



In den nächsten Wochen werden Sie die Konto- und Depotauszüge Ihrer Banken in der Post haben. Hier lohnt es sich, ein paar Minuten für die Analyse aufzuwenden. Zusammen mit Ihrem Berater sollten Sie möglicherweise die folgenden Punkte besprechen:

Performance

- Liegt das Resultat im Rahmen der Erwartungen? Stimmt es auch «im Bauch»?
- Wurde die Performance mit einem systematischen, risiko-aversen Vorgehen erzielt oder ist der Berater/Portfolio Manager (zu) viele Wetten eingegangen?
- Wo liegt die Performance Ihres Portfolios im Verhältnis zu Vergleichsanlagen?

Depotzusammensetzung

- Wird die Vermögensallokation regelmässig überprüft und angepasst?
- Stimmt der Aktienanteil noch oder ist er infolge der guten Performance der letzten Jahre zu gross geworden? Hat der Berater/Portfolio Manager auch einmal Gewinne realisiert?
- Wie resistent ist das Portfolio gegen Rückschläge? Nicht immer haben wir so starke Erholungen wie in diesem Jahr.
- Fühlen Sie sich wohl mit den im Depot liegenden Produkten und Anlagen?

Kosten

- Wie hoch sind die direkten Kosten?
- Wie hoch sind die indirekten (und vor allem die versteckten) Kosten? Bei den Fonds zeigt die Messgrösse «TER» die Gesamtkosten sehr gut auf. Bei Mandaten lohnt es sich, die einzelnen Produkte näher anzuschauen.
- Stehen die Kosten in einem vernünftigen Verhältnis zur Netto-Performance für den Kunden?
- Wie oft wurde das Portfolio «gedreht»? Wurden unnötigerweise Transaktionskosten erzeugt?

Es kann sich durchaus auch einmal lohnen, eine unabhängige Zweitmeinung einzuholen. Externe Spezialisten haben den Überblick, sind niemandem ausser dem Auftraggeber verpflichtet und können wertvolle Anstösse geben.

EDITORIAL

Das vergangene Jahr ist für die meisten Anleger wiederum sehr erfreulich ausgefallen. Trotz den Korrekturen im Mai/Juni haben wir nach einer überraschend starken Erholung in den letzten Wochen neue Höchstkurse erlebt. Wer im Frühjahr ausgestiegen ist, hat viel Performance preisgegeben. Das zweite Halbjahr war aber auch geprägt von «Elefantenhochzeiten» an der Börse, einem geradezu unheimlich anmutenden Anstieg einzelner Aktien und einer stoischen Ruhe der Anleger. Nichts konnte das Vertrauen erschüttern.

Auf den beiden Innenseiten finden Sie die Überlegungen des Chef-Ökonomen der AQUILA Gruppe, Dr. Martin Hüfner, für das nächste Jahr. Er hat versucht, in einfachen Worten die Finanzmarktaussichten für das Jahr 2007 zu skizzieren. Der Grundtenor ist positiv. Dr. Hüfner zeigt aber auch auf, wo mögliche Risiken liegen. Und auf der vierten Umschlagseite haben wir unsere Markteinschätzung auf einen Blick in leicht verständlichen Pfeilen abgebildet.

Die AQUILA Gruppe ist ein Verbund unabhängiger Vermögensverwaltungsgesellschaften mit einem gemeinsamen Stammhaus, welches der Aufsicht der EBK (Eidgenössischen Bankenkommission) unterstellt ist. Das einmalige Geschäftsmodell hat sich am Markt bestens bewährt. Die Gruppe ist auch 2006 erfreulich gewachsen und verwaltet jetzt nahezu CHF 4 Mia. an Vermögenswerten.

Aber auch COTTONFIELD, eine der grossen Partnergesellschaften der Gruppe, hat sich im vergangenen Jahr gut entwickelt. Offenbar schätzen viele Kunden einen absolut unabhängigen Partner, welcher ihre Bedürfnisse umfassend wahrnimmt und ausschliesslich ihre Interessen vertritt. Unser Claim «Ihr persönlicher CFO» ist ein Versprechen für eine langjährige, engagierte und vertrauensvolle Zusammenarbeit.

Wir wünschen Ihnen und Ihren Familien frohe, unbeschwerte Festtage und dann einen guten Start ins 2007.

Ihre
 Peter Schuppli
 Michael Häusler
 Roy Darphin
 Daniel Eberhart





Finanzmarktrends 2007

- Die fundamentalen Bedingungen für die Entwicklung der Märkte im kommenden Jahr sind weiterhin gut, die Ertragsmöglichkeiten werden aber geringer.
- Gefahren kommen von der ungewöhnlichen Spaltung der Weltkonjunktur und von einer Verringerung der hohen Liquidität.
- Anleger sollten auf Sicht fahren. Das erste Halbjahr 2007 wird noch einmal gut, das zweite ist schwer absehbar.

Es ist ungut, wenn man den Wald vor lauter Bäumen nicht sieht. In meinen Kommentaren schildere ich immer wieder Detailspekte der weiteren Entwicklung. Das sind die Bäume. Jetzt ist es an der Zeit, auch einmal die Gesamtperspektive darzustellen, also den Wald.

Hier ist eine Zusammenfassung der aus meiner Sicht wichtigsten Finanzmarktrends 2007: Konjunkturrell ist das kommende Jahr insgesamt wieder gut, die Wachstumszentren verschieben sich aber. Das Schlagwort heisst Abkopplung («Decoupling»). Zum ersten Mal in der Geschichte der Nachkriegszeit wird sich die US-Konjunktur abschwächen, ohne dass davon die Weltwirtschaft insgesamt und vor allem auch die europäische Wirtschaft nennenswert tangiert werden. Europa wird schneller expandieren als die USA. Das ist eine neue Erfahrung. Es gibt gute Argumente, dass dies gelingen wird. Freilich haben wir mit einer solchen Situation keine Erfahrung – insofern bleiben Risiken, insbesondere im zweiten Halbjahr.

Die Preissteigerung wird sich in Grenzen halten. Die Angst vor Inflation ist grösser als die tatsächlichen Gefahren. Wenn es höhere Ölpreise in den letzten Jahren nicht geschafft haben, die Geldwertstabilität ernsthaft zu gefährden, wird dies auch eine bessere Konjunktur mit vielleicht höheren Löhnen nicht tun. Nach wie vor können

wir uns auf die preisdämpfenden Wirkungen der billigen Importe aus den Schwellenländern verlassen. Die längerfristigen Preiserwartungen halten sich in Grenzen (2 bzw. 2,5%).

Die Zentralbanken haben mehr Angst vor der Inflation als die Märkte. Der Fokus der Geldpolitik verschiebt sich von der Konjunktur zur Inflation. Die Federal Reserve wird die Zinsen nur so weit lockern, wie es für die Konjunktur unbedingt erforderlich ist. Die Europäische Zentralbank wird die Zinsen so weit erhöhen, wie es ohne Gefährdung der Konjunktur möglich ist. Die Japaner werden die Zinsen ebenfalls anheben. Das bringt Gefahren für die Konjunktur mit sich («Übersteuern»).

Der wichtigste gesamtwirtschaftliche Faktor für die Finanzmärkte ist die hohe Liquidität. Nirgendwo fehlt es an Geld, überall wird nach rentablen Anlagemöglichkeiten gesucht. Das stützt die Aktien- und Obligationenkurse sowie die Preise von Immobilien. Es führt aber auch zu aggressiven Verhaltensweisen einzelner Marktteilnehmer mit entsprechenden Gefahren für die Märkte insgesamt. Lange Zeit haben wir gedacht, die restriktive Geldpolitik der wichtigsten Zentralbanken der Welt würde die Liquidität aufsaugen. Das war ein Irrtum. Die Liquidität wird erst dann auf ein normales Mass zurückgehen, wenn (a) die Rohstoffpreise fallen und/oder wenn (b) die Devisenmarktinterventionen geringer werden. Bei diesen beiden Faktoren liegen die grössten Gefahren für die Finanzmärkte 2007. Wenn sich hier etwas Bedeutendes ändert, wird die Liquidität knapper – mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die Finanzmärkte. Ich gebe diesem Szenario eine Wahrscheinlichkeit von 40%.

Im Jahr 2007 leben die Aktienmärkte in Höhenangst. Die konjunkturrellen Gegebenheiten sind gut (Gewinne, Konjunktur). Die strukturellen Veränderungen bringen neue Chancen (Unternehmens-

zusammenschlüsse, Steigerung der Produktivität). Die Bewertung des Kursniveaus ist in Ordnung (beim DAX Kurs/Gewinn-Verhältnis von 14x, Kursniveau noch weit vom Höchststand im Jahr 2000 entfernt). Aber gerade weil dies alles so eindeutig ist, sollten die Anleger vorsichtig sein. Eine von Liquidität getriebene Hausse ist kein sanftes Ruhekissen. Für 2007 rechne ich nicht noch einmal mit zweistelligen Zuwachsraten.

Die Bondmärkte befinden sich in noch grösseren Höhen (Kurs/Gewinn-Verhältnis von 27x). Die Zinsen sind zu niedrig (auch wenn sich die Anleger zunehmend an das neue Niveau gewöhnen). Bei weiterhin hoher Liquidität auf den Märkten dürften die langfristigen Zinsen in den USA nicht steigen. In Europa werden sie konjunkturell bedingt etwas in die Höhe gehen. Die Renditestruktur bleibt flach.

An den Rohstoffmärkten ist es Zeit für eine Korrektur (auch wenn die meisten Rohstoffexperten dies immer wieder leugnen). Bei den hohen Preisen für viele Rohstoffe werden neue Reserven erschlossen. Abnehmer sparen beim Rohstoffverbrauch. Beides führt auf Dauer zu niedrigeren Preisen. Die Korrektur wird wegen der technischen Restriktionen aber nicht so schnell kommen (es kann sein, dass sie erst in der zweiten Hälfte 2007 oder gar erst 2008 richtig wirksam wird). Sie wird bei den einzelnen Rohstoffen unterschiedlich ausfallen. Durch die politischen Unsicherheiten in den Rohstoff produzierenden Ländern kann sie sich verzögern oder unterbrochen werden. Wenn die Rohstoffpreise auf breiter Front fallen, ist das für die Welt ein «mixed blessing». Die Rohstoff verbrauchenden Industrieländer können sich freuen. Die Rohstoff produzierenden Schwellenländer erleiden Einnahmehinbrüche (u.a. Russland, Lateinamerika, Mittlerer Osten). Die Finanzmärkte bekommen weniger Liquidität.

Gold profitiert von unterschwelligem, aber zunehmend verbreiteten Ängsten, dass es doch einmal zu Währungskrisen kommen könnte. Die industrielle Nachfrage, vor allem aus den Schwellenländern, steigt. Aber der Goldpreis ist schon hoch. Bei Preisen von über USD 700 wird die Luft dünn.

An den Devisenmärkten ist es Zeit für ein «Realignment» mit einem stärkeren japanischen Yen, einem festeren chinesischen Renminbi und einem von diesen beiden Währungen etwas mitgezogenem Euro sowie auf der anderen Seite einem schwächeren Dollar. Das kann bei den frei schwankenden Währungen wie dem Yen oder dem Euro, wenn der Prozess einmal in Gang kommt, schneller und weiter gehen als viele heute denken. Freilich ist die grosse Unsicherheit die Kehrtwende in der amerikanischen Politik nach dem Wahlsieg der Demokraten im Kongress. Niemand weiss, wie sich dies langfristig auf die Devisenmärkte auswirken wird. Auf der einen Seite fassen ausländische Investoren wieder mehr Vertrauen in die USA. Auf der anderen Seite könnte es aber sein, dass die Administration die Gunst der Stunde nutzt, um die strukturellen Probleme der Defizite anzugehen und die Wettbewerbsfähigkeit der amerikanischen Industrie gegenüber der ausländischen Konkurrenz zu verbessern. China wird weiter intervenieren, um die Aufwertung seiner Währung in Grenzen zu halten. Das stützt die internationale Liquidität.

Insgesamt sieht alles nach einem nochmals guten Jahr für die Finanzmärkte aus. Die Kursgewinne werden aber nicht mehr so hoch sein. Die Rückschlagsgefahr wächst. Planen Sie daher nicht zu langfristig und sichern Sie auch Gewinne.

Aquila Investment AG
Dr. Martin Hüfner

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Ansichten beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch können wir weder für die Zuverlässigkeit noch für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Quellen garantieren. Diese Informationen und Ansichten begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigung sonstiger Transaktionen. Interessierten Investoren empfehlen wir dringend, ihren persönlichen Anlageberater zu konsultieren, bevor sie auf der Basis dieses Dokumentes Entscheidungen fällen, damit persönliche Anlageziele, finanzielle Situation, individuelle Bedürfnisse und Risikoprofil sowie weitere Informationen im Rahmen einer umfassenden Beratung gebührend berücksichtigt werden können.

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	:::	+/-	CHF stark	:::	+/-	CHF stark
EUR /xx	+/-	:::	€ stark	+/-	:::	€ stark
CAD /xx	CAD neg.	CAD neg.	+/-	+/-	+/-	CAD stark
Einschätzung:	für nächste 3-6 Monate			für nächste 6-12 Monate		
Preise:						
Öl & Gas		↗			↗	
Edelmetalle		↗			↗	
Rohstoffe		→ ↘			→	
Wirtschafts-entwicklung:						
Europa		→ ↘			→	
USA		↘			→	
Japan		→			→	
China / Asien		→ ↘			→	
Südamerika		→ ↘			→	
Finanzmärkte:	volatil, Sektorenweise sinkend			stabil, auf tieferem Niveau		
Unternehmensgewinne	schwächer			stabil, auf tieferem Niveau		
Energieversorgung	Störungen möglich			Störungen möglich		
Währungskrise: Vertrauensschwund	möglich			wahrscheinlich		
Investorenvertrauen sinkt rasant	möglich			möglich		
Geopolitisches Ereignis	möglich			möglich		
Asset Allocation:	Vorsichtiger Anleger			Dynamischer Anleger		
	Bandbreite	Zielgrösse		Bandbreite	Zielgrösse	
		3-6 Mte	6-12 Mte		3-6 Mte	6-12 Mte
Liquidität	0 - 50	25%	15%	0 - 80	30%	15%
Obligationen	0 - 70	35%	35%	0 - 30	15%	10%
Aktien	0 - 30	20%	25%	0 - 80	20%	30%
Alternative Anlagen	0 - 15	10%	15%	0 - 30	15%	15%
Trend & Rohstoffe	0 - 20	10%	10%	0 - 40	20%	30%
Immobilien	0 - 50	ja	ja	0 - 50	ja	ja
andere	0			0		
TOTAL in %	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Kommentar: Weiterhin ungewisses Anlageumfeld = erhöhte Liquiditätshaltung!

- Die Börsen haben sich über Erwartung gut entwickelt. Die hohen Niveaus sind aber anfällig geworden.
- Die Investoren sind vorsichtig und die Handelsvolumina eher klein. Hohe Liquidität und moderate Zinsen stützen die Märkte weiter.
- Gefahr einer Kettenreaktion: Investoren negieren Risiken wie U.S. Housing, China (Wirtschaft, Aufwertung), Carry Trade, geopolitische Ereignisse, etc.
- Irak, Iran und Gesamtentwicklung im Mittleren Osten kann sehr schnell eskalieren (mit Einfluss auf die Energiepreise).
- Durch weitere wirtschaftliche Abschwächungen kann es zu Korrekturen bei Energie- und Rohstoffpreisen kommen.
- Zinssatzentwicklungen bleibt unklar. Zinssatzunterschiede halten das Carry Trade aufrecht und können zu grossen Währungsschwankungen führen.
- Schwellenländer bleiben Risiko behaftet: Abhängigkeit Kapitalströme, wirtsch. Abschwächung in Industrieländern, tiefere Rohstoffpreise.

Anlageempfehlungen: in die Stärke verkaufen – bei Schwäche wieder aufbauen

- Generell: Grundsätzlich unverändert seit unserer letzten Einschätzung. Börsenkorrektur zu erwarten.
- Aktienmärkte: Bei langfristigen Trendanlagen, Large Caps und Regionen die Korrekturen für den Aufbau nutzen.
- Währungen: Schwergewicht: Rohstoffwährungen und wenige andere, ausgewählte Währungen, Edelmetalle.
- Obligationen: Empfehlung ist währungsabhängig. Allenfalls Kombination von kurzen und längeren Laufzeiten.
- Emerging Markets: Vorsicht! (inklusive China) - aber Korrekturen für den gezielten Aufbau von Positionen nutzen.
- Energie, Rohstoffe: Krisengebiete vermeiden, Schwergewicht auf alternative Energien, Edelmetalle, spezifische Rohstoffe, etc.

Eine klare Unterscheidung zwischen Kern-, Defensiv- und Spekulativ-Anlagen empfiehlt sich!



FAMILY OFFICE AG
COTTONFIELD

COTTONFIELD FAMILY OFFICE AG
Bahnhofstrasse 28a · Paradeplatz · CH-8001 Zürich
Telefon +41 44 215 18 65

Mitglied der AQUILA Gruppe

www.cottonfield.ch