

*that's the way
we see it ...*

Oktober 2011 – April 2012

Überblick *Seite 2*

USA *Seite 3*

Europa *Seite 5*

Asien/Australien *Seite 6*

Rohstoffe *Seite 9*

Agraranlagen *Seite 10*

Ausblick *Seite 10*



*that's the way
we see it ...*

Überblick

Von der Schuldenkrise zur Staatskrise – Die Immobilienkrise hat sich über die Bankenrettung zur Staatskrise gesteigert. Für die nächste Zukunft beschneiden die Schulden-Deflation in Europa, Bilanzbereinigung der US-Konsumenten, ein fragiles Bankensystem in den G7-Staaten und massiv steigende Staatsschulden und Defizite der laufenden Rechnung die Wachstumsmöglichkeiten – zumindest in der westlichen Welt. Wie konnte es so weit kommen? Diese Frage muss für Amerika anders beantwortet werden als für Europa.

In Amerika haben sich Boom- und Bust-Phasen bis Ende der 30er Jahre abgewechselt. Nach der grossen Depression hat der Staat begonnen, die Zyklen zu glätten, indem soziale Abfederungen aufgebaut wurden und der Staat in die Nachfrage-lücke sprang – getreu der Keynes-Theorie. Nach der Aufhebung des USD-Goldstandards hatte der Staat die ganze Bandbreite von leichtem Geld, Fiskaldefiziten und schwachem USD zur Verfügung, um die Nachfrage zu stimulieren. Aufgebaute Blasen wurden nie mehr ganz korrigiert. Jede neue Krise hat auf höherem Niveau begonnen. Das Platzen der Immobilienblase mit nachfolgender Finanzkrise in den Jahren 2007 bis 2009 hat endlich die Grenzen der Staatsverschuldung aufgezeigt. Somit fällt der Staat für das Keynes-Prinzip aus. Gleichzeitig wurde das FED gezwungen, die Ausrichtung auf das alleinige Ziel der Konsumentenpreis-Stabilität aufzugeben. Die eingeleitete Geldschwemme hat die Zwischenziele von tiefen Zinsen, schwachem Dollar und guter Börse erreicht, das Endziel einer Revitalisierung der Wirtschaft jedoch verfehlt.

Die Konsumenten waren nicht bereit, sich neu zu verschulden. Der schwache Dollar hat den Börsen bis vor kurzem geholfen und den Unternehmen Gewinnwachstum gebracht. QE (Quantitative Easing) hat somit zwar die Unternehmen gestärkt, aber nicht die Arbeitnehmer. Kurzfristig wäre die Verschuldung der USA kein Problem, da der USD nach wie vor die dominierende Reservewährung ist und sich die Zinsen sowie die Steuerlast auf tiefem Niveau befinden. Mittelfristig werden jedoch schwaches Wachstum, Demographie und weiter steigende Staatsverschuldung zu einer tickenden Zeitbombe, bei der das FED keine andere Wahl hat, als die Staatsschulden zu monetarisieren. Der gordische Knoten wird möglicherweise über Dollarzerfall und Inflation gelöst.

In Europa bestehen die Parallelen zu Amerika in der Anwendung der Keynes-Theorie, einer expansiven Niedrigzinspolitik und dem nachfolgenden Platzen der eigenen Immobilienblase und Bankenunterstützung mit der Folge einer riesigen Staatsverschuldung. Die Geldmengenausweitung sollte nach dem ursprünglichen Maastricht-Vertrag auf 3% des Bruttonettoproduktes begrenzt bleiben, und der Europäischen Zentralbank wäre eine weitergehende Monetarisierung der Staatsschulden eigentlich nicht erlaubt. Bis heute hat die Zentralbank nur in kleinem Rahmen Staatsschulden aufgekauft. Wie viel davon neutralisiert wurden, ist unbekannt. Der Reputationsschaden dagegen ist umso grösser. Da der Euro nicht zu einer Weltreservewährung herangewachsen ist und das Euroland als Staatenbund mit weitreichender Autonomie in den Staatsfinanzen ausgestaltet ist,

*that's the way
we see it ...*

USA

wird die Refinanzierung zu verkraftbaren Zinsen der einzelnen Staaten immer schwieriger. Austeritätsprogramme vermindern zusätzlich das Wachstum. Aufgrund unterkapitalisierter und schwacher Banken sowie widersprüchlicher Politik lassen Lösungen zum europäischen Problem weiter auf sich warten. Kurzfristig ist die Einführung einer Transferunion via ESZB (Europäische Stabilisierungsfazilität) respektive Eurobonds möglich. Dies würde dem Weg der Sozialisierung der Kosten wie bis anhin entsprechen. Mittelfristig wird man nicht um eine Bereinigung des Finanzsektors und der Abwicklung geordneter Insolvenzen einzelner Staaten herumkommen. Ein Austritt dieser Staaten aus dem Euro aus Wettbewerbsgründen ist nicht zu umgehen.

Wirtschaft – Die amerikanische Wirtschaft kommt nicht in Schwung. Das Konsumentenvertrauen schwindet, der Binnenkonsum als wichtigster Pfeiler der amerikanischen Wirtschaft stagniert. Das prognostizierte Wirtschaftswachstum wurde kräftig nach unten korrigiert und liegt nun für 2011 schätzungsweise bei 1,5%. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) zeigt im August mit 50,3% zwar immer noch ein leichtes Wachstum an, weist aber den tiefsten Wert seit Juli 2009 auf. Obwohl ein Rückfall in die Rezession nicht wahrscheinlich ist, bleiben die Wachstumsaussichten eingetrübt. Zudem mehren sich die Zeichen, dass sich die Wirtschaft nicht nur in einer zyklischen Abschwächung befindet, sondern auch strukturelle Schwächen aufweist. Die Arbeitslosigkeit stagniert bei 9,1%. Durch den schnell wachsenden Import günstiger Produkte aus Asien sind die industrielle Basis und damit auch qualifizierte Arbeitsplätze gefährdet.

Mit der Ankündigung der «Operation Twist II» soll der Eigenheimbesitzer mittels tieferen Hypothekarzinsen entlastet und damit die Konjunktur gestützt werden. Das eingesetzte Instrument weist ähnliche Züge auf wie die 1968 unter dem Namen «Operation Twist» durchgeführte geldpolitische Aktion. Rund USD 400 Milliarden sollen im Portfolio des Fed umgeschichtet werden, indem US-Staatsanleihen mit kurzen Laufzeiten verkauft und in langlaufende Staats- sowie hypothekenbesicherte Anleihen reinvestiert werden. Die Wirkung liess nicht auf sich warten. Die Renditen für zehnjährige Staatsanleihen sind auf ein historisches Tief von weniger als 1,9% gefallen. Der Marktzins für 30-jährige Festhypotheken liegt aktuell bei etwa 4%,



*that's the way
we see it ...*

85% der Eigenheimbesitzer bezahlen allerdings immer noch einen Zins von über 5%. Das Einsparungspotenzial durch günstigere Refinanzierungen wird auf rund USD 20 bis 30 Milliarden geschätzt. In Anbetracht des immer noch fragilen Immobilienmarktes zwar eine hilfreiche, aber längst nicht ausreichende Massnahme, um die schwächelnde Wirtschaft nachhaltig zu stimulieren. Aufgrund der strengeren Richtlinien der Banken bei der Kreditvergabe könnte zudem der gewünschte Effekt gedämpft werden.

In den nächsten drei Jahren stehen über 50% der US-Staatsanleihen zur Refinanzierung an. Trotz politischem Widerstand, vor allem aus dem republikanischen Lager, gehen wir davon aus, dass die ZIRP (Zero Interest Rate Policy) und die QE-Programme uns noch längere Zeit begleiten und somit auch die Volatilität an den Finanzmärkten hoch halten werden. Die Monetarisierung der Schulden durch eine weitere Abwertung der Währung ist damit nur eine Frage der Zeit. Die verbesserte Konkurrenzfähigkeit durch eine Währungsabwertung reicht aber für eine nachhaltige und stabile Wirtschaft nicht aus. Investitionen in Infrastruktur, Bildung und Innovation sind für strukturelle Veränderungen unerlässlich, auch wenn die Früchte dieses schmerzvollen Anpassungsprozesses die nächste oder übernächste politische Garde ernten wird.

Aktienmärkte – Im Vergleich zu den übrigen Weltbörsen in Europa und Asien hat sich der S&P gut gehalten und musste seit Jahresbeginn lediglich ein Minus von knapp 3% verkraften. Eine expansive Geldpolitik sowie ein schwacher Dollar stützen

den Exportsektor und somit die Aktienmärkte. Für 2011 wird für den S&P ein P/E von 12,2 geschätzt, was unter den aktuellen Gewinnschätzungen attraktiv erscheint. Allerdings sehen wir das Risiko, dass eine weitere Abschwächung der Wirtschaft in den aktuellen Kursen noch nicht eingearbeitet ist. Wir bevorzugen weiterhin Aktien grosskapitalisierter Unternehmen mit nachhaltigen Cashflows und attraktiven Dividendenrenditen aus defensiven Branchen wie Nahrungsmittel, Pharma, Versorger und Telekommunikation.

Währung – Der USD zeigte zumindest kurzfristig wieder die Qualitäten als einzige weltweite Reservewährung. Wir erachten allerdings die temporäre relative Stärke des Dollars als technische Reaktion in einem langfristigen Abwärtstrend. Die fortgeführte expansive Geldpolitik des FED, strukturelle Schwächen der amerikanischen Wirtschaft und die Sorgen über die Entwicklung der Staatsschulden stützen dieses Szenario.



*that's the way
we see it ...*

Europa

Wirtschaft – Im Vergleich zur letzten Ausgabe hat sich das Wachstum auch in Europa eingetrübt. Insbesondere Deutschland überraschte mit einem nur noch marginalen Wachstum von 0,2 Prozent im zweiten Quartal. Die starken Euroländer werden schwächer, und die schwachen werden durch die eingeleiteten Sparmassnahmen noch schwächer. Deshalb sind weitere Verwerfungen innerhalb der Eurozone vorprogrammiert. Kurz- und mittelfristig werden die Fiskaldefizite weiter zunehmen – trotz Sparanstrengungen. Im Weiteren ist die Vermögens- und Verbindlichkeitsstruktur in Europa äusserst komplex, da die Länder gegenseitig verschuldet sind. Ein Ausfall nur eines Landes wird deshalb quer durch Europa Folgen haben. Die europäischen Banken leiden immer noch unter der Überdehnung der Ausleihungen, schlechten Kreditrisiken und generell unter einer Unterkapitalisierung. Über all diesen Schwachpunkten schwebt das Damoklesschwert der Demographie. Die arbeitende Bevölkerung Europas hat ihren Zenit 2010 überschritten, das heisst, die Anzahl der Steuerzahler wird längerfristig sinken und Europa seine industrielle Basis verlieren. Was bedeutet dies kurzfristig für die nächsten sechs Monate?

Rezessionsängste werden abwechselnd mit Sorgen über die Staatenverschuldung weiter zu stark schwankenden Aktien- und Obligationenmärkten führen. Die fiskalischen Möglichkeiten in Europa sind begrenzt: Einnahmeseitig stossen wir mit der bestehenden Besteuerung an Grenzen, und ausgabeseitig lässt sich nicht unbegrenzt sparen wegen Rückkoppelungen auf das Wachstum. Folglich liegt die einzige wirkliche Handlungsfähigkeit bei der

Europäischen Zentralbank und der EFSF (European Financial Stability Facility). Die EZB kann weiterhin die Staatsschulden monetarisieren, und die EFSF institutionalisiert die Transferunion. Eine kurzfristige Änderung der Zusammensetzung der Euromitglieder ist ebenso unwahrscheinlich wie Strukturänderungen in den Mitgliedstaaten, u. a. Arbeitsmärkte, Gesundheits- und Sozialwesen, aufgeblähte Staatsapparate. Eine weitere Machtzentralisierung in Brüssel ist kurzfristig undenkbar. Ein Massnahmenpaket für eine «geordnete» Insolvenz einzelner Staaten ist ebenfalls nicht zu erwarten. Somit bleiben die Politiker die Getriebenen des Marktes. Dies lässt den Euro und den Markt für Staatsanleihen in äusserst fragilem Zustand verbleiben.

Aktienmärkte – Die europäischen Börsenplätze haben dieses Jahr zwischen 5 und 15% verloren. Zum Vertrauensverlust kommt jetzt noch die Erkenntnis geringeren Wachstums in den bisherigen starken EU-Ländern. Stehen wir vor einem konjunkturbedingten Bärenmarkt oder wiederholt sich 2008? Die grosszügige Geldversorgung könnte eine Rezession verhindern, aber ein marginales Wachstum wird über kurz oder lang die Gewinne der Unternehmen tangieren. Weiter negativ fallen die Finanzsituationen der Regierungen ins Gewicht sowie heftige Wechselkursbewegungen. Unter momentanen Gewinnerwartungen sind die Märkte billig und überverkauft. Trotzdem raten wir zur Vorsicht. Papieren aus dem nicht zyklischen Bereich mit guter Dividendenrendite geben wir den Vorzug (Pharma, Nahrungsmittel). Risikofreudige Investoren mögen auch vereinzelt Titel aus dem Industriebereich akkumulieren (ABB, Holcim).

*that's the way
we see it ...*

Asien/Australien

Obligationenmärkte – Der Markt für Staatsanleihen zeigt sich hoch volatil. In Griechenland zeigen die Preise eine Staatspleite an. Die restlichen peripheren Euroländer kommen abwechselnd negativ in den Fokus. Die Unsicherheit geht so weit, dass die Prämien zur Versicherung deutscher Bundesanleihen zu steigen beginnen. Wir bleiben bei guten Unternehmensanleihen und gehen nicht über fünf Jahre. Es bleibt ein Restrisiko, dass es zu Störungen an den europäischen Märkten für Staatsanleihen kommt. Das zögerliche Aufkaufen durch die EZB wird dann überhaupt nicht mehr helfen.

Währung – Die Bekanntgabe eines Mindestkurses EUR zu CHF von 1,20 durch die Schweizerische Nationalbank hat den Franken im Euroraum aufgehen lassen. Die daraus möglichen inflationären Entwicklungen sind erst viel später zu erwarten. Die nordischen Währungen (NOK, SEK) könnten den Franken als «Safe Haven» ablösen. Im Vergleich EUR zu USD – beides weiche Währungen – geben wir dem USD den Vorrang. Die Probleme in Europa sind akuter und im Staatenbund schwieriger zu lösen. In der Referenzwährung EUR empfehlen wir einen Fremdwährungsanteil von bis zu 35%.

Wirtschaft – In China verlangsamt sich das Produktionswachstum weiter. Dafür verantwortlich sind die geldpolitische Straffung, Arbeits- und Stromausfälle, die aussenwirtschaftliche Aktivität sowie die schwächere Binnennachfrage, die aus der inflationsbedingt reduzierten Kaufkraft der Konsumenten resultiert. Dennoch hielten sich die Indikatoren für die Binnennachfrage wie Einzelhandelsumsätze und Anlageinvestitionen relativ gut und sind vom Szenario einer «harten Landung» noch ziemlich weit entfernt.

Eine günstige Politik (z. B. Erhöhung der Mindestlöhne), mit der die Wirtschaft neu stärker auf die Binnen- als auf die Auslandsnachfrage ausgerichtet werden soll, dürfte langfristig zu nachhaltigem Wachstum führen. Indessen sollten die jüngste Stabilisierung der Lebensmittelpreise und das langsamere Geldmengenwachstum für nachlassenden Inflationsdruck und ein mögliches Ende der geldpolitischen Straffung sorgen. Die Zentralregierung dürfte ihre starke Bilanz aktiv nutzen, um das Risiko eines Konjunkturrückgangs zu kontrollieren.

In den übrigen asiatischen Schwellenmärkten (ohne Japan) wird ebenfalls eine Wachstumsverlangsamung erwartet, insbesondere in offenen Volkswirtschaften wie Hongkong, Singapur und Korea, die von der weltweiten Nachfrage abhängig sind. Obwohl Asien dank der chinesischen Binnennachfrage und des interregionalen Handels eine geringere Abhängigkeit von den USA und von Europa aufweist, reagiert es dennoch auf einen Wachstumsrückgang in den OECD-Ländern. Vorausgesetzt, dass die USA und Europa nicht in eine Rezession



*that's the way
we see it ...*

abrutschen, sollte sich das Wachstum in Asien relativ gut behaupten. Trotzdem werden die Risiken verstärkt durch die unzulängliche politische Behandlung der Schuldenkrise in der Eurozone und die Verschlechterung des Geschäftsklimas und des Konsumentenvertrauens in den USA nach dem Streit um die Erhöhung des Schuldenlimits sowie der Herabstufung des Bonitätsratings. Unter Berücksichtigung dessen dürften die unsicheren globalen Konjunkturaussichten die regionalen Zentralbanken zu einer geldpolitischen Lockerung veranlassen, die aber nicht sofort möglich ist, da die Realzinsen in den meisten Ländern (mit Ausnahme Indonesiens und Taiwans) negativ sind und die Inflation über der von den Zentralbanken angestrebten Obergrenze liegt.

In Japan dürfte die Wirtschaft in den letzten Monaten des Jahres erstarren, da der Wiederaufbau nach den Tsunami-Schäden vorangetrieben wird und die Lieferkettenprobleme allmählich gelöst sind. Dennoch dürfte der erwartete Wachstumsschub nicht lange anhalten. Exporteure leiden unter der unerwünschten Aufwertung des JPY, während die langfristigen Wachstumsaussichten durch fundamentale strukturelle Themen wie fiskalische Reform, einen massiven Staatsschuldenberg sowie fehlende Massnahmen um der rasanten Alterung der japanischen Gesellschaft entgegenzuwirken, getrübt werden. In Australien führte der Strafkurs der Zentralbank zu einer schwächeren Binnennachfrage, doch die höheren Exportpreise für wichtige Rohstoffe wie Eisenerz und Kohle, die von der chinesischen Nachfrage getrieben werden, unterstützen ein robustes Wachstum. Zwar könnten sich die

Immobilienpreise in Australien gegenüber den überhöhten Niveaus deutlich zurückbilden, doch dürfte dies nicht zu einem durch Schuldenabbau hervorgerufenen Produktionseinbruch führen, wie dies vor einigen Jahren in anderen angelsächsischen Ländern der Fall war. Ein aktueller Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ergab überraschend, dass Australien von den 18 Ländern, die sie abdeckt, die geringste Gesamtverschuldung (Privathaushalte, Unternehmen, Staat) gemessen am BIP aufweist.

Aktienmärkte – Angesichts ausserordentlicher makroökonomischer und politischer Risiken hatten die Aktienmärkte dieses Jahr Mühe: Anfang Jahr steigende Rohölpreise, der Tsunami und die Atomkatastrophe in Japan, die im Sommer in ein langsames Wachstum in den OECD-Ländern mündeten, sowie anhaltende Sorgen über eine Ausweitung der Schuldenkrise in der Eurozone und die erstmalige Herabstufung des Bonitätsratings der USA. Die asiatischen Regulierungsbehörden passen sich aber der volatilen Situation an, und wir hoffen, dass damit Panik an den lokalen Märkten abgewendet werden kann. In Korea sind Leerverkäufe von Aktien während dreier Monaten verboten, und die taiwanesischen Aufsichtsbehörden forderten Unternehmen zu Aktienrückkäufen auf. Es gibt auch Indizien dafür, dass sich die regionale Geldpolitik zum Vorteil von Aktien geändert hat. Die Bank of Korea belies die Zinsen den zweiten Monat in Folge unverändert, wobei der Schwerpunkt neu nicht mehr auf der Inflation, sondern klar auf dem Wachstum liegt. Zudem sind wir zuversichtlich, dass die jüngste stärkere



*that's the way
we see it ...*

Aufwertung des Renminbi (RMB) gegenüber dem USD dafür sprechen könnte, dass weitere Zinserhöhungen in China nicht wahrscheinlich sind. Peking dürfte nicht nochmals den gleichen Fehler begehen wollen wie 2008, als viele der Meinung waren, dass zu lange an der straffen Geldpolitik festgehalten wurde. Kurz gesagt dürfte sich die asiatische Geldpolitik am Ende des Straffungszyklus befinden. Mittel- bis längerfristig bleiben wir für asiatische Aktien positiv eingestellt. Dafür sprechen die guten Wachstumsaussichten und die relativ günstigen Bewertungen, wobei makroökonomische Risiken kurzfristig weiterhin für hohe Volatilität an den Märkten sorgen dürften.

Währungen – Mit Ausnahme der indischen Rupie (INR) haben sich dieses Jahr bisher alle Währungen gegenüber dem USD um zwischen 1 bis 6% aufgewertet. Die sich ausweitenden Zinsdifferenzen zwischen Asien und den USA trugen dazu bei und dürften auch weiterhin stützend wirken, insbesondere da das FED klar zum Ausdruck brachte, dass bis Mitte 2013 keine Zinserhöhungen geplant sind. Unseres Erachtens können die asiatischen Währungen von den aktuellen Niveaus aus weiter zulegen. Erstens profitierten sie von einer Zunahme der Geldflüsse in die lokalen Anleihemärkte, die hohe Zinsen abwerfen. Da Privathaushalte, Staat und Unternehmen in Asien gegenüber den USA vergleichsweise weniger verschuldet sind und die Region zudem über positive Wachstumsaussichten verfügt, bleibt sie für Anleger attraktiv. Zweitens könnte es sich positiv auf die asiatischen Währungen auswirken, wenn es China mit der Neuausrichtung seiner Wirtschaft ernst meint.

Wir glauben, der jüngste Schritt Pekings – den Referenzzinssatz für den RMB an einem höheren Wechselkurs neu zu orientieren – könnte als Kontrollmassnahme zu sehen sein, um die globalen Ungleichgewichte durch eine Erhöhung der Kaufkraft der Bevölkerung zu korrigieren. Durch eine Verlagerung der Binnennachfrage weg vom Handel mit dem Westen könnte die dringend benötigte globale Nachfrage geschaffen werden. So würden einerseits die asiatischen Währungen vom allgemein steigenden Risikoappetit profitieren, und andererseits könnten es die asiatischen Notenbanken zulassen, dass ihre Währungen mit dem RMB zulegen, ohne einen Wettbewerbsverlust befürchten zu müssen.



*that's the way
we see it ...*

Rohstoffe

Nachdem soziale Unruhen und politische Unsicherheiten im Nahen Osten und in Nordafrika die Rohstoffpreise im Frühjahr auf ein Höchstniveau trieben, sind sie dieses Jahr allgemein zurückgekommen. Trotzdem entwickelten sich die Preise der verschiedenen Rohstoffe sehr unterschiedlich. Bei Edelmetallen und Agrarrohstoffen stiegen sie dieses Jahr, wofür unter anderem eine Wertminderung des USD bzw. wetterbedingte Angebotsengpässe verantwortlich waren. Im Gegensatz dazu sind die Industriemetallpreise gesunken. Trotz der Angst vor einem weltweiten Konjunkturrückgang verzeichnen China und die Schwellenmärkte weiterhin ein relativ solides Wachstum. Angesichts der Möglichkeit der Schwellenmärkte, die Geldpolitik zur Ankurbelung des Wachstums zu lockern, negativer Angebotsfaktoren (z. B. Ölproduktionsausfälle in Libyen, Anzapfen strategischer Öl- und Metallreserven des Staates, geringe Kapazitätsreserven der OPEC) sowie der Abwertung des USD gibt es jedoch nach wie vor gute Argumente, die für Investitionen in Rohstoffe sprechen.

Gold und Silber halten wir langfristig weiterhin als Absicherung gegen einen schwachen USD, steigende Inflation und allgemeine Marktturbulenzen. Kurskorrekturen erachten wir im aktuellen Umfeld als kurzfristige, taktische Gewinnmitnahmen. Der langfristige Aufwärtstrend ist durch das günstige Verhältnis von Angebot und Nachfrage sowie eine andauernde expansive Geldpolitik intakt. Aufgrund der tieferen Volatilität und einem beschränkten Einsatz von Gold in der konjunkturabhängigen Industrie halten wir Gold

und Silber im Verhältnis 4 zu 1. Wir bevorzugen zudem aufgrund der Transparenz und der Lieferbarkeit die eigene physische Lagerung von Gold.

Kupfer und Aluminium gelten aufgrund ihres vermehrten Einsatzes in der Industrie als sehr volatile und konjunktursensitive Metalle. Unseres Erachtens ist die Korrelation zu klassischen Aktienanlagen zu hoch und deshalb der von Rohstoffen erwünschte Diversifikationseffekt zu gering. Wir bevorzugen deshalb im Bereich Industriemetalle Investitionen in Aktien, welche direkt oder indirekt von der Preisentwicklung dieser Rohstoffe profitieren. Unternehmen wie BHP Billiton oder Anglo American sind als frühzyklische Titel vor allem in einer Konsolidierungsphase interessant.

Die Preisentwicklung bei Rohöl und Gas ist wie bei Industriemetallen stark konjunkturabhängig. Wir bevorzugen auch in dieser Rohstoffkategorie indirekte Investitionen in Aktien. Gas wird unter anderem aufgrund ökonomischer Effizienz und höherer Umweltverträglichkeit im Vergleich zu Erdöl immer mehr eingesetzt. Zudem hat sich das Preisverhältnis von Öl zu Gas im Vergleich zum Durchschnitt der letzten zehn Jahre etwa verdoppelt. Uns gefallen deshalb integrierte Gasförderer wie die BG Group.



that's the way
we see it ...

Agraranlagen

Wie bereits in früheren Ausgaben erwähnt, bleibt Agrarland unser bevorzugtes alternatives Investment. Die bei vielen Agrarrohstoffen nach wie vor steigenden Preise verbunden mit anziehenden Landwirtschaftssubventionen in Osteuropa führen zu einer schönen Aufwärtsbewegung bei den Preisen für Agrarland in Rumänien. Basierend auf unserer langjährigen Erfahrung sind wir der Überzeugung, dass diese Entwicklung in Rumänien noch länger anhalten wird. Dies umso mehr, als viele Investoren Rumänien als Anlageland erst entdeckt haben. Dies zeigt sich unter anderem auch in der Heraufstufung von Rumänien in den Status «Investment Grade», welche die Ratingagentur Fitch im Juli 2011 vorgenommen hat.

Unsere beiden Investmentfonds *Agroinvest Romania* und *Agroinvest PLUS* haben sich in den letzten Monaten entgegen der Entwicklung an den Finanzmärkten sehr positiv entwickelt. Offenbar sucht der Markt zunehmend Anlagemöglichkeiten im Bereich der Realwerte, dies umso mehr, wenn nur mit Eigenmitteln gearbeitet und auf Leverage verzichtet wird.

Mit der seit Anfang August im Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse notierten *Agrar Invest Romania AG* verfügen wir nun auch über eine Möglichkeit, via Börse zu investieren.

Selbstverständlich stehen wir Ihnen zusammen mit unserer Schwestergesellschaft *Agricultural Land + Management AG* bei Fragen im Zusammenhang mit Investitionen in Agrarland jederzeit gerne zur Verfügung.

Ausblick

Die Politik bestimmt weiterhin das Marktgeschehen. Einschneidende, aber notwendige politische Massnahmen werden aufgeschoben. Die Regierungen sind handlungsunfähig, die Nationalbanken haben ihre Unabhängigkeit längst verloren. Trotz einer sehr expansiven Geldpolitik scheint der Funke nicht auf die Realwirtschaft überspringen. Die USA wie auch Europa sitzen in der Liquiditätsfalle. Auch die noch überdurchschnittlich wachsenden Schwellenländer, welche erst einen Viertel zur globalen Wirtschaftsleistung beitragen, können die Scharte nicht ausweiten. Das wahrscheinlichste Szenario sehen wir in einer tiefen Inflation, verbunden mit jahrelang tiefen Wachstumsraten. Strukturelle Probleme der westlichen Volkswirtschaften und eine expansive Geldpolitik dürften die Leitwährungen wie den USD und den EUR weiterhin schwächen. Wir diversifizieren die Währungen zu Lasten des USD in CAD und SGD bzw. zu Lasten des EUR in SEK und NOK.

Die realen Zinsen bleiben trotz gedämpften Inflationserwartungen tief. Wir halten deshalb weiterhin rund 10% Gold als Absicherung in turbulenten Zeiten. Wir erhöhen zudem die Investitionen in Agrarland.

Obwohl die Aktienmärkte im historischen Vergleich günstig sind, sehen wir kurzfristig die Möglichkeit einer weiteren Korrektur. Mittel- und langfristig sind wir überzeugt, dass Substanzaktien mit stabilen Gewinnmargen und hohen Dividendenrenditen insbesondere gegenüber Staatsanleihen weiter an Attraktivität gewinnen werden.