

CHECK-UP

KUNDENINFORMATION DER REICHMUTH & CO, INTEGRALE VERMÖGENSVERWALTUNG AG, MÜNCHEN

D-80538 MÜNCHEN MAXIMILIANSTRASSE 52 TELEFON +49 89 998 10 70 WWW.REICHMUTHCO.DE JANUAR 2014

EDITORIAL

«Markt- oder Staatsmacht? Das Letztere überwog 2013. Unlogisch tiefe Inflation trotz unglaublich in Gang gesetzter Notenpresse und in guten Konjunkturzeiten noch nie da gewesene tiefe Zinsen waren die Folgen. Weder die Finanz- noch die Staatsschulden-Krise ist vorbei, doch wurde entsprechende Vorsicht beim Anlegen zumindest kurzfristig gesehen nicht belohnt.

Inwiefern sich die Konsequenzen dieser noch nicht verarbeiteten Krisen im Jahr 2014 zeigen könnten, lesen Sie in diesem Check-Up. Jedenfalls werden wir weiterhin das Beste tun, um die meist individuellen Portfolio-Ziele der uns anvertrauten Vermögen langfristig zu erreichen. In diesem Bestreben mit Ihnen verbunden und für Ihr Vertrauen dankend, senden wir Ihnen die besten persönlichen Wünsche zum Neuen Jahr.»



Karl Reichmuth
unbeschränkt haftender Gesellschafter

SALOMONISCHER NOBELPREIS WAS LERNEN WIR FÜR DIE AKTIENMÄRKTE?

Welchen Umsatz und welchen Gewinn erzielt diese Firma, wurde ich vor rund 15 Jahren von einem erfahrenen Unternehmer zu einer unserer Empfehlungen gefragt. Die Zahlen waren mir nicht bekannt, schliesslich glaubte ich damals alles, was ich an Universität und im CFA-Programm lernte. Kern war die Annahme, dass die Menschen rational und die Märkte effizient seien. Dafür erhielt Eugene Fama dieses Jahr den Wirtschafts-Nobelpreis. Mein Mentor hingegen lehrte mich damals, Aktienpreise als blosser Offerte zu betrachten. Wir sollten uns besser eine eigene Meinung bilden. Denn je nach Bewertung ändere sich die Ausgangslage, v.a. ob die Preise für die Zukunft mehr Chancen oder Risiken beinhalten. Mein Mentor war somit näher bei Robert Shiller, dem zweiten der drei diesjährigen Nobelpreisträger. Shiller ist nämlich überzeugt, dass Menschen nicht rational handeln und zu Herdenverhalten neigen. Gerade deswegen unter- und übertreiben Märkte immer wieder und das lasse sich erkennen.

15 Jahre Seitwärtsmarkt

Seit 15 Jahren bewegen sich die Aktienmärkte in mehrjährigen Zyklen auf und ab (vgl. Grafik Seite 2). Die Ernüchterung für Fama-Anleger kam bereits nach der Internet-Blase 2000. Während der Blasenbildung durften sie sich noch freuen. Aber ab März 2000 waren dann die Shiller-Anleger mit tiefer Aktienallokation erfolgreicher. Über längere Zeit

gesehen war es richtiger, bei der Blasenbildung nicht dabei zu sein. Obwohl man dadurch vorübergehend nicht ganz richtig lag, konnte über die Zeit die Basis hoch gehalten werden. Daher das Bonmot, man müsse sich entscheiden, ob man während der Blase dumm aussehen wolle oder nachher. Mit dem kurzfristiger werdenden Zeitgeist wird eigenständiges Denken rarer. Zu gross sind die Karriererisiken, zu schnell und zu prozyklisch die Entscheidungen.

Das beste Umfeld für Aktien?

Zu Beginn einer langjährigen strukturellen Aktien-Hausse sind die Zinsen meist hoch, die Gewinnmargen und die Bewertungen tief. Kaum jemand will Aktien besitzen. Heute sieht das grosse Bild anders aus. Trotzdem raten wir weiterhin zu einem diversifizierten Portfolio mit Schwergewicht Aktien. Warum?

Langjährige Entschuldungsphasen

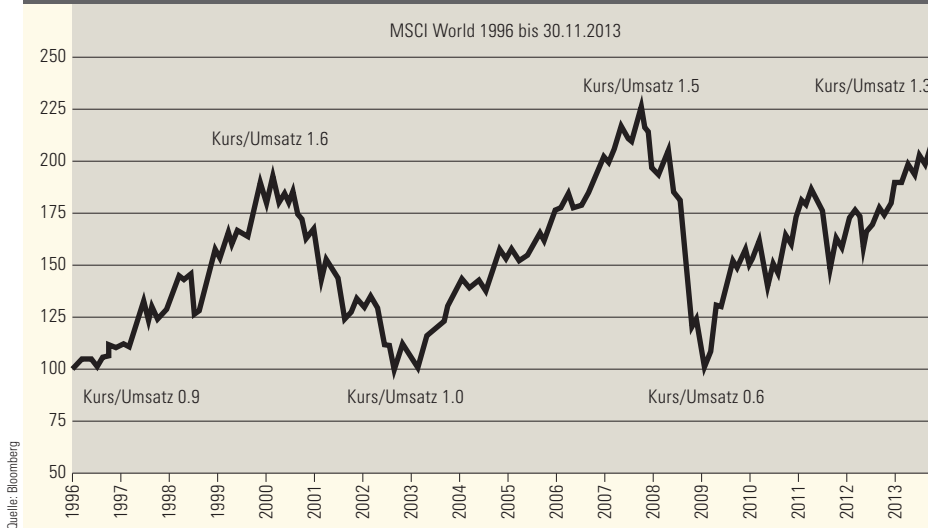
Die Staatsschulden sind zu hoch, die Notenpresse kann nicht ewig so expansiv ge-

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 Shiller P/E
- 7 Rütli-Stiftung, die Dachstiftung
- 8 «Umwälzungen und Herausforderungen»

EUPHORIE 2000, SCHULDENBOOM 2007, ALTERNATIVLOSIGKEIT 2014...?



nutzt werden. Weil Entschuldungsphasen sehr lange dauern, rechnen wir noch mehrere Jahre mit Zinssätzen unter den nominalen Wachstumsraten. Deshalb dürfte sich der Seitwärtsmarkt noch einige Jahre – mit vorübergehenden Korrekturen – hinziehen. Weil jedoch die Bewertungen noch nicht euphorisch sind, erwarten wir keinen Einbruch wie zur Jahrtausendwende oder wie in der grossen Finanzkrise vor fünf Jahren. Viel eher dürften uns vorübergehende Korrekturen herausfordern. Ausser, wenn obrigkeitliche Massnahmen wie z.B. Kapitalverkehrskontrollen, Zwangsanleihen oder Enteignungen das heutige Finanzmarktsystem noch mehr ausser Kraft setzen würden.

Bewertungen bestimmen künftiges Potenzial

Als Faustregel für die Zukunftsperspektive von Aktienmärkten kann man die Gewinnrendite des Shiller-P/Es hinzuziehen. Auf Seite 6 erläutern wir dieses Konzept. In USA liegt das Shiller P/E aktuell bei 25 und damit darf man also ca. 4% p.a. über die nächsten 10 Jahre erwarten. Verglichen mit den Obligationenzinsen ist das etwa fair, aber nicht mehr sehr attraktiv. Diese Marktbewertung ist deshalb für die Anlagestrategie und eine zielführende Asset Allocation wichtig. Weil sowohl die geopolitische Lage als auch das Finanzmarktumfeld fragil bleiben, raten wir weiterhin zu einer breiten Aufteilung der Anlagekate-

gorien. Zu einer breiten Diversifikation gehören nicht nur Anleihen und Aktien, sondern auch Edelmetalle, Alternativanlagen und Immobilien. Zwar liegt man damit in Perioden, in denen sich nur eine Anlageklasse, wie z.B. Aktien 2013, gut entwickelt, vorübergehend weniger gut. Wichtig aber ist, dass man damit oft weniger falsch liegt. Das führt über Zeit zu besseren Resultaten und tieferen Schwankungen.

Kaum Alternativen

Anders als früher, gibt es heute kaum mehr interessante Alternativen zu Aktien. 1998 waren das z.B. Immobilienanlagen, welche wir mit der Gründung von Mobimo nutzten oder auch Alternativanlagen. Bis 2000 gab es auch attraktive Anleihenrenditen und bis 2010 waren Edelmetalle hilfreich. Seit 2009 allerdings wurden zuerst die Anleihenmärkte aufgeblasen und jetzt nehmen die Aktienmärkte Luft auf. Trotzdem haben sie erst kürzlich neue Höchststände erreicht und damit erst die früheren Verluste wettgemacht. Gut diversifizierte Portfolios liegen heute ebenfalls über den Höchstständen von 2007, glücklicherweise mit einer viel tieferen Schwankung.

Eine Aktien-Euphorie?

Niemand weiss, wie sich die Aktienmärkte genau bewegen. Auch lässt sich eine Euphorie nicht voraussagen. Heute sind wir m.E. noch in keiner Euphoriephase.

Die hohe Zentralbankliquidität und die fehlenden Alternativen lassen die Chancen auf eine Entwicklung Richtung Überbewertung als relativ hoch erscheinen. Wagemutige kaufen in der Erwartung teurer werdender Märkte munter zu, Ängstliche reduzieren ihre Aktienallokation auf denjenigen Teil, den sie auch in einer Korrektur durchhalten wollen. Die Herausforderung 2014 wird sein, je nach individueller Situation und Neigung des Kunden, sein Portfolio in die jeweilige Richtung zu gewichten.

Edelmetalle halten

Ob wir an Gold festhalten, höre ich oft dieser Tage. Ja, wir erachten Edelmetalle in einem diversifizierten Portfolio und mit der aktuellen Zentralbankpolitik noch immer als sinnvoll. Sollte die Welt tatsächlich auf einen Wachstumspfad zurück finden, wäre auch die Konsuminflation kaum lange tief zu halten.

Zeit und Geduld

Wir erachten eine individuell abgestimmte, sehr breite Diversifikation als ratsam – sowohl bei Anlagekategorien als auch bei Einzelanlagen. Anleihen sind noch immer wenig attraktiv und Aktien sind anfällig für eine Korrektur. Eine Korrektur kommt meist unerwartet, im Nachhinein sind die Gründe immer schnell eruiert. Freuen Sie sich, wenn sich die Aktienmärkte langsam in eine Überbewertung bewegen, aber halten Sie nur die Allokation, welche Sie auch bei einer 10-20% Korrektur halten möchten. Und halten Sie etwas Kasse, um bei tieferen Kursen trotz negativer Performance zukaufen zu können.



Christoph Schwarz
Vorstand

UNSERE DENK-SZENARIEN IM ÜBERBLICK

WIE WIR DIE ZUKUNFT EINSCHÄTZEN

KONSENS	STAGFLATION Zeit heilt alle Wunden	SCHULDENKRISE IST VORBEI Aufbruch in Europa	NEU-START
Das Wachstum in den USA, EU und J erholt sich langsam. Die Wirtschaft in Südeuropa hat den Tiefpunkt durchschritten, aber es wird noch Jahre dauern bis die Ungleichgewichte in Europa abgebaut sind und der Aufschwung spürbar wird. Die Inflation bleibt tief. Die EUR-Zone bleibt bestehen. Die Geldmarktzinsen bleiben in allen Industrieländern nahe bei Null, die langfristigen Zinsen steigen mit der Reduktion der Anleihenkäufe in den USA langsam an. Die Wechselkurse unter den Hauptwährungen bleiben relativ stabil. Die von der SNB garantierte Limite von CHF 1.20 für den EUR bleibt in Kraft. Die Entwicklung in den Schwellenländern ist unterschiedlich; insgesamt wird sich das Wachstum abflachen, aber weiterhin über jenem der Industrieländer liegen. Der Abbau der Schulden wird weiter in die Zukunft verschoben.	Das Wachstum in den Industrieländern bleibt tief. Die Arbeitslosenraten bleiben hoch und aufgrund regulatorischer Eingriffe (Mindestlöhne, Entlassungsverbote) steigen die Lohnstückkosten in Nordeuropa. Negative Zinsen helfen, das neu geschaffene Notenbankgeld in die Wirtschaft zu drücken. Die Flucht in Sachwerte verstärkt sich und führt zu Vermögenswertinflation. Japan schwächt mit einer stark expansiven Geldpolitik den JPY weiter und führt Strukturformen durch. Löhne und Preise beginnen zu steigen. Die Schwellenländer entwickeln sich unterschiedlich. Insgesamt geht das Wachstum zurück, die Währungen werden schwächer und führen so zu importierter Inflation. Die weltweit höhere Inflation und die tief gehaltenen Zinsen helfen, die reale Last der Staatsschulden nach unten zu drücken.	Die Krisenländer in der EUR-Zone erholen sich dank Reformen. Die Bewertungsabschläge in Südeuropa locken zudem ausländische Investoren an. Die Risikoprämien sinken und die Banken in den Krisenländern können überraschend schnell die faulen Kredite abbauen. Dank Unterstützungsmaßnahmen durch die EZB können die lokalen Banken die Wirtschaft wieder mit Krediten versorgen. Die Investitionen steigen und kurbeln das Wachstum an. Die Wirtschaft in den USA wächst dank steigendem Konsum und tiefer Energiekosten. Das Fed kann die Geldpolitik geordnet normalisieren. Dies hat Signalwirkung und löst einen Investitionsboom aus, auch in den Schwellenländern. Die Inflation steigt wegen der besseren Konjunktur an. Die Welt wächst langsam aus der Schuldenproblematik heraus.	Das Wachstum in den Industrienationen erholt sich nicht und bleibt tief. Die Arbeitslosigkeit bleibt hoch, insbesondere in Europa. Trotz expansiver Zentralbanken gelingt es nicht, die langfristigen Zinsen unter die Wachstumsraten zu drücken. Die Schuldenlast steigt weiter und zwingt die Staaten zu tiefgreifenden Sparmaßnahmen. Rentenversprechen und Sozialleistungen werden gekürzt. Dies zwingt die Haushalte mehr zu sparen und führt zu schwächerem Konsum, stagnierenden Löhnen und sinkenden Preisen. Die Wirtschaft fällt in eine Rezession zurück. Es kommt zu Restrukturierungen bei den Staatsschulden mit Laufzeitverlängerungen und tiefer Verzinsung. In Europa kommt es zu Abschreibern. Währungsaustritte aus dem EUR sind nicht mehr vermeidbar. Banken werden aufgrund steigender Kreditausfälle vermehrt verstaatlicht.
ANLAGEIDEEN: - Globale Dividententitel - Zyklische Aktien, Finanztitel - Hedge Funds (z.B. Long/Short Equity) - Spekulativ: Aktien in Südeuropa oder Aktien in Japan	ANLAGEIDEEN: - Global Leaders Aktien (global, Preissetzungsmacht, wenig reguliert) - Edelmetalle - Selektiv Hedge Funds (z.B. Macro oder long/short Equity) - Immobilien	ANLAGEIDEEN: - Zyklische Aktien, insbesondere im Bereich von Infrastruktur/Finanz - Aktien aus Südeuropa und Emerging Markets - Fremdwährungen - Hedge Funds (z.B. Distressed Securities in Südeuropa)	ANLAGEIDEEN: - Lange Obligationen - Selektiv Hedge Funds, z.B. Short Credit - Gold als Wertaufbewahrungsmittel im Fall von Währungsreformen
Erwartung 6 Mt. 50%	Erwartung 6 Mt. 35%	Erwartung 6 Mt. 14%	Erwartung 6 Mt. 1%
Erwartung 18 Mt. 35%	Erwartung 18 Mt. 45%	Erwartung 18 Mt. 15%	Erwartung 18 Mt. 5%
Erwartung 36 Mt. 25%	Erwartung 36 Mt. 50%	Erwartung 36 Mt. 15%	Erwartung 36 Mt. 10%

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 Mikrofinanz	6-10% 3-4%	< 15% < 10%
10%	Edelmetalle		Gold physisch oder ETC	Silber ETF	8-10%	15%
Total					3-6%	ca. 6%

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

ANLAGEPOLITIK

JANUAR 2014

Konjunktur	Schweiz	Deutschland	Italien	USA	Japan	China
BSP in Mrd USD	632	3400	2013	15685	5960	8358
BSP Wachstum	1.9%	0.6%	-1.8%	1.8%	2.4%	7.8%
Arbeitslosigkeit	3.2%	6.9%	12.3%	7.0%	4.0%	4.0%
Erwartung 12 Monate	Schweiz	Deutschland	Italien	USA	Japan	China
Konjunktur	→	↗	↗	↗	↗	↘

Zinsen	Schweiz	Deutschland	Italien	USA	Japan	China
3-Monats Libor-Zinssatz	0.02%	0.27%	0.27%	0.06%	0.15%	5.5%
10-Jahres-Zinssatz Staat	1.1%	1.9%	4.1%	2.9%	0.6%	n.a.
10-Jahres Swap-Zinssatz	1.6%	2.1%	n.a.	3.0%	0.9%	5.3%
Inflation	0.1%	0.9%	0.7%	1.2%	1.1%	3.0%
Erwartung 12 Monate	Schweiz	Deutschland	Italien	USA	Japan	China
3-Monats-Zinsen	→	→	→	→	→	↗
10-Jahres-Zinsen	→	→	↘	↗	↗	↗
Inflation	↗	↗	↗	↗	↗	↗

Aktienmärkte	SPI	DAX	MIB	SPX	TPX	HSCEI
Indexstand	7709	9389	18498	1810	1262	10629
Performance 1 Jahr	21%	22%	16%	28%	53%	-2%
Performance 5 Jahre	70%	99%	14%	127%	68%	49%
Performance 10 Jahre	105%	151%	7%	109%	48%	294%
Bewertungen	SPI	DAX	MIB	SPX	TPX	HSCEI
Kurs/Gewinn 2014	14.8	12.7	12.5	14.8	14.1	7.1
Shiller-P/E	24.7	21.2	11.2	24.5	26.4	19.0
Kurs/Buchwert	2.4	1.8	0.9	2.6	1.3	1.2
Kurs/Umsatz	1.7	0.8	0.5	1.6	0.7	0.5
Dividende in %	3.0	2.8	3.2	2.0	1.7	4.1
Rentabilität	SPI	DAX	MIB	SPX	TPX	HSCEI
Eigenkapitalrendite	13.8%	11.2%	3.9%	14.6%	9.3%	17.9%
Gewinnmargen 10 Jahre Ø	8.6%	4.5%	5.3%	7.5%	2.7%	10.9%
Gewinnmarge aktuell	9.3%	4.5%	0.6%	8.8%	4.1%	10.4%
Treibende Faktoren	SPI	DAX	MIB	SPX	TPX	HSCEI
Geldpolitik	Positiv. SNB orientiert sich an EZB. Mindestkurspolitik.	Positiv. EZB Leitzins für D zu tief.	Negativ. EZB Leitzins für I zu hoch, Kreditvergabe funktioniert nicht.	Positiv. Reduktion des QE Programmes.	Stark positiv. BoJ mit QE Programm.	Negativ. Regierung will das Kreditwachstum eindämmen.
Erwartung 12 Monate	SPI	DAX	MIB	SPX	TPX	HSCEI
Aktienmarkt	→	↗	↗	→	↗	→

Währungen	CHF	USD	JPY	CNY		
Aktueller Kurs	1.23	0.90	0.86	0.15		
Kaufkraftparität	1.25	0.93	1.12	0.14		
Einflussfaktoren	CHF	USD	JPY	CNY		
Geldpolitik	CHF-Mindestkurs	Reduktion der Anleihenkäufe in den USA wäre positiv für den USD.	Stark expansiv.	Weniger expansiv. Kontrollierte Aufwertung gegen USD.		
Zinsdifferenz (Carry Trade):	keine Änderung	keine Änderung	keine Änderung	steigend, aber kein offener Markt		
Leistungsbilanz:	12.1%	Deutschland 7.2%	Italien 0.4%	-2.5%	1%	2.4%
Erwartung 12 Monate	CHF	USD	JPY	CNY		
Währungen	→	↗	→	↗		

Legende: ↗ = steigend ↗ = stark steigend → = gleichbleibend ↘ = fallend Stichtag: 20. Dezember 2013

MARKTPERSPEKTIVEN

1. TRIMESTER 2014

WÄHRUNGEN

Das Wechselkursgefüge unter den Hauptwährungen war in den letzten Monaten relativ stabil. Auch für 2014 ist nicht mit starken Verschiebungen zu rechnen. Der JPY wird sich allerdings wegen der Abwertungspolitik der Bank of Japan wohl noch etwas weiter abschwächen, und für den zuletzt eher schwachen USD ist eine leichte Erholung zu erwarten.

Die gleichgerichtete, nach wie vor sehr lockere Geldpolitik der Zentralbanken und die immer kleiner werdenden Inflationsdifferenzen zwischen den Industrieländern stabilisieren für die nächste Zeit die Wechselkurse unter den Hauptwährungen auf den heutigen Niveaus.

Der CHF bewegt sich gegenüber dem EUR weiterhin zwischen CHF 1.20, der von der Schweizerischen Nationalbank (SNB) garantierten Limite, und etwa CHF 1.25. Der Markt vertraut auf die weitere Beibehaltung der Limite. Stützungskäufe zu ihrer Verteidigung waren deshalb seit Monaten nicht mehr nötig. Auf lange Sicht ist allerdings wegen der zwar kleiner gewordenen Inflationsdifferenz und des riesigen Leistungsbilanzüberschusses der Schweiz zu erwarten, dass die SNB die Limite aufheben oder nach unten anpassen wird. Das Resultat wäre eine entsprechende Aufwertung des CHF.

Unter den übrigen Währungen schwächten sich wegen der fallenden Rohstoffpreise CAD und AUD weiter ab und sind damit noch mehr entfernt von der Parität zum USD. Da die Rohstoffpreisrückgänge allmählich auslaufen werden, kann in nächster Zeit auch für die entsprechenden Währungen eine Stabilisierung und später eine gewisse Erholung erwartet werden.

Die asiatischen Währungen (ohne JPY) blieben zum USD ziemlich stabil, was auch für die nächsten Monate gelten dürfte.

ZINSSÄTZE

Die Zentralbanken der Industrieländer setzen ihre extreme Tiefzinspolitik unverändert fort und haben sich auf deren Beibehaltung festgelegt. Immerhin will das US Fed die Käufe von langfristigen Anleihen allmählich reduzieren. Das hat bereits zu einem deutlichen Anstieg der langfristigen Renditen geführt. Aufgrund des bescheidenen globalen Wirtschaftswachstums und der tiefen Inflationsraten werden die Zinssätze auch 2014 noch kaum ansteigen.

Die Inflation in den Industrieländern ist wegen des tiefen Wirtschaftswachstums, der hohen Arbeitslosigkeit und des globalen Wettbewerbs weiterhin nahe bei Null. Die Zentralbanken können daher ihre sehr lockere Geldpolitik bis auf weiteres beibehalten, ohne die Geldwertstabilität stark zu gefährden. Die Geldmarktzinssätze werden somit noch für mindestens ein Jahr auf den heutigen tiefen Niveaus verharren. Auch für die etwas gestiegenen langfristigen Renditen ist wegen der relativ steil gewordenen Zinskurven kein wesentlicher weiterer Anstieg zu erwarten. Wie sich die extreme Geldpolitik der Zentralbanken auf lange Sicht auswirken wird, ist schwierig abschätzbar. Unter dem Druck der weiter steigenden Staatsschulden wird das Ziel der Geldwertstabilität zunehmend relativiert und hinter neue Ziele wie leichte Inflation (z.B. 2% oder 4%) oder deutlich negative Realzinssätze (z.B. mit repressiven Anlagevorschriften) zurückgestuft. Dies wird das Vertrauen in die Geldwertstabilität untergraben und zu einem allgemeinen Zinsanstieg führen. Über den Zeitpunkt, die genaueren Umstände und das Ausmass dieses Zinsanstiegs lässt sich aus unserer Sicht heute erst spekulieren.

AKTIENMÄRKTE

Das Kursniveau an den meisten Aktienmärkten hat sich in den letzten Monaten weiter erhöht. Die Bewertung ist dadurch teilweise eher hoch geworden. Die Marktstimmung ist optimistisch, aber noch ohne spekulative Übertreibungen. In den nächsten Monaten dürften sich Aufwärts- und Abwärtsbewegungen etwa ausgleichen.

Relativ zu den Alternativen (Liquidität ist ertraglos, festverzinslichen Anlagen drohen Kursverluste bei einem Anstieg der Zinssätze, Gold hat wenig Erholungschancen solange die Inflation bei Null bleibt) sind Aktienanlagen nach wie vor interessant. Die hohen Dividendenrenditen vieler erstklassiger Titel sichern einen ansprechenden Basis-Anlageerfolg, selbst wenn keine Kursgewinne erzielt werden. Bewertungsmässig sehen einige Schwellenländer wie Korea oder China attraktiv aus. Der japanische Aktienmarkt dürfte aufgrund der ultra-expansiven Zentralbankpolitik weiter ansteigen.

Die Entwicklung in den einzelnen Branchen ist zum Teil sehr unterschiedlich. Bank- und Versicherungsaktien sind in den letzten Monaten stark gestiegen, dürften ihr Gewinnpotenzial aber jetzt ausgeschöpft haben. Die Aktien vieler Rohstoffproduzenten sind massiv gefallen und haben Chancen, sich zu erholen. Wir bevorzugen nach wie vor Aktien von global tätigen Unternehmen aus den Bereichen Nahrung & Konsum, Gesundheit, Energie und Telekom.



Axel R. Dresler

SHILLER P/E

FÜR WERT-INVESTOREN ZÄHLT DIE LANGE SICHT

Benjamin Graham, der Urvater aller Value-Investoren und ehemalige Mentor von Warren Buffett, hat schon früh erkannt, dass die Gewinne von Firmen ökonomischen Zyklen unterliegen und daher stark schwanken können. Investoren sollten deshalb die Gewinne über eine längere Frist betrachten. Der amerikanische Professor und Nobelpreisträger Robert Shiller hat diesen Grundsatz aufgenommen und das Shiller P/E-Ratio entwickelt.

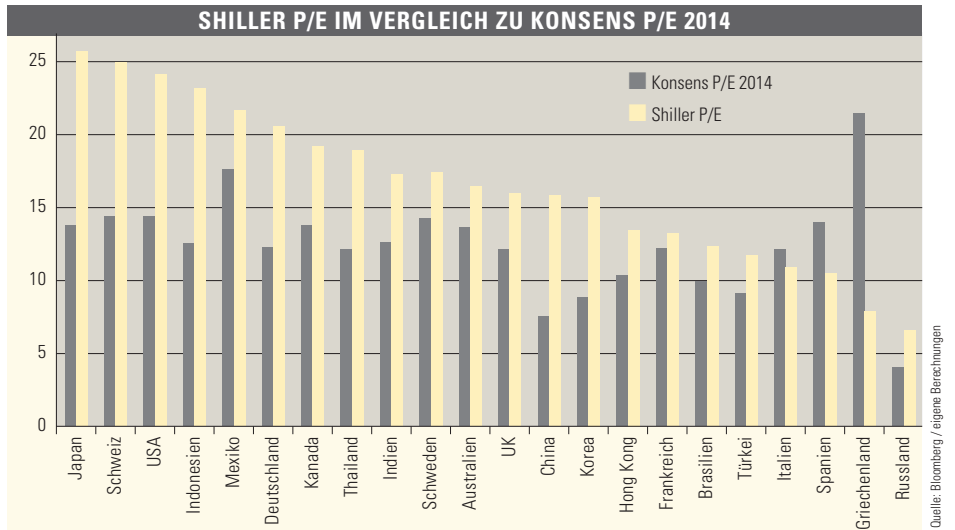
Was bedeutet Shiller P/E?

Das Shiller P/E berechnet das Kurs/Gewinn-Verhältnis nicht auf Basis des aktuellen Jahresgewinns, welcher stark schwanken kann, sondern auf Basis des durchschnittlichen Gewinns über die letzten 10 Jahre, adjustiert um die Inflation. Dieser Ansatz entschärft die Problematik, dass Märkte auf dem Höchst des ökonomischen Zyklus aufgrund von aufgeblasenen Gewinnen günstig aussehen, und lässt eine aussagekräftigere Interpretation zu.

schnittlich zu erwartende Performance über die nächsten 10 Jahre war. Bei einem hohen Shiller P/E war die zu erwartende Rendite eher tief und umgekehrt.

und einige Länder in Asien aus.

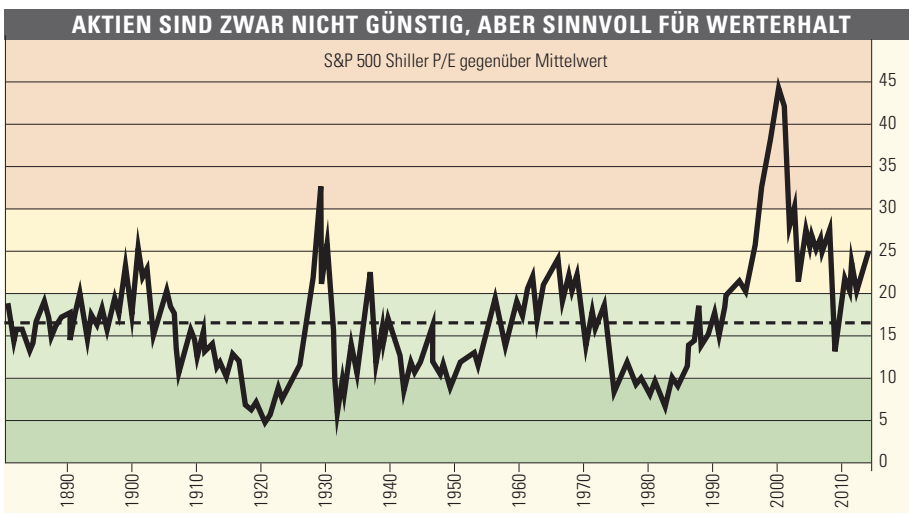
Ausgangslage wichtig für Zukunft
Wir glauben, das Shiller P/E ist ein gutes



Teuer oder günstig?

Der obenstehende Chart vergleicht das durchschnittlich geschätzte Kurs/Gewinn-Verhältnis für das Jahr 2014 mit dem Shiller PE. Die Analysten rechnen

Mass und ein Indikator für die zu erwartende Performance über die nächsten Jahre. Fundamental betrachtet sind die Märkte eher teuer. Das Zinsniveau ist weltweit allerdings tief und Alternativen zu Aktien bleiben rar, was aus Geldflusssicht sehr positiv für Aktien bleibt. Deshalb sehen wir Aktien weiterhin als attraktivste Anlageklasse, bleiben aber unserem Wertansatz treu und setzen vor allem auf global aufgestellte Firmen mit starken Produkten, guter Marktstellung und dadurch Preissetzungsmacht, welche möglichem Margendruck weniger ausgesetzt sind und auch in einem schwierigen Umfeld stabilere Gewinne aufweisen. Titel mit sehr hohen Wachstumserwartungen meiden wir, denn dort ist die Kurskorrektur bei einer Enttäuschung meist übermässig hoch.



Shiller P/E im Rückblick

Die obige Grafik zeigt das Shiller P/E des S&P 500 über die lange Frist. Seit 1880 lag der Durchschnittswert bei rund 16.5. Der aktuelle Wert von rund 25 lässt nach der Shiller-Methode auf eine eher teure Bewertung schliessen. Empirische Arbeiten zeigen, dass das Shiller P/E in der Vergangenheit ein guter Indikator für die durch-

trotz hoher Gewinnmargen mit weiterem Gewinnwachstum im nächsten Jahr, was zu einer optisch günstigeren Bewertung führt. Wenn man jedoch die Shiller-Methodik verwendet und die Gewinne über den Zyklus adjustiert, sind die Märkte eher teuer bewertet, allen voran Japan, die Schweiz und USA. Günstig hingegen sehen südeuropäische Länder



Armin Micheli

RÜTLI-STIFTUNG, DIE DACHSTIFTUNG

GELD IST, WAS GELD BEWEGT

Vielen Menschen, denen es wirtschaftlich gut geht, ist es ein Bedürfnis der Gesellschaft etwas zurückzugeben. Sie möchten ihr Geld längerfristig und nachhaltig für einen guten Zweck einsetzen und etwas Bleibendes schaffen. Der Staat fördert diese Tätigkeiten bewusst, unter anderem auch mit Steuervorteilen.

Die Erfahrung zeigt, dass es vermehrt jüngere Stifterinnen und Stifter gibt, die im Erwerbsleben gemeinnützige Ziele verfolgen. Sie alle möchten die Wirkung ihres Beitrages sehen, erleben und beeinflussen.

Gutes tun – wie und zu welchen Kosten?

Die naheliegendste Lösung, um gemeinnützig tätig zu werden, ist eine eigene Stiftung zu gründen. Ist diese aber einmal festgelegt, sind Änderungen in den Statuten oder in der Zweckbestimmung praktisch nicht mehr möglich. Zudem kommt neben dem zeitlichen Aufwand typischerweise nur ein Teil des Geldes beim definierten Ziel an, weil für die Administration zwangsläufig entsprechende Kosten anfallen.

Aus diesen Gründen empfehlen wir für eine eigene Stiftung ein Mindestkapital von CHF 5 Mio. Damit kann das Verhältnis zwischen Kosten und Ertrag langfristig gehalten werden.

Die Rütli-Stiftung stärkt Ihr gemeinnütziges Engagement

Reichmuth & Co Privatbankiers gründete vor über 10 Jahren die Rütli-Stiftung mit Sitz in Luzern. Diese wurde als Dachstiftung konzipiert. Als solche ist sie steuerbefreit und untersteht der eidgenössischen Stiftungsaufsicht.

Dank dem philanthropischen Engagement von Reichmuth & Co Privatbankiers ergeben sich für Sie diverse Vorteile: Erstens, stellt Ihnen die Rütli-Stif-

tung das Stiftungs-Know-how und die Organisation/Administration kostenlos zur Verfügung. Zweitens, fallen keine Gründungskosten an.

Die Unterstiftung – 100% Ihrer Donation an die Begünstigten

Bei einer Unterstiftung bestimmen Sie über die Verwendung der eingesetzten Mittel – analog wie bei einer eigenen Stiftung. Der wesentliche Unterschied ist jedoch, dass bei einer Unterstiftung, im Vergleich zu einer eigenen Stiftung, keine Kosten anfallen. Am Beispiel eines Stiftungskapitals von CHF 500'000 und einer Rendite von 3% p.a. über 5 Jahre, können die ganzen CHF 75'000 an Ihr Ziel kommen und nicht nur ca. CHF 40'000, wenn man die Kosten selber tragen müsste.

Die Unterstiftung eignet sich auch für Jüngere im Erwerbsleben. Ein Unternehmer hat z.B. vor einigen Jahren eine Unterstiftung eröffnet. Er zahlt aufgrund seiner steuerlichen Abzugsmöglichkeiten jährlich in seine Unterstiftung ein und öffnet so sein Stiftungskapital. Der Stiftungszweck ist so offen formuliert, dass er sowohl heute wie auch in Zukunft in seinen Vergabungen völlig flexibel ist.

Rendite für Gemeinnützigkeit – Ertrag für die Gemeinnützigkeit, aber (noch) nicht das Kapital?

Eine Alternative zur Unterstiftung stellt das Konzept «Rendite für Gemeinnützigkeit» dar. Bei dieser Variante fliessen lediglich die erwirtschafteten Erträge, nicht jedoch Ihr Stiftungskapital, dem von Ihnen definierten gemeinnützigen Ziele zu.

Sie können Ihr Stiftungskapital mit einem Nutzniessungsvertrag auf Zeit zur Verfügung stellen und erhalten damit Ihre Flexibilität, falls Sie noch nicht sicher sind, ob Sie das Kapital zu einem

späteren Zeitpunkt noch brauchen werden. Dank dem Nutzniessungsvertrag bleiben Sie demnach Eigentümer des Kapitals und können es nach Bedarf später zurückrufen.

Beispiel: Ein Unternehmer möchte ein Orchester unterstützen. Er zahlt mit einem Nutzniessungsvertrag CHF 1 Mio in seine «Rendite für Gemeinnützigkeits-Stiftung» ein. Der Mehrwert dieses Stiftungskapitals geht jährlich an das Orchester. Im Testament des Unternehmers kann z.B. festgehalten werden, dass dieses Nutzniessungskapital nach seinem Ableben dem Orchester zufließen soll, sofern er es vorher nicht zurückgerufen hat.

Weder bei der Unterstiftung noch bei der «Rendite für Gemeinnützigkeit» fallen während der Laufzeit Vermögens- oder Ertragssteuern an. Und die begünstigten Institutionen sind Ihnen jetzt schon für Ihre Unterstützungen dankbar.

Es war noch nie so einfach

Es würde uns freuen, Sie bei der Gründung der optimalen Stiftungsform und in der jährlichen Umsetzung schnell und unbürokratisch unterstützen zu dürfen. Für eine vertiefte Information senden wir Ihnen auch gerne die Broschüre der Rütli-Stiftung zu oder beraten Sie persönlich.

So erleben und erfreuen Sie sich schon heute an den Früchten Ihrer philanthropischen Tätigkeit. Wir wünschen Ihnen dabei viel Freude und Genugtuung.



Claudia Ineichen, Geschäftsführerin

«UMWÄLZUNGEN UND HERAUSFORDERUNGEN»

JÜRIG STAUB NIMMT STELLUNG ZU AKTUELLEN FRAGEN IN DER BANKENWELT

Die Schweizer Bankenlandschaft steht vor grossen Herausforderungen. Das Bankkündengeheimnis ist ein Dauerthema. Gehört es tatsächlich der Vergangenheit an?

JS: Die Schweiz hat 2009 entschieden, den OECD Standard in die jeweiligen Doppelbesteuerungsabkommen aufzunehmen und gegenüber ausländischen Staaten Rechtshilfe bei Steuervergehen zu bieten. Was für Gelder aus Straftaten schon lange galt, gilt jetzt auch für unversteuerte Gelder ausländischer Kunden. Für sie hat die Schweiz somit das Bankkündengeheimnis preisgegeben. Für unversteuerte Vermögen ausländischer Kunden bei Schweizer Banken empfiehlt sich deshalb die steuerliche Offenlegung in ihrem Domizilland. Die Vergangenheit kann nicht ausgeblendet werden. Es besteht ein erhebliches Risiko, dass die Schweiz bei Rechtshilfeanfragen in Steuersachen auch für die vergangenen Jahre Auskunft erteilen wird.

Es scheint, dass sich Banken neu erfinden müssen, sofern sie als Geschäftsmodell hauptsächlich auf das Bankkündengeheimnis gesetzt haben. Wie sieht das bei R&Co aus?

JS: Diesbezüglich sind wir sehr gelassen. R&Co kann an ihrer klaren Strategie festhalten. Wir hatten den Fokus stets auf versteuerten Kundengeldern

aus den beiden Zielmärkten Schweiz und Deutschland. Auch der aktuelle Steuerstreit mit den USA ist für uns deshalb ein Randthema. Um allfällige Unsicherheiten der Vergangenheit vollständig auszuräumen, nehmen wir aber dennoch am US Programm in Kategorie 2 teil, wie es unter anderem die FINMA empfohlen hat. Eine allfällige Zahlung würde weder unsere laufende Rechnung noch die Bilanz belasten, dafür hätten wir entsprechende Reserven.

Können Sie noch sorglos unbeschränkt für die Bankbilanz haften?

JS: Ja, aufgrund unserer klaren Strategie steht für uns die Aufgabe der unbeschränkten Haftung nicht zur Diskussion. Aber es gibt Entwicklungen, die uns beschäftigen und m.E. falsch laufen. Gerade das Thema Rechtsunsicherheit greift leider auch in der Schweiz um sich. Das ist sehr schädlich für ein Geschäft, das auf Vertrauen und Verlässlichkeit basiert.

Hat R&Co die kritische Grösse, um langfristig eigenständig tätig zu sein?

JS: Ja, denn es ist weniger eine Frage der Grösse als eine der Strategie. Unabhängigkeit ist für uns zentral, und ich bin überzeugt, dass wir mit unserem fokussierten und stringenten Geschäftsmodell sehr gut gerüstet sind. Hilfreich ist auch unsere lange Erfahrung mit dem Outsourcing rückwärtiger Tätigkeiten und den vergleichsweise tiefen Fixkosten. Selbstverständlich hinterfragen wir sowohl Strategie wie Struktur regelmässig. Grössere Anpassungen mussten wir allerdings bislang nicht vollziehen. Wir sind überzeugt, für unsere Kunden richtig aufgestellt zu sein.

Wo liegen denn die Herausforderungen für R&Co?

JS: Die ungelösten Schuldenprobleme

der entwickelten Welt und das unlimitierte Geldrücken der Notenbanken bilden ein Spannungsfeld, das die Anleger noch lange beschäftigen wird. Unsere grösste Herausforderung ist es, in diesem Umfeld unsere Kunden mit Rat und Tat zu begleiten, damit diese mit ihren Anlagen und Finanzen möglichst gut dastehen, wenn sich diese Spannungen in Zukunft entladen werden. Bezüglich Anlagen gibt es vor allem ein Spannungsfeld zwischen kurz- und langfristigen Zielsetzungen. Die Positionierung auf die längere Frist hat bei den meisten Kunden klaren Vorrang.

Eine andere Entwicklung ist, dass die Staaten der westlichen Länder mehr und mehr den Irrglauben verbreiten, sie könnten alles richten. Der Trend hin zu Überregulierung und zu mehr Staatswirtschaft ist die logische Folge. Statt Eigenverantwortung zu fördern, wird der Bürger weiter entmündigt. Staaten und Zentralbanken greifen in die Märkte ein und die selbstreinigende Wirkung des freien Marktes findet nicht mehr statt. Als Privatbankiers, die dem liberalen Geist verpflichtet sind, sehen wir uns eher staatskritisch und setzen sehr auf Eigenverantwortung und freie Märkte. Die vielen Gespräche mit unseren Kunden bestärken uns, dass wir damit richtig liegen. Das gibt uns Kraft für die kommenden Herausforderungen.



Sehen Sie eine Videoaufzeichnung unseres Privatkundenanlasses vom 7. November 2013 im KKL Luzern auf www.reichmuthco.ch



Jürg Staub
unbeschränkt haftender Gesellschafter