

2. Quartal 2010

In eigener Sache

Eric Dan heisst unser jüngster Nachwuchs. Der Sohn von Sanda und Daniel Meier ist am 8. Januar zur Welt gekommen. Die Mama bezieht derzeit noch Mutterschaftsurlaub und wird Mitte April ihre Arbeit wieder aufnehmen.

Südafrika, wir kommen



Editorial

Das Jahr 2009 hatte viele von uns überrascht. Nach dem Einbruch im März hat das darauf folgende Rally viele vorsichtige Anleger abgestraft. Und jetzt stehen wir – mit umgekehrten Vorzeichen – vor dem gleichen Dilemma: Kommt die erwartete Korrektur, gehen wir in eine Seitwärtsbewegung über oder ziehen die Märkte weiter an? Eine zu tiefe Aktienquote verhindert ein Mitziehen, eine zu hohe gefährdet das Anlagevermögen unnötig. Auf Seite 4 finden Sie unsere Überlegungen zum Thema.

Die im Juni anstehende Fussball-WM hat zu einer stärkeren Präsenz Südafrikas in den Medien geführt. Wir versuchen, ein Bild zu zeichnen, das über Kriminalität und Sonnenuntergänge hinausgeht. So widersprüchlich, wie sich die Darstellung zum Teil präsentiert, so schwierig ist das Land zu fassen. Unser spezieller Dank gilt Wolfgang Drechsler in Kapstadt, den langjährigen Afrika-Korrespondenten für verschiedene deutschsprachige Wirtschaftsmedien. Er kennt das Land seit über 25 Jahren und hat die Entwicklungen hautnah mitverfolgt.

Eine unabhängige Marktmeinung zu haben, ist nicht immer einfach. Wir setzen alles daran, unseren Kunden ein möglichst realistisches Bild zu vermitteln. Aus diesem Grund arbeiten wir mit einer Anzahl ausgewählter, unabhängiger Spezialisten zusammen.

Ihr
Cottonfield Team

Südafrika

Südafrika, wir kommen! Bis jetzt hält sich die Reiselust vieler Fussballfans in Grenzen. Aber vielleicht ist das sogar gut so: Dadurch erhalten die Einheimischen Tickets, die sie sonst nie hätten kaufen können. Und das wunderbare Land bleibt ein «Geheimtipp» und verkommt nicht zur billigen Destination für den Massentourismus. Sport wird wieder das, was er einmal war: ein faires Kräfteressen statt einer kommerziellen Grossveranstaltung, in welcher der Sport nur Mittel zum Zweck ist.

Südafrika hat seit dem Umbruch vor 15 Jahren sehr viel erreicht. Das Wachstum ist eindrücklich, und die Fortschritte sind überall sichtbar. Allein für die WM-Vorbereitungen hat die Regierung über CHF 6 Mia. in die (Bau-)Wirtschaft gepumpt. Dabei wird allerdings oft vergessen, dass diese Mittel nun für die Errichtung neuer Schulen und die Modernisierung der Spitäler fehlen. Vor allem die mangelnde – und für viele Familien unerschwingliche – Schulinfrastruktur ist eine Zeitbombe.

Die Energieversorgung hinkt seit Jahren stark hinter dem Bedarf nach und funktioniert derzeit nur, weil viele Rohstoffminen geschlossen wurden oder die Fördermenge reduziert haben. Die steigenden Strompreise belasten trotz massiver Subventionierung die Ärmsten am stärksten (von CHF 150 Altersrente pro Monat gehen bis zu einem Fünftel für Elektrizität weg!).

Viele gut ausgebildete Menschen, vor allem Weisse, verlassen das Land: rund 300 pro Monat. Sie suchen eine neue Heimat in Australien, Neuseeland, England oder den Emiraten. Dadurch fehlen qualifizierte Fachleute an allen Ecken und Enden.

Als Aussenstehende werden wir das Land und die afrikanische Kultur nie verstehen können. Präsident Zuma hat das in London Anfang März erneut sehr deutlich gesagt. Die Politik ist nach einer «Post Apartheid Nelson Mandela»-Phase des «Aufeinanderzugehens» heute wieder stark vom früheren Stammesdenken und einer «Das-steht-mir-zu»-Mentalität geprägt. Der Häuptling und seine engsten Vertrauten ignorieren die Gewaltentrennung, scheren sich um den Eigentumsbegriff und legen die Konstitution zu ihren Gunsten aus. Das Volk hat sich zu fügen. Eine schmale schwarze Oberschicht hat es zu sehr viel Reichtum gebracht. Der breiten Masse geht es heute oftmals schlechter als in den 1980er- und 90er-Jahren. Es fehlt an allem: Schulgeld für die Ausbildung der Kinder, Gesundheitsversorgung, Altersvorsorge, Wohnraum, etc. Die

vielen Flüchtlinge aus Mittelafraka (rund ein Achtel der 42 Millionen Einwohner) und 14 Mio. Sozialhilfeempfänger belasten das Staatsbudget und die Infrastruktur enorm. Die (offizielle) Arbeitslosigkeit beträgt rund 35% und nimmt in gewissen Provinzen ein Ausmass von bis zu 80% an. Der Anteil der HIV-positiven Erwachsenen im Erwerbsalter liegt bei 24%. Die Kriminalitätsrate ist hoch, und die Staatsangestellten sind schlecht bezahlt. Die «Volksvertreter» des regierenden ANC leisten sich sämtliche Privilegien und haben als so genannte «tenderpreneurs» sicher gestellt, dass viele lukrative Staatsaufträge an durch sie beherrschte Firmen gehen. Auf der anderen Seite sind viele Industrien auf dem Weltmarkt nicht mehr konkurrenzfähig, weil sie zu teuer produzieren. Schlüsselfähigkeiten, wie der Bau von Kraftwerken, werden heute durch Dritte von ausserhalb des Landes erbracht. Das macht das Land abhängig.

Das nach wie vor oligopole Bankensystem hat die Bankenkrise wegen der Devisenbeschränkungen des Landes fast völlig unbeschadet überstanden. Allerdings sind die faulen Inlandkredite in der Zwischenzeit auf über 6% der Ausleihungen angestiegen. Die hohen Zinsen (über 8% für Staatsanleihen) ziehen viele ausländische Investoren an und machen den Rand anfällig für Carry-Trades.

Südafrika wurde schon oft totgesagt. Es wird aber auch dieses Mal alle kritischen Stimmen betreffend Fussball-WM Lügen strafen und die Spiele erfolgreich durchführen: T.I.A. (This Is Africa). Allerdings mehren sich die Zeichen, dass das Land einen gefährlichen Kurs einschlägt, der schon viele andere afrikanische Länder ins Verderben geführt hat. Beispiele dazu:

- Die Rückgabe vieler Farmen an die ursprünglichen schwarzen Besitzer hat dazu geführt, dass 90% davon nicht mehr rentieren.
- Die seinerzeit weisse Regierung hat immer gewusst, dass sie die schwarzen Landsleute braucht, um erfolgreich zu sein. Der weitgehend schwarze ANC ist zu stolz, um sich das Wissen und die Arbeitskraft der Weissen zu sichern.
- Die Unternehmen werden mit immer neuen Auflagen schikaniert. Der Anteil der Schattenwirtschaft ist gross.
- Die vielen schwarzen Neuzuzüger aus anderen afrikanischen Staaten sind dem regierenden ANC nahe und bilden ein starkes Wählerpotenzial. Wo immer der ANC auch lokal die Mehrheit übernehmen kann, werden sofort alle Vertrauenspositionen mit linientreuen Mitgliedern besetzt.

Das Land zersplittert immer stärker, und die Unterschiede weiten sich aus. Die wohlhabende Provinz «Western Cape» mit solidem Wachstum und der mutigen Ministerin Helen Zille bietet eine attraktive Zukunft. Aber bereits um die Nachbarprovinz «Eastern Cape» ist es schlecht bestellt. Die nördlichen Provinzen leiden unter dem Rückgang

der Minen, und auch in Johannesburg nimmt die Lebensqualität laufend ab. Und doch kommen jedes Jahr viele Menschen ans Land am Kap und begründen hier eine neue Zukunft. Kaum ein Land bietet so viele Perspektiven wie Südafrika. Doch es wäre nicht das erste afrikanische Land, das sein enormes Potenzial ungenutzt ließe.

Research

Unsere Kunden schätzen unsere Unabhängigkeit bei der makroökonomischen Lagebeurteilung. Sie erhalten damit ein weitaus sachlicheres Bild als von den meisten Banken, welche als Daueroptimisten die Produkt-Verkaufsmaschine am Laufen halten müssen.

Die meisten unserer Meinungsbildner sind völlig unabhängig und haben über die Jahre ein eigenständiges Profil entwickelt. Sie können es sich leisten, nicht mit dem «main stream» zu schwimmen. Ein Auszug aus unserer Liste:

BCA Research	Unabhängige kanadische Research Firma
Capital Economics	Unabhängige Research Firma
David Rosenberg	Ehemaliger Chief-Economist von Merrill Lynch und nun unabhängige Stimme bei Gluskin Sheff in Kanada
Investor Insight / John Mauldin	unabhängige, wöchentliche makroökonomische Meinung
CLSA	Asiatische Research und Brokerage Firma
Dieter Wermuth	Wermuth Asset Management, Frankfurt, Spezialist für Ostländer
Stansberry Research	Unabhängiges Investment Research
Fallstreet.com	Internationale Wirtschaftszeitungsartikel
Financial Times, Economist und andere Tages- und Fachpresse	

Im Anlagekomitee unseres Stammhauses Aquila Investment AG ist Cottonfield ebenfalls vertreten. Auch dort werden unabhängige Meinungen aufbereitet und in eine kondensierte Form gebracht. Dr. Martin Hüf-

ner als Chief Economist der Aquila Gruppe leistet mit seinen unabhängigen makroökonomischen Einschätzungen viel beachtete Beiträge dazu.

Timing

Früher oder später bekommt jeder Ökonom Recht. Die Frage ist nur, wie lange er es sich leisten kann, seine Meinung zu vertreten. Die schlechtesten Ratgeber an der Börse sind Ungeduld und die Vorstellung, kurzfristig immer den richtigen Zeitpunkt treffen zu können. Eine sauber formulierte Strategie über mehrere Jahre konsequent umgesetzt bringt deutlich bessere Resultate als permanente Anpassungen.

Auch die makroökonomischen Eckdaten wechseln meist nur langsam, und sie kündigen sich frühzeitig an. In den Medien werden die Entwicklungen aber unterschiedlich interpretiert und – vielfach auflagentechnisch bedingt – entsprechend unreflektiert aufbereitet. Daher verschiebt sich unsere Wahrnehmung, obwohl sich an der Grosswetterlage grundsätzlich nichts geändert hat.

Cottonfield – Aktuelle Markteinschätzung

	für nächste 3-6 Monate			für nächste 6-12 Monate		
	CHF	EUR	USD	CHF	EUR	USD
Indikatoren						
Zinsen – kurz	→	→	→	→	→	→
Zinsen – lang	→	→	→	→ ↗	→ ↗	→ ↗
CHF / xx	x	CHF ↗	USD ↗?	x	?	?
EUR / xx	Bandbreite	x	USD ↗	?	x	?
CAD / xx	CAD ↗	CAD ↗	CAD ↗	?	?	?
Wirtschaftsentwicklung	für nächste 3-6 Monate			für nächste 6-12 Monate		
Europa	} Exportländer unter Druck Kreditvergabe weiter restriktiv langsame Erholung oder globaler Double Dip?			→		
USA				→		
Japan				→		
China / Asien				→		
Südamerika				→		
Unternehmenszahlen	tieferes Niveau, Ausnahmen			tieferes Niveau, Ausnahmen		
Inflation / Deflation	Deflation			Deflation od. Stagflation		
Anlagemärkte	Anlagenotstand: Wo investieren? Ausprägung der Verzerrungen? Korrekturrisiko			ungewiss Stabilisierung auf tieferem Niveau nachhaltige Erholung in 2011/2012		
Finanzsystem	stabilisiert aber nicht saniert – anfällig			saniert und reguliert?		
Energie, Rohstoffe	Sinkende Nachfrage?			Nachfrage > Angebot?		
Währungen	volatil			Revision Währungssystem?		
Emerging Market Bewertungen	Korrekturpotential			tieferes Niveau, Ausnahmen		

Einschätzung Anlageumfeld:

«Im Auge des Sturms»: Sehen wir nach nun 12 «ruhigen» (beruhigenden) Monaten nochmals einen grösseren Rückschlag oder flaut der Sturm ab?

Seit dem Börsen-Tiefstand vor einem Jahr hat sich die Stimmung verbessert – doch viele Probleme sind nicht vom Tisch. Notwendige/absehbare Veränderungen in Wirtschaft, Finanzsystem, Politik und Sozialwesen sorgen für Unsicherheit.

Wirtschaft

Die Konjunkturprogramme sind am Auslaufen. Die Hauptwirtschaften in den reifen Märkten müssen nun eine unabhängige Eigendynamik beweisen.

Ideal: Langsame Erholung. Unvorteilhaft: Rasante Erholung oder Rückfall mit Problem der Staatsverschuldung

Gefahr: Schwache wirtschaftliche Entwicklung in den Industrieländern wird durch Staatsfinanzkrisen unterlaufen.

Finanzsystem

«Altlasten» + neuer, rezessionsbedingter Abschreibungsbedarf + Erhöhung Mindestkapital führt zu Kapitalbedarf der Banken

Bonds / Zinsen

In den Industriestaaten überwiegen die deflationären Kräfte. Kurze Zinsen werden tief gehalten.

In den Emerging Markets steigen die Zinsen eher. Risikospreads insgesamt dürften wiederum steigen.

Aktienmärkte

Nach einer fulminanten Erholung wird die Luft dünner. Trotz abnehmender Handelsvolumina steigen die Märkte.

Währungen

Staatsfinanzen werden wohl vermehrt die Devisenkurse beeinflussen. Damit wächst die Gefahr einer Regulierung.

Politik

Die Staatsverschuldungen stellen eine riesige Herausforderung dar. Sie bergen das Potential, «die Welt zu verändern». Zinsen müssen tiefgehalten werden, da sonst der Schuldendienst noch grösser wird.

Anlageempfehlungen:

Höchste Aufmerksamkeit um schnell auf Entwicklungen reagieren zu können.

Generell

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

Liquidität

Weiterhin genügend hohe Liquidität halten – trotz tiefster Verzinsung. Sorgfältige Auswahl der Anlagebanken.

Obligationen / Zinsen

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

Schwankungsrisiken bei Fremdwährungen.

Aktien

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

Altern. Anlagen

Bewährte Themenfonds mit klarem Profil und tiefen Volatilitäten. Fonds müssen sehr liquide (handelbar) sein.

Energie, Rohstoffe

Langfristig attraktiv wegen Angebotsabbau. Können kurzfristig unter einer wirtschaftlichen Abschwächung leiden.

Immobilien

Langfristige Refinanzierungen (Fixhypotheken) anstreben. Renovationen durchführen.

Mieterbonitäten überwachen.

Währungen

Alle Hauptwährungen sind schwach. Verschiebungen können schnell geschehen. Fokus auf Heimwährung.

Edelmetalle als teilweiser Ersatz.

Edelmetalle

Kernquote Gold halten; ergänzen durch Silber und ggf. andere Edelmetalle.

Vorgehen

Definiertes Anlageprofil beibehalten. (Unnötige) Risiken werden derzeit nur ungenügend entschädigt.

Neuanlagen nur in plausible und attraktive Langfristtrends und in mehreren Tranchen tätigen (zeitlich verzögert).

Vorsichtige Anleger sollten geduldig abwarten, auch zeitweilig Gewinne realisieren («rebalancing» des Portfolios).