

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 2014

EDITORIAL

Dieser Check-Up ist den Markterwartungen und möglichen Gefahren gewidmet. Weitreichende geopolitische Veränderungen zeugen von einer sich verändernden Welt, deren Auswirkungen heute noch schwer zu beurteilen sind. Hinzu kommen Streitigkeiten über die künftigen ökonomischen Lösungen vor allem im Euro-Bereich, welche die Notenbanken weiterhin zu einer expansiven Geldpolitik treiben. Die Regierungen werden zunehmend selbst zu Getriebenen, die sich ihre Wählerschaft sichern wollen. Sie übersehen hierbei, dass die Staatsausgaben zu hoch und die Einkommen der Normalbürger zu tief sind. Sie verkennen, dass die Wirtschaft nicht wegen sondern trotz der schlechten Politik funktioniert. Wenn Vertrauen gerechtfertigt ist, dann in die Wirtschaft und in die Menschen, die in ihrer Rationalität und ihrem Weitblick die richtigen Schritte tätigen.

Das Erkennen von langfristigen Entwicklungen ist für uns als Ihre Privatbankiers die wichtigste Aufgabe, um Ihr Vermögen generationenübergreifend zu schützen.



Christoph Schwarz
Vorstand

STAGNATION ODER WACHSTUM? DIVERGIERENDE SIGNALE VON ZINS- UND AKTIENMÄRKTEN

Vor drei Jahren war ich überzeugt, dass die Zusammensetzung des EUR 2014 anders aussähe. Wäre ich Jurist, läge ich richtig, denn neu ist Lettland dazugekommen. Doch natürlich meinte ich nicht Zugänge, sondern Austritte. Politisch opportune Entscheide, die wirtschaftlich nicht tragfähig sind, würden nicht funktionieren, lautete unsere seinerzeitige Begründung. Bislang hat der politische Wille jedoch obsiegt, denn der Staat hat sehr viele Stellschrauben. Er findet immer wieder neue. Inzwischen werden beispielsweise in Spanien Sparguthaben besteuert.

Märkte sind Preisfindungsmechanismen

Auf ihrer Suche nach dem Preis kann man an den Finanzmärkten die jeweiligen Konsens-Erwartungen ablesen. Die gesendeten Signale sind aktuell widersprüchlich. Während die Zinsmärkte auf eine lange Stagnation hindeuten, erwarten die Aktienmärkte Umsatzwachstum bei noch höheren Margen. Wer liegt richtig? Historisch waren die Obligationenmärkte besser in ihren inhärenten Aussagen, doch gilt das heute immer noch?

Macht der Zentralbanken

Die Marktwirtschaft sei abgeschafft und es ist unklar, ob sie wiederaufstehe, hörte ich kürzlich von einem Ökonomen. Der risikolose Preis für Geld, ein

zentraler Faktor für die Finanzmärkte, wird nicht vom Markt, sondern durch die Zentralbank bestimmt. Bislang ging man davon aus, dass dieser Preis nicht negativ wird. Sogar das wird inzwischen in Frage gestellt. Die Bedrohung einer Deflation und einer grossen Lücke zum Wirtschaftspotenzial sei zu gefährlich. Um dem zu begegnen, wurde in den letzten Jahren mit neuen, ausserordentlichen Massnahmen reagiert. Die angelsächsischen Länder, aber auch Japan druckten mit ihren sogenannten quantitativen Lockerungsprogrammen neues Geld und kaufen damit Wertschriften.

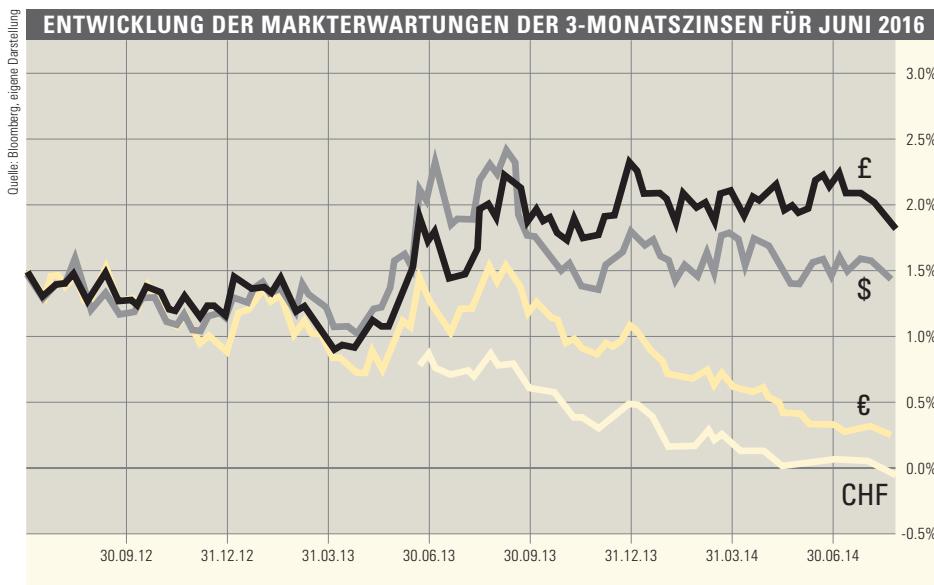
Abschaffung von Bargeld und Negativzinsen

Als allerneuestes Instrument schlägt der renommierte Harvard Professor Kenneth Rogoff gar vor, Bargeld abzuschaffen. Dann könne man die Inflationsziele besser erreichen und auf Experimente verzichten, denn dann könne der Zentralbankzins ins Negative gedrückt werden. Aufgrund der Erfahrung der letzten Jahre

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 Sind Bankaktien attraktiv?
- 7 «Sudden Stop» an den Finanzmärkten?
- 8 «Doppelt oder mehr» für Ihre Vorsorge



ist es fraglich, ob eine solche Ausweitung der Macht der Staaten und Zentralbanken der Marktwirtschaft dienlich wäre.

Ewige Nullzinsphase?

Bevor die Zinsen ansteigen, müssten die ausserordentlichen Massnahmen beendet werden. Deshalb kann man davon ausgehen, dass die Zinsen noch länger nahe bei Null kleben, insbesondere in Europa, denn hier werden weitere Massnahmen der EZB erwartet. Welche Gefahr von dieser lang andauernden Tiefzinsphase und der Suche nach Rendite lauert, lesen Sie auf Seite 7 («Sud den Stop?»). Ohne Zins hängt alles von Preisbewegungen ab mit allen Über- und Untertreibungen. Im Vergleich zu Zinsen von Null sind fast alle Vermögenswerte attraktiv. Deshalb werden sie hoch bewertet bleiben. Hohe Vermögenswerte sind gewollt, so lange sie nicht bei Institutionen mit hoher Verschuldung wie Banken oder Versicherungen liegen. Denn nur dort können sie aufgrund der tiefen Eigenmittel bei Korrekturen das System gefährden, nicht aber bei Vermögenden ohne Fremdmittel.

Wer investiert noch in Staatsschulden?

Das Hauptproblem sind zu hohe Staatsschulden. Dabei sind die nicht finanzierten Zukunfts-Versprechungen noch

gar nicht eingerechnet. Investoren erhalten auf diesen Staatspapieren kaum noch Zinsen, zu verzerrt sind sie durch die Einflussnahme von Zentralbanken, staatliche Regulierungen und Staatsfonds. Schuldpapiere sind immer auch Guthaben von jemandem. Aber von wem? Halten Sie Staatsanleihen? Die 10 jährigen Schweizer Staatsanleihen rentieren 0.4%, das reicht kaum mehr zur Bezahlung der Vermögenssteuer. Vermehrt liegen diese Schuldpapiere nicht bei den Endbegünstigten, sondern eben bei Zentralbanken, Staatsfonds, Banken, Versicherungen und Pensionskassen. Dort entscheiden nicht die Endbegünstigten über eine Anlage, sondern ein Gremium. Diese Statthalter halten sich an ihre spezifischen Gesetze und Regeln. Diese Regeln werden vom Staat laufend angepasst, meist zu seinen Gunsten. Auch entscheiden Mitglieder im Gremium oft anders als sie das für ihr eigenes Vermögen tun würden.

Umsatz- und Margenwachstum?

Wenn also die Zinsen tief bleiben und damit die Multiplikatoren für Vermögenswerte hoch, dann hängt die künftige Kursentwicklung von Aktien ganz massgeblich von den zwei Faktoren Umsatz und Marge ab. Die Gewinnerwartung für den US Aktienindex S&P 500 liegt für 2015 bei + 11% und setzt sich

zusammen aus einem 4% höheren Umsatz und einer Gewinnmarge von 11%. Dabei ist die Margenzahl entscheidend. Denn wenn sie statt zu steigen z.B. 1% fällt gegenüber 10.3% heute, dann wäre ein Umsatzwachstum von 10% nötig, nur um den aktuellen Gewinn halten zu können. Die Erwartungen wie die Bewertungen sind eher hoch und damit auch die Risiken. Deshalb favorisieren wir Aktienmärkte mit tieferen Erwartungen und attraktiveren Bewertungen in Asien und Europa gegenüber den zurzeit schneller wachsenden USA.

Risikobewusst anlegen

Die Realzinsen dürften also bei null oder darunter verharren und die Zinsen noch länger tief bleiben. Damit stellen Aktien mit guten Dividenden von global tätigen Firmen trotz den steigenden Gefahren nach wie vor das Rückgrat eines Portfolios dar. Auch knappe Güter, wie Edelmetalle, sind als Ergänzung nach wie vor ratsam. Anleihen entschädigen hingegen kaum noch für Risiken. Weder für die Inflation, noch für die Kreditrisiken. Sie sind daher tief zu gewichten. Hoch gewichten würden wir Wartegeld, um Korrekturphasen zu nutzen. Ausgewogene Investoren halten also vorzugsweise ein breit diversifiziertes Portfolio mit Schwergewicht gross kapitalisierter Aktien. Aggressivere Investoren kaufen Risikoanlagen in Russland, japanische Banken und südeuropäische Märkte.



UNSERE DENK-SZENARIEN IM ÜBERBLICK

WIE WIR DIE ZUKUNFT EINSCHÄTZEN

AUSSAGE OBLIGATIONEN-MÄRKTE: STAGNATION	AUSSAGE AKTIEN-MÄRKTE: WACHSTUM	FINANZREPRESSION / STAGFLATION	NEUE REZESSION / DEFLATION
Die Zinssätze bleiben in allen Industrieländern grundsätzlich tief. Die Wirtschaft in USA und UK verzeichnet etwas Wachstum und die Zinsen können nächstes Jahr leicht angehoben werden. In Europa (inkl. CH) sowie Japan bleiben die Zinsen auf Jahre hinaus tief. Die Wirtschaft in J und EU stagniert. Inflation ist in allen Währungsräumen kein Thema, bleibt aber in USA und UK mit rund 2% leicht höher als in EU. Die globalen Wachstumsaussichten sind bescheiden. Das «New Normal» Umfeld mit 0% Realzinsen hält für mehrere Jahre an. Die Wechselkurse unter den Hauptwährungen bleiben relativ stabil. Die von der SNB garantierten CHF 1.20 für den EUR bleiben in Kraft. Das Schuldenproblem wird in die Zukunft verschoben.	Die Umsätze bei Unternehmen steigen und die Gewinne sind dank Marginsteigerung hoch. In den USA und Asien ist das Umsatzwachstum am grössten. Das Gewinnwachstum zeigt sich ziemlich einheitlich und beträgt gut 10% pro Jahr in den nächsten 2 Jahren. Auch in den südeuropäischen Ländern geht der Markt von leichten Umsatzsteigerungen aus und die Profitabilität der Firmen steigt stark. Mit der anziehenden Nachfrage und besserer Kapazitätsauslastung steigen in der Folge Löhne und Preise. Dank dem Wirtschaftswachstum und steigenden Löhnen erhöhen sich die Steuereinnahmen der Staaten und die Zinsen können über Zeit normalisiert werden. Die Welt erwächst dem Schuldenproblem. Asiatische Währungen werden stärker, der USD tendenziell schwächer.	Das Wachstum in den Industrieländern bleibt unter Potenzial. Die Arbeitslosenraten und die Unterbeschäftigung bleiben in vielen Ländern hoch. Aufgrund zunehmender regulatorischer Eingriffe (Mindestlöhne, Entlassungsverbote) steigen die Löhne sowie die Preise für Güter mit inelastischer Nachfrage. Real haben die Konsumenten weniger Geld in der Tasche, weshalb der Konsum schwach bleibt. Negative Realzinsen helfen, das neu geschaffene Notenbankgeld in die Wirtschaft zu drücken. Die Flucht in Sachwerte verstärkt sich und heizt die Vermögenswertinflation an. In den Schwellenländern geht das Wachstum insgesamt zurück, aber mit grossen Unterschieden. Die weltweit höhere Inflation und die tief gehaltenen Zinsen helfen, die reale Last der Staatsschulden über Zeit nach unten zu drücken.	Das Wachstum in den Industrienationen geht wieder zurück. Die Budgetdefizite bleiben deshalb hoch, und die Schuldenlast steigt weiter. Die Inflationsraten werden zunehmend negativ; die Realzinsen sind daher trotz Nullzinspolitik der Zentralbanken positiv. Die Sparquote steigt und die Investitionen gehen zurück. Die Spannungen im Euroraum nehmen zu, und es kommt entweder zu zunehmenden Ausgleichszahlungen der starken an die schwachen Länder oder zu Schuldenrestrukturierungen und Währungsausstritten. Auch die Schwellen- und Rohstoffländer leiden unter der zunehmenden Rezession oder gar Depression in den Industrieländern und können das bisherige Wachstum nicht aufrecht erhalten.
ANLAGEIDEEN: - Dividendenaktien - Hedge Funds (z.B. M&A oder long/short equity) - Obligationen	ANLAGEIDEEN: - Aktien von Wachstumsfirmen oder aus zyklischen Branchen - Südeuropäische Banken - Aktien aus Schwellenländern - Rohstoffe - Hedge Funds - Fremdwährungen	ANLAGEIDEEN: - Global Leaders Aktien - Edelmetalle - Immobilien - Selektiv Hedge Funds (z.B. Long/Short Equity)	ANLAGEIDEEN: - Lange Obligationen - Selektiv Hedge Funds, z.B. Short Credit - Gold als Wertaufbewahrungsmittel im Fall von Währungsreformen
Erwartung 12 Mt. 40%	Erwartung 12 Mt. 20%	Erwartung 12 Mt. 35%	Erwartung 12 Mt. 5%
Erwartung 24 Mt. 30%	Erwartung 24 Mt. 15%	Erwartung 24 Mt. 45%	Erwartung 24 Mt. 10%
Erwartung 36 Mt. 20%	Erwartung 36 Mt. 10%	Erwartung 36 Mt. 50%	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*
40%	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, def. Aktienanleihe	2-4%	20%
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%
2.5%	Immobilien		Deutschland	Asien & US REITs	4-8%	15%
7.5%	Alternative Anlagen			Rohstoffe Mikrofinanz	6-10% 3-4%	< 15% < 10%
5%	Edelmetalle		Gold physisch oder ETC	Silber ETF	8-10%	15%
Total					3-6%	ca. 6%

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

ANLAGEPOLITIK

SEPTEMBER 2014

Konjunktur	Schweiz	Deutschland	Italien	USA	Japan	China
BSP in Mrd USD	651	3635	2071	16800	4902	9240
BSP Wachstum	2.0%	1.2%	-0.3%	2.4%	-0.1%	7.5%
Arbeitslosigkeit	2.9%	6.7%	12.7%	6.2%	3.7%	4.1%
Erwartung 12 Monate	Schweiz	Deutschland	Italien	USA	Japan	China
Konjunktur	→	→	↗	↗	→	↘

Zinsen	Schweiz	Deutschland	Italien	USA	Japan	China
3-Monats Libor-Zinssatz	0.02%	0.15%	0.15%	0.03%	0.13%	4.7%
10-Jahres-Zinssatz Staat	0.5%	0.9%	2.6%	2.3%	0.5%	n.a.
10-Jahres Swap-Zinssatz	0.9%	1.2%	n.a.	2.6%	0.7%	n.a.
Inflation	0.0%	0.8%	0.1%	2.0%	3.6%	2.3%
Erwartung 12 Monate	Schweiz	Deutschland	Italien	USA	Japan	China
3-Monats-Zinsen	→	→	→	↗	→	↘
10-Jahres-Zinsen	→	→	→	↗	→	n.a.
Inflation	↗	↗	→	↗	↘	↗

Aktienmärkte	SPI	DAX	MIB	SPX	TPX	HSCEI
Indexstand	8452	9303	19610	1987	1291	10906
Performance 1 Jahr	13%	12%	19%	23%	17%	15%
Performance 5 Jahre (p. a.)	10%	12%	2%	17%	8%	3%
Performance 10 Jahre (p. a.)	7%	9%	1%	8%	3%	13%
Bewertungen	SPI	DAX	MIB	SPX	TPX	HSCEI
Kurs/Gewinn 2014	16.9	13.2	15.9	16.6	14.4	7.6
Shiller-P/E	25.2	19.5	12.0	24.8	23.7	19.0
Kurs/Buchwert	2.5	1.7	1.0	2.7	1.2	1.2
Kurs/Umsatz	1.9	0.8	0.6	1.7	0.7	0.8
Dividende in %	3.1	3.0	3.3	2.0	1.9	4.2
Rentabilität	SPI	DAX	MIB	SPX	TPX	HSCEI
Eigenkapitalrendite	13.5%	10.8%	5.4%	15.0%	8.7%	17.5%
Gewinnmargen 10 Jahre Ø	10.1%	4.5%	-0.3%	9.4%	4.2%	10.4%
Gewinnmarge aktuell	9.0%	4.7%	4.9%	7.6%	2.9%	10.9%
Treibende Faktoren	SPI	DAX	MIB	SPX	TPX	HSCEI
Geldpolitik	Positiv. SNB orientiert sich an EZB. Mindestkurspolitik.	Positiv. Weitere a.o. Massnahmen angekündigt (TLTRO)	Positiv. Weitere a.o. Massnahmen angekündigt (TLTRO)	Positiv. QE Programm läuft aus, aber keine Zins-Normalisierung in Sicht.	Stark positiv. BoJ mit aggressivem QE Programm.	Neutral. Regierung will Kreditwachstum eindämmen.
Erwartung 12 Monate	SPI	DAX	MIB	SPX	TPX	HSCEI
Aktienmarkt	→	→	↗	→	↗	↗

Währungen	CHF	USD	JPY	CNY		
Aktueller Kurs	1.21	0.91	0.88	0.15		
Kaufkraftparität	1.25	0.91	1.08	0.14		
Einflussfaktoren	CHF	USD	JPY	CNY		
Geldpolitik	CHF-Mindestkurs	QE Programm läuft aus, aber keine Zins-Normalisierung.	Expansiv. QQE: Quantitative & Qualitative Easing.	Weniger expansiv orientiert sich am USD.		
Zinsdifferenz (Carry Trade):	keine Änderung	keine Änderung	keine Änderung	kein offener Markt		
Leistungsbilanz:	13.0%	Deutschland 7.5%	Italien 1.4%	-2.4%	0.2%	1.7%
Erwartung 12 Monate	CHF	USD	JPY	CNY		
Währungen	→	↗	↘	↗		

Legende: ↗ = steigend ↗ = stark steigend → = gleichbleibend ↘ = fallend Stichtag: 21. August 2014

MARKTPERSPEKTIVEN

3. TRIMESTER 2014

WÄHRUNGEN

Die Wechselkurse unter den Hauptwährungen sind relativ stabil. Die Konjunkturbelebung in den USA dürfte den USD in nächster Zeit leicht stärker werden lassen. Langfristig sind aber die negative Leistungsbilanz und die Inflationsdifferenz zu Europa Einflussfaktoren, welche den USD schwächen.

Für den CHF hat die Schweizerische Nationalbank keinen Anlass, ihre Stützung des EUR bald aufzugeben. Der CHF ist kaufkraftmässig immer noch überbewertet und wird dies auch für längere Zeit bleiben, da die Inflationsraten im Euroraum gegen Null tendieren. In Grossbritannien hat sich die Konjunktur stark belebt und das GBP ist seit Jahresbeginn kontinuierlich gestiegen. Das Wachstum ist jedoch kaum nachhaltig, da konsumgetrieben und mit dem Immobilienmarkt verbunden, während die Industrie- und Infrastruktur-Investitionen weiterhin tief bleiben. Aufgrund der gestiegenen Inflation ist bald mit einer Gegenbewegung beim Pfund zu rechnen. Der JPY ist trotz der extrem expansiven Geldpolitik in Japan fast unverändert zum USD geblieben. Damit das Ziel, die Inflationsrate nachhaltig auf 2% zu erhöhen und dadurch die Wirtschaft anzukurbeln, erreicht werden kann, wird die japanische Zentralbank alle geldpolitischen Mittel einsetzen; der JPY dürfte deshalb nach dem Abwertungsschub von 2013 nochmals leicht abwerten. Die Währungen der Schwellenländer werden sich unterschiedlich entwickeln. Die chinesische Währung CNY hat nach der gezielten Abwertung den früheren kontinuierlichen leichten Aufwärtstrend wieder aufgenommen und wird diesen zunächst wohl beibehalten, BRL und INR bleiben relativ stabil. Der russische RUB hingegen wird volatil bleiben.

ZINSSÄTZE

Die Zentralbanken halten grundsätzlich an ihrer Tiefzinspolitik fest. Die Konjunkturentwicklung in den Industrieländern ist aber zusehends weniger synchron; deshalb werden die Zinsen in den USA und in Grossbritannien bald steigen, in Europa und Japan dagegen noch länger sehr tief bleiben.

Die Leitzinssätze der Zentralbanken in den Industrieländern sind nach wie vor nahe bei Null; die EZB hat die EUR-Leitzinsen sogar nochmals gesenkt. Die Zentralbanken sind zunehmend auch im langfristigen Kapitalmarkt aktiv: sie kaufen Staatsanleihen und nehmen so Einfluss auf die Entwicklung der langfristigen Zinssätze. Das amerikanische Federal Reserve war diesbezüglich am expansivsten, ist jetzt aber dabei, die Käufe von Staatsanleihen zu reduzieren und in den nächsten Monaten ganz auslaufen zu lassen. Dagegen werden die Käufe in Japan noch lange in grossen Volumen weitergeführt, und in Europa hat die EZB noch gar nicht mit Käufen begonnen, aber bereits in Aussicht gestellt. Diese Unterschiede haben zu zunehmenden Zinsdifferenzen geführt, welche sich noch ausweiten werden. Die langfristigen USD-Zinssätze werden weiter steigen, die EUR- und damit auch CHF-Zinssätze dagegen extrem tief bleiben. In den Schwellenländern ist der Zinsrendetrend sehr unterschiedlich. Wegen der im Vergleich mit den Industrieländern meist höheren Inflations- und Wachstumsraten bleiben die Zinssätze grundsätzlich auf höheren Niveaus. Die Kreditrisiko-Zuschläge bei den Renditen von Anleihen schlechterer Qualität haben sich zunächst auf tiefem Niveau stabilisiert. Sie dürften tief bleiben, da die Unternehmen im Durchschnitt gut finanziert sind und insbesondere die Banken ihre Eigenkapitalausstattung weiter verbessern.

AKTIENMÄRKTE

Die politischen Ereignisse haben den Optimismus an den Aktienmärkten etwas gedämpft und den bisherigen stufenweisen Aufwärtstrend gebrochen. Einige Märkte stehen jetzt unter dem Stand vom Jahresbeginn. Für die nächsten Monate ist zunächst eine erhöhte Volatilität und im Übrigen ein gehaltenes Kursniveau zu erwarten.

Gemessen an den fundamentalen Bewertungskriterien sind die Aktien im Durchschnitt nach wie vor angemessen bewertet; eher teuer sind sie in USA, günstig in ausgewählten Ländern des Euroraums oder besonders in Russland, aber mit entsprechenden spezifischen Problemen behaftet. Das globale Wirtschaftswachstum wird leicht steigen; die Unternehmen sollten die guten Gewinnmargen halten können. Die Dividendenrenditen der Aktien sind im Vergleich zu den tiefen Renditen festverzinslicher Anlagen nach wie vor interessant. Auch wenn das Kurssteigerungspotenzial klein ist und auf kurze Sicht weitere temporäre Kurskorrekturen drohen, bleiben Anlagen in erstklassigen Aktien mit guten Renditen auf längere Sicht, solange keine interessanten Alternativen bestehen, attraktiv. Für Anleger mit hoher Risikobereitschaft bieten Aktien von Unternehmen, welche stark Russland- oder Ukraineorientiert sind und deshalb unter der aktuellen politischen Krise stark gelitten haben, bei einer Beruhigung der Lage interessante Kursgewinn-Chancen.



Axel R. Dresler

SIND BANKAKTIEN ATTRAKTIV?

GROSSE UNTERSCHIEDE 6 JAHRE NACH DER BANKENKRISE

Mit der Bankenkrise 2008 wurden Bankaktien aus vielen Depots verbannt. Nicht einschätzbar war die Qualität der Bankbilanzen, zu tief war das Eigenkapital im Verhältnis zur Bilanzsumme und zu unklar die Aussichten. Im Nachgang an die Finanzkrise folgten zahlreiche Kapitalerhöhungen mit grossem Verwässerungseffekt. Inzwischen sind 6 Jahre vergangen, sind Bankaktien nun attraktiv?

Restrukturierung bei spanischen Banken weit fortgeschritten

Bankaktien, die unter Buchwert (P/B<1) handeln, sind entweder ertragsschwach oder es bestehen Zweifel an der Bilanzqualität der Bank. Nach einer Finanzkrise stehen bei einem Bankenvergleich die Buchwerte und deren Qualität im Zentrum. Noch heute notieren viele Ban-

nanzinstitute mit stärkeren zusammengelegt. Wer zuerst in eine Krise rutscht ist oft auch als erster wieder da raus, wie wir das z.B. bei der UBS schon sahen. Nach den starken Kursanstiegen bei spanischen Banken stufen wir das zukünftige Kurspotenzial heute als limitiert ein und bevorzugen Banken aus Ländern mit hohem Abschlag zum Buchwert und überblickbaren Risiken, wie bspw. Deutschland.

Japanische Banken mit tiefen Erwartungen und attraktiver Bewertung

Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse sind bei Banken im heutigen Umfeld wenig aussagekräftig. Die Ergebnisse der Banken sind stark durch Einmaleffekte geprägt. Restrukturierungen, Abschreiber und immer höhere Bussen-

nen uns heute fair. Eher hoch sind sie für Banken in Australien und Kanada.

Bilanzqualität wichtiger als Bilanzlänge

Eine Regel besagt, Bankaktien soll man erst bei der letzten Kapitalerhöhung kaufen. Solche stehen einigen europäischen Banken jedoch noch bevor. Weil die Bilanzqualität kaum beurteilt werden kann, wurden neue Regeln eingeführt. So ist das Verhältnis des Eigenkapitals zur Bilanzsumme, das sogenannte Leverage Ratio, für alle einfach erkennbar. Banken aus Deutschland, Frankreich und der Schweiz haben diesbezüglich immer noch hohe Zahlen. Insbesondere in der Krise fokussieren Investoren auf diese Zahl. Nach einer Krise ist diese Zahl weniger aussagekräftig. Hohe Giro Guthaben bei der Zentralbank verlängern die Bilanzen der Schweizer Banken ohne dass das Risiko steigt. Auch wir als Reichmuth & Co legen die Liquidität der Kunden bei der Schweizer Nationalbank an. Deswegen schaut der Regulator in erster Line auf das Tier 1 Kapital. Hier zählen die Schweizer Banken zu den bestkapitalisierten Banken. Unsere Tier 1 Ratio ist mit über 60% sogar rekordverdächtig hoch.

Bei Interesse zeigen wir Ihnen unsere Zahlenanalyse gerne im Detail auf, verbunden mit einer Einschätzung welche Bankaktien aus unserer Sicht die grössten Chancen im Verhältnis zum Risiko haben.

BEWERTUNGSKENNZAHLEN AUSGEWÄHLTER GROSSBANKEN NACH LAND

Land	Dividenden-Rendite	Preis/Buchwert	erwartete EK-Rendite 2015	KGV 2015	Leverage Ratio	Tier 1 Kapital
Spanien	2.6	1.1	7.9%	13.5	15	12
Italien	1.6	0.6	5.0%	11.8	16	10
Frankreich	3.0	0.7	7.6%	9.0	26	12
Deutschland	2.9	0.5	5.1%	9.2	25	15
Schweiz	2.2	1.1	10.4%	10.0	19	18
USA	1.4	1.0	9.5%	10.1	10	13
UK	3.0	0.8	7.5%	9.8	20	14
Japan	3.0	0.7	8.1%	8.2	19	12
Asien	3.9	1.2	10.7%	10.7	12	14
Australien	5.3	2.2	16.1%	13.3	16	10
Kanada	4.0	2.1	16.1%	12.4	17	11

Quelle: Bloomberg

ken in der EUR-Zone unter dem Buchwert. Die beiden grossen deutschen Bankhäuser Deutsche Bank und Commerzbank sind zur Hälfte des Buchwertes zu haben. Ganz anders sieht das für die krisengeplagten spanischen Banken aus. Sie handeln bereits wieder über Buchwert. Dies zeigt, dass die Restrukturierung der spanischen Banken bereits weit fortgeschritten ist. Eine 'Bad Bank' wurde gegründet und schwächere Fi-

gelder verzerren die operative Leistung. Unser Fokus liegt auf der erwarteten Eigenkapitalrendite. Die Schätzungen für 2015 für japanische Banken gehen von 8% aus. Da die japanischen Banken aber trotz 20 Jahre Bilanzbereinigung 30% unter Buchwert handeln, erwarten wir auf dem eingesetzten Kapital eine Rendite von über 10%. Dies ist im heutigen Umfeld attraktiv. Die Erwartungen für die Schweizer Grossbanken erschei-



Rishi Sharma

«SUDDEN STOP» AN DEN FINANZMÄRKTEN?

ARMIN MICHELI ZUR GEFAHR DER LANGEN TIEFZINSPHASE

Sie reden vom Risiko eines «Sudden Stop», was birgt sich hinter diesem Begriff?

Armin Micheli: Den Begriff Sudden Stop kennen wir von den Schwellenländern. Alles geht gut, solange neues Kapital in ein Land fließt, wenn die Geldflüsse allerdings stoppen oder gar drehen, dann passieren abrupte Korrekturen, die ganze Länder in Probleme stürzen, wie z.B. Griechenland, Irland oder Portugal vor einigen Jahren.

Und warum verwenden Sie heute den Begriff für die Finanzmärkte?

Je länger die Tiefzinsphase anhält, desto verzweifelter suchen Anleger nach laufender Rendite. Dies führt zwangsläufig zu Übertreibungen und der Investor wird für die eingegangenen Risiken nicht mehr angemessen entlohnt. Teilweise gewöhnt man sich an diese «neue Welt», aber niemand weiss, wie lange die Phase anhält. Allerdings erkennen wir Anzeichen, dass das Risiko für eine liquiditätsgetriebene Korrektur gestiegen ist und wir denken die Anleger sind sich dessen noch zu wenig bewusst.

mehrt in höher rentierende Papiere, wie Unternehmensanleihen oder -kredite mit tiefer Bonität. Der starke Rückgang der Kreditspreads (Aufschläge für tiefere Bonität), ist ein Warnhinweis an Anleger. Verstärkt wird diese Problematik durch die zunehmende Nachfrage nach passiv gemanagten Obligationen-ETFs (Exchange Traded Funds).

Welche Rolle spielen ETFs in Ihrem Szenario?

Stellen Sie sich vor, Sie sind ein ETF-Manager. Ihre Aufgabe ist es, das Geld im Fonds in die definierten Anlagen zu investieren. Mit sinkenden Zinsen und sinkenden Kreditspreads steigen die Kurse und die Performance sieht sehr gut aus. Das zieht immer mehr neues Geld an. Je mehr Geld in solche Fonds fließt, desto tiefer werden die Kreditspreads und die Investition wird (noch) risikobehafteter. Sobald kein neues Geld mehr in diese Fonds fließt oder gar abfließt, kommt die Stunde der Wahrheit. Die Frage ist, wer dann die Wertschriften kauft, die diese Manager verkaufen müssen, um Rücknahmen zu bedienen. Die Banken können das

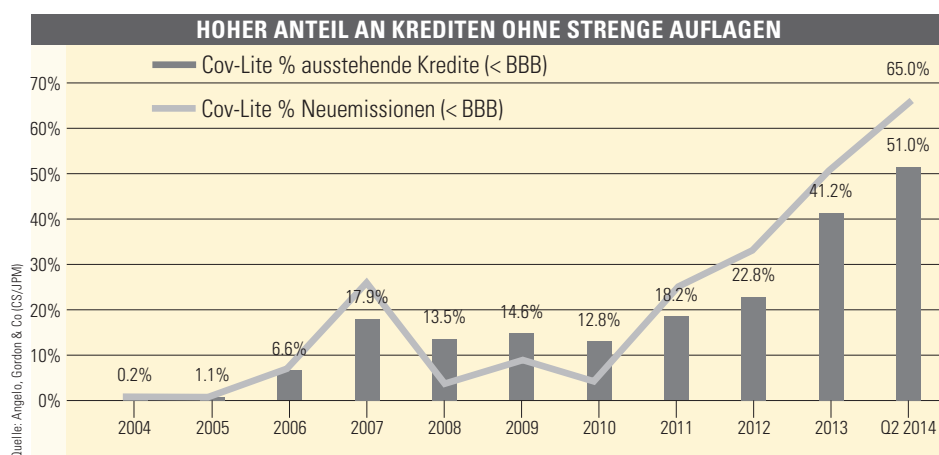
Kurse wohl stark korrigieren, was zu weiteren Abflüssen führen dürfte. Dadurch erhöhen sich die Spreads, also das Entgelt für Risiko. Der vergangene Risikoappetit wirkt sich auch auf andere Märkte, z.B. den Aktienmarkt, aus.

Was sind mögliche Auslöser?

Neben einem jederzeit möglichen externen Schock gibt es verschiedene andere mögliche Auslöser. Erstens die wenig attraktiven Aussichten, die Zinsen wie die Spreads sind nahe dem Tiefpunkt angelangt, zweitens wird die US Zentralbank mit dem Auslaufen des QE Programms im November keine neuen USD drucken und drittens die Zunahme an Neuemissionen sogenannter Covenant-Lite Anleihen. Das sind Anleihen ohne strenge Bedingungen. In den USA sind das heute rund zwei Drittel der Neuemissionen im «non-investment grade»-Bereich, vor der Finanzkrise waren das lediglich 18%.

Welche Effekte hätte ein Sudden Stop?

Übertreibungen können bekanntlich eine Weile anhalten. Ein Sudden Stop würde kurzfristig je nach Laufzeit der Papiere wahrscheinlich eine Korrektur von 15-25% auslösen. Die Aktienmärkte hätten ein ähnliches Korrekturpotenzial. Wir erwarten aber, dass sich in einer Korrektur Chancen eröffnen werden, die von mutigen Anlegern genutzt werden können.



Wo sehen Sie Anzeichen dieses Risikos?

Am offensichtlichsten ist es an den Zinsmärkten. Die Zinsen notieren sehr tief und bringen kaum noch Ertrag. Dadurch fließt neues Anlagegeld ver-

kaum mehr tun, die sind damit beschäftigt, ihre Bilanzen zu verkleinern und Risiken abzubauen.

Was erwarten Sie dann?

Aufgrund fehlender Käufer würden die



Armin Micheli

«STEUERFÖRDERUNG ALS RENDITEBRINGER»

FÜR IHR VORSORGE. DANK STEUERVORTEILEN MIT WENIGER RISIKO ZUM BESSEREN RESULTAT

«Doppelt oder nichts» – heißt eine gängige Variante beim Wetten. Mit Vorsorgekapital spekulative Wetten einzugehen, wäre fehl am Platz. Umso interessanter ist es, dass eine weitsichtige und sorgfältige Vorsorgeoptimierung die viel erfolgreichere Möglichkeit der Kapitalanlage bietet.

Notwendigkeit einer individuellen Vorsorge

In Deutschland ermöglicht die gesetzliche Rente lediglich eine Grundsicherung für Gehaltsbausteine bis zur Beitragsbemessungsgrenze. Für darüber hinausgehende Einkommen gibt es keine Rentenvorsorge, sodass gerade

Vorsorge mit den direkten Vorteilen:

1. Sie stärken die persönliche Vorsorge und reduzieren das steuerbare Einkommen eins-zu-eins.
2. Die während der Anlageperiode vereinnahmten Dividenden und Zinserträge sind von der Einkommenssteuer befreit. Dies ist im Privatvermögen anders; zudem ist dort jährlich die Abgeltungssteuer fällig.
3. Bei Pensionsantritt kommt beim Bezug des Vorsorgekapitals in der Regel ein reduzierter Steuersatz zum Zuge. Oft ist zudem eine steuerliche Verteilung der Bezüge möglich. Dies bringt weitere Steuervorteile mit sich.

Vorsorge eingebracht, inklusive eines einmaligen Anschubbetrags. Die Vorteile sind für einen Zeitraum von 20 Jahren berechnet – im Vorsorgebereich ist der Anlagehorizont bekanntlich oft sogar noch länger.

21% Vorteil bei betrieblicher Anlage bei 4% Anlagezins

Das konkrete Beispiel verdeutlicht, dass im Vorsorgevermögen eine substanziiell niedrigere Rendite ausreichend ist, um im Pensionsalter ein gleich hohes Alterskapital zu erreichen. Konkret:

- A) Mit freiwilligen Beiträgen und einer jährlichen Rendite von 4% errechnen wir im Beispiel ein Alterskapital von rund EUR 789.000 nach Steuer gegenüber EUR 652.000 bei privater Anlage.
- B) Verzichtet man auf freiwillige Beiträge und nutzt die Steuervorteile nicht, ist bspw. in Deutschland im Privatvermögen eine jährliche Rendite von 6,35% nötig, um ebenfalls ein Kapital von EUR 789.000 nach Abzug der jährlichen Ertragssteuern zu erreichen.

MEHRERTRAG DURCH STEUERVORTEILE

Steuerdaten Ansparphase			
- Alter:	45 Jahre		
zu versteuerndes Einkommen:	106-250 Tsd. €	Splittingtarif	Spardauer in Jahren: 20
Sparbeitrag			
	Bruttosparen	Steuern	Nettosparen
- einmalig zu Beginn:	30'000.00 €	14'427.00 €	15'573.00 €
- jährlich nachschüssig:	15'000.00 €	7'213.50 €	7'786.50 €
- monatlich nachschüssig:	2'500.00 €	1'202.25 €	1'297.75 €
Renditeannahmen p. a.:	2.0%	4.0%	6.0%
PensFlex-Bruttosparen			
End-Kapital nach Steuern:	642'591.00 €	789'897.00 €	984'114.00 €
Vergleich-Nettosparen			
End-Kapital nach Abgelt.-St.:	559'676.00 €	652'885.00 €	766'204.00 €
Vorteil PensFlex:	82'915.00 €	137'012.00 €	217'910.00 €
in Prozent:	+ 14.80%	+ 21.00%	+ 28.40%

Quelle: Deutsche PensFlex GmbH

für diese Personengruppe eine individualisierte Vorsorge enorm wichtig ist, schließlich soll der Lebensstandard auch im Alter gehalten werden. Daher stellt sich nicht die Frage des «ob» etwas getan werden muss, sondern vielmehr die Art und Weise der Vorsorge, also das «wie». Gerade für diese Personengruppe bietet sich unsere betriebliche Vorsorgelösung an, die zusätzlich steuerlich sogar optimiert ist.

Freiwillige Beiträge ebnen Weg

Die Basis der Vorsorgeoptimierung sind freiwillige Beiträge in die berufliche

Unschlagbare Vorteile

Aufgrund der großen Steuervorteile, der höheren Basis des Anlagekapitals und des Zinseszins-Effektes reicht in der Vorsorge eine niedrigere Rendite, um das gleiche Alterskapital zu erreichen. Das vereinfachte Rechenbeispiel (siehe Box), mit Fokus auf den Rendite-Unterschied, verdeutlicht dies. Als Ausgangslage dient ein in Deutschland steuerpflichtiges Geschäftsleitungsmitglied. Das jährliche steuerpflichtige Einkommen beträgt mehr als EUR 106.000 EUR und es werden sowohl monatliche und jährliche freiwillige Beiträge in die

Tieferes Renditeziel ermöglicht Risiken zu reduzieren

Eine betriebliche Anlage schneidet, gemäß dem obigen Beispiel, deutlich besser ab. Dank einiger Steuervorteile bieten unsere Vorsorgelösungen die viel interessantere Variante «doppelt oder mehr» – dadurch reicht eine risikoärmere Strategie im Vergleich zur Kapitalanlage im Privatvermögen, um die Versorgung im Alter sicherzustellen.

Gerne erörtern unsere Kundenverantwortlichen die bestehenden Möglichkeiten und Vorteile unserer Vorsorgelösungen, auch für Ihre persönliche Ausgangslage, im Detail.

Remy Reichmuth, CFA