

# Dezember 09

Unsere Kollegin Sanda Meier erwartet im Januar ihr zweites Kind und wird dann vier Monate Mutterschaftsurlaub beziehen, bevor sie im Mai zurück kommt. Schon frühzeitig haben wir die Stellvertretung geregelt und mit Sandro Meyer – nomen est omen – eine sehr gute Lösung gefunden. Sandro hat nach seiner Treuhandlehre mehrere Jahre Erfahrung bei der UBS in verschiedenen Backoffice-Bereichen gesammelt und dann einige Zeit als Assistent im Private Banking gearbeitet. Berufsbegleitend absolviert er die HKG. Meier/Meyer sind bereits ein bestens eingespieltes Team und wir freuen uns mit Sanda auf den Familienzuwachs.

Tino Weiss, «unser» Golf Pro, hatte eine schwierige und anspruchsvolle Saison im 2009. Der Start gelang zwar mustergültig, aber dann kamen einige «Hänger» hinzu. Gegen Ende der Saison hat Tino mit guten Resultaten und einem Bestehen der ersten Stufe der Qualifying School die Vorlage für 2010 geliefert. Wir drücken Tino die Daumen, dass es im neuen Jahr mit seinem Ziel der Challenge, European oder Alp Tours klappt. Das Leben auf der Tour ist hart. Erfolge und Misserfolge liegen nahe beisammen.

## Editorial

Die «Krise nach der Krise» hat weltweit Spuren hinterlassen. Nach einer Korrektur im März haben sich die Aktienmärkte aber ganz anders verhalten, als von vielen Marktteilnehmern voraus gesehen. Und damit hatten viele Anleger nach dem «Verlust-Stress» im 2008 einen «Nicht-dabei-sein-Stress» im laufenden Jahr.

Unser Chefökonom Dr. Martin Hüfner hat sich Gedanken gemacht, was die Verwerfungen der letzten drei Jahre für die Zukunft bedeuten könnten. Auf den Seiten 7 und 8 haben wir dann unsere Überlegungen zu den kurzfristigeren Marktaussichten zusammengefasst.

Ende Jahr hat die AQUILA Gruppe ihr zehnjähriges Bestehen gefeiert. Nicht mit viel Pomp, sondern mit einem «Arbeitstag». Die Gruppe nimmt im Markt Schweiz einen wichtigen Stellenwert ein, und das Modell hat sich bestens bewährt.

Wir von Cottonfield haben dieses Jahr entschieden, einen Verein zu unterstützen, der für einmal ganz anders ist. YES = Young Enterprise Switzerland fördert das Unternehmerische in Mittelschulen. Die Schüler gründen und betreiben eigene Firmen, stellen Produkte her, verkaufen diese und schlagen sich mit den allen KMU-eigenen Problemen herum.

AQUILA ist daran, mit dem APENSO einen BVG-Fonds aufzulegen, der sich von den anderen Fonds dieser Art unterscheidet. Die meisten Vehikel der Banken und Versicherungen sind sehr indexnah investiert, machen also alle Marktbewegungen mit. Der APENSO wird bedeutend weniger Ausschläge haben und sichert damit das Vermögen langfristig besser.

Wir danken Ihnen allen für das grosse Vertrauen und wünschen Ihnen und Ihren Familien ruhige Festtage und dann einen guten Start ins neue Jahr!

Ihr  
Cottonfield Team



**Freizügigkeitsstiftung · 3a Vorsorgestiftung**

AQUILA hat bei der FINMA Antrag für die Lancierung zwei neuer Fonds gestellt. Die APENSO Fonds (25 und 40) werden BVV2-konforme Anlagen sein für eine Anlage im Depot 3a oder in einem Freizügigkeitsdepot. Im Gegensatz zu vielen Vorsorgefonds, welche indexnah angelegt sind und damit die Marktbewegungen mitmachen, werden die APENSO Fonds viel tiefere Ausschläge (Volatilität) haben. Sie sind darauf ausgerichtet, in schwierigen Märkten weniger Verluste zu machen und bei steigenden Kursen zu einem guten Teil dabei zu sein. Sämtliche geplanten Anlagen im Fonds sind liquide, bewährt und haben eine hohe Transparenz. Bei einem Transfer von Geldern aus der Säule 3a oder einem Freizügigkeitsdepot ins Bankdepot (bei Pensionierung oder beim Verlassen der Schweiz), ist kein Verkauf nötig. Die Kosten für die Anlage sind fair und transparent. Die beiden Fonds werden auch für normale Anlagen im Depot eingesetzt werden können, verfügen aber über das Gütesiegel der BVV2-Richtlinien. Sie können bei jeder Bank gezeichnet werden.

Wären die Fonds mit den heutigen Anlagen in den letzten 4 Jahren geführt worden, hätten sie folgende Resultate gebracht:

	2006	2007	2008	2009 bis 30.9.
<b>APENSO 25</b>	4.20%	4.20%	-3.45%	8.10%
<b>Pictet 25</b>	4.04%	0.97%	-10.04%	10.21%

	2006	2007	2008	2009 bis 30.9.
<b>APENSO 40</b>	4.51%	4.51%	-7.21%	10.06%
<b>Pictet 40</b>	6.38%	1.47%	-18.22%	13.00%

Diese Angaben sind keine Garantie für die Zukunft. Sie sollen lediglich indikativ zeigen, wie sich der Fonds in diesen schwierigen Jahren verhalten hätte.

Wie schon im letzten Cottonfield Letter angekündigt, hat die AQUILA Gruppe mit der LIBERTY Stiftung in Schwyz ([www.liberty-stiftung.ch](http://www.liberty-stiftung.ch)) eine Zusammenarbeit vereinbart. Damit profitieren unsere Kunden ab sofort von sehr attraktiven Konditionen bei der LIBERTY, sind frei in der Auswahl ihrer Anlagen (Einzelfonds, Portfolio mit verschiedenen, diversifizierten Fonds oder Vermögensverwaltungsmandat) und erhalten eine Beratung, die den Baustein «Vorsorgegelder» (inkl. Risiko-/Ertragsprofil) in das Kundengesamtprofil mit einbezieht. Die Gelder können aktiv angelegt werden, werden überwacht und die Anlagen wenn nötig umgeschichtet. Die LIBERTY-Plattform ist eine so genannt «offene Architektur», die Kunden (und ihre Vermögensverwalter) und verschiedene Fondsanbieter zusammenbringt. Die Kosten sind transparent.

Die Kombination von LIBERTY als Plattform, APENSO als Baustein bei den Anlagen und Cottonfield Family Office als unabhängigen Berater des Kunden bietet damit ein Maximum an Rendite und Transparenz.

**Eckwerte zum Fonds**

<b>Stückelung</b>	CHF 1'000
<b>Ausgaben/Rücknahmen</b>	wöchentlich
<b>Management Fee</b>	0.75% (APENSO 25) 0.85% APENSO 40
<b>TER (ca.)</b>	1.1% (APENSO 25) 1.2% (APENSO 40)
<b>Manager</b>	AQUILA Investment AG
<b>Fondsgesellschaft</b>	Schweizerische Gesellschaft für Kapitalanlagen (SGK)
<b>Depotbank</b>	Clariden Leu AG, Zürich
<b>Revision</b>	KPMG
<b>Zulassung</b>	für die Schweiz; steuerlich transparent für Deutschland
<b>Bewertung</b>	wöchentlich
<b>Publikation</b>	NZZ, Telekurs, MorningStar

## 10 Jahre Aquila Gruppe

Im November 2009 hat die AQUILA Gruppe ihr 10-jähriges Jubiläum gefeiert. Wobei «feiern» eigentlich der falsche Begriff ist, wurde doch am Jubiläumstag intensiv gearbeitet. Die über 60 Partner haben sich in Basel getroffen und sich mit der Zukunft des Finanzplatzes Schweiz und mit ihrem Geschäftsmodell auseinander gesetzt. Referenten wie Dr. Georg Krayer (ehemaliger Präsident der Schweizerischen Bankier-Vereinigung) und Prof. Silvio Borner (Universität Basel) haben wertvolle Denkanstösse geliefert.



In der Schweiz existieren rund 2800 unabhängige Vermögensverwalter, die knapp 20 % der Anlagevermögen der Banken betreuen. Die meisten dieser Gesellschaften – vom Kleinstbetrieb bis zum grossen Vermögensverwalter – sind nur einer SRO (Selbstregulierungsorganisation) angeschlossen und müssen deren minimale Auflagen erfüllen. Nur die wenigsten werden direkt durch die FINMA überwacht und erfüllen entsprechend hohe Anforderungen.

Die AQUILA Gruppe präsentiert sich heute als Plattform für über 30 angeschlossene unabhängige Vermögensverwaltungsgesellschaften und verwaltet knapp CHF 4 Mia. an Vermögenswerten. Die Mitgliedsfirmen beziehen vom Stammhaus, der Aquila Investment AG, sämtliche zentralen Dienstleistungen, sind aber in der Umsetzung ihrer Anlagepolitik und bei der Kundenbetreuung unabhängig. Das Stammhaus ist der FIRMA direkt unterstellt und verfügt auch über die Lizenz als Effekthändler. Damit ist sicher gestellt, dass die AQUILA Partnergesellschaften nach strengsten Kriterien überwacht werden.

Das Erfolgsmodell der AQUILA Gruppe wird sich in den nächsten Jahren weiter etablieren. Hohe Standards für die «Unabhängigen», Mindestkapitalisierung, systematische Prozesse und eine adäquate Kontrolle führen zu schwer erfüllbaren Auflagen für die Kleinstbetriebe der Branche.

## YES (Young Enterprise Switzerland)

Young Enterprise Switzerland ist eine Non-Profit-Organisation, die praxisorientierte Wirtschaftsbildungsprogramme für SchülerInnen und StudentInnen entwickelt und betreut mit dem Ziel, die Wirtschaft mit der Schule zu vernetzen. Im Zentrum stehen junge Menschen, die befähigt werden, in wirtschaftlichen Zusammenhängen vernetzt zu denken, unternehmerisch zu handeln, als Persönlichkeit zu überzeugen. YES bereitet sie darauf vor, in der globalen Wirtschaft verantwortungsbewusst ihren Weg zu finden und erfolgreich zu sein.

Schüler erhalten:

- Einblicke in die Funktionsweise der sozialen Marktwirtschaft
- Praktische Erfahrungen als Ergänzung zum Lehrplan nach der Methode «Learning by doing»
- Bewusste Förderung von Schlüsselqualifikationen wie Teamfähigkeit, Eigenverantwortung, Selbstständigkeit
- Orientierungshilfe bei der Wahl des geeigneten Berufes
- Unterstützung der Persönlichkeitsentwicklung und der schulischen Leistungen allgemein.

Cottonfield hat dieses Jahr einen finanziellen Zustupf zu dieser jungen Idee gegeben.

## Sieben Punkte zur neuen Welt des Anlegers

- Wie die Finanzkrise die Investitionsbedingungen auf den Kapitalmärkten verändert.
- Die hohe Staatsverschuldung untergräbt nicht nur das Vertrauen der Anleger, sondern verschiebt auch die Balance auf den Kapitalmärkten.
- Inflation und Deflation im «Doppelpack» – ein Widerspruch?

Wer in diesen Tagen nach London kommt, reibt sich verwundert die Augen. Es sieht so aus, als hätte die Finanzbranche nichts aus der Krise gelernt. Risikoneigung, Investmentbanking, Boni und auch die generelle Stimmung der Banker sind fast schon wieder so wie vorher. Das einzige, was noch an die Krise erinnert, sind einige leere Büros. Diese «Rückkehr zur Normalität» fällt umso mehr auf, als sich das politische und gesellschaftliche Umfeld der Banken in der Zwischenzeit um 180 Grad gedreht hat. Es gibt andere Prioritäten. Bekannte Phänomene werden in neuem Licht gesehen. Anleger sind verunsichert. Sie haben die erlittenen Verluste nicht vergessen und wollen das nicht noch einmal erleben.

Die Gegensätzlichkeit der Entwicklung innerhalb und ausserhalb der Finanzbranche kann nicht so weitergehen. Einerseits verschärft sie die Kritik der Öffentlichkeit an den Banken, die an den Pranger gestellt werden und als die Unverbesserlichen gelten. Das ist keine gute Basis für neues Geschäft. Andererseits verführt sie Investoren zu falschen Entscheidungen, wenn sie die Trends nicht frühzeitig identifizieren. Wir müssen uns daher mit der neuen Umwelt beschäftigen. Banken und Anleger müssen sich anpassen. Noch ist es schwierig, die Veränderungen in vollem Umfang wahrzunehmen. Auch kommt immer wieder Neues dazu, und anderes fällt weg. Es gibt aber einige Hinweise. Hier sind sieben Punkte, die mir bedeutsam erscheinen:

**Erstens:** die hohe Staatsverschuldung. Sie wird kaum mehr auf das frühere Niveau zurückkommen. Derzeit beläuft sie sich in Deutschland auf 76 % des Bruttoinlandprodukts. Anfang der 1970er Jahre waren es erst 18 %. Schon das erschien damals beunruhigend; denn es untergräbt das Zukunftsvertrauen. Es verlangt grössere Vorsicht bei der Bewertung von Risiken. Auch Staaten können bankrott gehen oder zahlungsunfähig werden (siehe Dubai). Noch nie habe



Martin Hüfner, Chefökonom der AQUILA Gruppe

ich so viele besorgte Fragen nach einer Währungsreform gehört wie in diesen Tagen. Zudem verschiebt sich die Balance auf den Kapitalmärkten. Staatspapiere nehmen einen immer grösseren Raum ein, Aktien verlieren. Schon jetzt machen Aktien in den USA nur rund 30 % der gesamten Marktkapitalisierung aus, in Japan 22 % und in Euroland 20 %.

**Zweitens:** die hohe Liquidität gemessen an den Bilanzen der Zentralbanken. Natürlich werden die Geldpolitiker alles tun, sie wieder einzusammeln. Das wird aber lange dauern, zumal die Fehlentwicklung nicht erst mit der Krise begonnen hat. Vor allem in den USA geht sie bis Mitte der 1990er Jahre zurück. Zudem ist das Einsammeln zeitraubender und schwieriger als die vorherige Ausweitung. Das heisst, dass Kapitalmärkte noch eine Weile in Liquidität «schwimmen» werden. Die Kurse von Aktien und Bonds werden von Liquidität getrieben. Fundamentale Bewertungsfaktoren treten in den Hintergrund.

**Drittens** und ganz wichtig: Die grössere Rolle des Staates gegenüber der Wirtschaft. Die Krise hat das Selbstbewusstsein der Politiker gegenüber der Wirtschaft mächtig gestärkt. Sie werden in Zukunft weniger Hemmungen haben, in die Marktkräfte einzugreifen. Es wird mehr Regulierungen geben. Der Staat

wacht über die Bezahlung der Manager. Er regelt die Anlageberatung, und er bittet Aktionäre stärker zur Kasse. Sogar die eingefleischten Marktwirtschaftler in Grossbritannien und den USA entdecken ein Faible für den französischen Weg der Industriepolitik. Damit gewinnen politische Risiken an Gewicht. Die Politik wird auch diskretionärer und damit schwerer vorhersehbar. Viele Prinzipien der Marktwirtschaft sind über Bord geworfen worden. Banken wurden nationalisiert. Einige Zentralbanken haben Staatspapiere gekauft. Die Haftung der Unternehmen für Fehlentscheidungen wurde in Teilen ausser Kraft gesetzt. Damit wurden Grenzen überschritten, die lange Zeit tabu waren. In der Krise war das nötig, es wird aber weiter wirken. Die Politik wird in Zukunft weniger Skrupel haben einzugreifen, auch wenn es keine grosse Krise gibt. Man sollte drei Mal nachdenken, bevor man gewisse Ereignisse ausschliesst.

**Viertens:** Der Finanzsektor wird sich verändern. Bisher konnte man den Eindruck haben, als sei es als Folge der Krise mit ein paar verschärften Vorschriften für die Eigenkapitalunterlegung, das Risikomanagement und die Liquiditätsvorsorge getan. Das löst aber nicht das Problem der sogenannten systemischen Banken, die man nicht insolvent gehen lassen kann. Sie sind ein Fremdkörper in einer Marktwirtschaft, weil hier die Haftung als Grundelement unternehmerischen Handelns ausser Kraft gesetzt ist. Zwar gibt es viele Vorschläge, wie das Problem gelöst werden kann. Es ist aber noch nicht erkennbar, welcher Weg beschritten wird.

**Fünftens:** Als Folge all dieser Veränderungen wird sich das Wirtschaftswachstum verlangsamen. Der Wettbewerbsdruck verringert sich, die Innovationskraft sinkt, auch vom Finanzsektor gehen nicht mehr so viele Neuerungen aus. Zudem fällt in der Weltwirtschaft der amerikanische Konsument als wichtige Triebkraft der Nachfrage aus. Er kann sich nicht mehr so viel leisten. Die neuen Verbraucher aus den Schwellenländern werden aber nicht so schnell seinen Platz einnehmen können. Das belastet die Unternehmenserträge – und natürlich die Aktien.

**Sechstens:** Es wird auf absehbare Zeit keine grösseren Preissteigerungen geben, die Menschen werden aber gleichwohl Inflationsängste haben. An sich ist das ein Widerspruch. Irgendwann wird er sich

auch in der einen oder anderen Richtung auflösen (ich vermute, dass wir eher in ein inflationäres Umfeld zurückkehren). Das dauert aber seine Zeit. So lange werden die Kapitalmärkte mit der Ambivalenz leben, sowohl Produkte zur Inflationsabsicherung wie auch zum Schutz gegen Deflation anbieten zu müssen.

**Siebtens:** In der Weltwirtschaft wird der Dollar nicht mehr die überragende Rolle spielen. Das hängt zum Teil mit der Finanzkrise zusammen, die von den USA ausging. Zum Teil ist es aber nur ein Vorwand für Schwellenländer, ihre Abhängigkeit von Amerika zu lockern. In jedem Fall bleibt der Dollar schwach. Aber Vorsicht: Wenn die Federal Reserve die Zinsen erhöht und die Carry-Trades auf der Basis Dollar unattraktiv werden, wird eine starke Nachfrage nach der US-Währung einsetzen, die den Wechselkurs temporär nach oben treibt.

Für den Anleger: Sie müssen sich auf das neue Umfeld einstellen. Wir haben zunehmend eine staatlich gesteuerte Marktwirtschaft. Es gibt nicht mehr so viele Privatisierungen. Aktien werden nicht mehr die dominante Rolle spielen. Die Kapitalmärkte werden von Staatsanleihen überflutet. Die Renditen der gesamten Portfolios werden tendenziell nicht mehr so hoch sein. Die Zukunft wird schwerer vorhersehbar. Anlegen und Anlageberatung werden «bürokratischer». Es wird lange dauern, bis Bankaktien wieder zu den alten Kursniveaus zurückkehren.

## Efficient Market Theory

Erste Aussagen, die auf effiziente Märkte hinwiesen, gehen ins Mittelalter zurück. Erst 1970 wurde aber die Effiziente Markttheorie (EMT) von Eugene Fama als mathematisch-statistische Theorie der *Volkswirtschaftslehre* zusammengefasst.

Die EMT basiert auf den Annahme, dass alle Marktteilnehmer – Käufer wie Verkäufer – vollständig rational und auf der Basis gleicher Informationen agieren und die Summe dieser Informationen jederzeit bereits in den Preisen verarbeitet ist. Ein Beispiel: Das Angebot und die Nachfrage nach Kartoffeln auf einem Bauernmarkt sowie Eckdaten über die zukünftige Verfügbarkeit von Kartoffeln reichen aus, um einen fairen Preis zu gestalten. Droht etwa ein schlechtes Jahr für die Kartoffelbauern – z.B. mit extremer Trockenheit – werden die Preise steigen.

Mindestens die letzte Generation von Ökonomen und auch Anlegern liess sich stark von der EMT leiten und negierte damit die Möglichkeit von Anomalien oder der Unvorhersehbarkeit von Ereignissen in der Zukunft.

Würde die EMT-Theorie stimmen, dann:

- wären die Märkte immer effizient und die Preise korrekt. Dies würde zu geringeren Handelsvolumina führen (Angebot und Nachfrage wären gleich).
- wären Vermögensverwalter nicht in der Lage, besser als der Markt abzuschneiden
- würden «Blasen» nicht entstehen können

Tatsache ist aber, dass wir kürzlich immense «Bubbles» entstehen und platzen sahen: Liegenschaftsmärkte USA, UK, Spanien, Ölpreise, etc. In einer Blase explodieren Preise in der Schlussphase, um dann in sich selbst zusammen zu fallen. Die Wertsteigerungen in einer Blase haben ab einem bestimmten Zeitpunkt nichts mehr mit dem zugrunde liegenden Wert zu tun. Sie hängen einzig zusammen mit den Anlegern, deren Verhalten nicht mehr Wert bezogen rational ist, sondern vielmehr getrieben durch Gier oder Angst (nicht dabei zu sein, Karriereangst, etc.). Damit werden Verhaltensweisen irrational.

Die Erkenntnisse daraus:

- Langfristig dürfte die EMT immer wieder greifen – oder zumindest korrigierend einwirken.
- Die «Übersteuerung» der EMT erlaubt es einzelnen talentierten Vermögensverwaltern, den passiven Vergleichsindex zu schlagen.
- Investoren sind vermehrt dazu angehalten, das Unerwartete in ihre Überlegungen mit einzubeziehen. Denn die Zukunft kann nicht rational (auch nicht mit den besten Risikomanagement-Systemen) und mit Sicherheit in einem Preis reflektiert werden.

Und zum Schluss: «Ein EMT-indoktrinierter Ökonom geht mit seinem Freund die Stasse entlang. Der Freund zeigt auf eine Hundertfranken-Note auf dem Boden. Der Ökonom sagt dazu: Es kann keine Note dort liegen, sonst hätte diese bereits jemand aufgenommen!»

## Die Anlageaussichten 2010 – Kopf oder Zahl

Die Ausführungen von Dr. Martin Hüfner haben eher mittelfristigen Charakter. Für die unmittelbare Zukunft sehen wir grundsätzlich zwei mögliche Szenarien. Welches von beiden sich schlussendlich durchsetzen wird, können wir heute nicht abschätzen.

### Szenario 1

Die Weltwirtschaft befindet sich auf dem Weg zurück zur Genesung und einem langsamen Wachstum.

Dafür sprechen:

- Tiefe Zinsen und Stimulusprogramme werden aufrecht erhalten oder verlängert mit der Chance, dass die Erholung selbst tragend wird.
- Die Bilanzen der Banken und Konsumenten haben sich qualitativ verbessert, und – sofern die notwendige Zeit bleibt und sich die Konjunktur stabilisiert – werden sie sich weiter verbessern.
- Die offiziellen Arbeitslosenquoten nehmen nicht mehr weiter zu.
- In den USA stabilisiert sich der private Häusermarkt.
- Günstiger Konjunkturverlauf in den Schwellenländern.
- Ende der Rezession.
- Einkommen beginnen wieder langsam zu wachsen und Konsumenten lösen den Staat als Not-Wirtschaftsförderer schrittweise wieder ab.
- Bei langsamem Wachstum steigen Nachfrage und Preise für Energie / Rohstoffe nur verhalten.
- Die Psychologie von Konsumenten und Wirtschaftsführern folgt den positiv eingestellten Anlegern.

Dieses Szenario birgt mittelfristig aber auch das Risiko für ein Stagflationsszenario (stagnierende Wirtschaft bei steigenden Preisen).

### Szenario 2

Die Weltwirtschaft befindet sich in einer «Ruhe vor dem Sturm». Es kommt zu einer weiteren Abschwächung und allenfalls nochmals zu einer Bankenkrise.

Dafür sprechen:

- Anstieg der Zinskurve: Tiefe, realwirtschaftlich bedingte Zinsen am kurzen Ende und durch Nachfragestress / Risikoprämien bedingtes Ansteigen am langen Ende. Damit entzieht der höhere Schuldendienst weitere Mittel für das Wachstum und fördert Insolvenzen.
- Die schwache Eigenmittelbasis der Banken wird durch den nochmaligen Abschreibungsbedarf im «Double Dip» noch einmal arg strapaziert. Zentralbanken und Regierungen haben aber gleichzeitig ihr Pulver verschossen. Gewinne der Banken im 2009 waren oft spekulativ.
- Risikoreiche Geschäfte nehmen aufgrund der billigen Liquidität zu.
- Die Arbeitslosigkeit in den Industriestaaten ist höher als ausgewiesen und dauert an.
- Steuerbelastungen nehmen zu, ebenso die Eigenverantwortung für die Altersvorsorge (= Erhöhung der Sparquote) und die Gesundheitskosten.
- Nach den Privatliegenschaften setzt jetzt bei den gewerblichen Bauten der Preiszerfall ein.
- Der Verschuldungsgrad der Regierungen wächst und führt zu einem generellen Vertrauensverlust. Etliche Länder (nicht nur) in und um die EU bergen «Dubai»-Potential.
- China, gepriesen als «Ersatzlokomotive» für die Weltwirtschaft wächst durch spekulatives Bereitstellen von Produktionskapazitäten und nicht durch Konsum. Risiko einer Blase.
- Das Auflösen von Carry Trades führt zu Unsicherheiten im Währungsgefüge; der USD wird kurzfristig stärker; der EUR kommt intern unter Druck.
- Die Anlegerpsychologie dreht von spekulativ / positiv auf depressiv / negativ.

Dieses Szenario birgt mittelfristig das Risiko einer weiteren Rezession und einer Deflationsspirale. Die Auswirkungen wären weitreichend.

## Cottonfield – Aktuelle Markteinschätzung

Indikatoren	für nächste 3-6 Monate			für nächste 6-12 Monate		
	CHF	EUR	USD	CHF	EUR	USD
Zinsen – kurz	→	↘	→	→	→	→
Zinsen – lang	↗	↗	↗	↗	↗	↗
CHF / xx	x	Bandbreite	USD stark?	x	Bandbreite	?
EUR / xx	Bandbreite	x	USD stark?	Bandbreite	x	?
CAD / xx	CAD stark	CAD stark	USD stark?	?	?	?

  

Wirtschaftsentwicklung	für nächste 3-6 Monate		für nächste 6-12 Monate	
Europa	} langsame Erholung oder Double Dip?		auf tieferem Niveau	→
USA			auf tieferem Niveau	→
Japan			auf tieferem Niveau	→
China / Asien			auf tieferem Niveau	→
Südamerika			auf tieferem Niveau	→
Unternehmenszahlen		gemischt		tieferes Niveau, Ausnahmen
Inflation / Deflation		Deflation		Deflation od. Stagflation

  

Anlagemärkte	für nächste 3-6 Monate		für nächste 6-12 Monate	
	Anlagenotstand: Wo investieren? Ausprägung der Verzerrungen?		ungewiss	
Finanzsystem	stabilisiert aber nicht saniert – anfällig		Stabilisierung auf tieferem Niveau	
Energie, Rohstoffe	Sinkende Nachfrage?		nachhaltige Erholung in 2011/2012	
Währungen	volatil		saniert und reguliert?	
Emerging Market Bewertungen	Korrekturrisiko		Nachfrage > Angebot?	
			Revision Währungssystem?	
			tieferes Niveau, Ausnahmen	

### Einschätzung Anlageumfeld:

Optimisten glauben an den wirtschaftlichen Aufschwung und höhere Börsenkurse. Realisten weisen auf die Entkoppelung von Börsen und Realwirtschaften hin. Auch versuchen sie, den bestehenden und neuen Risiken Rechnung zu tragen.

#### Wirtschaft

Die Hauptwirtschaften haben bisher noch keine stimulationsunabhängige Eigendynamik entwickelt. China, als Motor angepriesen, baut enorme Produktionsüberkapazitäten auf. Gefahr eines Double Dips bei höheren Besteuerungen, Sparquoten und Rohstoffpreisen. Dauerhaft höhere Arbeitslosenzahlen. Weiterhin zu hohe Produktionskapazitäten.

#### Finanzsystem

Abschreibungspotential (Hypotheken, Kommerzkredite, etc.) bei Banken mit weiterhin schwacher Kapitalisierung bleibt hoch. Ein Double Dip wäre verheerend.

#### Bonds / Zinsen

Tiefzinspolitik zielt vor allem auf eine «Bankengenesung». Tiefe Zinsen haben zu einem Anlagenotstand und damit neuen Verzerrungen (Bondmarkt, Rohstoffe, Währungen) geführt. Langfristige Zinsen und Risikoprämien können trotz deflationären Entwicklungen anziehen. Dies hätte grosse, negative Einflüsse.

#### Aktienmärkte

Positive Entwicklung basiert weitgehend auf Anlagenotstand und Investorenpsychologie (Tiefzinspolitik, hohe Liquiditätsversorgung, Suche nach Schutz).

#### Währungen

Zinssatzdifferenzen fördern hohe Carry Trade Volumina und verzerren das Währungsgefüge. Muss mit Regulation und Eingriffen gerechnet werden?

#### Politik

Zur Abfederung eines Double Dip Szenarios haben Regierungen und Zentralbanken keine «Munition» mehr. Staatsverschuldungen und deren zukünftige Auswirkungen sind ernst zu nehmen (Dubai als Beispiel). Politiker haben wenig Erfahrung mit den sich abzeichnenden Herausforderungen.

### Anlageempfehlungen:

Langfristige Allokation (Risikoprofil) beibehalten. Nur investieren oder investiert lassen, was nicht benötigt wird. Ohne klare Trends soll Kapitalerhalt über Profitstreben stehen. Für dynamische Anleger: Klarheit über taktische Chancen gewinnen und kurzfristig agieren.

#### Generell

Der Anlagenotstand ist perfekt. «Sichere» Anlagen ergeben keine Rendite. Anlagen mit Renditen bergen mehr und mehr Risiken.

#### Liquidität

Weiterhin hohe Liquidität halten – trotz tiefster Verzinsung. Sorgfältige Auswahl der Anlagebanken. Geeignete Anlagegefässe einsetzen.

#### Obligationen / Zinsen

Bonds bergen hohe Rendite- und Gegenpartierisiken. Wenn, dann kurze Laufzeiten und nur beste Schuldner.

#### Aktien

Selektiv: Energie, Agro und Nahrung, Wasser, rezessionsresistente Branchen; wenn Einzeltitel, dann nur top Unternehmen ohne Schulden.

#### Altern. Anlagen

Anlagen in bewährten Themenfonds und long/short Hedge Funds mit tiefen Volatilitäten. Fonds müssen sehr liquide (handelbar) sein.

#### Energie, Rohstoffe

Langfristig attraktiv wegen Angebotsabbau. Können kurzfristig einer wirtschaftlichen Abschwächung ausgesetzt sein. Edelmetalle als Kernanlage.

#### Immobilien

Langfristige Verschuldung mit Fixsätzen wieder in Betracht ziehen. Renovationen durchführen. Mieterbonitäten überwachen.

#### Währungen

Alle Hauptwährungen sind schwach. Verschiebungen können schnell geschehen. Fokus auf Heimwährung. Edelmetalle als teilweiser Währungersatz.

#### Vorgehen

Neuanlagen nur in plausible und attraktive Langfristtrends und in mehreren Tranchen tätigen (zeitlich verzögert). Die Luft für dynamische Anleger, die die gegenwärtige Welle «mitreiten», ist dünner geworden. Vorsichtige Anleger sollten geduldig abwarten.