicht in unserer Anlagephilosophie. Wir investieren vorrangig mit Fondsmanagern, die Firmen detailliert analysieren und deren Bewertung berücksichtigen. Sie sollen eine Roche oder Amazon nicht nur auf Grund der Indexgewichtung halten. Dafür nehmen wir eine höhere Managementfee - als die eines passiven Fonds - in Kauf. Fondskosten dürfen nicht in Isolation betrachtet werden.

Nur eine Minderheit von Fondsmanagern erreichen eine Performance, die über der einer passiven Anlage steht, und dies trotz höheren Kosten (Verwaltungs- und Managementkosten; teilweise Performancefee). Selbstverständlich schlagen solche Manager den Index nicht jedes Jahr, und vor allem nicht in jeder Marktphase.

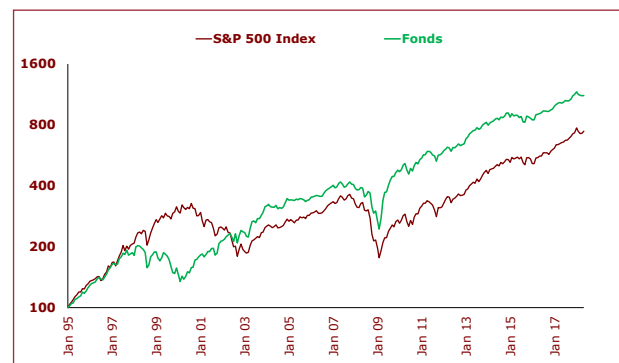
Seit über zehn Jahren sind unsere Kunden in folgenden aktiv verwalteten Fonds investiert.



Aus der Graphik lässt sich ablesen, dass der Wert des Fonds seit Mitte 2017 flach verläuft, also den steigenden Referenzindex nicht schlägt. Beweist dies nun, dass eine passive Anlage doch besser wäre? Hat der Manager sein Talent verloren? Funktioniert der Analyse- und Auswahlansatz des Managers nicht länger? Kostet seine Absicherung zu viel? Ist er seine Managementfee nicht länger wert? Oder hat sein Portfolio den Referenzindex nicht geschlagen, weil er andere Titel hält als solche, die schwergewichtig im Index stecken?

Die Lenox Arbeit ist, zu überwachen, ob er konzeptuell immer noch das macht, was ihm früher den Erfolg lieferte. Das tätigen wir einerseits via Gespräch und andererseits via Analyse seines Portfolios. Anstatt seine Performance nur mit einem Referenzindex zu vergleichen, messen wir sein Resultat mit einer Kontrollgruppe von Fonds mit ähnlichem Ansatz. Wir wägen ab, ob der Fonds mit seiner Strategie weiterhin in das Gesamtportfolio passt. In der Schweiz halten wir - ja nach Mandat - bis zu fünf Fonds, welche sich alle gegenseitig ergänzen. Keiner hat denselben Anlageansatz. In der Gruppe ist ein kostengünstiger passiver Fonds enthalten. Die Kombination dieser Bausteine (= Strategiediversifikation) ist massgeblich verantwortlich für die Gesamtportfolio-Performance.

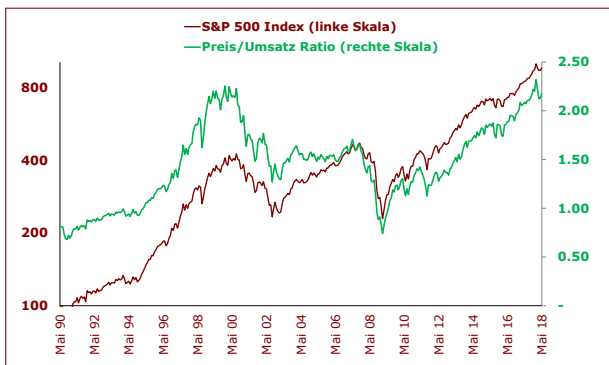
Wie eingangs erwähnt, wird tendenziell mehr und mehr in günstige passive Anlagen investiert. Ein solcher Anleger setzt 1 zu 1 auf die Kontinuität der langjährigen Hausse. Es gibt keine Sicherheitsmarge wie bei einem unserer US Fondsmanager, welcher ein Cashpolster von 25% aufgebaut hat. Mittels seines erprobten Analyseprozesses findet er im Moment keine günstig bewerteten Aktien. Seine Langzeit-Performance seit den 90er Jahren ist im nächsten Bild. Weder in der Blase vom Jahr



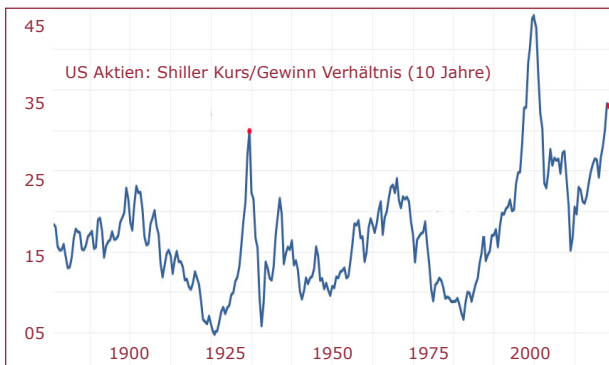
2000, noch in 2007 konnte er mit dem Markt mithalten. Die solide Aktienauswahl half trotzdem, eine langjährige, überdurchschnittliche Performance zu liefern. Wenn er im Jahr 2018 dem passiven Index nachhinkt, deutet das wohl eher auf eine Überbewertung an der Börse hin, als auf das Verlieren seines Talents.

Wer im heutigen Zeitpunkt passiv investiert, und dazu gehört die Schweizerische Nationalbank, baut auf einen weiteren Ausbau der Überbewertung im Markt. Er muss in der nächsten Korrektur starke Nerven haben, oder im Fall der gehebelten SNB ein grosses Reserverpolster.

Die Überbewertung zeigen wir folgend für den S&P 500 Index. Das Preis/Umsatz Verhältnis steht auf ähnlich hohem Niveau wie im Jahr 2000.



Die Langzeit-Graphik vom Shiller Kurs/Gewinn Verhältnis haben wir bereits in früheren Marktstrategien gezeigt. Auch diese Bewertung weist auf ein hohes Marktrisiko hin.



Kostengünstige passive Anlagen haben – speziell im heutigen Umfeld - ein erhöhtes Volatilitätsrisiko, welches es durchzustehen gilt. Je nach gewählter Strategie haben aktiv verwaltete Fonds ein gewisses Sicherheitspolster, sprich disziplinierte Wahl von soliden Werten, Cash oder Absicherungen. Ein direkter Performancevergleich mit einem Referenzindex ist immer einmal gut für positive oder negative Schlagzeilen, aber kaum vorrangig für die Wahl eines Fondsmanagers. Im Gesamtanlagekonzept ist eine Kombination von aktiv und passiv verwalteten Fonds der richtige Weg.

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.