

CHECK-UP

KUNDENINFORMATION DER REICHMUTH & CO, INTEGRALE VERMÖGENSVERWALTUNG AG, MÜNCHEN

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

EDITORIAL

«Was hat sich gegenüber früher verändert?» fragte mich kürzlich ein jüngerer Geschäftsführer einer Bank. Meine spontane Antwort: «Die Veränderung im Verantwortungsbewusstsein und die für Anlageerfolg verheerende Kurzfristigkeit des Denkens».

So ersetzt heute eine unheilvolle Zentralisierung der Verantwortung die persönliche Beurteilung. Papier-Entscheidung von Stäben fragen nicht nach persönlichem Verantwortungsbewusstsein. Konformität gepaart mit wachsendem Regelwerk sind hoch in Mode. Ähnlich funktioniert das Mitgehen mit der Masse aufgrund der modernen Portfoliotheorie. Die heute vorherrschende Kurzfristigkeit des Denkens wirkt sich negativ aus. Während man eine Immobilie nicht täglich bewertet, schwanken die an Börsen gehandelten Wertpapiere oder Edelmetalle stark. Wen solche Schwankungen in seiner Strategie verunsichern, der wird den angestrebten Ertrag selten ernten.

«Das Leben wird rückwärts verstanden, aber vorwärts gelebt» (Søren Kierkegaard). Als lernende Organisation mit Langfristigkeit im Blut wollen wir den Blick stets in die Zukunft richten.



Christoph Schwarz
Vorstand

IST DIE SCHULDENKRISE VORBEI? ENTSCHULDUNGSPHASEN SIND UNANGENEHM UND LANGWIERIG

2013 war bislang einzig für Aktienanleger in den USA, Japan und der Schweiz überdurchschnittlich erfreulich. Das sind alles Länder mit extrem expansiven Notenbanken. Für europäische Aktien verlief 2013 mässig und für jene in Asien gar negativ. Neu auf der Verliererseite stehen Obligationäre und – in überraschend starkem Ausmass – Investoren in Edelmetallen. Sind dies Vorbote einer von Schuldenkrisen unbelasteten Zukunft – oder lediglich Symptome der finanziellen Repression?

Es gibt zwar oberflächliche Fortschritte bei der Bewältigung der Schuldenkrise. Doch steigt die Verschuldung gegenüber der Ertragskraft weiter an. Lediglich das Tempo verlangsamt sich. Die Arbeitslosigkeit ist sehr hoch, das Kreditwachstum sehr tief und weder Politik noch Wirtschaft beschäftigen sich mit langfristigen Zukunfts-Plänen. Für uns ist die Schuldenkrise deshalb noch nicht vorbei.

Hässliche versus angenehme Entschuldung

Eine lesenswerte Studie über historische Entschuldungsphasen von Ray Dalio, Chef des US-Investmenthauses Bridgewater (www.bwater.com), erläutert, wie zu hohe Schulden stets über eine Kombination von Schuldenabbau (Restrukturierung und Ausfälle), Austerität (Sparmassnahmen), Vermögenstransfers von reich zu arm und Monetarisierung von Schulden reduziert wurden. Die Ge-

wichtung in der Kombination dieser vier Massnahmen entscheidet, wie die Entschuldung abläuft. Dabei sei der Vermögenstransfer – abgesehen von Revolutionen – wenig wirksam.

Südeuropa in der hässlichen deflationären Entschuldung

Schuldenrestrukturierungen und -ausfälle wirken deflationär und depressiv. Ähnliche Auswirkungen zeigt die Austerität mit ihren Sparprogrammen und Steuererhöhungen. Weil das Wachstum dadurch tief oder gar negativ ist, die Zinsen aber darüber liegen, verschärft sich das Schuldenproblem zusätzlich.

USA, UK und Japan in der angenehmen Entschuldung

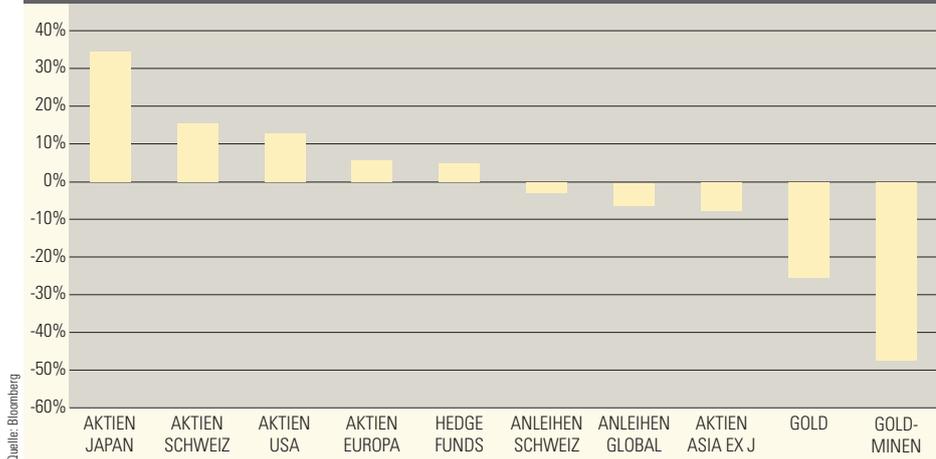
Die geldpolitischen Massnahmen spielen in dieser Form eine zentrale Rolle. Denn sie wirken stimulierend und eher inflationär. Meist erfolgt eine hohe Liquiditätszufuhr der Zentralbanken. Oft werden die Anforderungen an die Belehnungsqualität gesenkt und auch langfristige Wertschri-

Fortsetzung nächste Seite

INHALT

- 3 Unsere Denk-Szenarien im Überblick
- 3 Bausteinkonzept «Portfolio der Zukunft»
- 4 Anlagepolitik
- 5 Marktperspektiven
- 6 Gold wandert nach China und Indien
- 7 Zwischenbericht zur Renaissance der Nifty-Fifty
- 7 Teure Aktienmärkte in den USA und der Schweiz
- 8 «Heute in 9 Jahren»

STARK UNTERSCHIEDLICHE ENTWICKLUNG IM 1. HALBJAHR 2013



den direkt gekauft. So kann der Entschuldungsprozess zeitlich ausgedehnt werden. Der Schlüssel liegt in Nominalzinsen, die unter dem Nominalwachstum liegen. In solchen Ländern neigt die Währung zur Schwäche, aber die Inflation bleibt zuerst noch tief.

Folgt eine hässliche inflationäre Entschuldung?

Eine solche entsteht, wenn die stimulierenden Massnahmen zu exzessiv eingesetzt werden. In Ländern ohne eigene Reservewährung und mit hoher Auslandsverschuldung kann das schneller passieren als in Staaten mit einer Reservewährung, wie z.B. den USA. Hier setzt das erst viel später ein. In diesem Zusammenhang ist das laute Nachdenken der US Zentralbank über eine Reduktion der monatlichen Käufe langfristiger Obligationen wohl als Versuch zu werten, es nicht so weit kommen zu lassen. Es wird spannend zu sehen, ob der Politik-Mix in USA, UK und Japan eine solche Phase abwenden kann.

Entschuldung à la Detroit

Immer wieder werden auch bereits gemachte, aber nicht finanzierte Versprechungen (z.B. Renten), die sogenannten impliziten Staatsschulden, thematisiert. Mit dem Eintritt der geburtenstarken Jahrgänge ins Rentenalter werden diese geldwirksam. In Detroit kann man erkennen, was eines Tages auch anderswo geschehen dürfte. Kommt eine Stadt oder ein Staat in Schieflage, werden sie

gleich behandelt, wie die expliziten Schulden. In Detroit sollen sie z.B. zu rund 90% gestrichen werden. Das bedeutet, dass dadurch in Detroit gesamthaft rund 40% der erwarteten versprochenen Leistungen in Schall und Rauch aufgehen. Während bei den Vermögenswerten die Anleger verlieren, sind mit dem weitgehenden Wegfall versprochener «wohlerworbener Rechte» auch die Rentner Verlierer. Das wirkt natürlich wie das obige Beispiel in Südeuropa.

Europa hat gewählt

Nach den deutschen Wahlen am 22. September 2013 stehen die meisten Regierungen in der Eurozone in ihrer ersten Legislaturperiode. Wenn überhaupt, werden grosse Würfe meist in dieser Zeit gewagt. Optimisten dürfen sich daher erhoffen, dass hinter den Kulissen eine Art «europäischer Marshall-Plan» gezimmert wird, der der deutschen Zustimmung harret. Ein solcher wäre wohl nur mit zusätzlich neuen supranationalen Kreditgebilden und einem viel weiter gefassten EZB-Mandat umzusetzen. Aus Anlegersicht wäre das positiv für die gebeutelten südeuropäischen Finanzmärkte, insbesondere deren Finanztitel. Natürlich ist die Umsetzung mit hohen Risiken verbunden. Noch scheint uns dies Wunschdenken zu sein. Hauptaugenmerk der Regierungen liegt eher in noch mehr Macht für die Staaten, wie man z.B. auch der Botschaft vom kürzlichen G20 Gipfel in Russland entnehmen kann. Er soll dem «schädlichen Steuerwettbewerb» gelten. Dabei

haben Wettbewerb und die verschiedensten Wege bei der Problemanpackung die Welt bisher stets weiter gebracht, als obrigkeitliche Planung.

Geduld – Zeit ist der beste Freund jedes Anlegers

«Muss man künftig höhere Vermögensschwankungen akzeptieren?» Diese Frage stellten wir bereits zu Jahresbeginn und wissen, dass sie nur individuell beantwortet werden kann. Obligationen scheinen uns auch mit den etwas höheren Renditen noch immer wenig attraktiv. Schweizer Bundesanleihen zahlen für die nächsten 10 Jahre kaum 1% pro Jahr und die erheblichen Preisrisiken liegen auf der negativen Seite. Zahlreiche Aktien hingegen werfen verhältnismässig attraktive Dividenden ab, obgleich die Dividendenrenditen durch die Börsenhausse in den vergangenen 12 Monaten tiefer liegen als damals. Die Preisschwankungen sind allerdings erheblich und daher nur für Anleger zu empfehlen, die das Auf und Ab nicht nervös macht. Edelmetalle haben zwar keinen laufenden Ertrag, dafür haben sie auch kein Gegenparteienrisiko. Ihre Preisschwankungen sind enorm hoch, wie wir im ersten Halbjahr schmerzlich erfahren mussten. Trotz diesem Misserfolg bis Mitte Jahr und dem entsprechenden Performance-Handicap, halten wir an Edelmetallen fest.

Wichtig ist, dass man sowohl positive wie negative Schwankungen prüft, ob sie permanent oder vorübergehend sind. Strategien sollen nur verändert werden, wenn deren Grundlagen sich ändern. Der unabhängige Blick nach vorne ist heute wichtiger denn je.



Christof Reichmuth
unbeschränkt haftender Gesellschafter

UNSERE DENK-SZENARIEN IM ÜBERBLICK

WIE WIR DIE ZUKUNFT EINSCHÄTZEN

KONSENS	STAGFLATION Zeit heilt alle Wunden	SCHULDENKRISE IST VORBEI Aufbruch in Europa	NEU-START
«Eigentlich ist die Realwirtschaft gar nicht so wichtig. Die Staaten und Zentralbanken werden es schon richten». Die EUR-Zone bleibt bestehen, die Politik und Zentralbank beschränkt sich weiterhin auf Symptombekämpfung und verhindert so ein Aufflammen der Krise. Die Zinsen bleiben auf lange Zeit tief. Die Wirtschaftsdaten aus den USA sind besser, aber das Wachstum bleibt fragil. Der USD wird leicht stärker trotz weiterhin ungelöster Defizite in der Leistungsbilanz und steigender Verschuldung. Das Wachstum in China stabilisiert sich, aber auf tieferem Niveau. Höhere Inflation ist kein Thema. Edelmetalle sind nicht mehr gefragt, Aktien werden teurer.	Nach den Deutschen Wahlen flammt die EUR-Krise wieder auf. Die schwachen Weltwährungen JPY und USD, sowie die Depression in Südeuropa veranlassen die EZB zu einer ähnlich expansiven Geldpolitik. Negative Zinsen werden eingeführt, um das neu geschaffene Notenbankgeld in die Wirtschaft zu drücken. Der Druck der Arbeitnehmer nimmt zu und es kommt zu Erhöhungen der Löhne in Nordeuropa. Parallel dazu werden protektionistische Massnahmen eingeführt und der Steuervettbewerb der Länder untereinander eliminiert. Es kommt zu Preissteigerungen, die Inflationserwartungen steigen. Das Wachstum bleibt aber aufgrund der zunehmenden Regulierung und steigenden Kosten für Firmen und Konsumenten tief.	Nach den Wahlen in Deutschland sind die Regierungen der grossen Euroländer überall gewählt und entschlossen, in der ersten Phase ihrer Legislatur echte Reformen anzupacken und eine Aufbruchstimmung auszulösen. Deutschland trägt diese Lösungen mit. Es kommt zu einer Kombination von einmaligen Reichensteuern, Schuldenrestrukturierungen und grossen Infrastrukturprojekten. Die EZB unterstützt das Vorhaben mit tiefen Zinsen für solche Aufbruch-Projekte. Die Nachfrage zieht an und die Löhne und der Konsum steigen. Das nominale Wachstum ist gut, was hilft die Schuldenquote zu senken.	Die Jugendarbeitslosigkeit in Südeuropa steigt und der Druck der Strasse nimmt zu. Erste Regierungen werden gestürzt und neuen Kräften mit grossen Versprechungen eine Chance gegeben. EUR-skeptische Parteien gewinnen, die Renationalisierung der EUR-Zone wird extrem. Auch Frankreich muss um Hilfe bitten, doch dafür sind alle Rettungsschirme zu klein. Es kommt zu nationalen Parallelwährungen, Nordeuropa erlebt einen Deflationsschock. Das Bankensystem in Europa wird weitgehend verstaatlicht. Ausfälle und Restrukturierungen bei Anleihen folgen. Nach einigen turbulenten Jahren locken attraktive Kostenstrukturen. Ein Aufschwung folgt.
ANLAGEIDEEN: - Dividendenstarke Aktien von global aufgestellten Firmen (Global Leaders) - USD - Immobilien - Selektiv Hedge Funds - Spekulativ: extrem gedrückte Aktien (oder Indizes) in Südeuropa	ANLAGEIDEEN: - Dividendenstarke Aktien von global aufgestellten Firmen (Global Leaders) - Edelmetalle - Selektiv Hedge Funds - Immobilien	ANLAGEIDEEN: - Zyklische Aktien, insbesondere aus dem Bereich Infrastruktur - Aktien aus Südeuropa und Emerging Markets - Fremdwährungen - Hedge Funds	ANLAGEIDEEN: - Keine Nominalguthaben, ausser vielleicht in der Schweiz - Aktien, aber keine Finanztitel - Edelmetalle
Erwartung 6 Mt. 59%	Erwartung 6 Mt. 20%	Erwartung 6 Mt. 20%	Erwartung 6 Mt. 1%
Erwartung 18 Mt. 35%	Erwartung 18 Mt. 45%	Erwartung 18 Mt. 15%	Erwartung 18 Mt. 5%
Erwartung 36 Mt. 20%	Erwartung 36 Mt. 50%	Erwartung 36 Mt. 10%	Erwartung 36 Mt. 20%

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			0%	1%
		Kurze Unternehmens-Obligationen in EUR und NOK	Inflationsindexierte Staatsanleihen in EUR, CAD und SEK		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 Telekom	Goldminenaktien Zyklische Aktien Emerging Markets Nebenwerte	4-8%	15%
5%	Immobilien		Deutschland	Asien & US REITs	4-8%	15%
10%	Alternative Anlagen			Rohstoffe und Mikrofinanz	6-8%	< 10%
					10%	< 15%
10%	Edelmetalle		Gold physisch oder ETC	Silber ETF	8-10%	15%
Total					3-6%	ca. 6%

*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. Auf Anfrage stellen wir Ihnen den Artikel gerne zu.

ANLAGEPOLITIK

SEPTEMBER 2013

BASIS	CH	EU	USA	J	CHINA
Kaufkraftparitäten		1.30	0.94	1.13	

Konjunktur (BIP-Wachstum)		N	S			
heute	1.1%	-0.1%	-1.1%	1.4%	0.9%	7.5%
1 Jahr	→	↗	→	↗	↗	↘
3 Jahre	→	→	↗	→	↗	↘

Inflation		N	S			
heute	0.0%	1.8%	1.6%	2.0%	0.2%	2.7%
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	1.7	0.7	1.5	0.6	0.8
Dividendenrendite	2.9%	3.2%	2.1%	1.8%	4.1%
Kurs/Buchwert	2.3	1.6	2.4	1.2	1.2
Kurs/Gewinnverhältnis aktuell	19	14	16	18	8
Kurs/Gewinnverhältnis geschätzt	15	12	15	14	7

PROGNOSEN	CH	EU	USA	J	CHINA
Geldmarkt (3 Monate)		N	S		
heute	0.02%	0.2%	0.3%	0.2%	5.4%
1 Jahr	→	→	→	→	→

Swapsätze (10 Jahre)		N	S			
heute	1.6%	2.2%	3.0%	0.9%	4.6%	
1 Jahr	↗	↗	↗	→	↗	
3 Jahre	↗	↗	↗	↗	↗	

Währungen					
heute	1.23		0.92	0.94	0.15
1 Jahr	→		→	↗	
3 Jahre	→		↘	↘	→

Aktienmarkt	SPI	DAX	S&P 500	TOPIX	HSCEI
heute	7'495	8'293	1'652	1'122	9'857
1 Jahr	→	→	→	↗	↗
3 Jahre	↗	→	↗	↗	↗

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

Legende: ↗ = steigend ↗ = stark steigend → = gleichbleibend ↘ = fallend Stichtag: 21. August 2013
N = Nordeuropa **S** = Südeuropa

MARKTPERSPEKTIVEN

3. TRIMESTER 2013

WÄHRUNGEN

Die Wechselkurse unter den Hauptwährungen sind zwar volatil, verschieben sich aber per Saldo kaum; der fast 30% abgewertete JPY hat sich auf dem tieferen Niveau stabilisiert. Auch in den nächsten Monaten ist nicht mit wesentlichen Wechselkursänderungen zu rechnen.

Die gleichgerichtete, nach wie vor sehr expansive Geldpolitik der Zentralbanken und die kleinen Inflationsdifferenzen in den Industrieländern lassen kaum Spannungen im heutigen Wechselkursgefüge unter den Hauptwährungen aufkommen; die Kurse bleiben daher relativ stabil.

Was den CHF betrifft, wird der EUR noch längere Zeit zwischen CHF 1.20 und etwa CHF 1.25 fluktuieren. Die Konsumentenpreis-inflation in der Schweiz ist aus dem negativen Bereich jetzt wieder auf Null angestiegen und wird sich, solange der EUR stabil zum CHF bleibt, mit der Zeit der Inflationsrate in der Eurozone von rund 2% annähern. Da dies deutlich über der Zielvorstellung der Schweizerischen Nationalbank liegt, wird sie die heutige Interventionsgrenze von CHF 1.20 für den EUR auf lange Sicht aufheben oder anpassen; dies wäre dann eine neuerliche Aufwertungsphase für den CHF.

Der USD könnte vorübergehend etwas stärker werden. Die asiatischen Währungen sind zum USD relativ stabil und dadurch dem Druck der JPY Abwertung ausgesetzt. AUD, CAD oder auch NOK sind mit den gefallen Rohstoffpreisen etwas schwächer, doch vor allem CAD und NOK eignen sich weiterhin als attraktive Diversifikation. Die Währungen einiger Schwellenländer wie Brasilien, Indien oder Türkei sind trotz Devisenmarkt-Interventionen und Zinserhöhungen unter Druck gekommen; wegen der gegenüber den Industrieländern wesentlich höheren Inflation und den hohen Leistungsbilanzdefiziten werden sie weiter zur Schwäche neigen.

ZINSSÄTZE

Die Zentralbanken der Industrieländer setzen ihre extrem expansive Geldpolitik fort und haben sich teilweise bereits auf Jahre hinaus festgelegt. Die kurzfristigen Zinssätze in den Hauptwährungen werden daher noch ziemlich lange sehr tief bleiben.

Trotz der lockeren Geldpolitik ist die Inflation in den Industrieländern wegen des tiefen Wirtschaftswachstums, der hohen Arbeitslosigkeit und des globalen Wettbewerbs nahe bei Null geblieben. Letztlich wird sich diese Politik aber inflationär auswirken. Die Zentralbanken ersetzen in ihrer Geldpolitik das Ziel der Geldwertstabilität immer mehr durch andere Ziele. Nach den USA hat jetzt auch Grossbritannien die Senkung der Arbeitslosenrate auf 6.5% bzw. 7% als primäres Ziel eingeführt. Japan will explizit die Inflationsrate auf 2% erhöhen. Auf lange Sicht ist deshalb mit steigenden Inflationsraten und damit einhergehend auch mit steigenden Zinssätzen zu rechnen. Die langfristigen Zinssätze haben sich im Sommer bereits deutlich erhöht.

In den Schwellenländern ist die Situation anders. Das hohe Wachstum der Wirtschaft und insbesondere der Löhne haben die Inflation geschürt, noch verstärkt durch die Schwäche der betreffenden Währungen. Die Zinssätze sind deshalb erhöht worden. Eine Stabilisierung der Zinsniveaus ist erst dann zu erwarten, wenn es gelingt, die Leistungsbilanzdefizite, und damit die Abhängigkeit vom Zufluss ausländischen Kapitals zu reduzieren.

Die Kreditrisiko-Zuschläge für die kritischen Staaten in der Eurozone sind nach wie vor hoch. Trotz einigen Fortschritten steigen die Staatsschulden immer noch und die Ungleichgewichte innerhalb der Eurozone sind nur wenig gesunken. Für diese Länder bleibt die laufende Refinanzierung daher schwierig und teuer; sie werden, mindestens teilweise, weiter auf Unterstützung angewiesen sein.

AKTIENMÄRKTE

Die Aufwärtstrends an den Aktienmärkten haben sich abgeflacht; das Kursniveau liegt deutlich höher als zu Jahresbeginn. Die Bewertung nach fundamentalen Kriterien ist im Durchschnitt angemessen, aber nicht mehr besonders attraktiv. In den nächsten Monaten dürften sich Auf- und Abwärtsbewegungen etwa ausgleichen.

Obwohl mit breit gestreuten Aktienanlagen in der nächsten Zeit gesamthaft kaum grosse Kursgewinne zu erwarten sind, bleiben Aktien relativ zu den Alternativen interessant. Die hohen Dividendenrenditen vieler erstklassiger Titel, obwohl gerade diese heute nicht mehr billig sind, rechtfertigen eine relativ hohe Gewichtung für Anleger, die sich an den höheren Kursschwankungen im Vergleich zu erstklassigen festverzinslichen Anlagen mit ihren viel tieferen Renditen nicht stören. In den Schwellenländern haben sich auch die Aktienmärkte abgekoppelt vom Trend in den Industrieländern. Das steigende Zinsniveau und sinkende Gewinnmargen drücken die Aktienkurse nach unten. Vor allem die Rohstoffproduzenten haben wegen der gefallen Rohstoffpreise hohe ausserordentliche Abschreibungen und drastische Dividendenkürzungen durchgeführt oder angekündigt. In den kritischen Ländern der Eurozone haben sich die in den letzten «Marktperspektiven» erwähnten sehr tief bewerteten Aktien teilweise stark erholt; andere sind immer noch billig, aber nur für sehr risikobereite Anleger als attraktive Kaufkandidaten geeignet.



Axel R. Dresler

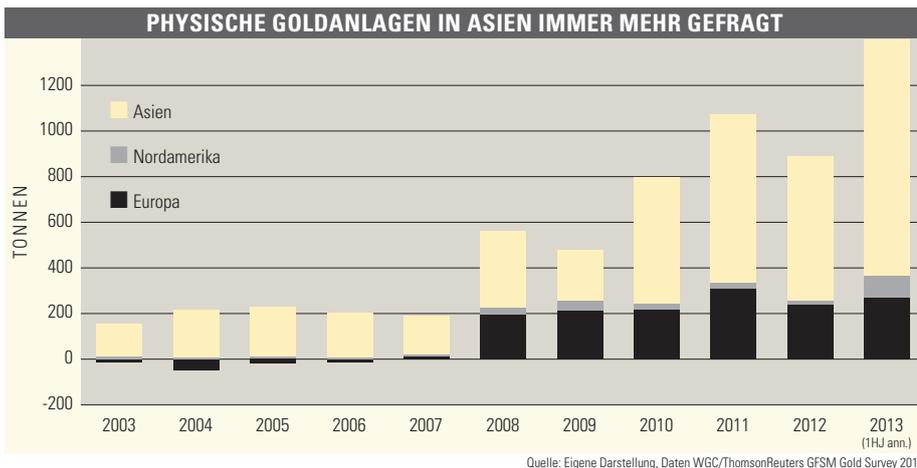
GOLD WANDERT NACH CHINA UND INDIEN

GOLDPREIS AUF DER SUCHE NACH DEM NEUEN GLEICHGEWICHT

Über Jahrhunderte reist Gold von den alten zu den neuen Mächten, heisst es. Ein deutliches Zeichen dieser Verschiebung von den USA und Europa nach Asien ist der kürzlich erschienenen Analyse des World Gold Councils zu entnehmen.

Im letzten Jahren sinken wird. Gold ist ein geeignetes Mittel zur Währungsdiversifikation. Der Goldbestand ist beschränkt und kann nur mit hohen Kosten ausgeweitet werden. Demgegenüber kann Papiergold heute fast kostenlos, ja sogar ohne Papier beliebig gedruckt werden.

ca. CHF 120-150 Billionen. Diese letzteren Werte sind in der kürzlichen Vergangenheit stark angestiegen, vor allem wegen der zunehmenden Verschuldung, aber auch aufgrund der Höherbewertung der Finanzaktiva ausgelöst durch die extrem tiefen Zinsen (vergleiche Grafik).



Keine Abkehr extrem expansiver Geldpolitik

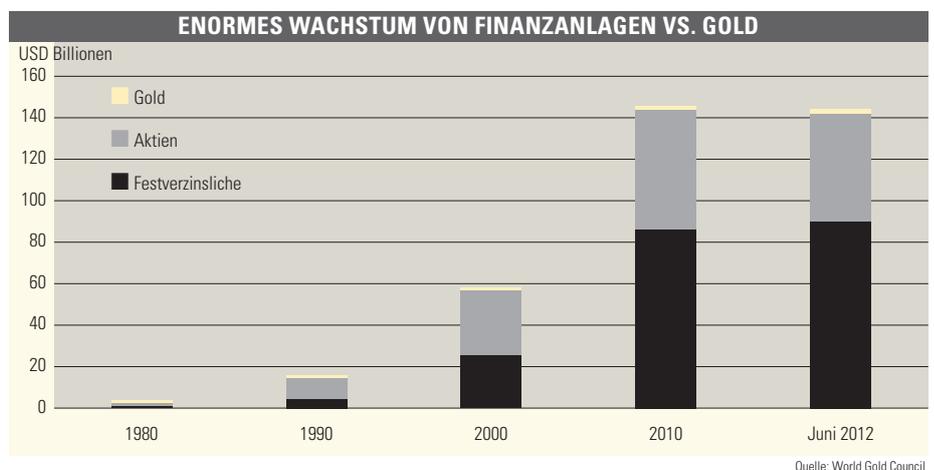
Da der Druck in Japan und in Europa für eine noch expansivere Geldpolitik weiterhin besteht, erachten wir Gold noch immer als attraktiv. Wir sehen es als Währungsdiversifikation und als Sicherheit gegen Debasierung von Währungen und höherer Inflation. Sollte die Schuldenkrise entgegen unserer Erwartung vorbei sein, dann wäre unsere Ein-

Gold ist eine knappe Währung ohne Ertragswert

Der Goldpreis ist 2013 um rund 20% gefallen und notiert auf dem Niveau von vor 2011, allerdings noch immer rund 60% höher als vor der Finanzkrise. Weil der Goldpreis keinen berechenbaren Ertragswert besitzt, bestimmt sich der Preis rein durch Angebot und Nachfrage und ist entsprechend stimmungsanfällig. Da Gold v.a. in unsicheren und inflationären Zeiten gefragt ist, sinkt mit zunehmendem Optimismus der Marktteilnehmer die Nachfrage und erhöht sich vorübergehend das Angebot. Denn kurzfristig agierende Investoren trennen sich dann von Gold, um andere in ihren Augen attraktivere Anlagemöglichkeiten zu verfolgen. Verstärkt wird dieser Effekt durch die Derivatbörsen.

Kaum höhere Produktion

Mit dem tieferen Goldpreis stoppen Minen inzwischen Projekte und auch das Angebot von Altgold sinkt. Wir erwarten daher, dass die Goldproduktion in den näch-



Nur ca. 1% der Finanzanlagen in Gold

Gemäss dem World Gold Council wurden bis heute rund 170'000 t Gold geschürft, das entspricht einem Wert von CHF 7'000 Mrd. Rund die Hälfte davon, 85'000 t, wurde zu Schmuck verarbeitet. 18% oder 30'000 t werden von den Zentralbanken gehalten und rund 20% (35'000 t) gehören Finanzinvestoren. Je nach Schätzung beträgt der Goldanteil, welcher von Finanzinvestoren gehalten wird, weniger als ca. 1% an den weltweit existierenden Finanzanlagen von

schätzung falsch und wir müssten reagieren. Bis dann halten wir an der Strategie fest und empfehlen Gold weiter als Portfoliobestandteil.

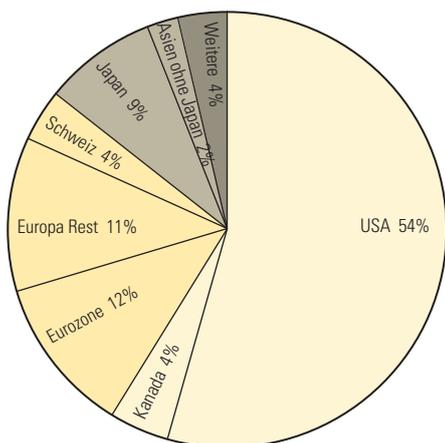


Armin Micheli

TEURE AKTIENMÄRKTE IN DEN USA UND DER SCHWEIZ

ATTRAKTIVERE BEWERTUNG IN EUROPA UND ASIEN

Die Performance des Weltaktienindex wird zu mehr als der Hälfte durch den US-Aktienmarkt bestimmt. Der Anteil der Schweiz beträgt 4%, der Länder der Eurozone 12% und Japan 9%. Der MSCI Welt teilt sich wie folgt auf:



Japan brilliert, China verliert

Die Aktien in Japan sind seit Jahresbeginn bis Mitte August um über 30% gestiegen. Die USA wie auch die Schweiz konnten rund 20% zulegen. Dagegen hat der europäische Aktienindex EuroStoxx

50 knapp 10% zugelegt. Eine deutlich negative Entwicklung zeigten einige asiatische Märkte wie beispielsweise China mit minus 7%.

Steigende Risiken im Aktienmarkt

Wenn Aktienmärkte teurer werden, steigen die Risiken für temporäre Kursrückschläge. Aktuell sehen wir drei mögliche Auslöser: 1. höhere Zinsen, 2. sinkende Margen und 3. Wechselkursverwerfungen. Als aktuell grösste Risiken sehen wir steigende Zinsen oder auch Druck auf die historisch rekordhohen Margen.

Tiefe Erwartungen in Europa und attraktivere Bewertung

Trotz grossen und ungelösten Problemen

sehen die Bewertungskennzahlen in der Eurozone attraktiv aus. Auffallend ist, dass sich die attraktiv bewerteten Märkte dieses Jahr unterdurchschnittlich entwickelten. Nach vorne blickend scheint uns das Potenzial in den günstiger bewerteten Aktienmärkten Europas und Asien höher. Deshalb empfehlen wir, diese Märkte stärker zu gewichten.



	JAPAN	USA	SCHWEIZ	EUROZONE	ASIEN OHNE JAPAN
Kurs/Gewinn-Verhältnis (12M)	17.5	15.3	15.3	12.6	11.4
Kurs/Buchwert-Verhältnis	1.2	2.4	2.3	1.3	1.4
Dividendenrendite	1.8	2.1	2.9	4.0	2.6
Gewinnmarge	3.5	8.6	8.8	4.7	8.8

Quelle: Bloomberg

ZWISCHENBERICHT ZUR RENAISSANCE DER NIFTY-FIFTY

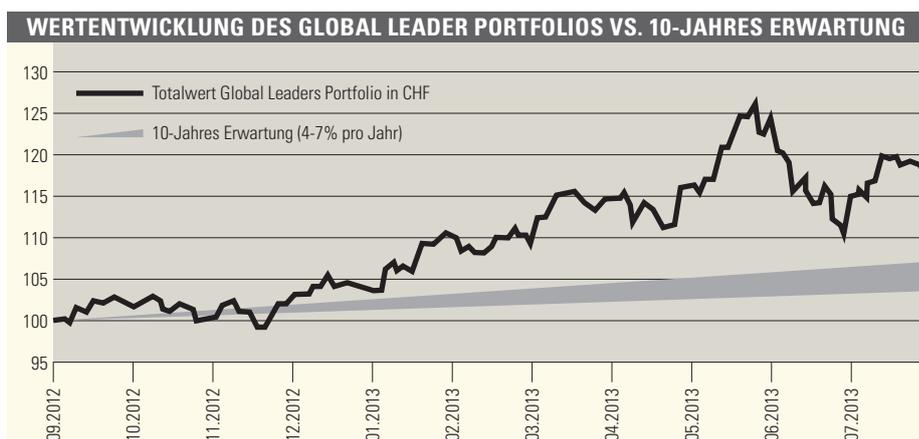
DIE LETZTEN 12 MONATE WAREN ÜBER ERWARTEN STARK

Das vor einem Jahr im Check-Up empfohlene Aktienportfolio im Artikel «Dezade der Dividendenaktien» von global tätigen Unternehmen hat über diese Zeitperiode rund 20% zugelegt, mehr als doppelt so viel, wie wir längerfristig im optimistischen Fall pro Jahr erwarten. Bisher haben wir noch keinen einzigen Titel ersetzt, sind uns aber bewusst, dass nur ca. 1/3 der Performance aufgrund der höheren Gewinne resultierte und rund 2/3 kamen aufgrund der teureren Aktienmärkte. Mit anderen Worten, es ist heute etwas weniger attraktiv als vor einem Jahr, und allfällige kommende Preisschwankungen nach unten sind ebenso gelassen zu nehmen, wie dieser Anstieg

in den letzten 12 Monaten. Alle damals beschriebenen Argumente stimmen aus unserer Sicht noch heute. Der Artikel ist auf www.reichmuthco.ch im Check-Up Archiv

frei zugänglich. Sind Sie interessiert am Thema oder an der aktualisierten Beurteilungsliste? Wir freuen uns auf Ihren Anruf.

Silvan Betschart, CFA



«HEUTE IN 9 JAHREN»

JÜRIG STAUB IM GESPRÄCH MIT FRAU HUNDERT-MILL

Hundert: Vor einem Jahr sprachen wir über meine 10-Jahresstrategie für meine Kinder und Sie rieten mir zu einem Aktien-Portfolio von global tätigen Firmen. Wie sieht Ihr Rat heute aus?

JS: Diese Aktien sind im Jahresvergleich zwar teurer geworden, aber mit einem Horizont von noch 9 Jahren und dem Ziel des Kaufkraftverlusts finden wir diese Aktien weiterhin attraktiv. Dies nicht zuletzt deshalb, weil keine anderen Anlagemöglichkeiten ähnlich attraktive Chancen für Realwerterhalt bieten, und das mit jährlichen und schönen Erträgen in Form von Dividenden.

Hundert: Hat sich denn in den letzten 12 Monaten nichts verändert?

JS: In der Tat hat sich unsere Einschätzung nicht verändert. Die beiden grossen Herausforderungen für Vermögensanlagen, die Schuldenwirtschaft in den alten Industrieländern sowie das unlimitierte Geld drucken der Notenbanken, sind weiterhin ungelöst. Ein realistischer Lösungsansatz ist nicht absehbar. Die Staatsschulden nehmen im Verhältnis zur Leistungskraft der jeweiligen Länder sogar weiter zu, und die Zentralbanken werden für die nächsten zwei bis drei Jahre am eingeschlagenen Kurs einer ultraexpansiven Geldpolitik festhalten.

Hundert: Sie meinen, Schuldenschnitte wie in Detroit oder Griechenland werden zum Rezept für die Reduktion der Staatsschulden auch in anderen Ländern?

JS: Das würde ich so nicht sagen. Ich erwarte eher, dass nur ganz extreme Schuldenlasten so geschnitten werden. Den grösseren Hauptthrust will man langsam weginflationieren. Das ist weniger schmerzhaft und hat weniger Nebeneffekte. Die Japaner haben sich klar für diesen Weg entschieden, ein Experiment mit offenem Ausgang. Unab-

hängig ob Schuldenschnitte oder Inflationierung, die Gläubiger dieser Schulden werden die Geprellten sein. Deswegen raten wir noch immer, den Teil des Vermögens, den Sie langfristig nicht für Ihre Verpflichtungen brauchen, real zu investieren.

Hundert: Gold ist auch real und hat in den letzten 12 Monaten erhebliche Preiseinbrüche verzeichnet. Ist das wirklich eine Lösung?

JS: Ein so starker Rückschlag während einer extrem expansiven Geldpolitik kam für uns tatsächlich unerwartet. Doch wie erwähnt machen wir uns noch immer grosse Sorgen zur Schuldenwirtschaft und Gelddruckerei. Deshalb halten wir an Gold als Währungsalternative sowie als Versicherung in der Grössenordnung von 5-10% fest. Wichtig scheint mir, dass Sie sich über einen zentralen Punkt bewusst sind: Werterhalt, damit meine ich Kaufkraftverlust, können Sie sich nur langfristig und über erhöhte Preisschwankungen erkaufen, davon bin ich überzeugt. Gold hat jedoch gegenüber anderen Realwertanlagen wie Aktien oder Immobilien einen erheblichen Nachteil, es produziert keine laufenden Erträge in Form von Dividenden oder Mieteinnahmen.

Hundert: Was bedeutet dieser Nachteil für Gold?

JS: Sobald die Notenbanken von der expansiven Geldpolitik abrücken und das Zinsniveau deutlich höher ist, wird Gold weniger attraktiv. Diesen Zeitpunkt sehen wir noch nicht. Es ist bei Dividendenaktien allerdings angenehmer, negative Preisschwankungen auszuhalten, wenn Sie mit schönen laufenden Erträgen bei guter Laune gehalten werden.

Hundert: Die Zinsen sind doch schon gestiegen?

JS: Ja, die langen Zinssätze haben vor ei-

nem Jahr die Tiefststände erreicht und sind dieses Jahr erheblich gestiegen. Die Besitzer von langfristigen Anleihen haben deshalb Preisverluste hinnehmen müssen, die wohl permanenter Natur sind. Das allerdings kam ja wirklich nicht unerwartet. Auch wenn wir vorerst keinen weiteren grossen Anstieg der Zinsen erwarten, erscheint uns das Chancen-/Risikoprofil von Anleihen weiterhin unattraktiv.

Hundert: Negative Preisschwankungen haben auch Aktienanlagen in Schwellenländern erlitten – ist heute der Zeitpunkt, da einzusteigen?

JS: Schwellenländer verfügen über ein natürliches Wachstum, obwohl sich dieses etwas verlangsamt. Die Aktienbewertungen sind vergleichsweise günstig. Langfristig wird es sich lohnen, in Blue-Chips aus den aufstrebenden Regionen zu investieren.

Hundert: Habe ich Sie richtig verstanden? Sie raten weiterhin zu Aktien global tätiger Unternehmen und halten auch heute noch an diesen Positionen fest. Für Zukäufe sehen Sie die günstiger bewerteten Schwellenländer im Vordergrund und Gold bleibt für Sie als Diversifikation im Depot?

JS: Genau, das ist die Strategie. Und wir werden uns weiterhin täglich hinterfragen, um wesentliche Entwicklungen rechtzeitig zu erkennen. Doch allzu oft verändert sich die Welt auch in unserer schnelllebigen Zeit nicht.



Jürg Staub
unbeschränkt haftender Gesellschafter