



ZÄHRINGER PRIVATBANK
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

Rückenwind optimal nutzen!

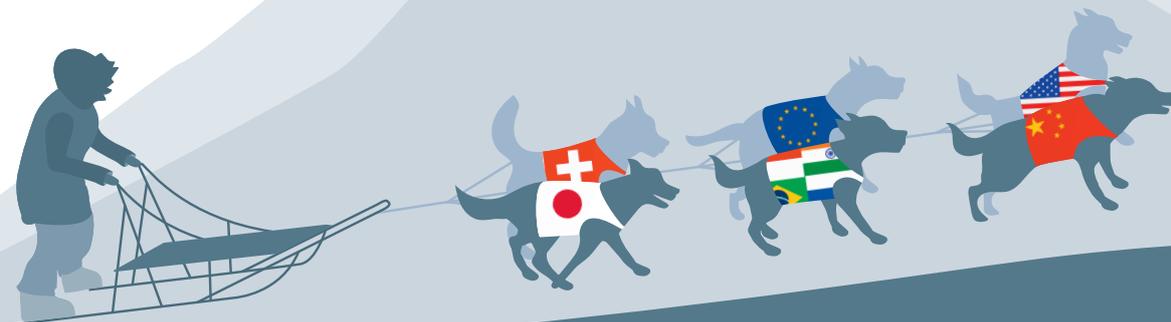
Die Zäsur der Finanzkrise war derart tief, dass selbst zehn Jahre danach noch Wunden allgegenwärtig sind. Obwohl deren Heilung weiterhin Zeit benötigt, stellt der synchron verlaufende Wirtschaftsaufschwung eine günstige Gelegenheit dar – insbesondere für weitere Schritte in der eingeleiteten geldpolitischen Normalisierung. Vielleicht bietet die aktuelle Verfassung der Weltwirtschaft aber sogar Potential für sehr viel mehr: eine Normalisierung auf noch viel breiterer Front. Selbst auf die Gefahr hin, ein zu optimistisches Bild zu malen: Der deutlich spürbare konjunkturelle Rückenwind bietet zweifelsohne Schwung. Schwung, der auf politischer Seite vielleicht strukturelle Reformen ermöglicht. Gelingt es mit der Zeit sogar, die aus dem Lot geratenen Staatshaushalte etlicher Industrienationen wieder auf ein nachhaltigeres Niveau zu führen? Klar ist, dass mit einer prosperierenden Wirtschaft vieles leichter fällt. Möge der Schwung deshalb weit über das 2018 hinaus anhalten und für die Bewältigung anstehender Herausforderungen optimal genutzt werden. In diesem Sinne wünschen wir Ihnen ein gutes und erfolgreiches neues Jahr.

Martin Schenk
Vorsitzender der
Geschäftsleitung

MIT VIEL SCHWUNG INS NEUE JAHR

2017 war für Schweizer Anlegerinnen und Anleger ein sehr erfreuliches Jahr. Vor dem Hintergrund des synchron verlaufenden globalen Aufschwungs konnten vor allem Beteiligungspapiere bei bemerkenswert tiefen Kursschwankungen deutlich zulegen. Die Kursanstiege an den Aktienmärkten wurden in erster Linie durch kräftiges Gewinnwachstum getrieben. In einem international diversifizierten Wertschriftenportfolio steuerte ausserdem die handelsgewichtete Abwertung des Schweizer Franks einen positiven Renditebeitrag bei. Einzig mit festverzinslichen Anlagen in Lokalwährung war im vergangenen Jahr wenig bis gar nichts zu verdienen. Zu Jahresbeginn stellt sich die Frage nach dem Ausblick für das Anlagejahr 2018 und den Rückschlüssen für die Anlagepolitik in unserer Vermögensverwaltung.

Das konjunkturelle Umfeld präsentiert sich unverändert freundlich: Die Weltwirtschaft startet mit viel Schwung ins neue Jahr und die meisten Prognosen gehen auf globaler Ebene von einer weiteren Wachstumsbeschleunigung aus. Obwohl die wichtigsten Wachstumsimpulse nach wie vor vom asiatischen Kontinent ausgehen, ziehen alle wichtigen Wirtschaftsböcke in die gleiche Richtung. Konjunkturelle Vorlaufindikatoren zeigen in vielen Regionen nach wie vor nach oben und signalisieren ein positives Klima für Unternehmen. Zehn Jahre nach der Finanzkrise ist wieder wirtschaftlicher Optimismus spürbar.



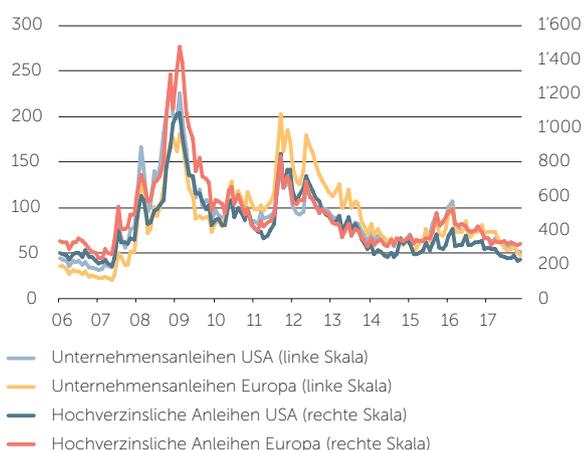
Zehn Jahre nach der Finanzkrise

Im vergangenen Jahrzehnt konnten zahlreiche Ungleichgewichte bereinigt werden. Man denke zum Beispiel an den US-Häusermarkt, die Kapitalisierung des Bankensystems oder Chinas Leistungsbilanz. Bei anderen Herausforderungen, wie der staatlichen Verschuldung der Industrienationen, wurde in erster Linie auf Zeit gespielt.

Die Gefahr liegt nun darin, dass durch die anhaltend expansive Geldpolitik der Notenbanken neue Ungleichgewichte entstehen. Unerwünschte Nebenwirkungen sind an verschiedenen Stellen deutlich sichtbar. Der fehlende Zins befeuert die Jagd nach Rendite und kann zu Fehlallokationen von Kapital führen. Am Obligationenmarkt sind die Risikoaufschläge von Schuldnern zweit- und drittklassiger Qualität auf historisch tiefe Niveaus gefallen. Länder mit zweifelhafter Zahlungsmoral wie Argentinien finden wieder Käufer für 100-jährige Staatsanleihen. Kritische Stimmen gibt es vermehrt auch am Immobilienmarkt, wo trotz deutlich höherer Leerstandsquoten munter weitergebaut und in Renditeliegenschaften investiert wird.

Kreditrisiken werden kaum mehr entschädigt

Renditeaufschläge in Basispunkten



Quelle: Bloomberg

Auch die Bewertungsniveaus an den Aktienmärkten stiegen über die letzten zehn Jahre im Durchschnitt an. Das verwundert nicht, wenn man bedenkt, dass die Dividendenrenditen erstklassiger Unternehmen ein Mehrfaches des Kapitalmarktzinses ausmachen. Heute lassen

sich sowohl im regionalen Vergleich als auch bezüglich Branchenzugehörigkeit und Grösse der Unternehmen deutliche Bewertungsunterschiede feststellen, denen wir in unserer Anlagepolitik Rechnung tragen.

Zeit für Normalisierung ist reif

Angesichts der beschriebenen Nebenwirkungen ist die Zeit reif für weitere Schritte in der globalen geldpolitischen Normalisierung. Die aktuelle Verfassung der Weltwirtschaft mit dem robusten und weitgehend inflationsfreien Wachstum bietet optimale Voraussetzungen für die Bewältigung dieser Herausforderung. Wieder steigende Zinsen sind in diesem Kontext kein Problem, sondern ein positives Signal für das nahende Ende des geldpolitischen Experiments.

Der Normalisierungsprozess wurde von der US-Notenbank Ende 2015 angestoßen und verlief bislang gemächlicher als ursprünglich angenommen. Immerhin: Mitte Dezember folgte die vierte Zinserhöhung auf mittlerweile 1.25%. Inzwischen wird die Normalisierung auch bei anderen Notenbanken rund um den Globus zum Thema. Sogar die Schweizerische Nationalbank (SNB) sendete kürzlich unmissverständliche Signale, dass die Negativzinsen nicht für die Ewigkeit bestimmt sind. Wir rechnen aus währungspolitischen Überlegungen allerdings nach wie vor nicht damit, dass die SNB vor der Europäischen Zentralbank (EZB) an der Zinsschraube drehen wird. In der Schweiz ist also weiterhin Geduld gefragt.

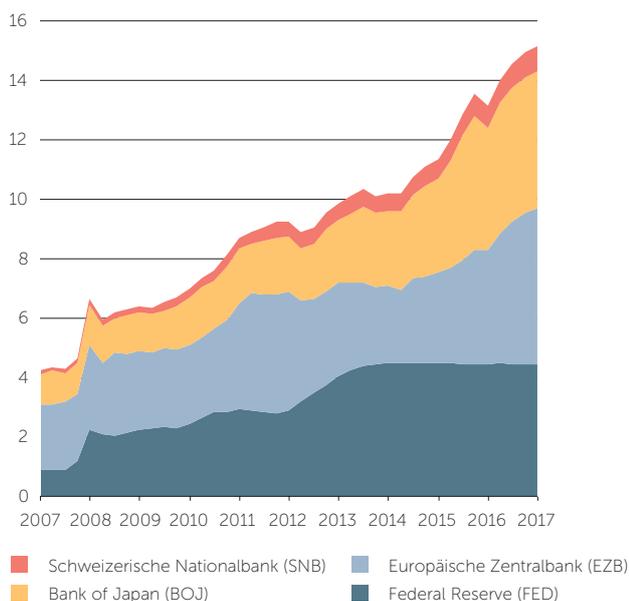
Auf globaler Ebene sind die Vorzeichen für weitere Normalisierungsschritte aber günstig. Obwohl die Arbeitslosenquote in den USA mittlerweile unter 4% gefallen ist und sich die Wirtschaftsleistung dem Potential nähert, ist die Inflation absolut unter Kontrolle und auch die Inflationserwartungen sind stabil und gut verankert. Die Gefahr eines Teuerungsschocks durch plötzlich steigende Energiepreise ist aufgrund der elastischeren Angebotssituation im Erdöl geringer als früher. Das Risiko, dass die Notenbank mit zügigen Zinsschritten galoppierender Inflation entgegenzutreten muss, scheint deshalb begrenzt.

Gleichzeitig führte die Führungsrolle der US-Notenbank im Normalisierungsprozess nicht zu einem unkontrollierten Anstieg des US-Dollars mit entsprechend negativen Folgen für die amerikanische Wirtschaft oder in US-Dollar verschuldete Schwellenländer.

Neben der weiteren Erhöhung der Leitzinsen beginnt die US-amerikanische Zentralbank auch mit dem Rückbau der Bilanz. Die Notenbanken haben über die letzten zehn Jahre beachtliche Bestände an Wertpapieren aufgekauft und damit das lange Ende der Zinskurve und die Risikoprämien beeinflusst. Nun zeichnet sich ab, dass sie auf aggregierter Basis erstmals seit langer Zeit nicht mehr als Käufer, sondern als Verkäufer von Wertpapieren am Markt agieren werden. Was wird passieren, wenn dieser Prozess in Gang kommt? Bringt dies nicht automatisch Druck auf die Kurse? Nach historischen Anhaltspunkten sucht man vergeblich, da sich die Notenbanken mit dieser unkonventionellen Politik auf Neuland bewegen. Da jedoch keinerlei zeitlicher Druck besteht und entsprechende Handlungen sorgfältig kommuniziert werden, dürften sich negative Überraschungen in Grenzen halten.

Dennoch lohnt es sich, die langfristigen Zinsen in den Hauptwährungen genau zu beobachten. Abgesehen von exogenen Schocks durch geopolitische Risiken, stellt ein plötzlicher und unkontrollierter Anstieg der langfristigen Zinsen – sei es durch einen sprunghaften Anstieg der Inflationserwartungen oder die oben erwähnte Veränderung in der Angebots- und Nachfragesituation – das wohl grösste Risiko dar.

Rückbau der Zentralbankbilanzen – Quantitative Straffung
Zentralbankbilanzen in Billionen USD (aggregiert)



Quelle: Bloomberg

Konsequenzen für unsere Anlagepolitik

Das Makrobild ist erfreulich, die Unternehmen sind gesund, die Gewinne wachsen und Dividenden fließen üppig. Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass die aktuellen Preise auch optimistische Zukunftserwartungen widerspiegeln. Nach einem aussergewöhnlich guten und vor allem auch ruhigen Jahr an den Finanzmärkten wäre es hingegen falsch, die Erwartungen für die Zukunft an den Anlageresultaten des vergangenen Jahres auszurichten.

Dennoch sind wir weiterhin davon überzeugt, dass Beteiligungspapiere das attraktivste Chancen-Risiko-Verhältnis bieten. Wir warnen davor, im aktuellen Umfeld Renditechancen im Bereich der verzinslichen Anlagen zu suchen. Mit den rekordtiefen Risikoprämien werden Anleger schlecht für die Inkaufnahme von Kreditrisiken entschädigt. Aus unserer Sicht ist es der falsche Zeitpunkt, für ein paar Basispunkte Mehrrendite auf Ramschqualität oder nachrangige Anleihen auszuweichen. Auch hybride Instrumente wie «ewige» Anleihen oder «Contingent Convertibles» der Finanzbranche empfehlen wir nicht. Sie verfügen über ein konkaves Profil mit limitierten Chancen bei vollem Risiko.

Chancen suchen wir unverändert in der Beteiligung an robusten Unternehmen mit attraktiven Dividendenrenditen und schöpfen die strategischen Anlagequoten deshalb weiterhin aus. Das vergangene Jahr hat eindrücklich aufgezeigt, wie sich die Partizipation am wirtschaftlichen Kapitalstock auszahlen kann. Wir tragen aber den unterschiedlichen Bewertungsniveaus vermehrt Rechnung und werden in der Auswahl der Aktien selektiver. Im Bereich der kleineren und mittleren Unternehmen, die bereits eine beeindruckende Kursentwicklung hinter sich haben, ist der Optimismus unseres Erachtens teilweise zu ausgeprägt. Dies lässt sich beobachten, wenn die Aktienkurse aufgrund übersteigerter Erwartungen auf an sich sehr gute Quartalsabschlüsse recht heftig korrigieren. Wir haben deshalb im Verlauf des vergangenen Jahres Gewinne in kleineren und mittleren Unternehmen realisiert und in robuste Blue-Chips mit tieferen Bewertungsniveaus reinvestiert. In diesem Sinne passen wir nun auch die Allokation in den im internationalen Vergleich mit Abstand teuersten Markt, die USA, leicht nach unten an und realisieren aufgelaufene Gewinne. Trotz des ausgesprochen freundlichen Ausblicks lohnt es sich, über Handlungsoptionen bei gelegentlichen Korrekturen zu verfügen und die Portfolios auch bei Sonnenschein allwettertauglich auszurichten.

PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

Gerne stellen wir Ihnen zu Beginn des Jahres zwei Unternehmen vor, die unsere Selektionskriterien für ein diversifiziertes Wertschriftenportfolio erfüllen und von denen wir im 2018 positive Impulse erwarten.

Lindt & Sprüngli (PS)

Das Schweizer Traditionsunternehmen Lindt & Sprüngli hat in seiner mehr als 170-jährigen Geschichte die Entwicklung der Schweizer Schokoladenproduktion massgeblich mitgeprägt. Insbesondere während der operativen Ära Ernst Tanners von 1993 bis 2016 konnte sich Lindt & Sprüngli dank Innovationsgeist und Markenbewusstsein zu einem Paradebeispiel der Schweizer Nahrungsmittelindustrie entwickeln. Dank frühzeitiger Positionierung in Wachstumsmärkten sowie Übernahmen in den USA hat das Unternehmen heute weltweit eine Führungsposition im Bereich Premiumschokolade inne.

Unserer Meinung nach ist der CEO-Wechsel gut gelungen. Mit Dieter Weisskopf an der operativen Spitze des Unternehmens und Ernst Tanner als Verwaltungsratspräsidenten ist für Kontinuität gesorgt. Die Integration von Russel Stover, die Lindt & Sprüngli in den USA zum drittgrössten Schokoladenverkäufer macht, geht voran und die entstandene Verschuldung konnte rasch abgebaut werden, so dass auch zukünftige Expansionen finanziell gesichert sind. Uns gefällt insbesondere die Fähigkeit des Unternehmens, nachhaltig einen substanziellen Cashflow zu generieren. Nach der enttäuschenden Kursentwicklung und dem im historischen Vergleich attraktiven Kurs-Gewinn-Verhältnis sind wir der Meinung, dass das Beteiligungspapier Aufholpotential hat und sich zurzeit eine interessante Einstiegsmöglichkeit bietet.

Lindt & Sprüngli (PS) mit Aufholpotential



Quelle: Bloomberg

Smith & Nephew

Die Geschichte des diversifizierten Medizinaltechnikunternehmens Smith & Nephew begann vor über 150 Jahren in England, als der Apotheker Thomas James Smith neben pharmazeutischen Produkten auch Verbandstoffe verkauft hat. Smith & Nephew hat mit geschickten Zukäufen in Europa, unter anderem auch in der Schweiz, sowie in den USA die Geschäftstätigkeit laufend erweitert und lässt sich heute in die vier Fachgebiete Sportmedizin/Endoskopie, Traumatologie, Orthopädie und modernes Wundmanagement einteilen. Den grössten Umsatz erzielt Smith & Nephew aktuell in den USA, ist aber auch in den Schwellenländern gut positioniert und kann von der verbesserten medizinischen Versorgung in den aufstrebenden Märkten profitieren. Durch den vermehrten Einsatz von Robotermaschinen sowie hohe Entwicklungskosten in der sich laufend verändernden Medizinaltechnik haben in den letzten Jahren Konsolidierungen in der Branche stattgefunden (z.B. Übernahme Synthes durch Johnson & Johnson). Wir gehen davon aus, dass in den nächsten Jahren auch Smith & Nephew von diesen Entwicklungen profitieren können und Übernahmefantasien der Aktie Schwung verleihen werden.

Herausgeber: Zähringer Privatbank AG, Schmiedenplatz 3, 3011 Bern, Tel. 031 307 50 00, Fax 031 307 50 01, info@zaehringer-privatbank.ch, www.zaehringer-privatbank.ch. Wir freuen uns über Rückmeldungen zu unserer vierteljährlich erscheinenden Publikation. Vorliegender Inhalt dient lediglich Informationszwecken. Die Publikation enthält weder Rechts- noch Anlageberatung oder Anlageempfehlungen und stellt auch kein Angebot beziehungsweise keine Aufforderung zur Tätigung einer Anlage dar. Bitte kontaktieren Sie Ihren Kundenberater für weitere Informationen.