

CHECK-UP

KUNDENINFORMATION DER PRIVATBANKIERS REICHMUTH & CO, INTEGRALE VERMÖGENSVERWALTUNG

CH-6000 LUZERN 7 RÜTLIGASSE 1 TELEFON +41 41 249 49 29 WWW.REICHMUTHCO.CH SEPTEMBER 2009

EDITORIAL

Das Schlimmste der Finanzkrise ist vorbei, doch die Auswirkungen werden sowohl in der Finanzwelt wie in der Realwirtschaft noch Jahre zu spüren sein.

Sorgen bereitet die zunehmende Rechtsunsicherheit. Die jüngsten Erfahrungen haben gezeigt, dass in Krisenzeiten die souveränen Rechtssysteme der Staaten zunehmend durch die Macht des Stärkeren unter Druck geraten. Es bleibt zu hoffen, dass dieser Entwicklung rechtzeitig Einhalt geboten werden kann, denn auch ein Wirtschaftskrieg kennt nur Verlierer. Der kürzliche Vergleich zwischen den USA und der Schweiz ist zwar ein ermutigendes Zeichen, doch eine glimpflich ausgegangene Schlacht bedeutet noch lange keinen Sieg.

Sowohl die Real- wie die Finanzwirtschaft sind für nachhaltige Prosperität auf ein stabiles und verlässliches Rechtssystem angewiesen.



Jürg Staub
unbeschränkt haftender Gesellschafter

DAS FINANZSYSTEM IST STABILISIERT WANN GILT DAS FÜR DIE REALWIRTSCHAFT?

Ziel erreicht! Die Rettungsmaßnahmen von Notenbanken und Regierungen haben das Finanzsystem stabilisiert. Die Versicherungsprämien für Anleihen grosser Banken zeigen das deutlich. Diese Preise (sogenannte «Credit Default Swaps») sind stark gesunken und notieren jetzt wieder unter 1%. Auch die Risikoprämien für hochverschuldete Unternehmen, die «High Yield Spreads», haben sich von den Panikwerten von über 18% auf unter 8% zurückgebildet. Das ist der Grund für die gute Performance der Bankaktien und von Aktien tieferer Qualität, welche 2008 dramatisch gebeutelt wurden.

Kein Verbote neuerlichen Wachstums

Für die Finanzmärkte und die Weltwirtschaft ist diese Entwicklung enorm wichtig, doch zu nachhaltigem Wachstum reicht es nicht. Dazu müssen die Risikoaufschläge weiter sinken und das viele neue Geld müsste in den Taschen der Konsumenten ankommen. Letzteres ist bislang nicht geschehen. Die Unternehmungen passen ihre Kapazitäten deshalb dem tieferen Niveau der Nachfrage an. Dadurch steigt die Arbeitslosigkeit weiter und wird in vielen Ländern hoch bleiben. Bis diese Entwicklung zu Ende geht, bleiben die kurzfristigen Zinsen nahe bei Null.

Wer ersetzt die Staatsimpulse?

Der Lagerzyklus und die Staatsimpulse

führen dazu, dass sich das Wirtschaftswachstum stabilisiert. Es wird nach dem grossen Einbruch sogar etwas ansteigen. Nächstes Jahr muss die staatliche Konjunkturstützung allerdings durch private Nachfrage ersetzt werden. Wenn das Konsum- und/oder das Investitionswachstum nicht wieder anspringen, müsste der Staat neue Konjunkturimpulse beschliessen. Um positive Wachstumseffekte zu generieren, müssten diese gar noch grösser sein als die bisherigen. Das ist in der bereits desolaten Finanzlage der westlichen Staaten schwer vorstellbar. Das Budgetdefizit 2009 liegt in den USA bei 12% und in Europa bei 6% des BIP.

Wer finanziert die Staatsdefizite?

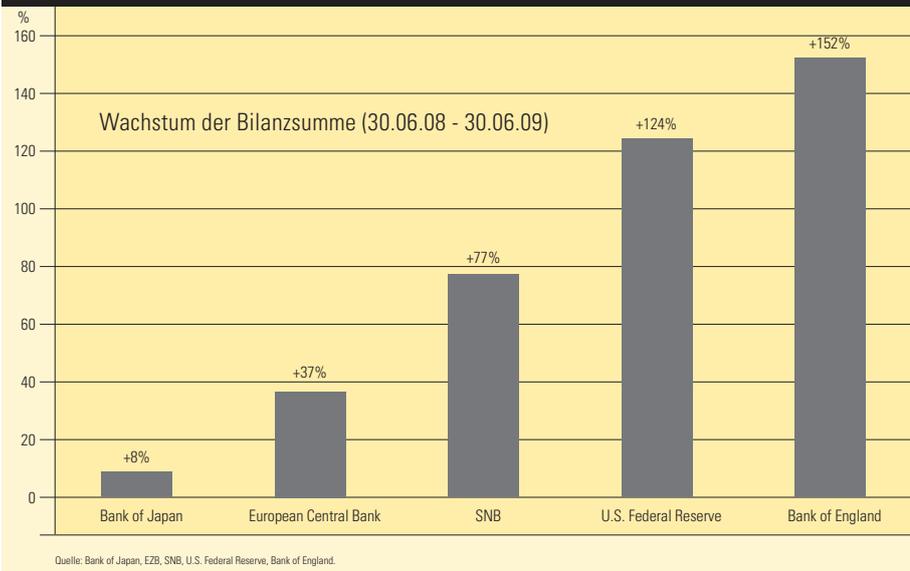
Der Staat finanziert seine Ausgaben über Steuern und Abgaben, über neue Schulden oder in extremen Fällen über neu gedrucktes Geld. In Rezessionszeiten sinken die Steuereinnahmen. Gleichzeitig steigen die Ausgaben aufgrund erhöhter Sozialleistungen und den er-

Fortsetzung nächste Seite

INHALT

- 3 Unsere Denk-Szenarien im Überblick
- 3 Bausteinkonzept «Portfolio der Zukunft»
- 4 Anlagepolitik
- 5 Marktperspektiven
- 6 Jetzt noch Aktien kaufen?
- 7 Inflation ist der einzig systemkonforme Ausweg
- 8 Unsere Kunden haben immer Priorität

EXPLOSION DER ZENTRALBANKBILANZEN



währten Impulsprogrammen. Deshalb ist das Defizit ja so hoch und dieses gilt es über neue Schulden zu decken. Die grossen Neuemissionen von Staatsanleihen müssen jedoch Käufer finden. Wenn im Markt zuwenig Käufer vorhanden sind, kann auch die Zentralbank diese kaufen mit neu zu druckendem Geld. Diese direkte Monetarisierung der Staatschulden wird in den angelsächsischen Ländern bereits angewandt.

Gigantisches Geldmengenwachstum

Deshalb haben sich die Notenbankbilanzen enorm ausgeweitet. Das neue Geld ist bisher aber nicht nachfragewirksam geworden. Vielmehr verwendeten es die Banken zur Erhöhung ihrer Liquiditätsreserven. Doch die Werterhaltungsbasis der betroffenen Währungen hat sich dadurch bereits verschlechtert. Geld wird seine Funktion als Wertaufbewahrungsmittel in Zukunft noch weniger wahrnehmen können. Die Ertragskraft von Geld ist bereits heute nahe Null. Bis in einigen Jahren wird wohl alles gegen Geld steigen: Vermögenswerte, Konsum- und Investitionspreise.

Angebot und Nachfrage

Jeder Marktpreis wird durch Angebot und Nachfrage bestimmt. Von September 08 bis im März 09 war das Angebot

an Aktien riesig. Viele mussten, andere wollten verkaufen. Kaum jemand wagte Aktien zu kaufen. Dieses Überangebot ist seit März Geschichte. Heute zeigt sich eher ein Nachfrageüberhang. Was an den Aktienmärkten sehr schnell abläuft, zeigt sich mit Verzögerung auch in der Realwirtschaft. Der Nachfrageeinbruch Ende letzten Jahres traf auf ein zu hohes Güterangebot. Inzwischen werden die Kapazitäten reduziert und die Nachfrage pendelt sich auf tieferem Niveau ein.

Was bedeutet das für die Zinsen?

Angebot und Nachfrage wirken auch bei den Zinsmärkten. So lange die Arbeitslosigkeit steigt, bleiben die von den Zentralbanken bestimmten kurzfristigen Zinsen sehr tief. Die langfristigen Zinsen hingegen können von der Zentralbank nur vorübergehend und nicht nachhaltig beeinflusst werden. Es ist schwer vorstellbar, dass heute genügend Anleger gefunden werden, welche dem US Staat für 10 Jahre Geld in USD zu lediglich 3.5% ausleihen, welche nötig wären, die hohen Neuemissionen zu absorbieren. Deswegen erwarten wir, dass sich die langfristigen Zinsen vor den kurzfristigen Zinsen nach oben bewegen. Für die Realwirtschaft bedeutet das erneut Gegenwind.

Wie entwickelt sich die Realwirtschaft?

Noch 2009 dürfte die Rezession weltweit zu Ende sein. Dies vor allem dank dem Basiseffekt. Ab September vergleicht man gegenüber einer bereits sehr schlechten Vorjahresperiode. Hinzu kommt der Lagereffekt. Die Lager wurden im Anschluss an die Systemkrise im September 2008 stark abgebaut. Es besteht ein Nachholbedarf. Die Erholung wird schwach sein, ausgehend von einem tieferen Niveau und es wird Jahre dauern, bis die Wirtschaftsleistung wieder das Niveau der Boomjahre erreichen wird.

Was heisst das für Anleger?

Vorerst bleiben die Zinsen tief. Damit sind hohe laufende Erträge attraktiv! Bei Geldmarkt und erstklassigen Obligationen sind solche nicht zu finden. Diese Kategorien helfen allerdings, die Schwankung des Portfolios zu reduzieren. Attraktiver sind erstklassige Aktien mit hoher Dividendenrendite und einer attraktiven Bewertung. Eine Selektion solcher Aktien stellen wir auf Seite 6 vor. Auch Hedge Funds bieten weiterhin ein attraktives Rendite-/Risikopotenzial, doch sind sie nur etwas für mittelfristige Investoren, welche nicht auf kurzfristige Handelbarkeit angewiesen sind. Bei den Währungen würden wir den USD und das GBP meiden, da diese Staaten den Weg des Gelddruckens für die Finanzierung der Staatsschulden wählen. Wir empfehlen einen hohen Anteil an Heimwährung, ergänzt mit asiatischen Währungen und solchen von Rohstoffländern wie CAD oder NOK. Für Edelmetalle bleiben wir nach wie vor positiv gestimmt.



*Christof Reichmuth
unbeschränkt haftender Gesellschafter*

UNSERE DENK-SZENARIEN IM ÜBERBLICK

WIE WIR DIE ZUKUNFT EINSCHÄTZEN

KONSENS	NEUE BLASEN	STAGFLATION	FISKALKRISE	WACHSTUM
Die Finanzkrise ist überwunden, die Wirtschaftskrise noch nicht, doch der Boden ist nahe und die Weltwirtschaft wird sich gegen Ende 2009 und im 2010 leicht erholen. Die Zentralbanken bleiben expansiv. Die Defizite der Staaten bleiben extrem hoch. Die Inflation bleibt tief. Die Margen bleiben gut.	Die expansive Geldpolitik der Zentralbanken führt zu neuen Blasen. Die überschüssige Liquidität wird aufgrund der schwachen Realwirtschaft nicht abgeschöpft. Das führt zu Vermögenswertinflation, nicht aber zu Inflation bei den Gütern und Dienstleistungen. Es bilden sich neue Blasen (Aktien? Gold? Erdöl? Rohstoffe?). Das Wachstum bleibt bescheiden.	Die extrem expansive Geldpolitik der Zentralbanken unterminiert das Vertrauen in die Geldwertstabilität. Die Konjunktur erholt sich nominal, aber real bleibt das Wachstum nahe 0. Die Gewerkschaften verlangen Kompensation der Inflation und das führt allmählich in eine Inflationsspirale.	Die staatl. Rettungsmassnahmen haben nur Zeit gekauft. Die Wirtschaft erholt sich nicht, die Kreditausfälle steigen. Neue Pakete für das Finanzsystem und die Konjunktur werden geschnürt. Die Staatsverschuldung wächst schnell. Der Glaube an die Allmacht des Staates schwindet. Ängste über Staatsbankrotte kommen auf. Flucht aus den Nominalwerten setzt ein.	Die Finanzkrise konnte dank den Massnahmen von Staaten und Zentralbanken überbrückt werden und die Realwirtschaft erholt sich besser und schneller als erwartet werden konnte. Die Zentralbanken schöpfen den Geldmengenüberhang rechtzeitig wieder ab. Die Inflation bleibt relativ tief.
ANLAGEIDEEN 0815 Portfolio mit Blue Chips und Obligationen Auf und Ab des Marktes mitmachen	ANLAGEIDEEN Blue Chips Emerging Markets Rohstoffe Gold, Silber	ANLAGEIDEEN Inflationgeschützte Anleihen. Aktien mit Pricing Power, hoher Dividendenrendite und tiefen P/Es. Aktien mit langfristig günstiger Fremdfinanzierung und hohem Substanzwert (z.B. Immobilien-gesellschaften), Gold, Silber	ANLAGEIDEEN Cash in Heimwährung In der ersten Phase Staatsanleihen, dann keine mehr! Stabile Dividendenaktien Land in stabilen Ländern Physische Realwerte Gold, Silber	ANLAGEIDEEN Aktien aller Art, v.a. Investitionsgüter und Hoch-Beta Aktien. Emerging Markets Inflationgeschützte Anleihen
High Yield Spreads: 800	High Yield Spreads: 400	High Yield Spreads: 600	High Yield Spreads: 1500	High Yield Spreads: 300
Erwartung 6 Monate: 50%	Erwartung 6 Monate: 30%	Erwartung 6 Monate: 10%	Erwartung 6 Monate: 5%	Erwartung 6 Monate: 5%
Erwartung 18 Monate: 10%	Erwartung 18 Monate: 15%	Erwartung 18 Monate: 50%	Erwartung 18 Monate: 20%	Erwartung 18 Monate: 5%

BAUSTEINKONZEPT «PORTFOLIO DER ZUKUNFT»

DIVERSIFIZIERT UND ZUKUNFTSORIENTIERT – ANGEPASST ANS MARKTUMFELD

BSP	BAUSTEIN	UMSETZUNG	RENDITE*	VOLATILITÄT*
35%	Festverzinsliche	Geldmarktanlagen Kurze Obligationen von Firmen mit stabilem Cash Flow Inflationsindexierte Staatsanleihen beimischen	2-5%	5%
5%	Strukturierte	Asien FX gegen EUR und USD	8%	8%
30%	Aktien	Scale in – Scale out Konzept Aktien mit hoher Dividende und tiefer Bewertung Nahrung, Gesundheit, Energie und Strom-Infrastruktur Asien ETF und Branchen ETF aktiv bewirtschaften	9%	15%
5%	Immobilien	1/2 Schweiz, 1/2 Asien Reits	5-10%	15%
20%	Alternative Anlagen	Reichmuth Matterhorn 3 oder Drittinstrumente Reichmuth Himalaja	8-10% 10-15%	< 5% < 10%
5%	Edelmetalle	Gold und Silber physisch	8-10%	10%
Total			5-9%	ca. 6%

*Erwartungen für den 5-Jahres Durchschnitt – keine Garantie

ANLAGEPOLITIK

SEPTEMBER 2009

BASIS	CH	EU	USA	J	CHINA
Kaufkraftparitäten					
Ned Davis Research		1.54	1.15	1.12	
Konjunktur (BIP-Wachstum)					
heute	-2.4%	-4.7%	-3.9%	-6.4%	7.9%
6 Monate	→	↗	↗	↗	→
3 Jahre	↗	↗	↗	↗	→
Inflation					
heute	-1.2%	-0.7%	-2.1%	-1.8%	-1.8%
6 Monate	↗	↗	↗	↗	↗
3 Jahre	4.0%	5.0%	6.0%	3.0%	7.0%
Aktienmarkt	SPI	DAX	S&P 500	TOPIX	HSCEI
Kurs/Umsatz	1.4	0.6	1.1	0.5	1.8
Dividendenrendite	2.4	3.9	2.6	2.1	2.4
Kurs/Buchwert	1.9	1.4	2.1	1.2	2.3
Kurs/Gewinnverhältnis aktuell	36	35	19	n.a.	18
Kurs/Gewinnverhältnis geschätzt	15	16	17	42	15

PROGNOSEN	CH	EU	USA	J	CHINA
Geldmarkt (3 Monate)					
heute	0.3%	0.9%	0.4%	0.4%	1.7%
6 Monate	→	→	→	→	↗
Swapsätze (10 Jahre)					
heute	2.5%	3.5%	3.6%	1.4%	3.2%
6 Monate	→	→	→	→	n.a.
3 Jahre	↗	↗	↗	↗	n.a.
Währungen					
heute		1.52	1.06	1.13	6.3
6 Monate		→	→	→	→
3 Jahre		↘	↘	→	↗
Aktienmarkt	SPI	DAX	S&P 500	TOPIX	HSCEI
heute	5'250	5'400	1'010	950	11'450
6 Monate	→	→	→	→	→
3 Jahre	↗	↗	↗	↗	↗
Immobilienmarkt	→	→	→	→	→

Legende: ↗ = steigend → = gleichbleibend ↘ = fallend Stichtag: 21. August 2009

MARKTPERSPEKTIVEN

3. TRIMESTER 2009

WÄHRUNGEN

Das Wechselkurs-Gefüge bleibt relativ stabil, da die Ungleichgewichte bei den wichtigsten Einflussfaktoren kleiner geworden sind.

Die relative Stärke des EUR ist darauf zurückzuführen, dass die Europäische Zentralbank die Geldmarktzinsen weniger aggressiv gesenkt hat als die meisten andern Notenbanken und dass diese den Anteil des EUR in ihren Devisenreserven immer mehr erhöhen zulasten des USD. Die europäische Exportindustrie ist dadurch einem zusätzlichen Druck ausgesetzt. Gemessen an den Kaufkraftparitäten ist der EUR jetzt eher hoch bewertet. Der leichte Aufwärtstrend des EUR wird sich daher kaum fortsetzen.

Die asiatischen Währungen, v.a. JPY und CNY sind unverändert zum USD geblieben. Die Ertragsbilanzungleichgewichte sind zwar kleiner geworden, aber immer noch erheblich. Der Aufwertungsdruck wird immer grösser. Langfristig ist daher mit höheren Wechselkursen für JPY, CNY, HKD, SGD, TWD und KRW zu rechnen, nicht nur gegenüber dem USD, sondern auch gegenüber den europäischen Währungen.

Die Rohstoffwährungen CAD, AUD und NOK, die sich beim Zusammenbruch der Erdölpreishausse im Herbst 2008 stark abgeschwächt hatten, haben diesen Rückgang in den letzten Monaten fast wieder aufgeholt.

Der CHF hält sich seit der Intervention der Schweizerischen Nationalbank im März 2009 ziemlich stabil zum EUR bei einem Wechselkurs von leicht über CHF 1.50. Kurzfristig ist nicht mit einem neuen Trend zu rechnen. Langfristig wird der CHF wieder stärker zum EUR, insbe-

sondere dann, wenn die Inflation zurückkehrt, da die Nationalbank ihr Einschreiten ausdrücklich mit der Verhinderung einer Deflation in der Schweiz begründete.

ZINSSÄTZE

Die Zinssätze bleiben noch für längere Zeit auf ihrem historisch extrem tiefen Niveau.

Bis die Wachstumsraten wieder das langfristige Potenzialwachstum erreichen, d.h. für die Industrieländer im Durchschnitt etwa 2%, wird noch längere Zeit verstreichen. Die Zentralbanken werden sich daher hüten, die Leitzinssätze schon bald zu erhöhen und den Wiederaufschwung der Wirtschaft gleich wieder abzuwürgen. Da die Inflation praktisch verschwunden ist, bleiben auch die langfristigen Renditen vorerst tief. Die heute in vielen Ländern wegen des Basiseffekts sogar negativ gewordenen Inflationsraten werden zwar in den nächsten Monaten wieder in den positiven Bereich ansteigen, aber mit einem nachhaltigen Inflationstrend ist vorerst nicht zu rechnen, da die hohe Arbeitslosigkeit die Lohnkosten und damit die Preise der in den Index-Warenkörben enthaltenen Güter und Dienstleistungen tief halten wird. Die durch die Zentralbanken geschaffenen riesigen Geldmengen könnten aber zu Preisanstiegen bei den Vermögenswerten führen, sobald die Geldmengen zu zirkulieren beginnen.

Die Risikozuschläge bei den Unternehmensanleihen haben sich reduziert, sind aber weiterhin deutlich über dem vor der Finanzkrise üblichen Niveau. Da mit einer starken Zunahme der Zahlungsausfälle zu rechnen ist, bleiben die Risikozuschläge überdurchschnittlich hoch.

AKTIENMÄRKTE

Die Aktienmärkte sind seit dem Tief im März stark gestiegen und liegen heute deutlich über dem Stand zu Jahresbeginn. Es ist eine Konsolidierung oder leichte Gegenbewegung zu erwarten.

Nach dem starken Kursanstieg haben die Aktienmärkte viel vom erhofften Wiederaufschwung der Konjunktur vorweggenommen. Dabei sind die Signale aus der Realwirtschaft noch keineswegs so, dass der Tiefpunkt der Rezession eindeutig überschritten ist. Die leicht gestiegenen Wachstumsraten könnten auch lediglich eine Zwischenerholung der Wirtschaft anzeigen. In den nächsten Monaten ist daher kaum mit einer ungebremsten Fortsetzung der Aufwärtsbewegung zu rechnen.

Die Bewertung der Aktien nach den üblichen Kennzahlen ist zwar nicht mehr tief aber durchaus angemessen. Attraktiv scheinen insbesondere Titel aus nichtzyklischen Branchen mit hohen und relativ sicheren Dividendenrenditen aus den Pharma-, Nahrungsmittel-, Energie- und Kommunikationsversorgungsbereichen. Bei Unternehmen aus den zyklischen Branchen sind die Risiken höher. Trotz den historisch tiefen Kursen sollten Engagements daher beschränkt werden auf Gesellschaften mit grosszügiger Eigenkapitalausstattung, welche die Krise durchstehen und von der Erholung profitieren können.



Dr. Max Rössler

JETZT NOCH AKTIEN KAUFEN?

IST DIESE HAUSSE SCHON BALD ZU ENDE?

Seit dem Tiefststand im März haben die Aktienmärkte markant zugelegt. Viele Investoren wagten nach dem Trauma der Finanzkrise 2008 im Frühjahr noch kaum, Aktien zu kaufen und fragen sich, soll man jetzt noch zugreifen?

Aktien sind nicht teuer, aber nur selektiv günstig

Die Aktienmärkte sind historisch betrachtet nicht mehr sonderlich günstig. Insbesondere die Zykliker haben nach den grossen Verlusten in letzter Zeit wieder viel Boden gut gemacht. Eine entsprechende Erholung der Realwirtschaft ist gut eingepreist. Die defensiven Sektoren sind hingegen noch immer attraktiv.

Geld brennt Löcher in die Taschen

Die Notenbanken stellen weiterhin günstiges Geld zur Verfügung. Die Geldmarktzinsen sind nahe bei Null und viele Marktteilnehmer sitzen auf viel Cash. Sie suchen Alternativen zu den unbe-

friedigenden Renditen bei Geldmarktanlagen. Auch die Marktpsychologie hat sich verbessert. Es herrscht vorsichtiger Optimismus, aber noch nicht auf übertrieben hohem Niveau. Letzteres wäre ein Kontraindikator, denn wenn zu viel Optimismus herrscht, dann fallen die Aktienmärkte meistens und umgekehrt.

Hohe Erträge in Tiefzinsumfeld

In einem Tiefzinsumfeld sind hohe Erträge attraktiv, insbesondere dann, wenn diese von einem stabilen Geschäft stammen und die Bewertung attraktiv ist. Solche Firmen sollten auch beide Extremszenarien, einerseits Fiskalkrise und andererseits Stagflation, recht gut überstehen.

Dividententitel sind attraktiv

Es lassen sich noch zahlreiche erstklassige und defensive Aktien mit mehrheitlich soliden Bilanzen und hohen Dividendenrenditen im Markt finden. Ziel

ist es, Aktien mit Dividendenrenditen weit über der Staatsanleihenrendite und gleichzeitig tiefem Kurs/Gewinnverhältnis von vorzugsweise unter 10 zu kaufen. Die Dividendenrendite bietet zudem ein gewisses Polster gegen neue Kurseinbrüche.

Realwertorientiertes Portfolio hält Aktien

Wir empfehlen, je nach individueller Zielsetzung, die realen Werte (Aktien, Immobilien und Rohstoffe) höher zu gewichten. Die nachfolgende Dividentitel-Selektion scheint uns nach wie vor attraktiv für Zukäufe.



Silvan Betschart

DIVIDENTENTITEL - SELEKTION

	Währung	Kurs 18.08.2009	Performance (in%) 2009	Dividendenrendite (in %)		Kurs/Gewinn- Verhältnis		Kurs/Buch- wert-Verhältnis	Kurs/Umsatz- Verhältnis
				Aktuell	2010 E	Aktuell	2010 E	Aktuell	Aktuell
VERSORGER									
RWE AG	EUR	58.7	-7.7	7.7	6.5	8.6	8.5	2.7	0.7
E.ON AG	EUR	27.1	-4.3	5.5	5.9	19.0	9.0	1.4	0.6
TELEKOMMUNIKATION									
SWISSCOM AG	CHF	350.5	3.2	5.4	6.7	9.4	9.9	3.4	1.5
DEUTSCHE TELEKOM AG	EUR	8.8	-17.9	8.8	8.8		12.8	1.1	0.6
FRANCE TELECOM SA	EUR	17.1	-14.5	8.2	8.5	11.4	9.1	1.6	0.9
ENERGIE									
ROYAL DUTCH SHELL PLC	EUR	18.4	-1.8	6.7	6.9	12.3	7.9	1.2	0.5
ENI SPA	EUR	16.0	-4.8	8.2	7.2	11.9	7.8	1.4	0.6
TOTAL SA	EUR	37.6	-3.0	6.0	6.3	12.6	8.2	1.6	0.7
PHARMA									
NOVARTIS AG	CHF	48.0	-8.9	4.2	4.9	13.3	10.3	2.0	2.5
SANOFI-AVENTIS	EUR	44.8	-1.2	4.9	5.5	14.1	7.2	1.3	2.1
NICHT-ZYKLISCHER KONSUM									
NESTLE SA	CHF	42.2	1.3	3.3	3.7	8.6	13.1	3.1	1.4
PROCTER & GAMBLE	USD	52.4	-15.1	3.2	3.4	14.3	13.9	2.5	2.0
UNILEVER NV	USD	19.2	11.2	4.0	4.3	12.6	13.6	5.4	1.3
VERSICHERUNGEN									
ZURICH FINANCIAL SERVICES AG	CHF	220.0	-3.1	5.0	5.7	17.9	7.5	1.2	0.7
MUENCHENER RUECKVERSICHERUNGS AG	EUR	99.9	-10.3	5.5	5.8	15.8	7.1	0.9	0.4
ALLIANZ SE	EUR	74.1	-1.0	4.7	5.6	9.4	6.9	1.0	0.4

Quelle: Bloomberg

INFLATION IST DER EINZIG SYSTEMKONFORME AUSWEG

RECHTZEITIGES BREMSMANÖVER DER ZENTRALBANKEN UNWAHRSCHEINLICH

Die Kernfrage für langfristige Investoren lautet: «Gibt es künftig Inflation oder Deflation?» Aktuell sind die Inflationsraten negativ, das heisst wir haben Deflation. Wir gehen davon aus, dass dies ein zyklisches, also vorübergehendes Phänomen ist. Dieses wird abgelöst von einer Periode mit tiefem Realwachstum und steigender Inflation, also «Stagflation».

Was ist Inflation?

Inflation heisst «sich aufblähen». Bekannt ist der Konsumentenpreisindex. Er misst die Preisentwicklung eines typischen Warenkorb für den Durchschnittskonsumenten. Inflationäre Entwicklungen können aber auch in Teilbereichen auftreten, z.B. bei Rohstoffen oder bei Vermögenswerten. Diese wirken verzögert auf die Konsumpreisinflation.

Stabile und tiefe Inflation am besten

Stabile Inflation ist für Unternehmen wichtiger als sehr tiefe Inflation, denn sie sind auf Planungssicherheit angewiesen. Am besten ist eine stabile und tiefe Inflationsrate, wie sie in den letzten 15 Jahren vorherrschte. Dann sind auch die Zinsen tief und tiefe Zinsen bedeuten hohe Vermögenswerte. Denn tiefe Zinsen erhöhen den Kapitalisierungsfaktor, bei Aktien das sogenannte Kurs/Gewinnverhältnis. Schlecht ist Deflation, dann nämlich steigt der Wert von Geld, die Nachfrage geht in Erwartung tieferer Preise zurück und die Konjunktur schwächtelt.

Massgebende Faktoren für Inflation

Inflation entsteht, wenn eine zu hohe Geldmenge einer zu geringen Gütermenge gegenübersteht. Neben den Löhnen sind die Rohstoffpreise und die Produktivität massgebliche Faktoren für die Inflationsrate. Heute passen die Firmen ihre Kapazitäten der tieferen Nach-

frage an und damit steigt die Arbeitslosigkeit, wodurch die Löhne unter Druck sind. Dieser Anpassungsprozess wird aber in absehbarer Zeit zu Ende gehen.

Nachfrageschock als Auslöser der Deflation

In den Siebzigerjahren war es ein Angebotsschock, welcher am Anfang der Inflation stand. Die aktuelle Deflationsphase aber ist Ausdruck des Nachfrageschocks im Nachgang der Finanzkrise. Sobald die Überkapazitäten abgebaut sind, wird sich das Preisniveau stabilisieren. In Zukunft werden vermehrt regulatorische und protektionistische Massnahmen Treiber für Preissteigerungen sein und sich deshalb von Nation zu Nation unterschiedlich auswirken.

Können die Zentralbanken Inflation verhindern?

Theoretisch ja, wenn sie das viele neu geschaffene Geld resolut abschöpfen. Dafür steht ihnen ein grosses Arsenal an wirksamen Waffen zur Verfügung. Normalerweise bremsen Zentralbanken das Wirtschaftswachstum über höhere Leitzinsen. Doch Bremsmanöver sind bei hoher Arbeitslosigkeit nicht das Ziel. In der Finanzkrise haben die Zentralbanken ihre Bilanzen erhöht, in dem sie Aktiven belehnt oder gekauft haben und so Geld ins System schleusten. Wenn sie solche Vermögenswerte am Markt verkaufen, ziehen sie Geld ab. In einer Zeit, in welcher der Staat viele neue Staatsanleihen ausgibt, würde dieses zusätzliche Angebot an Staatsanleihen auf eine zu kleine Nachfrage treffen. Die langfristigen Zinsen würden unweigerlich steigen, was der Auslöser für die nächste Rezession wäre. Das will auf absehbare Zeit niemand. Deswegen bezweifeln wir, dass die Zentralbanken die Waffen zur Inflationsbekämpfung wirksam

einsetzen werden. Viel eher wird man davon sprechen und möglicherweise erneut kreative Berechnungsmethoden anwenden, welche die Konsumpreisinflation tiefer aussehen lässt, als sie für die meisten Konsumenten tatsächlich ist.

Was wäre Alternative zu Inflation?

Die Alternative zu Inflation, eine weitergehende Entschuldung durch Konkurse und Reorganisationen ist gefährlicher. Das ist nicht systemverträglich in der heutigen hochverschuldeten Finanzwelt. Die Bankenkrise hat gezeigt, was passiert, wenn das Schuldenproblem über das Nichtbezahlen der Schulden gelöst werden soll. Vermögenswerte werden vernichtet, die Verpflichtungen aber bleiben bestehen, die Bilanzen kommen in Schieflage und das Vertrauen ins Finanzsystem schwindet. Möglich auch, dass der Glaube an die Allmacht des Staates und seine Bonität aufgrund der vielen neuen Staatsschulden an Grenzen kommt. Dann wäre die nächste Krise, eine Fiskalkrise hier. Das dürfte aber noch einige Jahre weg sein.

Inflation hilft den Nominalsystemen und bestraft die Sparer

Praktisch alle Nominalsysteme kommen in Deflationsphasen unter Druck. Neben Banken und Versicherungen gehören in der Schweiz z.B. auch die Pensionskassen dazu. Wie sollen sie Kapitalgarantien und den politisch bestimmten Mindestzins bezahlen, wenn weder auf dem Geldmarkt noch auf den risikolosen Staatsanleihen genügend zu verdienen ist? Noch schlimmer ist, wenn die Schuldner ausfallen! Höhere Zinsen – auch wegen Inflation – wären für sie durchaus eine Hilfe. Auch wenn dann die Renten real an Wert verlieren, zumindest würde das System nicht zusammenbrechen.

UNSERE KUNDEN HABEN IMMER PRIORITÄT

INTERVIEW MIT KARL REICHMUTH

Vor rund einem Jahr ist die Situation an den internationalen Finanzmärkten eskaliert. Wie sieht die Welt heute aus?

Die Folgen der Finanzkrise sind noch nicht überwunden. Wir gehen davon aus, dass die Branche noch einige Veränderungen sehen wird. Ein Beispiel dafür sind die Steuerdiskussionen mit den USA. Auch andere Märkte greifen zunehmend zu protektionistischen Massnahmen. Zudem hat die Finanzkrise die reale Wirtschaft erfasst. Aus Anlegersicht bleibt das Marktumfeld deshalb anspruchsvoll.

Wo steht Reichmuth & Co zum heutigen Zeitpunkt?

Dank unserer eigenständigen Anlagepolitik litten die uns anvertrauten Vermögenswerte auch im Katastrophenjahr 2008 weniger als der Durchschnitt der Märkte. Wichtiger noch, die Kunden blieben uns mit ganz wenigen Ausnahmen treu. Wir gewinnen auch laufend Neukunden hinzu. Besondere Freude bereitet uns zudem die letztes Jahr eröffnete Niederlassung in Zürich. Bedauerlich ist, dass unser Dachfonds Matterhorn Opfer des Madoff-Betrugsfalls wurde.

Wie haben die Kunden darauf reagiert?

Da müssen wir unterscheiden zwischen

unseren Bankkunden unter den Matterhorn-Anlegern, und weiteren uns namentlich nicht bekannten Investoren, die nicht gleichzeitig auch Kunden der Bank sind. Natürlich waren viele Bankkunden – wie auch wir selber – sehr enttäuscht, dass unser Name in diesem Zusammenhang in die Schlagzeilen geriet, doch konnten sie das Thema grösstenteils richtig einordnen. Kunden, die unsere Asset Allocation befolgten, waren gut diversifiziert und hatten keine Klumpenrisiken.

Und die übrigen Matterhorn-Investoren?

Darunter hat es viele Profis, die das Thema rasch richtig erfasst haben. Matterhorn hat letztes Jahr trotz Madoff-Wertberichtigung besser als viele Konkurrenten und der Index abgeschnitten und im Mehrjahresvergleich sehr schöne Renditen gebracht. Als problematisch hat sich aber erwiesen, dass wir mit den reinen Fonds-Investoren kaum direkt in Kontakt treten konnten, um den Sachverhalt zu erläutern. Als Lehre daraus werden wir unsere Investmentlösungen künftig nur noch uns bekannten Adressen, und nicht mehr dem breiten Publikum, anbieten.

Wie ordnen Sie selbst den Betrugsfall ein?

Bemerkenswert ist, dass es sich hierbei

weniger um einen Skandal der viel gescholtene Hedge Fund-Branche, sondern letztlich um einen massiven Zwischenfall im hoch regulierten US-Finanzmarkt handelte. Wenn sich im Nachhinein herausstellt, dass ein staatlich regulierter Broker, wie Madoff es war, gefälschte Transaktions- und Depotauszüge generieren kann, dann haben die US-Aufsichtsmechanismen kläglich versagt.

Wie legt Reichmuth & Co inskünftig ihre Prioritäten?

Wir als verhältnismässig kleine Bank können nur erfolgreich sein, wenn unsere Kunden es sind. Andere Prioritäten gibt es nicht. Wir müssen uns täglich um das Vertrauen unserer Kunden verdient machen, ihnen nahe sein, ihre Bedürfnisse verstehen, ihnen ein offener, mitdenkender Partner sein. Im Investmentbereich wollen wir unseren Kunden als Buy-Side-Haus einen Mehrwert bieten und wie in den letzten 12 Jahren wieder eine überdurchschnittliche und solide Performance abliefern.

Sie haben vorhin die Steuerdiskussionen angesprochen. Wie stehen Sie zum Bankgeheimnis?

Verstanden als Schutz der Privatsphäre, hat das Bankgeheimnis für uns als Schweizer Privatbank mit traditionellen Werten eine grosse Bedeutung. Dahinter stehen wir felsenfest. Als junge Bank war unser Geschäftsmodell aber nie auf un versteuertes Vermögen ausgerichtet, darum betrifft uns die Steuerdiskussion nur am Rande.

Fortsetzung von Seite 7

Wie kann man in Inflationszeiten investieren?

In Inflationszeiten gilt es, den realen Wert des Vermögens zu erhalten. Reale Wertverluste passieren dann typischerweise in langfristigen Nominalwerten, z.B. Staatsanleihen. Wenn Inflation nur regional ein Problem war, haben sich auch die Währungen der betroffenen Länder abgewertet. Man hätte dort Immobilienwerte und Aktien gegen Kredit

halten sollen und das Vermögen in einer Währung, die nicht von hoher Inflation betroffen war. Angenommen, die USA kämen in eine Hochinflationsphase, dann wäre der USD zu meiden, US Aktien wären aber interessant. Vorzugsweise würde man sie über Futures halten, da man dann weder USD hält, noch ein Gegenparteirisiko trägt.



*Karl Reichmuth
unbeschränkt haftender Gesellschafter*

Christof Reichmuth