

# CHECK-UP

KUNDENINFORMATION DER PRIVATBANKIERS REICHMUTH & CO, INTEGRALE VERMÖGENSVERWALTUNG

CH-6000 LUZERN 7 RÜTLIGASSE 1 TELEFON +41 41 249 49 49 WWW.REICHMUTHCO.CH JANUAR 2015

## EDITORIAL

*Noch selten schien der Ausblick in ein neues Finanzjahr so klar wie heute. Die USA wachsen recht schön. Europa stagniert, darf dafür auf eine Geldschwemme der europäischen Zentralbank hoffen. Damit bleiben Aktien angesichts fehlender Alternativen im Nullzinsumfeld erste Wahl. Wie lange hält diese klare Sicht? Wird 2015 ein ruhiges Finanzjahr? Können die Zentralbanken ihren neuen Aufgaben wirklich gerecht werden?*

*Insbesondere in Europa scheint es wahrscheinlicher zu werden, dass Sparer zur Finanzierung der überhohen Staatsschulden beigezogen werden. Die Mittel dazu sind Negativzinsen und möglicherweise Reichensteuern in verschiedensten Formen. Wirklichen Schutz vor solchen Massnahmen gibt es ohne politische Kehrtwende kaum. Doch es tun sich immer auch neue Chancen auf und die wollen wir für Sie suchen. Wir wünschen Ihnen und Ihren Angehörigen ein erfreuliches 2015.*



Jürg Staub  
unbeschränkt haftender Gesellschafter

## NEGATIVZINSEN IN EUROPA NEUER GELDPOLITISCHER TIEFPUNKT

Für uns sind 2015 zwei entscheidende Entwicklungen zu verfolgen, einerseits der Versuch des US Fed die Geldpolitik zu normalisieren und andererseits, ob die europäische Zentralbank die geweckten Erwartungen überhaupt erfüllen kann.

### Lässt sich Wachstum befehlen?

In den vergangenen Jahren waren die Zentralbanken tatsächlich die handlungsfähigsten Akteure. Echte Wirkung erzielten sie allerdings nur zusammen mit dem politischen Umfeld. Leider lassen sich immer noch wenig wirtschaftsfreundliche Strukturreformen feststellen. Zu unpopulär sind diese, denn es geht immer um Abbau von Regulierung, Liberalisierung der Arbeitsmärkte, Öffnung von Grenzen, Rentenkürzungen etc.

### Vertrauen ist knapp, nicht das Geld

Nicht fehlendes Geld hemmt Investitionen, sondern fehlendes Grundvertrauen in die politische Stabilität. Eine wachsende Wirtschaftsfeindlichkeit und ein politischer Hang zu gut gemeinten, aber wirtschaftshemmenden Interventionen sind Gründe dafür. Als liberale Schweizer stehen wir für Föderalismus; Entscheide sollten auf der tiefst möglichen Stufe gefällt werden. Einer Weltregierung – oft gefordert, um die heutigen Probleme zu lösen – stehen wir skeptisch gegenüber. Das würde zwar beim Klimaschutz helfen, kann aber nicht die Ursache der zu hohen Staatsverschul-

dung bekämpfen. Quasi-Weltregierungen G7, G20 oder OECD haben bisher primär die Privatsphäre der Bürger und deren Eigenverantwortung beschnitten. Ist das positiv für das Vertrauen?

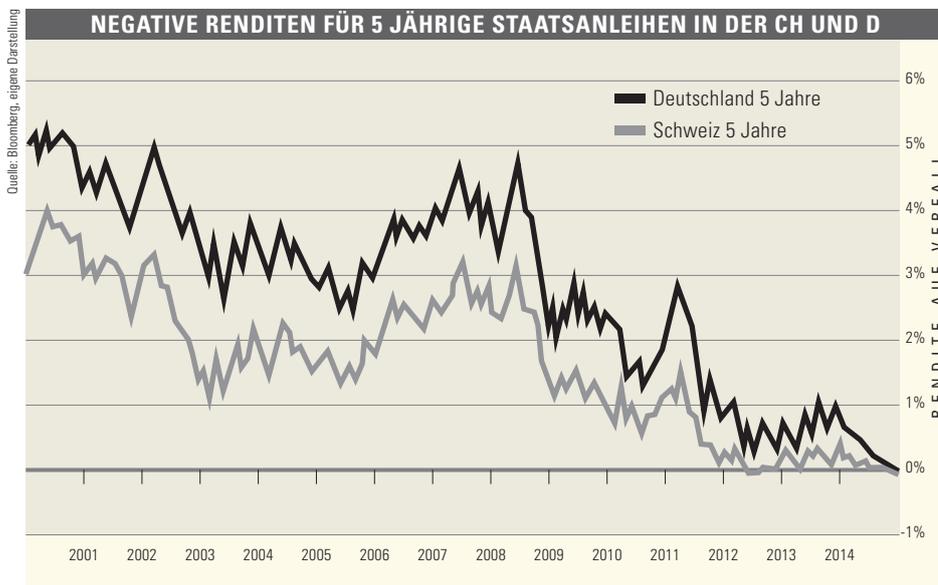
### US Zinserhöhung 2015?

Voraussichtlich erhöht das US Fed den Leitzins im Sommer 2015 erstmals nach vielen Jahren Null Zins. Nur ein zu starker USD oder ein Aktienmarkteinbruch mit einer Rezession könnte diese Absicht durchkreuzen. Die übergrosse Zentralbankbilanz dürfte voraussichtlich ab Herbst 2015 leicht reduziert werden, indem fällige Anleihen nicht wieder investiert werden. Beide Ereignisse mahnen uns zur Vorsicht, obwohl die Börse solche bekannten Entwicklungen vorwegnimmt. Denn wenn die sehr hohe Liquidität langsam zurück geht und allenfalls weitere hochverschuldete Gesellschaften des neuen US Schieferölbooms unter dem tiefen Ölpreis leiden, dann wäre das durchaus eine Kombination, welche das Potential für eine Börsenkorrektur hätte.

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 Bei Negativzinsen profitieren Dividendenaktien
- 7 Hoher Lohn oder hohe Dividende?
- 8 Mein Standpunkt zur Macht des Geldes



Untergrenze verteidigen. Drohende Blasen auf dem Immobilienmarkt werden dann mit weiteren regulatorischen Massnahmen bekämpft. Negativzinsen sind ein neuer Tiefpunkt in der Geldpolitik. Ironischerweise werden dadurch die Anleihen hoch verschuldeter Staaten – Ursache der heutigen Schuldenprobleme – zumindest auf dem Papier immer mehr wert. Mit dieser extremen Geldpolitik werden die Sparer in Anlagen getrieben, welche eine vergleichsweise attraktive Rendite bieten. Es wird deshalb immer wahrscheinlicher, dass die Aktienmärkte in eine Blase steigen.

### Europas Fliehkräfte...

Die neue für 5 Jahre gewählte EU-Kommission mit Herrn Juncker an der Spitze deutet nicht auf einen Aufbruch. Aus England ertönen immer lautere Stimmen, die gar einen Austritt aus der EU («Brexit») nicht ganz unwahrscheinlich erscheinen lassen. Auch anderswo häufen sich die EU skeptischen Stimmen, sogar in wirtschaftsstarken Regionen wie Katalonien. Neben Griechenland zeigen sich in Italien vermehrt Ermüdungserscheinungen am Verbleib im EUR. Die immer gleichen Rezepte erzielen selten die gewünschte Wirkung. Deshalb sind die Wahlen in Finnland im April und in England im Mai aufmerksam zu verfolgen.

### ... und Draghi's Herkulesaufgabe ...

Der Zentralbankchef Mario Draghi tut was er kann, um den Regierungen Zeit zu kaufen. Auch von ihm vernimmt man zunehmend Ungeduld in Bezug auf die europäische Problemlösungsmethodik. Wenn die EUR Zone eine Japanisierung verhindern will, reicht es nicht, der EZB immer mehr Aufgaben zu überbinden. Weitere Zinssenkungen sind nicht mehr möglich. Auch die Renditen auf den qualitativ schwächeren Schuldern können kaum mehr sinken. Neulich griff er in den Giftschrank und experimentiert mit Negativzinsen für Bankeinlagen bei der EZB. Bald soll auch das Mittel der

Geldschwemme den EUR weiter schwächen und die Wirtschaft ankurbeln.

### ... mit Auswirkungen auf die Schweiz

Diese Geldpolitik der EZB wird durch die EUR Untergrenze von 1.20 zum CHF 1:1 in die Schweiz importiert. Negativzinsen sind keine guten Zeichen für Investoren. Im Januar werden in der Schweiz Negativzinsen eingeführt. Das dürfte den Druck auf die Preise nach oben für relativ attraktiv rentierende Anlagen wie Dividendenaktien zusätzlich verstärken. Daher halten wir ein Blasenbildung-Szenario für möglich (Vgl. Szenarien auf Seite 3). Die Untergrenze von 1.20 soll vorerst gehalten werden. Von einem Ausstieg aus dieser Politik ist weit und breit nichts zu sehen. Ein Ausstieg ohne Veränderung im EUR Raum dürfte in der Zukunft nur über einen «Crawling Peg» (langsame Aufwertung) oder eine Politikänderung weg von der EUR-Limite hin zu einem Währungskorb möglich sein. Natürlich wären auch Kapitalverkehrskontrollen eine Lösung, aber dies scheint für die Schweiz unwahrscheinlich und wäre nur in einer Notsituation im Alleingang umsetzbar. Deshalb ist der CHF bis auf weiteres der etwas bessere EUR.

### Teure Märkte, aber bei Negativzinsen scheint kein Preis zu hoch

Die SNB will zwar nicht die Wirtschaft ankurbeln wie die EZB, sie will ihre EUR

### Put-Kaufprogramm auf SMI und S&P500

Wenn sich das abzeichnen könnte es im Laufe 2015 ratsam werden, eine Absicherungsstrategie über ein Kaufprogramm mit Put-Optionen auf den US- und Schweizer Aktienmarkt zu erwägen. Beide Märkte sind bereits relativ teuer. Neben den beschriebenen Gründen in den USA wäre insbesondere in der Schweiz die unerwartete Aufgabe der EUR-Untergrenze durch die SNB ein Auslöser für eine scharfe Korrektur. Vergessen Sie zudem nicht, dass hohe Bewertungen irgendwann mit Gewinnen unterstützt werden müssen.

Und bevor wir es vergessen, ob wir Gold noch immer empfehlen? Ja, welche Währung bevorzugen Sie? Gold ist zwar keine Anlage mit Erträgen, aber das sind Obligationen ja auch nicht mehr.



Christof Reichmuth  
unbeschränkt haftender Gesellschafter

# UNSERE DENK-SZENARIEN IM ÜBERBLICK

## WIE WIR DIE ZUKUNFT EINSCHÄTZEN

STAGNATION AUSSAGE OBLIGATIONEN	LEICHTES WACHSTUM AUSSAGE AKTIENMÄRKTE	BLASENBILDUNG FINANZREPRESSION/STAGFLATION	KORREKTUR DEFLATION/REZSSION
Die Zinssätze bleiben in allen Industrieländern grundsätzlich tief. Die Wirtschaft in den USA und UK verzeichnet etwas Wachstum und die Leitzinssätze werden im Verlauf 2015 leicht angehoben. In Europa (inkl. CH) sowie Japan bleiben die Zinsen auf Jahre hinaus nahe bei Null. In China und anderen Schwellenländer sinken die Zinsen. Die Wirtschaft in Japan und EU stagniert. Inflation ist in allen Währungsräumen kein Thema; sie bleibt in USA und UK knapp über 0, in Europa könnte sie negativ werden. Das globale Wirtschaftswachstum bleibt bescheiden (USA, UK und Japan leicht steigend, Europa stagnierend, China und andere Schwellenländer sinkend). Die Wechselkurse unter den Hauptwährungen bleiben relativ stabil (USD zunächst am stärksten, aber später wieder sinkend, EUR bleibt bei CHF 1.20 kleben), gewisse Schwellenländer-Währungen (z.B. RUB) werden ab. Das Problem der hohen Staatsschulden bleibt ungelöst.	Die tiefen Zinssätze bringen das globale Wachstum allmählich wieder in Fahrt: in USA, UK und Japan verbessert sich die Konjunktur weiter, in Europa wird die Krise in den südlichen Ländern überwunden, in China kann der Wachstumsrückgang dank gelockerter Geldpolitik aufgehalten werden. Geopolitische Brandherde (z.B. Russland, Ukraine) bleiben unter Kontrolle. Die Gewinne der Unternehmen steigen, da die Umsätze zunehmen und die Gewinnmargen hoch gehalten werden können. Unternehmen beginnen in zukünftiges Wachstum zu investieren. Trotzdem können sich die Zentralbanken Zeit lassen mit der Straffung der Geldpolitik, da die Inflation dank der guten Produktivitätssteigerungen tief bleibt. Die Zinssätze beginnen daher nur sehr sachte zu steigen. Dank der steigenden Wachstumsraten und der wegen der höheren Steuererträge sinkenden Staatsdefizite steigen die Staatsschuldenquoten nicht mehr oder beginnen zu sinken.	Trotz aller Bemühungen der Zentralbanken das Wachstum zu erhöhen, bleibt es unter Potenzial. Der Abwertungswettlauf kann keine Wachstumsimpulse mehr setzen. Insbesondere die Arbeitslosigkeit bleibt in vielen Industrieländern zu hoch. Mindestlöhne, Entlassungsverbote werden vorgenommen. Die Lohnnebenkosten und Abgaben steigen, ebenso wie die Preise für Güter mit inelastischer Nachfrage, welche nicht adäquat in den offiziellen Inflationskörben reflektiert sind (Wohnen, Krankenkasse, Strom). Real haben die Konsumenten immer weniger Geld in der Tasche, der Konsum bleibt schwach. Die Notenbanken werden noch aggressiver. Negative Zinsen führen zu einer Vermögenswertblase mit Fehlallokationen. Die offizielle Inflation bleibt tief, die gefühlte hoch. Soziale Spannungen verleiten die Politiker zu noch mehr Umverteilung, Strukturreformen bleiben aus. Anleger kaufen alles, was noch Erträge bietet. Der Aktienmarkt bildet Blasen.	Das Wachstum in den Industrienationen geht zurück. Die Budgetdefizite bleiben hoch und die Schuldenlast steigt. Tiefere Rohstoffpreise bringen rohstoffproduzierende Länder in Schwierigkeiten. Der starke USD verstärkt den Druck für in USD verschuldete Gesellschaften und Länder. Die Geldpolitik der Zentralbanken gerät zunehmend in die Deflationsschleife, da kaum mehr investiert wird und die Konsumenten unter der Schuldenlast leiden. Die Inflationsraten werden negativ und die Realzinsen dadurch trotz Nullzinspolitik der Zentralbanken positiv. Die Sparquote steigt und die Investitionen gehen zurück. Die Spannungen im Euro-Raum nehmen zu. Es kommt entweder zu Ausgleichszahlungen der starken an die schwachen Länder oder zu Schuldenrestrukturierungen und Währungsaustritten. Auch die Schwellen- und Rohstoffländer leiden unter der zunehmenden Rezession und geraten teilweise in Währungskrisen (z.B. Russland).
ANLAGEIDEEN: - Dividendenaktien - Immobilien - Hedge Funds (z.B. M&A oder Long/Short Equity) - Obligationen - USD	ANLAGEIDEEN: - Aktien von Wachstumsfirmen aus zyklischen Branchen - Südeuropäische Banken - Aktien aus Schwellenländern - Rohstoffe - Hedge Funds - USD	ANLAGEIDEEN: - Global Leaders Aktien - Dividendenaktien - Edelmetalle - Immobilien - Selektiv Hedge Funds - USD - Infrastrukturanlagen mit Inflationsschutz	ANLAGEIDEEN: - Lange Obligationen - Selektiv Hedge Funds (z.B. Short Credit) - Gold als Wertaufbewahrungsmittel im Fall von Währungsreformen
Erwartung 12 Mt. 30%	Erwartung 12 Mt. 20%	Erwartung 12 Mt. 45%	Erwartung 12 Mt. 5%
Erwartung 24 Mt. 35%	Erwartung 24 Mt. 15%	Erwartung 24 Mt. 40%	Erwartung 24 Mt. 10%
Erwartung 36 Mt. 40%	Erwartung 36 Mt. 10%	Erwartung 36 Mt. 35%	Erwartung 36 Mt. 15%

## BAUSTEINKONZEPT «PORTFOLIO DER ZUKUNFT»

BREIT DIVERSIFIZIERT UND ZUKUNFTSORIENTIERT

STRUKTUR	IST	TOPF 1: BAUSTEIN	TOPF 1: VERPFLICHTUNGEN	TOPF 2: WERTERHALT	TOPF 3: CHANCEN NUTZEN	RENDITE*	VOLATILITÄT*
0%	5%	Cash	Geldmarktanlagen oder Kasse in Heimwährung			0%	1%
50%	35%	Festverzinsliche Anlagen	Kurze Unternehmensobligationen	5-7 jährige USD-Unternehmensanleihen Inflationsindexierte Staatsanleihen		0-2%	5%
30%	40%	Aktien		Aktien mit hoher Dividende und tiefer Bewertung aus den Bereichen Nahrung, Energie, Pharma und Telecom aus unserer Global Leaders Liste	Goldminenaktien Italien Aktienindex Japanische Banken Nebenwerte (Pilatus) Günstige Schwellenländer	4-8%	15%
5%	5%	Immobilien		Schweiz	Asien REIT's, Spanien	4-6%	15%
15%	10%	Alternative Anlagen			Matterhorn 3 / 24 oder Drittprodukte Reichmuth Himalaja	6-8% 10%	< 10% < 15%
0%	5%	Edelmetalle		Gold physisch	Silber ETF	8-10%	15%
<b>Total</b>						<b>3-6%</b>	<b>ca. 6%</b>

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

# ANLAGEPOLITIK

JANUAR 2015

Konjunktur	Schweiz	Deutschland	Italien	USA	Japan	China
BSP in Mrd (in USD)	651	3635	2071	16800	4902	9240
BSP Wachstum	1.9%	1.2%	-0.5%	2.4%	-1.3%	7.3%
Arbeitslosigkeit	3.2%	6.6%	12.8%	5.8%	3.5%	4.1%
Erwartung 12 Monate	Schweiz	Deutschland	Italien	USA	Japan	China
Erwartung	→	→	↗	↗	→	↘
Konjunktur (12 Monate)	→	→	↗	↗	→	↘

Zinsen	Schweiz	Deutschland	Italien	USA	Japan	China
3-Monats Zinsen	0.00%	0.06%	0.06%	0.04%	0.11%	4.7%
10-Jahres-Zins Staat	0.3%	0.6%	2.0%	2.2%	0.4%	n.a.
10-Jahres Swap	0.5%	0.9%	n.a.	2.4%	0.5%	n.a.
Inflation	-0.1%	0.6%	0.2%	1.3%	2.9%	1.4%
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	8864	9811	19061	2061	1410	11426
Performance seit 1.1.2014	13%	3%	3%	14%	10%	10%
Performance 5 Jahre p. a.	10%	11%	0%	16%	11%	2%
Performance 10 Jahre p. a.	8%	9%	0%	8%	4%	12%
Bewertungen	SPI	DAX	MIB	SPX	TPX	HSCEI
Kurs/Gewinn 2014	17.5	13.8	17.1	17.2	15.5	7.9
Shiller-PE	26.7	20.6	11.9	26.3	26.1	19.0
Kurs/Buchwert	2.4	1.7	1.0	2.8	1.3	1.2
Kurs/Umsatz	2.0	0.8	0.6	1.8	0.7	0.9
Dividende in %	3.0	3.0	3.3	1.9	1.8	4.1
Rentabilität	SPI	DAX	MIB	SPX	TPX	HSCEI
Eigenkapitalrendite	14.0%	10.5%	5.1%	15.0%	8.9%	17.5%
Margen	SPI	DAX	MIB	SPX	TPX	HSCEI
Gewinnmarge aktuell	10.0%	4.7%	-1.0%	9.6%	4.4%	11.3%
Gewinnmargen 10 Jahre	9.1%	4.7%	4.8%	7.7%	2.9%	11.0%
Erwartung	SPI	DAX	MIB	SPX	TPX	HSCEI
Aktienmarkt	↗	↗	↗	→	↗	↗
12 Monate	↗	↗	↗	→	↗	↗

Währungen	CHF	EUR	USD	JPY	CNY
Aktueller Kurs		1.20	0.98	0.82	0.16
Kaufkraftparität		1.25	0.90	1.083	0.14
Einflussfaktoren	CHF	EUR	USD	JPY	CNY
Geldpolitik	Expansiv. SNB orientiert sich an EZB. Mindestkurspolitik	Expansiv. Deutliche Ausweitung erwartet und weitere a.o. Massnahmen angekündigt.	Weniger expansiv. 1. Zinserhöhung 2015 erwartet, aber keine Zinsnormalisierung.	Stark expansiv. BoJ mit aggressivem QE Programm.	Leicht expansiv Zinssenkungen und Lockerung der Kreditvergabe erwartet.
Leistungsbilanz	11.7%	Deutschland 7.3% Italien 1.6%	-2.3%	-0.1%	2.1%
Sentiment		negativ	extrem positiv	extrem negativ	neutral
Erwartung 12 Monate	CHF	EUR	USD	JPY	CNY
Währungen		→	↗	↘	→
12 Monate		→	↗	↘	→

Legende: ↗ = steigend    ↗ = stark steigend    → = gleichbleibend    ↘ = fallend    Stichtag: 19. Dezember 2014

# MARKTPERSPEKTIVEN

1. TRIMESTER 2015

## WÄHRUNGEN

Die Wechselkursbewegungen sind geprägt durch den starken USD, den schwachen JPY und den teilweise massiven Rückgang der Währungen der Rohstoff- und insbesondere der Erdölländer. Diese Trends dürften in den nächsten Monaten anhalten, da sich die Konjunktur in den USA im Gegensatz zu den meisten andern Ländern weiter zu verbessern scheint und der Erdölpreis tief bleiben wird. Auf lange Sicht sind aber Gegenbewegungen zu erwarten, d.h. der USD wird eher schwächer tendieren, und beispielsweise der in sehr kurzer Zeit im Wert fast halbierte RUB wird sich wieder teilweise erholen.

In Europa hat sich der EUR trotz stagnierendem oder gar negativem Wachstum und anhaltend hoher Arbeitslosigkeit in mehreren Ländern relativ gut gehalten und zum USD nur wenig verloren. Die Spannungen innerhalb der europäischen Währungen haben zugenommen. Neben dem CHF kam auch die tschechische Währung CZK unter Aufwertungsdruck und machte Interventionen der Zentralbank notwendig, während umgekehrt die norwegische Währung unter dem fallenden Erdölpreis litt. Der EUR ist nur noch ganz knapp über der von der Schweizerischen Nationalbank garantierten Limite. Wegen der anhaltend sinkenden und jetzt fast bei Null angelangten Inflationsrate in der Eurozone wird die Nationalbank auf absehbare Zeit die Stützung des EUR bei CHF 1.20 beibehalten, auch wenn dies nach der Einführung von Negativzinsen eine nochmalige starke Erhöhung der Devisenreserven erfordern würde, da sie sonst eine Verstärkung des deflatorischen Trends zulassen und damit die Geldwertstabilität, d.h. ihre Hauptaufgabe, gefährden würde.

## ZINSSÄTZE

In den USA ist eine erste Leitzinserhöhung im Laufe des neuen Jahres zu erwarten, während in Europa und Japan die Zinssätze noch länger nahe bei Null bleiben werden. In den Schwellenländern ist die Zinsentwicklung sehr unterschiedlich; in Ländern mit hohem Abwertungsdruck auf die Währung oder stark steigender Inflation werden die betreffenden Zentralbanken wie schon bisher mit teilweise drastischen Zinserhöhungen reagieren.

Der langfristige Trend der Inflationsraten ist in den meisten Ländern nach wie vor nach unten gerichtet. Die Zahl der Länder, in denen die Inflation, nicht nur rezessionsbedingt negativ wird, wächst. Die Zentralbanken, deren Ziel die Geldwertstabilität ist, werden deshalb in ihrer Geldpolitik grundsätzlich nach wie vor expansiv bleiben, wenngleich einzelne Länder, abhängig von der jeweiligen Konjunktur- oder Wechselkursentwicklung, temporär etwas davon abweichen. Ein wesentlicher Anstieg der heute in der Geschichte der Finanzmärkte einmalig tiefen langfristigen Renditen ist kaum zu erwarten. Die Beurteilung der Kreditrisiken durch die Märkte unterliegt seit einigen Monaten wieder zunehmenden Schwankungen. In einigen südeuropäischen Ländern sind die Risikozuschläge auf den Renditen der Staatsanleihen zeitweise stark angestiegen. Besonders drastisch hat sich der starke Rückgang des Erdölpreises ausgewirkt. Die Renditen sind für davon betroffene Schuldner teilweise massiv gestiegen und haben z.B. für Venezuela, gewisse Emittenten in Russland und Ukraine Werte erreicht, welche eine bevorstehende Zahlungsunfähigkeit indizieren. Es ist zu erwarten, dass die Volatilität der Risikozuschläge hoch bleibt.

## AKTIENMÄRKTE

Die Aktienmärkte sind zunehmend volatiliter geworden und zuletzt wegen des starken Rückgangs der Erdölpreise eingebrochen, sodass die Performance für das Gesamtjahr 2014 im Durchschnitt nur wenig über Null liegt. Die fundamentalen Bewertungen der Aktien sind eher hoch, aber vertretbar. Mangels attraktiver Anlagealternativen bleiben Aktien guter Qualität aus wenig konjunkturabhängigen Branchen mit guten und sicheren Dividendenrenditen interessant, und diese sollten ihr Kursniveau in den nächsten Monaten gut halten können.

Die Aussichten für die einzelnen Länder und Branchen haben sich durch den Rückgang der Erdölpreise stark verschoben; Verlierer sind die Erdölproduzenten, Gewinner die Verbraucher. Die Kurse haben entsprechend teilweise stark reagiert. Die Gewichtung der Sektoren und die Titelauswahl sind, unter Berücksichtigung der eingetretenen Kursverschiebungen, anzupassen.

Kurzfristige Verwerfungen an den Märkten bieten für Anleger mit hoher Risikobereitschaft im Moment interessante Chancen im Erdölsektor, vor allem in Russland, wo wegen des massiv gefallenen RUB die Aktienkurse für Ausländer besonders tief aussehen und entsprechendes Erholungspotenzial aufweisen.



Dr. Max Rössler

# BEI NEGATIVZINSEN PROFITIEREN DIVIDENDENAKTIEN

## WORAUF ES DABEI ZU ACHTEN GILT

Zentral ist die Dividendenpolitik. Während Wachstumsfirmen Gewinne meist reinvestieren, schütten etablierte Firmen oft einen ansehnlichen Teil des Gewinns an die Aktionäre aus. Je nachdem wie stabil die Geschäfte der Unternehmen sind, desto weniger schwanken auch die jährlich zu erwartenden Dividenden. Einige Firmen mit besonders ertragsstarken Geschäftsmodellen erhöhen die Dividende jedes Jahr. Darunter fallen Gesellschaften wie Coca Cola oder Nestlé. Oft werden bei ertragsstarken Unternehmen auch Aktienrückkaufprogramme durchgeführt. Diese sind aber aus unserer Sicht kein Ersatz für Dividenden und dienen oft nur der kurzfristigen Gewinnoptimierung.

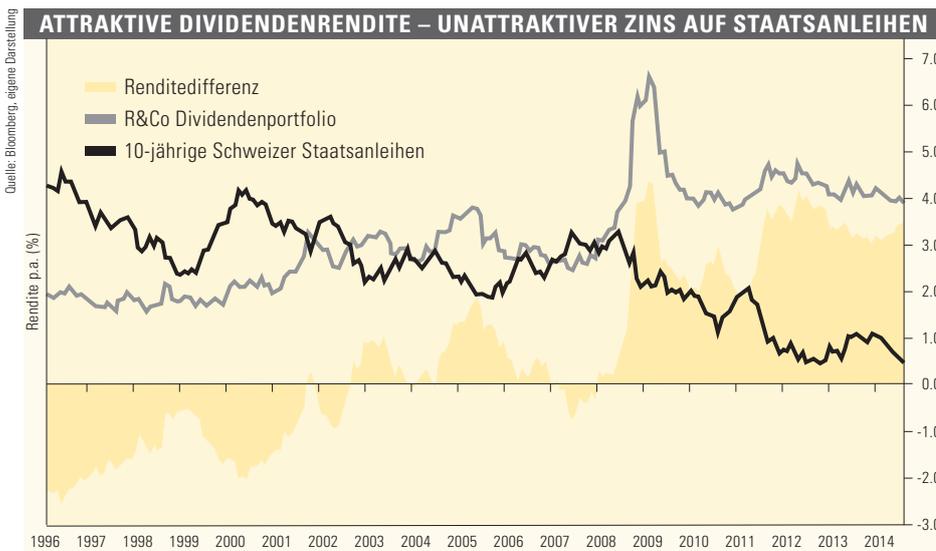
### Dividendensicherheit wichtiger als Dividendenwachstum

Firmen mit stabilen Erträgen, aber geringem Wachstumspotential, können dank hoher Dividendensicherheit attraktiv sein. Darunter fallen z.B. Immobiliengesellschaften, welche die Mieterträge mehrheitlich ausschütten. Eine wachsende Dividende ist nur möglich, wenn auch die Erträge gesteigert werden können, oder die Ausschüttungsquote ausbaufähig ist. Ersteres ist insbesondere bei Gesellschaften im nichtzyklischen Konsum oder Gesundheitsbereich der Fall. Gerade bei zyklischen Sektoren gilt es auch die Margensituation zu beachten. Diese können je nach Auslastung schnell sinken und damit die Dividenden-

nehmen. Gerade deshalb dürfen die Bewertungen nicht ausser Acht gelassen werden. In den defensiven Sektoren mit dividendenstarken Unternehmen sind für uns heute Aktien mit Kurs-/Gewinnverhältnissen unter 18 und einem Enterprise Value/EBITDA unter 13 vertretbar. Bei zyklischen Sektoren liegen diese Richtwerte tiefer.

### Diversifikation und steuerliche Situation beachten

Wir beurteilen unsere Dividendenempfehlungen nach qualitativen und quantitativen Kriterien und unterscheiden drei Kategorien: 1) Dividenden-Wachstumstitel, 2) Stabile Dividendenzahler sowie 3) Dividendenzahler mit einem zyklischen Grundgeschäft. Wir empfehlen eine gute Durchmischung dieser 3 Gruppen und eine zu starke Sektorkonzentration zu vermeiden. Aktuell liegt die erwartete Dividendenrendite für ein ausgewogenes Portfolio bei knapp 4%. Wichtig für Privatpersonen ist auch die steuerliche Situation. Je nach Land variieren die anrechenbaren Quellensteuern. Wer Einkommenssteuern auf den Dividendenerträgen vermeiden will, hält die Dividendenaktien bevorzugt in einem Vorsorgeportfolio. In der Schweiz gibt es zudem zahlreiche Gesellschaften, die steuerfreie Dividenden aus Kapitalreserven ausschütten können. Gerne stellen wir Ihnen unsere Dividendenempfehlungen in einem Gespräch vor.



### Nur was verdient ist, soll ausgeschüttet werden

Wer mehr ausschüttet als er verdient, schüttet Substanz aus. Das geht auf Dauer nicht gut. Die operative Ertragskraft muss die Ausschüttung solide übertreffen. Der Fokus auf die operativ erwirtschafteten Cash Flows ist wichtig, denn oft ist der Reingewinn durch Einmaleffekte verzerrt, wodurch die Ausschüttungsquote wenig aussagekräftig wird. Skeptisch sind wir auch bei Firmen, die Schulden aufnehmen, um Dividenden auszuschütten.

sicherheit gefährden.

### Vertretbare Preisrisiken

In den letzten 10 Jahren stammte rund 40% der Gesamrendite der SMI-Aktien von den Dividenden und 60% von steigenden Preisen. Aufgrund der teuren Märkte dürften die Dividenden in der Zukunft mehr als die Hälfte der Gesamtpformance ausmachen. Achten Sie deshalb auf die Entwicklung der Dividende und kaufen Sie nur Titel, bei denen Sie bereit sind, die Kursschwankungen – auch negative – gelassen hinzu-



Patrick Erne, CFA

# HOHER LOHN ODER HOHE DIVIDENDE?

## OPTIMIERUNG ZWISCHEN DIVIDENDENBEZUG UND AUFBAU DER BERUFLICHEN VORSORGE

«Maximaler Mehrwert für den Arbeitnehmeraktionär» – Arbeitnehmeraktionäre stellen sich die Frage, ob sie sich lieber einen hohen Lohn auszahlen lassen und damit verbunden eine vorteilhafte Kadervorsorge aufbauen wollen oder ob sie lieber die steuerlich privilegierte Dividendenausschüttung ihres Unternehmens maximieren.

### Privilegierte Dividendenbesteuerung

Seit dem 1. Januar 2009 kommen Arbeitnehmeraktionäre, deren Beteiligungsrechte mindestens 10 Prozent des Grundkapitals einer Kapitalgesellschaft ausmachen, in den Genuss einer Steuerentlastung auf ausgeschütteten Dividenden. Diese Entlastung erfolgt je nach kantonaler Regelung über eine Teilbesteuerung oder durch Anwendung eines verminderten Steuersatzes auf den ausgeschütteten Dividenden. Die Entlastungshöhe bei der Bundessteuer beträgt 40 Prozent, bei den Kantonen fällt diese unterschiedlich aus.

### Lohn oder Dividende?

Die steuerliche Entlastung von Dividenden verleitet oft zum Bezug eines möglichst tiefen Lohnes und zu einer maximalen Dividendenausschüttung. Bei der Festlegung der Dividendenhöhe sollte man sich nicht allein von der attraktiven steuerlichen Entlastung leiten lassen. Ein tiefer Lohn hat unter anderem zur Folge, dass die Versicherung der Risiken Tod und Invalidität stark eingeschränkt wird. Zudem wird der Aufbau einer Kadervorsorge und der damit verbundenen steuerwirksamen Einkaufsmöglichkeiten verhindert. Es ist deshalb ratsam, eher einen hohen Lohn in Kombination mit dem Aufbau einer Kadervorsorge in Betracht zu ziehen. Ein daraus resultierender Mehrwert soll anhand eines vereinfachten Rechenbeispiels illustriert werden (Tabelle).

### Vereinfachtes Rechenbeispiel

Fredy Müller, 53-jährig, verheiratet, ist Hauptaktionär der Firma Erfolgsgarant AG mit Sitz in Zürich und plant eine Pensionierung zwischen dem 62. und 65. Lebensjahr.

Zwei Varianten werden einander gegenübergestellt:

**Variante 1:** tiefer Lohn, hohe Dividende ohne Kadervorsorge

**Variante 2:** hoher Lohn, tiefe Dividende mit Kadervorsorge und Einkäufen

In beiden Varianten erwirtschaftet die Erfolgsgarant AG einen Gewinn vor Steuern, Salär und Sozialabgaben von CHF 400'000 pro Jahr. Die Sozial- und Steuer-

### Frühzeitige Planung ist angesagt

Ein hoher Lohn verbunden mit einer gut ausgebauten Kadervorsorge bringt immer deutliche Mehrwerte gegenüber der reinen Dividendenmaximierung. Deshalb ist das Dividendenprivileg bei der Steuer- und Vorsorgeplanung von Unternehmern so einzusetzen, dass mit der gezielten Kombination von Lohn und Dividende und freiwilligen Einkäufen in eine bedarfsgerechte Kadervorsorge ein maximaler Mehrwert erzielt werden kann. Gerne zeigen wir Ihnen, wie Sie die Vorteile von PensFlex – der flexibelsten Bel-Etage der Schweiz – für sich in Ihrem Unternehmen nutzen können.

### GELDFLUSSRECHNUNG BEIM AKTIONÄR FREDY MÜLLER

	Variante 1	Variante 2
Bruttolohn	126'000	240'000
- Sozialabgaben (AHV, BVG-Beiträge)	-18'000	-36'000
Nettolohn nach Abzug Sozialabgaben	108'000	204'000
Dividendenzahlung (Gewinn Erfolgsgarant AG)	193'000	80'500
- Einkauf Kadervorsorge	0	-150'000
Geldzufluss vor Steuern	301'000	134'500
Steuern Bund, Kanton, Gemeinde	-53'000	-14'000
Kapital aus Kadervorsorge auf fünf Jahre verteilt	0	*178'500
- Steuern Bund, Kanton, Gemeinde auf Kapital aus Kadervorsorge auf fünf Jahre verteilt	0	21'800
<b>Geldzufluss nach Steuern</b>	<b>248'000</b>	<b>277'200</b>

\*Die Summe der jährlichen Einkäufe sowie ordentlichen Beiträge in die Kadervorsorge hätten in Variante 1 zinsbringend investiert werden können. In der Berechnung wurde aus Vereinfachungsgründen auf diesen fiktiven Zinsertrag verzichtet. Um einen objektiven Vergleich anstellen zu können, wurden die in die Kadervorsorge einbezahlten Einkäufe und ordentlichen Beiträge ebenfalls nicht verzinst. Das auf fünf Jahre verteilte Kapital aus Kadervorsorge von CHF 178'500 entspricht folglich den jährlich einbezahlten Einkäufen und ordentlichen Beiträgen.

abgaben bei der Erfolgsgarant AG sind bei beiden Varianten etwa gleich hoch.

Der Mehrwert von Variante 2 gegenüber Variante 1 fällt vor allem beim Aktionär Fredy Müller an und beläuft sich auf CHF 29'200 pro Jahr oder CHF 146'000 über 5 Jahre.



Mario Lazzarini, PensExpert AG

# MEIN STANDPUNKT ZUR MACHT DES GELDES

## SEIEN SIE IHR EIGENER ZENTRALBANKER

Die fortwährende Geldmengenerhöhung und ungebrochene Neuverschuldung westlicher Staaten führt zur Ausuferung des Geldes. Jüngst werden diese Exzesse zunehmend sichtbar, die Ursache dieser Entwicklung begann jedoch bereits 1971. Davor war der USD die Weltreservewährung, welche zu USD 35 in Gold eintauschbar war. Damit waren alle Währungen mehr oder weniger in Gold verankert und damit an eine Substanz gebunden, welche nicht beliebig vermehrbar war. Heute fehlt diese Bindung und das ist für die Auswüchse der letzten Jahre verantwortlich. Immer wieder in der Geschichte haben die Staatslenker die Macht, die sie durch die Prägung von Geld besitzen, missbraucht. Selbst als Münzen noch aus purem Gold oder Silber waren, wurde billiges Kupfer beigemischt, um Staatsdefizite zu decken.

### Gefährlich für unsere Gesellschaftsordnung

Die Folgen dieser fahrlässigen Geldpolitik sind gravierend. Die Inflation wird nicht nur konsumseitig sein, sie kann sich auch in den Vermögenspreisen

niederschlagen. Das führt zur langsamen aber stetigen Enteignung der Geldbesitzer. Das zunehmende Auseinanderklaffen von Arm und Reich durch diesen Missbrauch des staatlichen Geldmonopols birgt eine historische Gefahr in sich. Die Verarmung breiter Teile der Bevölkerung kann die vorherrschende Gesellschaftsordnung, die Demokratie, und den Kapitalismus gefährden.

### Gibt es Lösungen?

Nun stellt sich die Frage, was man gegen diese Entwicklung machen könnte. Aufgrund der negativen Erfahrung im Zusammenhang mit dem staatlichen Geldmonopol und dem immer wiederkehrenden Missbrauch, wäre der Gedanke naheliegend, dass im Sinne von Friedrich A. Hayek das Geldmonopol dem Staat entzogen wird. Wie bei allen anderen Gütern, würde der Wettbewerb auch bei Währungen dafür sorgen, dass sich die «Qualität» verbessert. Es ist eine erfreuliche Entwicklung, dass die Währungsthematik heute zunehmend an Bedeutung gewinnt. Die Schweiz beschäftigt sich mit zwei Initiativen zu diesem Thema,

einerseits war das die Goldinitiative und andererseits die Vollgeldinitiative. Vermehrt werden in den Medien auch alternative Währungen wie BitCoin angesprochen, welche ohne staatliche Instanzen auskommen.

### Jeder sein eigener «Zentralbanker»

Es ist unwahrscheinlich, dass das Geldmonopol von oben umgekrempelt wird. Aber Sie können bereits heute im Einzelnen eine Verbesserung herbeiführen, indem Sie ihre eigene Währung schaffen. Ein individuell zusammengestelltes Portfolio ist zumindest in der Geldfunktion «Wertaufbewahrung» wie eine eigene Währung. Sie ist nicht abhängig vom Staat und Sie können das eigenverantwortlich oder durch eine Vertrauensperson gemäss Ihren Vorstellungen umsetzen.



Sehen Sie eine Videoaufzeichnung unseres Privatkundenanlasses vom 4. November 2014 im KKL Luzern auf [www.reichmuthco.ch](http://www.reichmuthco.ch)

### KURZ NOTIERT: REICHMUTH INFRASTRUKTUR SCHWEIZ

Kurz vor Weihnachten konnte unsere Fondsleitung unser neues Projekt «Reichmuth Infrastruktur Schweiz KGK» lancieren. Dabei handelt es sich um einen geschlossenen Fonds für qualifizierte Anleger gemäss dem Kollektivanlagegesetz (KAG). Ziel dieses Fonds ist es, in Schweizer Infrastrukturanlagen zu investieren, um für die Investoren attraktive und stabile Ausschüttungen und Renditen

zu erzielen. Die Investitionen erfolgen in den drei Bereichen: Verkehr, Ver-/Entsorgung sowie soziale Infrastruktur. Als Zeichnungsperiode ist das erste Halbjahr 2015 vorgesehen. Mehr dazu im nächsten Check-Up.

*Mathias Fleischmann*

