

# Marktstrategie im 4. Quartal 2017

Erster Teil: Generelle Einschätzung des Wirtschafts- und Marktumfelds:

1) Die grosse „Unbekannte“, nämlich die langfristigen Konsequenzen der Notenbankenaktivitäten auf die Wirtschaft, wird weiterhin vom Finanzmarkt ausgeblendet.

2) Positive Wirtschaftsumfragen führen nicht zu einer merkbaren Zunahme des Wirtschaftswachstums.

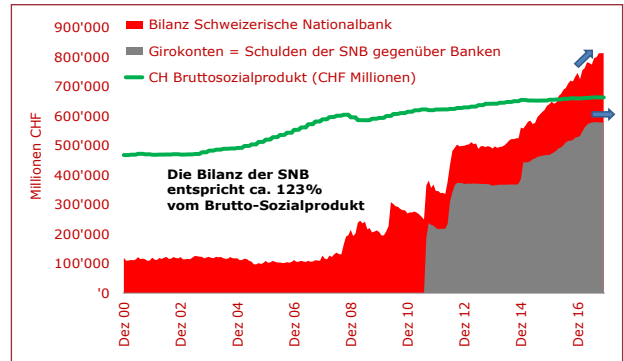
3) Aktienmärkte reagieren kaum noch auf wirtschaftliche, politische und militärische Ereignisse und Gefahren. Alles was zu einem Rückschlag führt (z.B. Deutschlands bisheriges Scheitern einer Regierungskoalition) wird sofort zum „aggressiven“ Kaufen ausgenützt.

4) Die Aktienbörsenbewertungen verteuern sich stetig, und sind auf vergleichbarem Niveau wie solche, die zu scharfen Marktkorrekturen führten. Renditen von europäischen Hochzinsanleihen sind so tief, dass sie das Ausfallrisiko nicht weiter befriedigen.

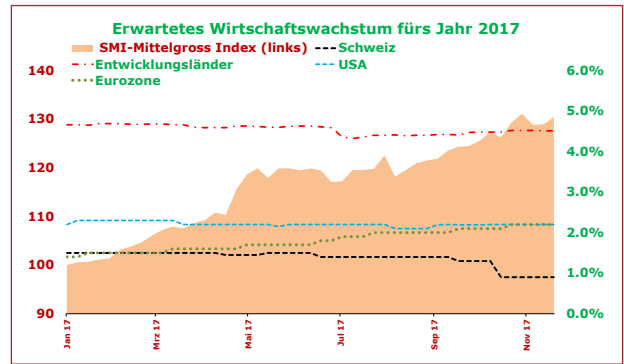
**In den Kundenportfolios haben wir europäische Hochzinsanlagen grösstenteils liquidiert. Die Aktienquote ist mit einem relevanten Anteil von alternativen Anlagen bestückt, um das latente Marktrisiko zu reduzieren.**

Im zweiten Teil untermauern wir Teile der obigen Standpunkte:

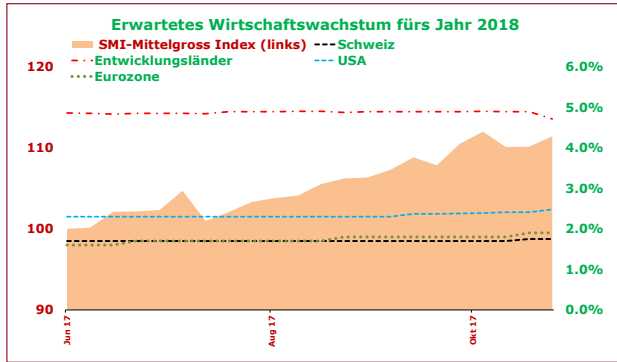
Positiv zu bewerten in der Bilanz der Schweizerischen Nationalbank ist, dass die Verschuldung gegenüber Banken (Girokonten; grauer Block in der Graphik) seit dem Sommer nicht weiter zunimmt. Die damit finanzierten Anlagen in ausländische Aktien und Obligationen steigen weiter im Vergleich zum Schweizer Bruttosozialprodukt.



Im Verlauf der zweiten Hälfte 2017 hat das erwartete Wirtschaftswachstum für Europa – mit Ausnahme der Schweiz - angezogen.

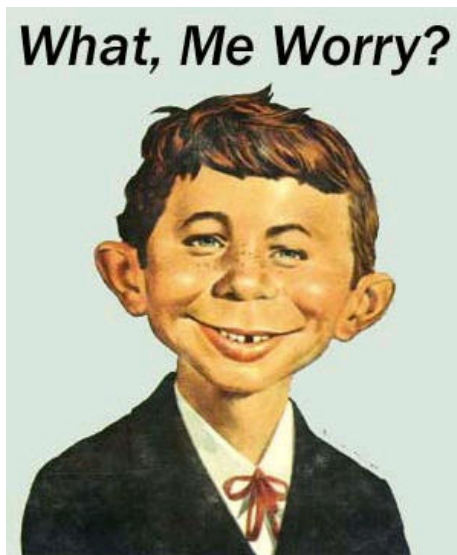


Fürs Jahr 2018 wird das globale Wachstum fantasielos eingeschätzt. Die Aktienmärkte sehen trotzdem zuversichtlich in die Zukunft. In der Graphik erkennen wir dies am Beispiel des SMI-Mittelgrosse Firmen Index (linke Skala).



Es ist kaum überspitzt, wenn wir behaupten, die Aktienmärkte leben in einer von Zentralbanken geprägten Parallelwelt. Im Verlauf vom Jahr 2017 stieg z.B. die Amazon Aktie um rund 58%. Gemäss Bloomberg Daten senkten Analysten in derselben Zeit die Gewinnerwartung pro Aktie von USD 8.90 auf USD 4.25. Die Aktie handelt bei USD 1'186, was ein Kursgewinnverhältnis von  $1186 / 4.25 = 279$  ergibt. Auch wenn die Firma zügig im Monopolisierungsprozess voranschreitet, lässt sich fragen, ob der Preis für eine Firma, die zwar über 20%/Jahr wuchs, mit einem Kursgewinnverhältnis von 279 richtig bewertet ist. Die Bewertung von Amazon ist kein Einzelbeispiel. Der gesamte US Markt, gemessen am Russell 2000 Index, zeigt eine ähnliche Entwicklung auf. Zur Erinnerung, die US Wirtschaft wächst rund 2.5% pro Jahr. Trotzdem beträgt das Kursgewinnverhältnis vom Russell 2000 Index ca. 50, was **mehr als doppelt so hoch ist wie der historische Mittelwert**. Gruppieren wir den Russell

2000 Index in Wachstums- und Substanzwerte, ergibt sich für die ersteren eine Jahresperformance von rund 20%. Sie liegt rund 14% höher als die von Substanzwerten. Dito in der Schweiz, wo der Gesamtmarkt gemessen am SPI Index substantiell hinter Indizes von mittelgrossen und kleinen Firmen hinterher hinkt. **Einzig und allein zählt, dass der Markt auf Wachstumsfirmen baut, welche den Status Quo umkrepeln.** Koste es, was es wolle.

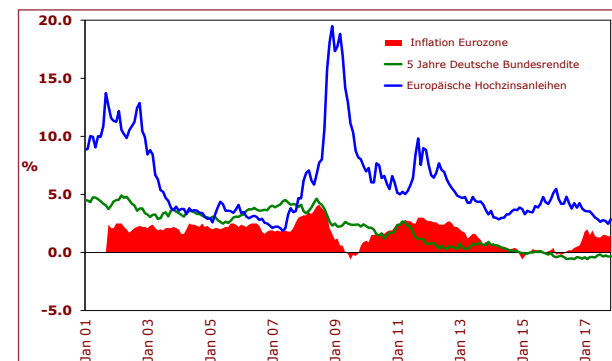


Die Performance von Aktienfonds widerspiegelt dieses Bild. Alle, die erstrangig auf eine solide Ertragslage und Bilanz bauen, haben kaum eine Chance mit solchen Fondsstrategien mitzuhalten, die auf Firmen mit neue Ideen bauen, und deren Marktbewertung meist vernachlässigen. Es wird einen regelmässigen Leser der Marktstrategien kaum überraschen, wenn in unseren Kundendepots die wertbasierte Anlage übergewichtet ist. Wieso? Die Jahre 2000 und 2008 zeigten, wie überzahlte Ideen „verpuffen“ können, und den Gesamtmarkt mit sich ziehen. Wie am Amazon-Beispiel gezeigt, sind Bewertungen heute nicht relevant um weiter in Momentum-getriebene Anlagen zu investieren,

was einen Vergleich mit dem Marktumfeld der Jahre 1998-2000 & 2006-2007 nahebringt. **Weil heute der Gesamtmarkt hoch bewertet ist, gibt es jedoch keine Ausweichmöglichkeit fürs Kapital,** wie z.B. im Jahr 2000, als günstige Substanzwerte als Fluchthort dienten. So entspricht die Situation heute vielleicht zusätzlich auch dem Umfeld vom Jahr 1987. Noch heute streiten sich Analysten über den Auslöser, der den Gesamtmarkt innerhalb von wenigen Wochen, ja Tagen, markant abstrafte. **Die Lektion von 1987 ist, immer so positioniert zu sein, dass ein unerwarteter Schock zu keinem nicht wiedergutmachbaren Schaden führt, weil die Zeit zum Umschichten schlichtweg fehlt.**

Die Tiefzinspolitik der letzten Jahre hat Risiken in der Gesamtwirtschaft und an den Finanzmärkten aufgebaut. Gemäss dem Internationalen Währungsfonds sind 20% der US Firmen anfällig auf eine Schulden-Umstrukturierung falls Zinsen „moderat“ steigen. Könnte dies z.B. die UBS tangieren? Die Eigenkapitalrendite lag per Ende 2016 bei 5.88%. Anders ausgedrückt verdient die UBS 0.34% auf ihre Bilanzsumme. Notleidende Kredite machen 0.26% der Bilanzsumme aus. Würden die notleidenden Kredite in der gehebelten Bilanz auf 0.60% ansteigen, wäre der Gewinn ausgewaschen. Ist ein solches Szenario denkbar? Am Jahresende 2007 standen die notleidenden Kredite bei 0.51%. Im Oktober 2008 wurde der Bank unter die Arme gegriffen. Gemäss Wochenendpresse studiert die bereits systemrelevante UBS, sich via einen Kauf der deutschen Commerzbank zu verbessern, wodurch sie noch systemrelevanter würde. Systemrelevant bedeutet, dass sie beim nächsten Faux-Pas wiederum auf staatliche Hilfe zählen darf. Mit einer einverleibten Commerzbank würden bei einer Krise die *Diskussionspartner* am runden Tisch in etwa so sein: Draghi und Juncker (Europa); Weidmann, Schäuble und Merkel (Deutschland); Jordan, Maurer und Leuthard (Schweiz). Ist das Wort *Diskussionspartner* richtig gewählt?

Zurück zum Markt: Aus der folgenden Graphik vom europäischen Zinsumfeld können wir folgendes



lesen: Die Anlage in eine 5 Jahre Bundesobligation kostet real rund 1.7% pro Jahr. Die europäische Zentralbank kauft solche Papiere. Investoren hingegen kaufen Hochzinsanleihen, die nach Inflation und vor Kosten noch 1.5% einbringen, dies solange Ausfälle die Renditen nicht nach oben treiben wie im Jahr 2001 oder 2009.

Wie eingangs erwähnt, haben wir einen grossen Teil der europäischen Hochzinsobligationen veräussert, und überlassen dieses Risiko andern Marktteilnehmern. Die Aktienseite für ein (kleineres) konservativ verwaltetes und ein (grösseres) Wachstums-Depot sieht wie folgt aus:

		Konservativ	Wachstum
<b>AKTIENFONDS - TOTAL INVESTIERT</b>		<b>52.5%</b>	<b>88.5%</b>
<b>SCHWEIZ</b>		<b>13.4%</b>	<b>18.4%</b>
Gesamtmarkt Indexfonds	Passiv	5.8%	5.1%
Mittelgrosse und kleine Firmen	Long mit Cash		5.1%
Kleine und mittelgrosse Firmen	Long mit Cash		4.7%
Alternativer Aktienfonds	Kauf / Leerverkauf	7.6%	3.5%
<b>EUROZONE</b>		<b>12.6%</b>	<b>10.1%</b>
Mittel- und grosse Firmen, inkl. Banken	Voll investiert		5.1%
Mittelgrosse Wachstumsfirmen, o/Banken	Voll investiert		5.0%
Firmenübernahmen	Long mit Cash	6.7%	
Alternativer Aktienfonds	Kauf / Leerverkauf	5.9%	
<b>GROSSBRITANNIEN</b>		<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
Mittelgrosse Wachstumsfirmen	Voll investiert		
<b>USA</b>		<b>3.4%</b>	<b>8.3%</b>
Substanzwertfirmen	Long mit Cash	3.4%	2.9%
Grosse Wachstumsfirmen	Voll investiert		5.4%
<b>JAPAN</b>		<b>0.0%</b>	<b>7.8%</b>
Themen-fokussierter Wachstumsfonds	Voll investiert		5.2%
Themen- und makro-fokussierter Fonds	Long mit Cash		2.6%
<b>GLOBAL</b>		<b>17.7%</b>	<b>28.4%</b>
Entwicklungsländer mit Substanzwerten	Voll investiert		5.0%
Entwicklungsländer Konsum	Long mit Cash		5.0%
Infrastruktur	Long mit Cash	5.9%	5.4%
Technologie	Kauf / Leerverkauf		5.7%
Gesundheit	Kauf / Leerverkauf	5.9%	
Konsum	Kauf / Leerverkauf	5.9%	2.7%
Nahrungsmittel	Kauf / Leerverkauf		4.6%
<b>TECHNISCHE HANDELSMODELLE</b>		<b>5.4%</b>	<b>15.4%</b>
Quantitatives Handelsmodell	Systematisch		4.6%
Taktischer globaler Aktienindexfonds	Long / Cash	5.4%	10.8%
<b>STRATEGIE DIVERSIFIKATION</b>		<b>52.5%</b>	<b>88.5%</b>
	Passiv	5.8%	5.1%
	Voll investiert	0.0%	25.7%
	Long mit Cash	16.0%	25.8%
	Long mit Cash (taktisch)	5.4%	10.8%
	Kauf / Leerverkauf	25.3%	16.5%
	Quantitatives Handelsmodell	0.0%	4.6%

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.