



ZÄHRINGER PRIVATBANK
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

Geht uns bald die Arbeit aus?

Positive Entwicklungen, die sich im Zeitablauf kontinuierlich verbessern, taugen für die Medienwelt kaum zu einer Schlagzeile. Sie drohen deshalb im Nachrichtenfluss unterzugehen oder zumindest nicht diejenige Beachtung zu erhalten, die ihnen zusteht.

Die Entwicklung der Beschäftigung in den Industrieländern gehört für uns eindeutig in diese Kategorie. 2018 erreichte diese in mehr als zwei Drittel der 36 OECD-Länder einen neuen Rekordstand. Als Konsequenz daraus ist die Arbeitslosigkeit in den Industrieländern derzeit so tief wie seit 40 Jahren nicht mehr.

Allen Unkenrufen zum Trotz scheint sich neben dem konjunkturellen Rückenwind der letzten Jahre auch die Digitalisierung vorerst positiv auf den Arbeitsmarkt auszuwirken. Beim Besetzen offener Stellen sind die Suchkosten dank dem Internet jedenfalls deutlich gesunken. Die Vergangenheit lehrt ausserdem, dass der technologische Wandel in der Summe mehr Arbeit schafft als zerstört. Angesichts der Demographie ist die Frage, wer denn künftig die Arbeit verrichtet, die treffendere. Weitere Automatisierungen werden dann zur notwendigen Voraussetzung.

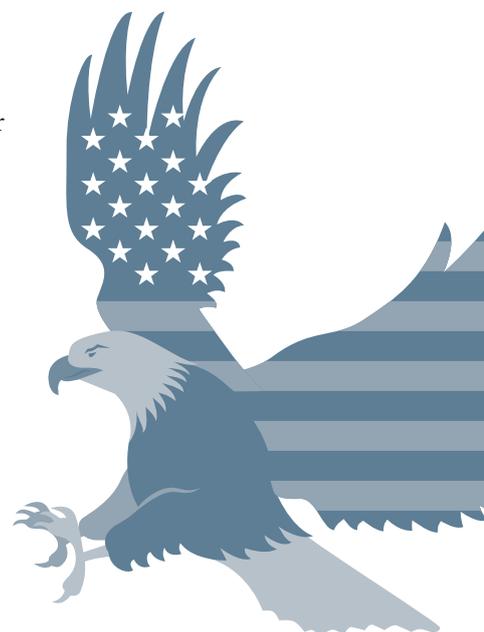
Die Halbwertszeit vieler Push-Nachrichten ist kurz und deren Relevanz oft gering. Wesentliche Informationen bekommen in unserer kurzlebigen Zeit nicht immer genügend Raum und Bedeutung.

Martin Schenk
Vorsitzender der Geschäftsleitung

WACHSENDE RIVALITÄT

Mit «Made in China 2025» verfolgt die chinesische Regierung einen strategischen Entwicklungsplan zur Stärkung der eigenen Volkswirtschaft. Im 2015 verabschiedeten Plan wurden zehn Schlüsselindustrien identifiziert, darunter IT, Software, Robotik, Luft- und Raumfahrt, Biotechnologie, E-Mobilität und andere mehr. In diesen Bereichen soll die chinesische Wirtschaft bis 2025 international wettbewerbsfähig werden und im Verlaufe dieses Jahrhunderts schliesslich eine global dominante Stellung einnehmen. Die Chinesen haben in den vergangenen 40 Jahren eine bemerkenswerte Leistung vollbracht, die es hunderten Millionen von Menschen erlaubte, der Armut zu entfliehen. Mit dem aussergewöhnlichen wirtschaftlichen Aufstieg wachsen auch die Ambitionen, zu alter Grösse zurückzufinden. Obwohl die Ambitionen selten so selbstbewusst artikuliert werden wie in «Made in China 2025», ist auch die «Belt & Road Initiative» ein klares Indiz für den zunehmenden aussenpolitischen Gestaltungswillen.

Die USA fühlen sich dadurch offensichtlich in ihrer unbestrittenen Vormachtstellung herausgefordert. Aus wirtschaftlicher Sicht verkörpert China nicht länger nur günstige Produktionsstätten und einen gigantischen Absatzmarkt. China wird zunehmend auch Konkurrent im globalen Wettbewerb. Ein Konkurrent, der sich jedoch nicht überall an die Regeln hält. Die Vorwürfe lauten: unfairer Wettbewerb aufgrund staatlicher Unterstützung oder Kontrolle, Übernahme ausländischer Firmen in strategisch wichtigen Sektoren ohne reziproke Möglichkeiten in China, ungenügender Schutz von geistigem Eigentum und Spionage. Die wachsende Rivalität ist die tieferliegende Ursache des



aktuellen Handelskonflikts, bei dem es um deutlich mehr geht als um Handelspolitik. Es geht um Technologieführerschaft, um Sicherheitspolitik, letztlich um Machtpolitik und die grundlegende Frage, wer künftig die Regeln definieren wird.

Zölle als Druckmittel

Als Hegemonialmacht verfügen die Amerikaner über zahlreiche Instrumente der Machtpolitik. Über die Leitwährung des US-Dollars dominieren sie die globale Finanzarchitektur. Durch Sanktionen sind sie in der Lage, drakonische Strafen zu verhängen, die sowohl einzelne Unternehmen als auch ganze Länder treffen können. Ein Instrument, das der amtierende Präsident gerne und oft in Verhandlungen einbringt, ist die Androhung von Zöllen. Die unkonventionelle Nutzung dieser Klaviatur mag verunsichern und das Ansehen der USA als verlässlichen Partner schwächen. Zumindest kurzfristig kann sie aber offensichtlich zu den gewünschten Ergebnissen führen. Ein Beispiel ist die Androhung von Zöllen anlässlich einer Diskussion von Migrationsfragen mit Mexiko wenige Monate nach dem Abschluss eines neuen nordamerikanischen Freihandelsabkommens.

Gegenüber China wächst die Ungeduld der Amerikaner. Sie sind nicht länger bereit, das «Sich-nicht-an-die-(US-amerikanisch geprägten)-Regeln-Halten» zu tolerieren. Die geäußerten Vorwürfe haben aus westlicher Optik durchaus ihre Berechtigung. China sieht das jedoch in vielen Punkten anders. Dabei kollidieren nicht nur handfeste Interessen. Es treten auch grundlegende weltanschauliche Differenzen in den Vordergrund, die während der lange andauernden Win-win-Phase verdeckt blieben. In den aktuellen Verhandlungen setzt die US-Regierung in erster Linie auf das Druckmittel der Zölle. China exportiert deutlich mehr Waren und Dienstleistungen in die USA als umgekehrt. Aufgrund dieses Handelsbilanzüberschusses haben die Chinesen bei der Errichtung von Zöllen scheinbar mehr zu verlieren. Davon versprechen sich die Amerikaner die nötige Hebelwirkung auf dem Weg zu den geforderten Zugeständnissen.

Das ist ein Spiel mit dem Feuer, da sich die Fronten zu verhärten drohen und es sich keine Partei erlauben kann, als Verliererin aus den Verhandlungen zu gehen. Xi Jinping wird sich davor hüten, ein ungleiches Abkom-

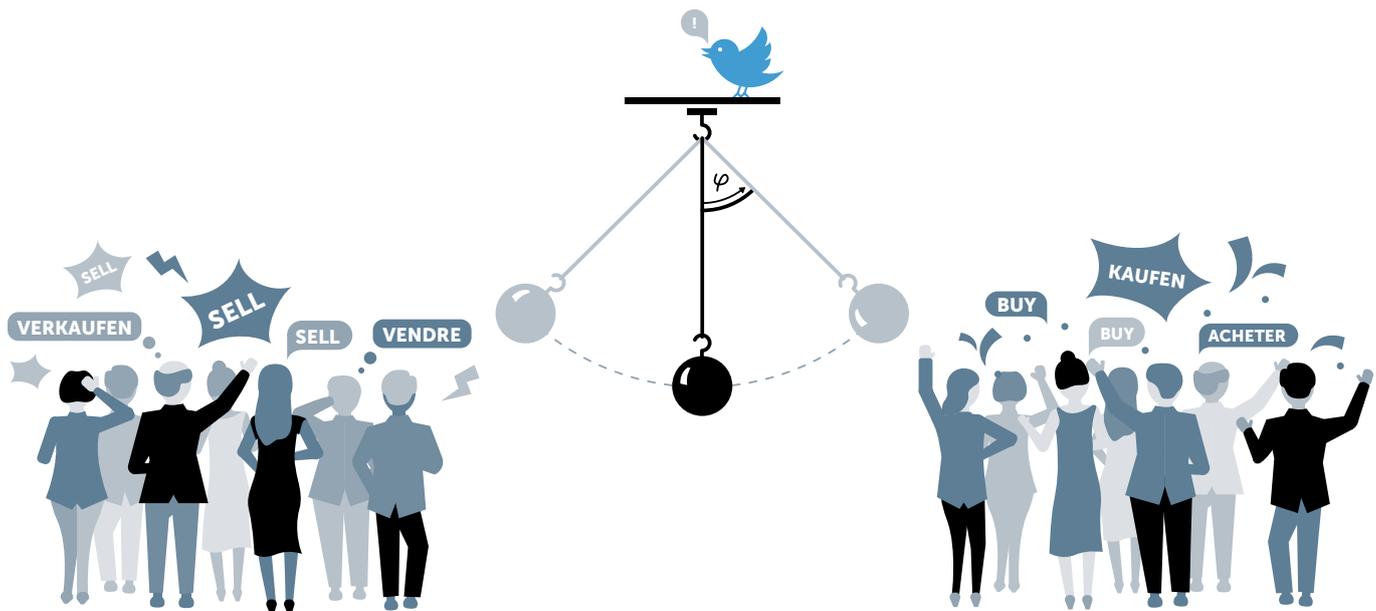
men zu unterzeichnen, das an unter imperialistischem Druck zustande gekommene Verträge aus dem 19. Jahrhundert erinnert.

Es steht ausser Frage, dass eine unkontrollierte Eskalation des Konflikts mit einer grundsätzlichen Abkehr vom Freihandel und einer Zuwendung zu dauerhaftem Protektionismus gravierende wirtschaftliche Konsequenzen hätte. Zölle behindern freies Wirtschaften und haben in einer Welt mit global agierenden Unternehmen und eng verflochtenen Lieferketten unvorhersehbare Auswirkungen. Auf volkswirtschaftlicher Ebene würde das Preisniveau unweigerlich steigen und die wirtschaftliche Aktivität abnehmen. Da die beiden grössten Volkswirtschaften der Welt im Konflikt stehen, wären die Auswirkungen über Zweitrundeneffekte überall spürbar.

Von einem solchen Worst-Case-Szenario sind wir derzeit allerdings weit entfernt. Eine markante Schwächung der Weltwirtschaft hilft weder dem US-Präsidenten, der in 18 Monaten wiedergewählt werden will, noch der auf Stabilität bedachten autoritären Regierung in Peking. Trotz unterschiedlicher Systeme und aktuell gravierender Differenzen haben beide Parteien letztlich ein grosses Interesse an einer kooperativen Lösung.

Pendel zwischen Angst und Gier

Aufgrund der grossen wirtschaftlichen Bedeutung halten Neuigkeiten zum Handelskonflikt auch die Finanzmärkte in Atem. An der Börse werden Unternehmen in Echtzeit bewertet. Neue Informationen werden laufend verarbeitet, die Preise reflektieren ein momentanes Gleichgewicht. Beim Blick in die Zukunft beeinflusst der Nachrichtenfluss der Gegenwart die Risikowahrnehmung der Marktteilnehmer. Wird die Kursentwicklung einer Aktie langfristig durch die Fundamentaldaten bestimmt, sind die kurzfristigen Schwankungen vor allem durch psychologische Faktoren getrieben. Neuigkeiten bewegen das Pendel zwischen Optimismus und Pessimismus und lassen die Kurse steigen oder sinken. Im Fachjargon spricht man von sogenannten «Risk-on»- oder «Risk-off»-Phasen an den Märkten. In Phasen mit überwiegendem Optimismus werden vor allem die Chancen gesehen. Gesucht sind dann Aktien, Anleihen von Schuldern mit geringer Bonität und andere Wertpapiere mit höherem Renditepotential. Weil dann Rendite förmlich gejagt



wird, wird gerne auch der Begriff der Gier verwendet. Schlägt das Pendel hingegen in die pessimistische Richtung um, werden vor allem Gefahren gesehen, und das Gefühl der Angst nimmt überhand. Marktteilnehmer steuern dann «sichere Häfen» an, zu denen beispielsweise Anleihen bester Bonität, Gold, der Schweizer Franken oder der japanische Yen gehören.

So funktioniert die Informationsverarbeitung an den Finanzmärkten, seit es sie gibt. Was sich über die Zeit gewandelt hat, ist die Art und das Tempo des Nachrichtenflusses. Waren früher Tageszeitungen und dann Online-Newsredaktionen die wichtigsten Informationsquellen, erfährt man heute Neuigkeiten zum Handelskonflikt oft zuerst über den Twitter-Kanal des US-Präsidenten. Donald Trump ist nicht nur dafür bekannt, Verhandlungen geradezu zu zelebrieren, er begleitet diese auch gern über denjenigen Medienkanal, den er exklusiv unter Kontrolle hat. Dadurch bewegt sich das Pendel derzeit häufiger hin und her als zu Zeiten, in denen diplomatische Gespräche weniger öffentlichkeitswirksam inszeniert wurden.

Auswirkung auf die Vermögensverwaltung

Wie gehen wir mit dieser Unsicherheitsquelle in der Vermögensverwaltung um? Genau gleich wie mit allen anderen, die einen Einfluss auf die Kurse haben. Wir blenden den kurzfristigen «Lärm» des beschleunigten Nachrichtenflusses aus und fällen Anlageentscheidungen aufgrund einer langfristigen strategischen Optik. Wir werden folglich nie versuchen, den Nachrichtenfluss zu prognostizieren. Vorauszusagen, wie lange

sich der Handelskonflikt hinziehen wird und was allenfalls die nächste Wendung, der nächste Tweet sein könnte, ist reine Spekulation. Wir werden auch nicht versuchen, die nächste Pendelbewegung zu antizipieren. Die Gefühlslage an den Märkten kann sehr abrupt und völlig unerwartet drehen, wie jüngst der Stimmungsumschwung über den Jahreswechsel zeigte. Auch kurzfristiges Markttiming ist reine Glückssache und damit Spekulation. Es ist nicht unsere Aufgabe, mit dem uns anvertrauten Geld zu spekulieren.

Im Umgang mit Unsicherheit vertrauen wir auf die festgelegten Investitionsgrundsätze. Disziplin und Diversifikation stehen dabei im Vordergrund. Disziplin bedeutet konsequentes Umsetzen der formulierten Anlagestrategie und damit langfristiges Ernten der am Kapitalmarkt verfügbaren Risikoprämien. Diversifikation heisst Streuung der Risiken auf allen Ebenen: Berücksichtigung verschiedener Anlageklassen, verschiedener Regionen und verschiedener Branchen.

Bei der Konstruktion der Portfolios setzen wir im Bereich der Beteiligungspapiere auf das bewährte Handwerk: gesunde und anpassungsfähige Unternehmen, die wir auf Basis einer sorgfältigen Fundamentalanalyse auswählen und unter dem Gesichtspunkt der Diversifikation optimal miteinander kombinieren. Wir schöpfen die Aktienquote weiterhin aus, setzen sie aber vorsichtig um und achten besonders auf Qualität. Auch bei einer sich verändernden geostrategischen Lage gibt es langfristig letztlich nichts Robusteres als ein breit diversifiziertes Portfolio aus Aktien und anderen Realwerten.

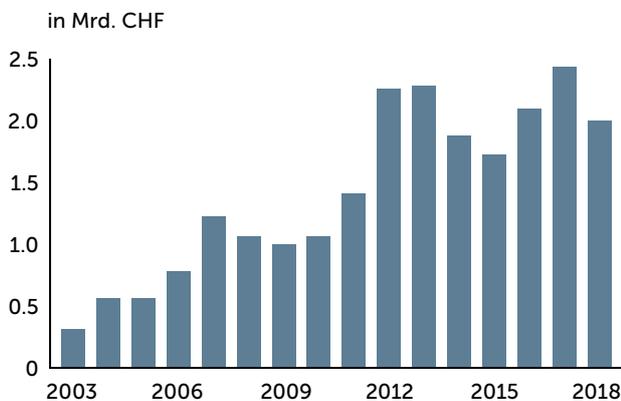
PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

Gerne stellen wir Ihnen zwei Unternehmen vor, die unsere Selektionskriterien für ein diversifiziertes Wertschriftenportfolio erfüllen.

Stadler Rail

Der Thurgauer Schienenfahrzeughersteller Stadler Rail hat sich unter der geschickten Führung von Peter Spuhler über die letzten 30 Jahre vom Kleinbetrieb zu einem globalen Konzern mit rund 9000 Mitarbeitenden und einem jährlichen Umsatz von CHF 2 Mrd. entwickelt. Mit dem mustergültig organisierten Börsengang wurde Mitte April die Basis für die nächsten ambitionierten Wachstumsschritte gelegt. Das Unternehmen bewegt sich hauptsächlich im Nischenmarkt qualitativ hochstehender Zugserien im kleineren bis mittleren Mengenbereich.

Umsatzwachstum bei Stadler Rail



Quelle: Stadler Rail und andere

Durch massgefertigte Fahrzeuge auf neuestem technologischem Stand differenziert sich das Unternehmen gegenüber grösserer Konkurrenz, nicht zuletzt aus China. Die schlanke, dezentrale Organisationsstruktur wird als Fundament genutzt, um die geografische Flexibilität und

insbesondere die Innovationskraft hochzuhalten. Gleichzeitig ermöglicht das starke Umsatzwachstum trotz individualisierter Produktion zunehmende Skaleneffekte. Mit dem bereits gesprochenen Grossauftrag für die Flughafenmetro von Atlanta und der möglichen Lieferung von 1500 Wagen für die Berliner U-Bahn rückt Stadler Rail dem angestrebten Ziel der Umsatzverdoppelung über die nächsten zwei Jahre einen grossen Schritt näher. Der Trend zur Urbanisierung und die damit verbundenen Infrastrukturinvestitionen sind ein attraktives Marktumfeld für Stadler Rail. Das Unternehmen ist nahezu schuldenfrei, die Auftragsbücher sind gefüllt und mit Peter Spuhler bleibt der langjährig erfolgreiche Lenker als Hauptaktionär und Verwaltungsratspräsident auch nach der Publikumsöffnung erhalten. Aufgrund dieser Ausgangslage ist das Unternehmen auch fähig, eine konjunkturbedingte Verlangsamung des Infrastrukturausbaus zu bewältigen.

Komatsu

Das japanische Unternehmen Komatsu ist weltweit der zweitgrösste Hersteller von Baumaschinen und erwirtschaftet über 80 Prozent des Umsatzes ausserhalb Japans. Ein Eckpfeiler des internationalen Erfolges ist die konsequente Anpassung lokaler Geschäftsstellen an die örtlichen Gegebenheiten. Den höchsten Absatz erzielt Komatsu mit Bau- und Bergbaumaschinen. Dieser Bereich beinhaltet unter anderem zukunftsweisende Bagger mit Hybridmotoren, selbstfahrende Lastwagen sowie halbautomatische Bulldozer, die bereits nach einer dreistündigen Lernphase gesteuert werden können. Die Maschinen von Komatsu sind mit Echtzeitcomputersystemen vernetzt, wodurch das Unternehmen die Lieferung von Ersatzteilen optimieren kann. Uns gefallen die innovative Ausrichtung des Unternehmens und die Nutzung neuer Technologien, auch in Bezug auf Umweltthemen. Aufgrund der attraktiven operativen Rendite und der sehr hohen Eigenkapitalquote ist Komatsu gut aufgestellt und verfügt über ausreichend Reserven. Mit der attraktiven Dividendenrendite von 4.5 Prozent und der aktuell tiefen Bewertung erachten wir Komatsu als spannenden Portfoliobaustein in der Asien-Pazifik-Region.

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 Tatigung einer Anlage dar. Bitte kontaktieren Sie Ihren Kundenberater fur weitere Informationen.