

# CHECK-UP

KUNDENINFORMATION DER REICHMUTH &amp; CO, INTEGRALE VERMÖGENSVERWALTUNG AG, MÜNCHEN

D-80538 MÜNCHEN MAXIMILIANSTRASSE 52 TELEFON +49 89 998 10 70 WWW.REICHMUTHCO.DE MAI 2013

## EDITORIAL

*Die Zeichen der Zentralbankpolitik stehen weltweit auf Inflation der Vermögenswerte. Während die tiefen Zinsen auf sehr tiefes Wachstum deuten, zeigen die teurer werdenden Aktienmärkte ein rosigeres Bild an. Der kürzliche Einbruch des Goldpreises wiederum könnte als Vorbote sinkender Vermögenswerte interpretiert werden. Die Gefahr einer «Asset Deflation» dürfte allerdings erst dann steigen, wenn die Zentralbanken von ihrer Extrempolitik abrücken. Oder aber, wenn Protektionismus aufflammt und die Gewinnmargen der Unternehmen sinken. Das dürfte noch in ferner Zukunft liegen.*

*Noch immer wird den Industriestaaten und deren Zentralbanken vertraut. Ob mit der zunehmenden Regulierung und zahlreichen Marktinterventionen wirklich alles besser wird oder gar gelöst werden kann, ist zu bezweifeln. Glücklicherweise in einem freien Land lebt, wo Pragmatismus herrscht und die Wohlstand schaffende Wirkung von Eigentum und Eigenverantwortung geschätzt wird. Europa gehört leider zunehmend weniger zu diesen Glücklichen.*



Christoph Schwarz  
Vorstand

## JUNG GEGEN ALT, ARM GEGEN REICH UNTERSCHIEDLICHE WEGE IN JAPAN UND EUROPA

Der erfreuliche Start ins Finanzjahr 2013 konnte weder durch die italienischen Wahlen, noch die Zypernkrise oder Nordkoreas Atomkriegsdrohungen getrübt werden. Unter der Lupe werden allerdings klar unterschiedliche Entwicklungen deutlich. In den letzten drei Jahren stiegen z.B. die Aktienmärkte der wenig wachsenden Industrieländer um rund ein Drittel. Grund dafür ist die weltweite Zentralbankpolitik. Die Notenbanken sind längst in den Dienst der Staaten gestellt und funktionieren heute als wichtigste Finanzintermediäre. Andererseits verzeichnete der Aktienindex in Shanghai, also in einem Land das rasch wächst, in der gleichen Zeit einen Einbruch von einem Drittel, ähnlich wie die gebeutelten Aktienmärkte in Italien, Spanien und Portugal.

### Höchststände 2000 – 2007 – 2013

Die Höchststände der Aktienmärkte von 2000 und 2007 sind in USA, Deutschland und der Schweiz wieder erreicht. Trotzdem beurteilen auch wir die Märkte als nicht teuer, sondern in etwa fair – vorausgesetzt, die aktuell sehr hohen Gewinnmargen werden gehalten (vgl. Grafik S.2). Margen tendieren um einen Mittelwert. Wenn sie hoch sind, dann sehen die Kurs/Gewinnverhältnisse optisch attraktiver aus als sie es tatsächlich sind. Wir sind nach wie vor langfristig positiv auf Aktien. Gier und Angstphasen sind gelassen hinzunehmen. Eine normale Korrektur von 10-

20% ist jederzeit möglich. Eine «nicht normale» Korrektur von über 50% wie 2000 oder 2008 dürfte frühestens dann eintreten, wenn die weltweit ultraexpansive Geldschwemme mit Hauptziel Systemstabilität zu Ende geht.

### Japan greift ein

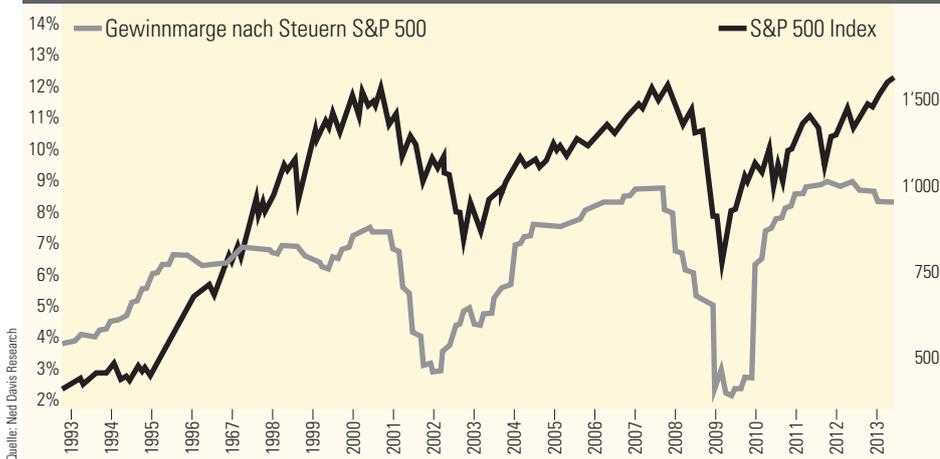
Jetzt wagt Japan die Umsetzung des vor den Wahlen angekündigten «Alles-oder-Nichts»-Experiments. Das bedeutet eine Verdoppelung der japanischen Geldmenge mit einem Inflationsziel von 2% und zusätzlich fiskalpolitische Impulse. Die Effekte dieser für die Weltwirtschaft sehr bedeutenden Politik lassen sich noch kaum abschätzen. Die letzte derart scharfe Abwertung des JPY war Vorbote der Asienkrise 1997. Klar ist, dass eine Abwertung von über 25% das Wettbewerbsumfeld für direkte Konkurrenten, z.B. Korea, Deutschland aber auch USA, unangenehm macht. Der stärkere USD dürfte auch in USA dämpfende Effekte haben. Aber auch für Europa hat die japanische Politik Konsequenzen.

Fortsetzung nächste Seite

## I N H A L T

- 3 Unsere Denk-Szenarien im Überblick
- 3 Bausteinkonzept «Portfolio der Zukunft»
- 4 Anlagepolitik
- 5 Marktperspektiven
- 6 Marktidee und Goldminenaktien
- 7 Gefragte «Real Assets»
- 8 Deutsche Pensflex

## US AKTIENMÄRKTE UND GEWINNMARGEN AUF HÖCHSTSTÄNDEN



zen. Eine Aufwertung des EUR ist so ziemlich das Letzte, was sich die Eurozone wünscht.

### Verschiedene Wege in Japan und Europa

«In Europa gibt es kaum Krieg zwischen Ländern, aber zwischen Arm und Reich, sowie zwischen Jung und Alt». Diese Aussage hörte ich kürzlich auf einer Asienreise. Eine inflationäre Politik ist für Rentner wenig attraktiv, dafür ist sie attraktiver für Jüngere. Denn sie verfügen kaum über Geldvermögen, das entwertet wird und über keine Renten, mit denen sie teurer werdende Güter oder Dienstleistungen berappen müssen.

In Europa ist es genau umgekehrt. Hier sind die südeuropäischen Länder in einer Depression. Weil dadurch die Preise und die Löhne unter Druck kommen, erfreuen sich die aktuellen und potenziellen Rentner dort einer steigenden Kaufkraft ihrer EUR, auch wenn sie kaum Zins eintragen. Der Status Quo in der Eurozone bevorzugt im Süden klar die Älteren und benachteiligt die Jungen.

### Jugend-Arbeitslosigkeit in Südeuropa...

Die Jugendarbeitslosigkeit stieg in Griechenland auf 58%, in Spanien auf 55% und in Italien und Portugal auf 38%. Jeder zweite junge Mensch findet keine Arbeit. Was tun diese Menschen tagein/tagaus? Was machen sie morgen?

### ... zyklisch oder strukturell?

Es gilt zwischen zyklischer und struktureller Arbeitslosigkeit zu unterscheiden. Letztere tritt auf, wenn kein Strukturwandel stattfindet. Für Erstere gibt die Taylor-Regel den theoretisch richtigen Zentralbank-Zinssatz vor. In Europa sind diese Richtwerte vielsagend: Für Italien liegt dieser Zins bei -0,2%, für Spanien bei -8% und für Griechenland bei -18%. In Deutschland wiederum beträgt dieser Wert +6%. Der Strukturfehler, wonach der EUR mit derselben Geldpolitik für verschiedene Nationen und Wirtschaftsstrukturen dienen soll, wird offensichtlich. Trotzdem bleibt das EUR Konstrukt für den Zahlmeister Deutschland unantastbar.

### Neues EZB-Programm für KMU-Kredite?

Die Italiener hingegen wählten zu 60% EUR-skeptische Parteien. Aufgrund des italienischen Wahlsystems endete sie in einem Patt. Die EZB bleibt damit die einzig handlungsfähige Instanz, um für Ruhe in der Eurozone zu sorgen, zumindest 2013 bis nach den deutschen Wahlen. Zwischen den Zeilen kann man hier bereits die Ankündigung eines weiteren neuen EZB-Programms lesen, welches «KMU-Kredite» für Südeuropa verspricht.

### Auf die Zukunft vorbereiten

Wer verantwortungsvoll investiert, sollte insbesondere aufgrund der unsicher gewordenen früheren Sicherheitsanlage Staatsanleihen breiter diversifizie-

ren. Lange Anleihen ohne Ertrag und mit hohen negativen Preisrisiken sind und bleiben für uns unattraktiv. Diese Anleihen mit so tiefen Zinsen finden wohl nur bei passiven Indexanlegern, Versicherungen und Zentralbanken Abnehmer, weil sie wegen der Regulierung müssen. Wir hingegen bleiben überzeugt vom langfristigen Werthaltungspotenzial der Aktien. Hier wählen wir Aktien von staatsunabhängigen Unternehmen mit geringen Enteignungsrisiken. Für eine zu erwartende Korrektur ist es ratsam, etwas Kasse zu schaffen. Denn wir wollen eine Korrektur zum Zukauf nutzen. Wer keine Kasse verfügbar hat, kann das nicht und bei voll investiertem Kapital ist man ungeschützt von der Korrektur betroffen.

Auf Währungsseite erwarten wir 2013 vorübergehend einen stärkeren USD. Die asiatischen Währungen spüren den Abwertungsdruck des JPY. Er ist bereits günstig, aber Währungen über- und unterschossen immer. Der EUR ist stark, weil die EZB fast als einzige Zentralbank noch nicht offiziell auf ein Monetarisierungsprogramm umgeschwenkt ist.

Noch ein Wort zu Gold. Gold ist und bleibt ein Teil der Allokation, so lange die Zentralbanken an ihrer expansiven Politik festhalten und neue Massnahmen suchen. Die aktuelle Korrektur kann deshalb für Käufe genutzt werden, sofern die individuelle Allokation noch nicht aufgebaut ist. Der Goldpreis hat keinen berechenbaren Wert und ist rein durch Angebot und Nachfrage bestimmt. Es ist anzunehmen, dass die Schwankungen sehr hoch bleiben. Geld kann relativ einfach gedruckt werden, Gold nicht (vgl. Seite 6.)



Christof Reichmuth  
unbeschränkt haftender Gesellschafter

# UNSERE DENK-SZENARIEN IM ÜBERBLICK

## WIE WIR DIE ZUKUNFT EINSCHÄTZEN

KONSENS Was der Markt erwartet	STAGFLATION Kaum Wachstum, mehr Inflation	BOOM & BUST Der neue japanische Weg	NEU-START Der deutsche Weg scheitert
<p>Die EUR-Zone bleibt bestehen. Die Unsicherheit in den Krisenländern hält an. Abbau der Staatsdefizite gelingt in Ansätzen. Geldpolitik bleibt weltweit expansiv.</p> <p>Japan setzt eine aggressive Geldpolitik um. Dank schwacher Währung und höherer Inflationserwartungen wächst die Wirtschaft nominell.</p> <p>Der schwache JPY bringt die Volkswirtschaften Asiens unter Druck. Ihre Wettbewerbsfähigkeit nimmt aufgrund der stärkeren Währung und Inflation ab.</p> <p>Die US Wirtschaft erholt sich dank expansiver Geldpolitik, tiefer Energiepreise und stärkerem Immobilienmarkt. Die Arbeitslosigkeit sinkt, das Handelsbilanzdefizit nimmt ab.</p>	<p>In EU werden die Steuern für Vermögende erhöht. Das Wachstum bleibt tief. Die Inflation in Nordeuropa steigt, die Zentralbanken halten die Zinsen weiter tief.</p> <p>Die USA erholt sich nur langsam. Der Häusermarkt und die tiefen Energiepreise wirken stabilisierend, aber Investitionen bleiben tief und nur wenig neue Arbeitsplätze werden geschaffen.</p> <p>Die expansive Geldpolitik in Japan führt zu einem Anstieg der Vermögenswerte, löst aber keine strukturellen Probleme. Das reale Wachstum in Japan bleibt tief, die Inflation steigt.</p> <p>In Asien führt die höhere Inflation zu sozialen Unruhen, das Wirtschaftswachstum schwächt sich ab.</p>	<p>In Europa setzt Südeuropa eine Wachstumsstrategie mit expansiver Fiskal- und Geldpolitik durch. Der EUR soll schwächer werden und die Exporte ankurbeln. Die EZB finanziert neue EUR-Bonds, welche für Infrastrukturprojekte verwendet werden.</p> <p>D ist zu hohen Transferzahlungen in den Süden bereit. Dank Inflation kann sich die EUR-Zone entschulden.</p> <p>Japan setzt eine aggressive Geld- und Fiskalpolitik um. Dank schwacher Währung wächst die Wirtschaft zumindest nominell.</p> <p>Die USA erholt sich dank dem Immobilienmarkt. Die Zuversicht der Konsumenten und das Kreditwachstum steigen. Das Fed normalisiert die Zinsen nicht, die Inflation steigt an.</p>	<p>Die Sparpolitik führt zu einer Depression und Unruhen in Südeuropa. Es kommt zu Neuwahlen, EUR skeptische Parteien gewinnen. F muss unter den Rettungsschirm. D ist nicht bereit, unbeschränkte Garantien auszusprechen. Einzelnen Ländern geht das Geld aus, es kommt zu IOUs (Wechsel). Diese stellen den Nukleus neuer nationaler Währungen dar. Griechenland, Zypern, evtl. auch I, S oder F verlassen den EUR und werten ab. D erlebt einen Deflationschock. Das Bankensystem in Europa wird verstaatlicht. Ausfälle bei Anleihen folgen. Nach 2-3 turbulenten Marktjahren locken die attraktiven Kostenstrukturen Südeuropas neue Investoren. Ein Aufschwung folgt.</p>
<p>ANLAGEIDEEN: Aktien global tätiger Konzerne mit vom Staat unabhängigen Produkten USD Selektiv Hedge Funds Edelmetalle Spekulativ: Gedrückte Aktien oder Indizes in Südeuropa.</p>	<p>ANLAGEIDEEN: Inflationsindexierte Anleihen Aktien global tätiger Konzerne mit vom Staat unabhängigen Produkten Immobilien Selektiv Hedge Funds Edelmetalle Goldminenaktien</p>	<p>ANLAGEIDEEN: Aktien, generell, insbesondere in Ländern mit der expansivsten Geldpolitik und in Südeuropa Immobilien Selektiv Hedge Funds Edelmetalle</p>	<p>ANLAGEIDEEN: Keine Nominalguthaben halten, ausser vielleicht in der Schweiz Aktien, aber keine Finanztitel Immobilien Rohstoffe Edelmetalle</p>
Erwartung 6 Mt. 69%	Erwartung 6 Mt. 10%	Erwartung 6 Mt. 1%	Erwartung 6 Mt. 20%
Erwartung 18 Mt. 40%	Erwartung 18 Mt. 30%	Erwartung 18 Mt. 5%	Erwartung 18 Mt. 25%
Erwartung 36 Mt. 10%	Erwartung 36 Mt. 50%	Erwartung 36 Mt. 10%	Erwartung 36 Mt. 30%

## BAUSTEINKONZEPT «PORTFOLIO DER ZUKUNFT»

DIVERSIFIZIERT UND ZUKUNFTSORIENTIERT – ANGEPASST AN DAS AKTUELLE MARKTUMFELD

BSP	BAUSTEIN	TOPF 1:** VERPFLICHTUNGEN	TOPF 2:** WERTERHALT	TOPF 3:** CHANCEN NUTZEN	RENDITE*	VOLATILITÄT*
30%	Cash & Festverzinsliche Anlagen	Geldmarktanlagen oder Kasse in Heimwährung	Inflationsindexierte Staatsanleihen in EUR (DE) Anleihen in SEK und CAD		0%	1%
		Kurze Obligationen in EUR und NOK			0-2%	5%
5%	Strukturierte			Asien FX / EUR	4-8%	8%
40%	Aktien		Aktien mit hoher Dividende und tiefer Bewertung aus den Bereichen Nahrung, Energie, Pharma und Telecom	Zyklische Aktien Emerging Markets Goldminenaktien Nebenwerte	4-8%	15%
5%	Immobilien		Deutschland	Asien REITs	4-8%	15%
10%	Alternative Anlagen			Rohstoffe Mikrofinanz	6-8%	< 10%
					10%	< 15%
					10%	< 15%
10%	Edelmetalle		Gold physisch oder ETC	Silber ETF	8-10%	15%
<b>Total</b>					<b>3-6%</b>	<b>ca. 6%</b>

\*Erwartungen über einen 5-Jahres-Durchschnitt – keine Garantie

\*\*Mehr zum 3-Töpfe-Konzept auf S. 8 im Check-Up Sep 2011. Sie finden diesen auf [www.reichmuthco.ch](http://www.reichmuthco.ch). Auf Anfrage stellen wir Ihnen den Artikel gerne zu.

# ANLAGEPOLITIK

MAI 2013

BASIS	CH	EU	USA	J	CHINA
Kaufkraftparitäten		1.30	0.94	1.13	

Konjunktur (BIP-Wachstum)		N	S			
heute	1.4%	0.1%	-1.7%	1.6%	0.5%	7.9%
1 Jahr	→	↗	↘	↗	→	→
3 Jahre	→	→	↗	→	→	→

Inflation		N	S			
heute	-0.6%	1.7%	1.6%	1.5%	-0.7%	2.1%
1 Jahr	↗	↗	↘	↗	↗	↗
3 Jahre	2.0%	4.0%	8.0%	5.0%	2.0%	6.0%

Aktienmarkt	SPI	DAX	S&P 500	TOPIX	HSCEI
Kurs/Umsatz	1.6	0.6	1.4	0.6	0.9
Dividendenrendite	3.1%	3.5%	2.1%	1.6%	3.6%
Kurs/Buchwert	2.0	1.4	2.3	1.3	1.3
Kurs/Gewinnverhältnis aktuell	15	11	14	17	8
Kurs/Gewinnverhältnis geschätzt	13	10	13	14	7

PROGNOSEN	CH	EU	USA	J	CHINA
Geldmarkt (3 Monate)		N	S		
heute	0.02%	0.1%	0.3%	0.2%	3.9%
1 Jahr	→	→	→	→	→

Swapsätze (10 Jahre)		N	S			
heute	1.1%	1.5%	1.9%	0.7%	3.7%	
1 Jahr	↗	→	↗	→	↗	
3 Jahre	↗	↗	↗	↗	↗	

Währungen					
heute	1.22		0.93	0.94	0.15
1 Jahr	→		↗	↘	→
3 Jahre	→		↘	→	↗

Aktienmarkt	SPI	DAX	S&P 500	TOPIX	HSCEI
heute	7'100	7'500	1'542	1'127	10'527
1 Jahr	→	→	→	↗	↗
3 Jahre	↗	→	↗	↗	↗

Immobilienmarkt	→	→	↗	→	→
-----------------	---	---	---	---	---

Legende: ↗ = steigend    ↗ = stark steigend    → = gleichbleibend    ↘ = fallend    Stichtag: 19. April 2013  
**N** = Nordeuropa    **S** = Südeuropa

# MARKTPERSPEKTIVEN

## 2. TRIMESTER 2013

### WÄHRUNGEN

**Abgesehen von der ausgeprägten Schwäche des JPY haben sich die Wechselkurse der Hauptwährungen in den letzten Monaten kaum verändert. Auch im weiteren Jahresverlauf ist nicht mit wesentlichen Wechselkursverschiebungen zu rechnen.**

Die extrem expansive Geldpolitik der Bank of Japan mit nochmals verstärkten Devisenmarktinterventionen und massiven Käufen langfristiger Staatsanleihen vermochte den JPY gegenüber dem USD und damit auch gegenüber den anderen asiatischen Währungen deutlich zu schwächen. Diese Abwertung ging sehr schnell und stösst gegen die Grenze von 100 JPY/USD. Damit ist der JPY bereits eher zu schwach. Für die anderen Länder in Asien wirkt sich die JPY-Schwäche negativ auf ihre Exportindustrie aus; die bisher erwarteten Aufwertungen der Währungen dieser Länder gegenüber dem USD sind daher kurzfristig weniger wahrscheinlich geworden, auch wegen gesteigener Inflationsraten in einigen dieser Schwellenländer. Immerhin hat sich der USD im Rahmen der kontrollierten Aufwertung der chinesischen Währung auf ein neues historisches Tief abgeschwächt.

Der EUR sackt bei jeder Zuspitzung der Krise in der Eurozone (die Zypern-Krise ist wohl kaum die letzte gewesen) jeweils gegenüber dem USD ab, kann sich aber immer wieder erholen und dürfte in nächster Zeit weiter um die USD 1.30 Marke oszillieren. Für den CHF wird die Schweizerische Nationalbank den EUR weiter über der Grenze von CHF 1.20 halten; er wird daher wie bisher im Bereich zwischen CHF 1.20 und etwa CHF 1.25 bleiben.

### ZINSSÄTZE

**Die Zentralbanken weiten ihre extrem expansive Geldpolitik sogar noch aus. Trotzdem sinken die Inflationsraten in den Industrieländern, da die Arbeitslosigkeit hoch bleibt und die Lohnkosten kaum steigen oder in Südeuropa sogar sinken. Die Zinssätze werden länger als erwartet sehr tief bleiben.**

Das Problem der steigenden Staatsschulden ist in den meisten Industrieländern weiterhin ungelöst. Zwar sind Fortschritte erzielt worden, aber solange die Defizite, ausgedrückt in Prozent des BSP, grösser als die Summe der realen Wachstumsrate und der Inflationsrate bleiben, steigen die Staatsschulden (in % des BSP) weiter. Weil sowohl Wachstum als auch Inflation nahe bei Null liegen, bleibt das Ziel einer Trendumkehr bei den Schulden beträchtlich entfernt. Andererseits ist klar, dass früher oder später, entweder kontrolliert oder ungeordnet, eine solche Trendumkehr stattfinden muss. Bis das der Fall ist, wird die Finanzkrise weiter schwelen und immer wieder zu neuen akuten Krisen führen. Deshalb werden die Zentralbanken ihre extrem expansive Geldpolitik fortsetzen, zumal sie in diesem Umfeld kaum steigende Konsumentenpreise befürchten müssen. Entsprechend werden die kurzfristigen als auch die langfristigen Zinssätze extrem tief bleiben. Erst auf lange Sicht werden die Zinssätze ansteigen, wobei die Art und Weise noch kaum einzuschätzen ist.

Die Kreditrisiko-Aufschläge für die gefährdeten Staaten in der Eurozone sind wegen der Zypern-Krise vorübergehend auf den höchsten Stand in diesem Jahr gestiegen. Die Refinanzierung bleibt dort schwierig und teuer. Die Unterstützung durch die Rettungsschirme bleibt notwendig.

### AKTIENMÄRKTE

**Die Aktienkurse der Industrieländer sind in den ersten Monaten 2013 weiter gestiegen. Das jetzige Kursniveau kann man nach fundamentalen Bewertungskriterien kaum mehr als sehr attraktiv bezeichnen. Der generelle Kurstrend dürfte in den nächsten Monaten seitwärts gerichtet sein.**

Relativ zu den wichtigsten Alternativen (festverzinsliche Anlagen, Liquidität) sind erstklassige Aktien mit guten und sicheren Dividendenrenditen nach wie vor interessant und sollten daher in einem diversifizierten Portefeuille stark gewichtet werden, auch wenn sie auf deutlich höherem Kursniveau notieren als letztes Jahr und im Durchschnitt nur bescheidene Gewinnsteigerungen erwartet werden.

Im Gegensatz zu den von den extrem tiefen Zinssätzen profitierenden Aktienmärkten in den Industrieländern hat das Kursniveau der Aktien in einigen Schwellenländern gelitten unter steigenden Zinssätzen und sinkenden Gewinnmargen wegen hoher Kostensteigerungen (jährliche Lohnzuwachsrate von teilweise weit über 10%). Für risikobereite Anleger haben sich in diesen Märkten attraktive ausgewählte Kursgewinn-Chancen eröffnet. Auch in Südeuropa sind die Aktien vieler gut fundierter Unternehmen als Folge der Zahlungskrisen in diesen Ländern zum Teil massiv gefallen und zumindest aus Substanz-Überlegungen sehr billig geworden, so dass ein Einstieg, wenn auch klar spekulativ, attraktiv erscheint.



*Axel R. Dresler*

# MARKTIDEE GOLD UND GOLDMINENAKTIEN

## TROTZ STARKER KORREKTUR POSITIVE EINSCHÄTZUNG

Gold und Goldminenaktien haben in den letzten Wochen stark korrigiert. Der Goldpreis notiert rund 25% unter den Höchstständen 2011. Die kurzfristige Entwicklung des Goldpreises ist kaum

fen aus dem Ruder, wodurch die Rendite auf dem eingesetzten Kapital litt. Die Aktionäre reagierten entsprechend enttäuscht. Diese Probleme sind bekannt und das Management einiger Unterneh-

Sicherheit	Werterhalt	Chance
Value	Neutral	Growth
Contrarian	Neutral	Momentum

derkosten. Letztere waren wie erwähnt höher als erwartet und die Förderziele waren zu optimistisch. Wir gehen davon aus, dass das Management dazugelernt hat und in Zukunft ein besseres Erwartungsmanagement betreiben wird. Nichtsdestotrotz, höher als erwartete Kosten sind ein Risiko. Zu den grossen Kostenblöcken gehören u. a. Arbeit, Energie und Stahl. Nachdem die Kosten in den letzten Jahren um 10 - 20% pro Jahr gestiegen sind, rechnen wir aktuell mit einer Entspannung auf der Kostenseite und tieferer Kosteninflation. Das zweite grosse Risiko ist die Goldpreisentwicklung. Sollte der Goldpreis entgegen unserer Erwartung weiter sinken, verschlechtert dies das zukünftige Ertrags- sowie Cash Flow-Potenzial der Goldförderer. Ausserdem müssten auf weiteren Projekten Wertberichtigungen vorgenommen werden, was sich negativ auf die Bilanzen auswirkt.

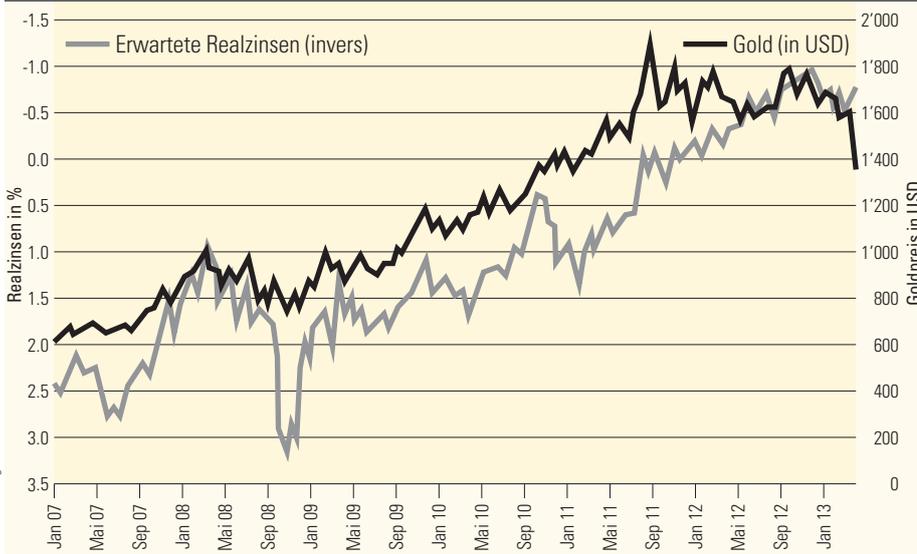
### Umsetzungsvarianten

Je nach Risikoprofil des Investors eignet sich eine andere Umsetzungsalternative für diese Idee. Sei es Gold physisch, klein kapitalisierte Goldförderer oder etablierte Goldproduzenten. Gerne erläutern wir Ihnen dies in einem persönlichen Gespräch.



Armin Micheli

### NEGATIVE REALZINSEN UNTERSTÜTZEN DEN GOLDPREIS



Quelle: Bloomberg

vorherzusagen. Die Anleger sind verunsichert und es gibt hohe «Short»-Positionen in Gold-Futures. Technische Verkaufsprogramme haben den Abwärtstrend wohl verstärkt. An unserer fundamentalen Einschätzung hat sich allerdings nichts geändert. Unsere zentralen Annahmen sind dieselben. Die Notenbanken bleiben ultraexpansiv und die Realzinsen verharren im negativen Bereich. Das Wirtschaftswachstum ist unterdurchschnittlich und die Inflationszahlen werden in Zukunft voraussichtlich steigen. Deshalb erwarten wir steigende Goldpreise.

### Goldminenaktien – eine Chance?

Goldminenaktien sollten in beide Richtungen stärker auf die Entwicklung des Goldpreises reagieren. In den letzten 3 Jahren war dies aufgrund von Managementfehlern nicht der Fall. Die Firmen agierten zu prozyklisch und investierten Kapital in teure Projekte. Die Kosten lie-

men wurde in den letzten 18 Monaten ersetzt. Projekte mussten wertberichtigt werden, dementsprechend schlecht waren die Resultate. Viele Investoren haben nach wiederholten Enttäuschungen den Sektor gemieden. Mit steigenden Goldpreisen – wie wir das erwarten – erachten wir den Goldminensektor als attraktiv. Die Firmen achten vermehrt auf das Kostenmanagement und sind bei neuen Projekten zurückhaltender. Die Aktionärsinteressen werden vermehrt im Fokus stehen, z.B. mit Dividendenerhöhungen. Historisch war der Sektor selten so günstig wie heute. Zudem ist der Fremdkapitalanteil bei vielen Firmen sehr tief, die Bilanzen solide.

### Goldminenaktien – Risiken

Die grössten Treiber für den Erfolg einer Goldmine sind der Goldpreis, die Produktionsmenge (Projektrisiken) und die För-

# GEFRAGTE «REAL ASSETS»

## SOLIDE CASH-FLOWS MIT REALEN GÜTERN UNTERLEGT

Seit der Finanzkrise stehen bei vielen Anlegern nicht mehr hohe Renditen im Vordergrund, sondern Vermögenserhalt und Inflationsschutz. Mit dem Wegfallen des «sicheren Hafens» Staatsanleihen steigt das Bedürfnis nach zusätzlicher Diversifikation und stabilen Renditen. Genau diese drei Merkmale sind typisch für Realwerte: 1. stabile Renditen, 2. Inflationsschutz und 3. Vermögenserhalt.

### Was sind Realwerte?

Es gibt keine allgemeingültige Definition für Realwerte (oder «real assets»). Die wichtigsten Exponenten sind allerdings allen bekannt; es sind Immobilien. Edelmetalle und Rohwaren gehören auch dazu, sie bieten aber keine stete Rendite. Jüngst stieg auch das Interesse an Agrarland, Wald oder Infrastrukturanlagen.

### Infrastruktur als eigene Anlageklasse

Auch Politik und Gesetzgebung tragen dem zunehmenden Interesse an Realwerten Rechnung. So beantragt der Bundesrat die Annahme eines Postulats, wonach Pensionskassen und andere institutionelle Anleger in Infrastruktur als eigene Anlageklasse investieren dürfen.

### Mobimo als erfolgreiches Beispiel

Der vermögenserhaltende Charakter von Immobilien hat uns 1997 bewogen, die Immobiliengesellschaft Mobimo für einen kleinen Kreis von Investoren ins Leben zu rufen. Anschliessend wurde sie schrittweise weiteren Investoren zugänglich gemacht und an die Börse gebracht.

### Innovative Ideen für die Zukunft

Eine ähnliche Idee verfolgen wir heute mit einem Investitionsgefäss, welches in ein diversifiziertes Portfolio von Eisenbahngüterwagen investiert. Die Güterwagen sind mittels langjähriger Mietverträge an verschiedene multinationale Unternehmen vermietet. Neben der risikominimieren-

den Diversifikation führt das zu jährlich stabilen Ausschüttungen an die Investoren. Es ist also eine Art «Immobiliengesellschaft auf Rädern», denn die Charakteristika sind dieselben. Zurzeit ist dieses Anlageinstrument sogenannten qualifizierten Investoren vorbehalten.

Doch längst nicht jede Realwertanlage bietet Inflationsschutz oder stabile Renditen, weshalb es sich lohnt, die einzelnen Charakteristika genauer zu beleuchten.

### 1. Vermögenserhalt und Krisensicherheit

Die zunehmende Globalisierung bringt es mit sich, dass auch die verschiedenen Güter- und Finanzmärkte immer stärker in gegenseitiger Abhängigkeit stehen. Tritt ein Aufschwung oder eine Krise ein, werden aufgrund dieser Abhängigkeit die meisten Finanzanlagen gleichermaßen betroffen, d.h. sie korrelieren positiv miteinander, wie die Finanzkrise 2008 eindrücklich gezeigt hat.

Demgegenüber korrelieren verschiedene, aber längst nicht alle, Realwerte negativ mit den traditionellen Anlagen wie Obligationen oder Aktien und wirken somit als Stabilisator in einem Anlageportfolio. Man denke etwa an Schweizer Immobilien während der Krise.

### 2. Inflationsschutz

Verschiedene empirische Studien belegen, dass Realwerte die Kaufkraft erhalten und damit vor Inflation schützen. Das eingängigste Beispiel sind indexierte Mietverträge. Steigt die Inflation, steigen auch die Mieten und schützen den Eigentümer entsprechend vor dem Kaufkraftverlust. Das gilt sowohl im Falle von Immobilien wie auch beim erwähnten Güterwagenportfolio, bei welchem die langjährigen Mietverträge indexiert und damit vor Inflation geschützt sind.

### 3. Stetige Erträge vs. Projektrisiken

Gewisse Realwertanlagen können zwar hohe Renditen generieren, doch gehen diese meist mit erhöhten Risiken einher. Diese Risiken nennt man Projektrisiken. Ein gutes Beispiel für eine Realwertinvestition mit Projektrisiko ist der Bau eines Tunnels. Das Erstellen des Tunnels ist mit verschiedenen Baurisiken verbunden, welche die erwartete Rendite schmälern oder vernichten können. Zudem fällt die Rendite erst nach Fertigstellung und damit viele Jahre nach dem Investitionszeitpunkt an. Demgegenüber existieren Realwertinvestitionen, deren Renditen zwar nicht spektakulär hoch sind, die Erträge jedoch stetig und kurz nach dem Investitionszeitpunkt anfallen, wie bei dem erwähnten Güterwagenportfolio.

### Wie investieren?

Die einfachste Investitionsform ist der direkte Erwerb eines Realgutes z.B. der Kauf einer Immobilie. Dabei sollte der Investor aber über ein vertieftes Marktwissen verfügen. Direkte Sachwertinvestitionen sind zudem meist kostenintensiv. Das erforderliche Wissen kann durch den Beizug eines sachkundigen Dritten beschafft werden, beispielsweise eines Fondsmangers. Der Anleger investiert dabei in der Regel in einen geschlossenen Fonds oder ein ähnliches Anlagevehikel, bei welchem das Kapital von verschiedenen Investoren gebündelt wird.

Gerne informieren wir Sie auch in Zukunft über solche innovative Ideen und stehen Ihnen für Fragen gerne zur Verfügung.



Dr. Stefan Hasenböbler

# DEUTSCHE PENSFLEX

## PRIVATE BANKING FÜR IHRE BETRIEBLICHE VORSORGE

### **Erfolgsmodell PensFlex wird nach Deutschland exportiert**

Guido Best, 50-jähriger Geschäftsführer der Deutsche PensFlex GmbH (DPF) mit Sitz in Bonn, erklärt im Gespräch die Ziele der Deutschen PensFlex und warum die betriebl. Vorsorge für Arbeitnehmer in Deutschland immer wichtiger wird.

### **Herr Best, Was hat Sie dazu bewogen, die DPF zu gründen?**

Im Laufe meiner 30-jährigen Karriere habe ich verschiedenste Aspekte des Vorsorge- und Versicherungswesens kennengelernt. Zuletzt war ich im Bereich der betriebl. Vorsorge bei der Zurich Versicherung in Deutschland tätig. Hier habe ich immer wieder erlebt, dass vor allem für Mitglieder des Kadern und mittelständische Unternehmer große Vorsorge- und Angebotslücken bestehen, die mit den momentanen Lösungen nicht abgedeckt werden. Deshalb habe ich entschieden, mich selbstständig zu machen und für diese Bedarfsgruppe passende Lösungen anzubieten. Durch einen glücklichen Umstand trat in dieser Zeit Karl Reichmuth von der Privatbank Reichmuth & Co sowie die PensExpert AG an mich heran. Ich war begeistert von den innovativen und gleichzeitig bewährten Vorsorgeangeboten der PensExpert. Gemeinsam haben wir den Aufbau der DPF vorangetrieben, um die Lösungen von PensExpert auch in Deutschland anbieten zu können.

### **Sie haben die große Vorsorgelücke für Kadermitglieder und Unternehmensführer angesprochen. Wie kommt diese zustande?**

In Deutschland haben wir - ähnlich wie in der Schweiz - ein Drei-Säulen System für die Altersvorsorge: Die staatl. Rente, die betriebl. Vorsorge sowie eine private, teilweise steuerlich geförderte Vorsorge. Die staatl. Rente ist aktuell bei einer Nettorente von rund TEUR 2,0 p.m. gedeckelt. Zudem werden das private Vorsorgen und die klassische betriebl. Vorsorge über Direktversicherungen und Pensionskassen bzw. -fonds nur beschränkt steuerlich begünstigt. Für jemanden mit einem Nettogehalt über

TEUR 5,0 p.m. entsteht somit schnell eine Vorsorgelücke von mehreren Tausend Euro.

### **Wie kann einer solchen Lückenbildung in der Vorsorge entgegen gewirkt werden?**

Bei der betriebl. Vorsorge ist es möglich, im Rahmen sogenannter Direktzusagen des Arbeitgebers Vorsorgelösungen wahrzunehmen, die im Prinzip steuerlich unbeschränkt gefördert werden. Hier kommt das Angebot der DPF ins Spiel. Sie bietet Unternehmen die Möglichkeit, für ihre Kadermitglieder und Geschäftsführer entsprechend flexible, individuelle Vorsorgeprodukte anzubieten. Diese gestatten es, dass wichtige Schlüsselkräfte ihre zukünftige Rente auf ein Niveau bringen, mit dem sie ihren gewohnten Lebensstandard auch nach der Pensionierung weiterführen können.

### **Das heisst, die Unternehmen können über die DPF ihren Mitarbeitern eine individuelle betriebl. Vorsorge bieten, die steuerlich begünstigt ist?**

Richtig. Konkret kann das Unternehmen, respektive ein von diesem bestimmtes Anlagekomitee, aus einem Portfolio verschiedener «Best-in-Class» Investment-Möglichkeiten eine beliebige Zusammenstellung von Anlagelösungen auswählen und den Angestellten zur Verfügung stellen. Diese wiederum wählen gemäss ihrem individuellen Risikoprofil und persönlichen Anlagezielen die für sie geeignete Anlagestrategie aus. DPF steht dabei beratend zur Seite und bietet den Vorsorgenehmern u. a. ein flexibles Lebenszyklusmodell, das sich mit zunehmendem Alter an die sich verändernde Risikofähigkeit anpasst.

### **Die Vorsorgenehmer erhalten somit Zugang zu individuellen Anlageinstrumenten. Inwiefern ist dies wichtig?**

Die eigenverantwortliche Vorsorge wird immer wichtiger, insbesondere die effiziente betriebl. Vorsorge. Betrachtet man die hohe Staatsverschuldung, ist es fraglich, ob die staatl. Rente in Zukunft mehr als nur eine Existenzsicherung bereitstellen kann. Bereits heute hat sich ja der An-

teil der staatl. Rente an der Gesamtrente reduziert. Vor noch nicht so langer Zeit machte diese teilweise bis zu 60% aus. Ein weiterer wichtiger Grund, warum ich die individuelle betriebl. Vorsorge für Kadermitglieder empfehle, ist natürlich die extrem tiefe Rendite, die Staatsanleihen abwerfen. Die betriebl. Standard-Vorsorgelösungen über Lebensversicherer oder Pensionskassen in Deutschland sind auf die breite Masse der Arbeitnehmenden ausgerichtet und investieren einen Großteil der Gelder in Staatsanleihen. Diese weisen mittlerweile aber nur magere Zinsen aus, die teilweise sogar unter der Teuerung liegen und somit nicht mal mehr eine Kaufkraft erhaltung garantieren.

### **Birgt die Investition in indiv. Anlageinstrumente nicht auch Risiken, z.B. bei Konkurs oder Insolvenz des Arbeitgebers?**

Überhaupt nicht. Die Anlagen respektive das Vorsorgeguthaben der über DPF vorsorgenden Kadermitglieder und Unternehmensleiter werden über eine Treuhandkonstruktion, das sogenannte Contractual Trust Arrangement (CTA), insolvenzgesichert. Dank dieser Konstruktion werden die Vorsorgegelder rechtlich vom Unternehmen getrennt. Dieses kann aber nach wie vor direkt oder über ein Anlagekomitee das Geld verwalten. Jedoch können weder das Unternehmen noch etwaige Gläubiger im Insolvenzfall das Geld der Vorsorgenehmer einfordern. Zudem sind die Gelder bis zu einer Rente von TEUR 8,0 p.m. über den Pensionssicherungsverein PSV a.G. geschützt.



*Guido Best  
Geschäftsführer*

Deutsche PensFlex GmbH, Bonn  
guido.best@pensflex.de  
Telefon: +49 (0)228 / 850 96 10