



ZÄHRINGER PRIVATBANK
KLASSISCHE WERTE. ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

Es ist Dividendensaison

Die Konjunktur läuft rund und die Jahresabschlüsse überzeugen. Schweizer Unternehmen lassen ihre Aktionäre immer grosszügiger an ihren Gewinnen teilhaben. Beinahe 50 Milliarden Franken werden die kotierten Firmen 2018 über Dividendenzahlungen ausschütten – ein neuer Rekordstand.

Die Dividendenrendite des heimischen Aktienmarktes liegt trotz des beachtlichen Kursanstiegs des vergangenen Jahres nach wie vor über 3 Prozent und damit um ein Vielfaches höher als noch um die Jahrtausendwende. Unternehmen wie zum Beispiel Givaudan oder Geberit stehen heute sowohl finanziell wie auch strategisch sehr gut da. Diese Ausgangslage erlaubt auch in Zukunft eine Fortsetzung des Trends zu stetigem Dividendenwachstum.

Die Fähigkeit eines Unternehmens zur Zahlung eines nachhaltigen Dividendenstroms ist ein Signal seiner Robustheit und bleibt für uns ein wichtiges Selektionskriterium bei der Titelauswahl. In Phasen höherer Kursschwankungen beruhigt die Tatsache, dass die Ausschüttungen den stabileren Anteil der erwarteten Rendite von Aktienanlagen darstellen. Werden diese Zahlungen systematisch reinvestiert, entfaltet der Zinseszineffekt seine Wirkung. Auch die Strategie des wohl erfolgreichsten Investors Warren Buffett beruht genau auf diesem Erfolgsrezept.

Martin Schenk
Vorsitzender der Geschäftsleitung

RÜCKKEHR DER KURSSCHWANKUNGEN

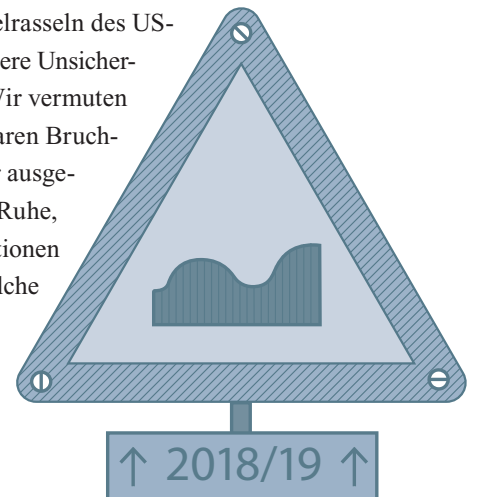
Nach einem schwungvollen Start ins Jahr erfolgte Anfang Februar ein abrupter Bruch an den Aktienmärkten mit Kursschwankungen, wie sie schon länger nicht mehr zu beobachten waren. Was war die Ursache für diesen Bruch? Besteht Anlass zur Sorge?

Die Frage nach der Ursache stellt sich nach jeder grösseren Bewegung und wie immer gilt der Vorbehalt, dass Finanzmärkte komplex sind und sich Kursentwicklungen selten auf singuläre Ereignisse zurückführen lassen. Wir wagen dennoch einen Erklärungsversuch.

Ursprünglich verunsicherte der unerwartet rasche Anstieg der langfristigen Zinsen rund um den Globus und insbesondere in den USA. Dort näherte sich die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen scheinbar unaufhaltsam der 3-Prozent-Marke, nachdem sie im Herbst noch unwesentlich über 2 Prozent lag. Mittlerweile hat sich dieser Anstieg deutlich verlangsamt. Mit dem protektionistischen Säbelrasseln des US-Präsidenten rückte dafür eine andere Unsicherheitsquelle in den Vordergrund. Wir vermuten allerdings, dass an der unmittelbaren Bruchstelle Anfang Februar, nach einer ausgedehnten Phase bemerkenswerter Ruhe, auch endogene Risiken – Interaktionen innerhalb des Finanzsystems, welche die Schwankungen verstärkten – eine zentrale Rolle spielten.

Endogene Risiken aus «Bankerfindungen»

Institutionelle Anleger wie Versicherungen oder Pensionskassen, die in einem engen Bilanzkorsett agieren und bei der Wahl ihrer Anlagen immer auch ihre Verpflichtungsseite im Auge behalten müssen, verfügen über eine begrenzte Risikofähigkeit und einen natürlichen Appetit auf Alternativen mit tiefen Kursschwankungen. Bei der Bereitstellung möglicher Lösungen mangelt es der Finanzbranche nicht an Erfindergeist.



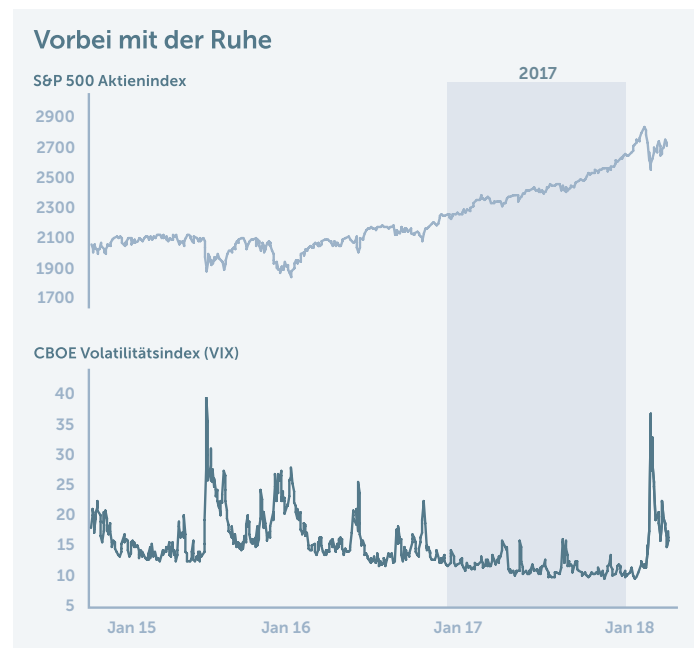
Oft sind es konkave Risikoprofile in unterschiedlichen Verpackungen, seien es alternative Anlagen in der Form von Hedgefonds oder auch strukturierte Produkte. Dienten diese ursprünglich als spezifische Portfolioergänzung für einen ganz bestimmten Zweck, nahm deren Verbreitung im Tiefzinsumfeld der letzten Jahre zu, nicht nur bei institutionellen, sondern auch bei privaten Anlegern. Letztlich stehen alle Marktteilnehmer vor dem gleichen Dilemma: Wie kann das verloren gegangene Zinseinkommen ersetzt werden? Treffen Anlagennotstand und Vertriebsanreize für alternative Lösungen aufeinander, steigt die Gefahr eines unzumutbaren Einsatzes.

Im Zusammenhang mit endogenen Risiken sind Bankerfindungen erwähnenswert, die über einen direkten Link zu den beobachteten oder erwarteten Kursschwankungen verfügen. Die Abbildung auf Seite 3 zeigt ausgewählte Beispiele dafür. Durch die unmittelbare Koppelung von Strategien und Transaktionen an die Volatilität entsteht eine wechselseitige Beeinflussung. Die Volatilität – ursprünglich ein Risikomass aus der Finanzmarkttheorie, eine Statistik zur Messung von Kursschwankungen – wird implizit selber zum Marktakteur. Diese veränderte Rolle schafft endogene Risiken.

Kollateralschäden an der Bruchstelle

Nicht zum ersten Mal in der Geschichte der Finanzmärkte liegt der Auslöser für den nächsten Sturm in der Ruhe zu- vor. Im Zuge des kontinuierlichen Kursanstiegs des letzten Jahres fiel die Risikowahrnehmung auf ein Mehrjahres-Rekordtief. Dies liess sich zum Jahreswechsel sowohl anhand der Kreditrisikoprämien als auch der impliziten Volatilitäten beobachten. Der seit 1990 berechnete CBOE Volatilitätsindex (VIX) erreichte vor 2017 an weniger als einem Dutzend Handelstagen einen Wert unter 10. Im letzten Jahr waren es zusammengezählt mehr als drei Monate. Diese Zahlen verdeutlichen, wie ausserordentlich ruhig es im 2017 an den Aktienmärkten zu- und herging. Die nebenstehende Grafik zeigt sowohl den Verlauf des US-amerikanischen Aktienmarktes als auch den dazugehörigen Volatilitätsindex. Mit den aufkeimenden Zinsängsten löste sich der Volatilitätsindex gegen Ende Januar 2018 von den absoluten Tiefstständen, bevor er anfangs Februar plötzlich sprunghaft anstieg. Diese Bewegung brachte Short-Volatility-Strategien nach mehreren Jahren mit phantastischen Renditen arg in Bedrängnis.

Am deutlichsten sichtbar wurde dies bei den börsengehandelten Instrumenten. Weil der Volatilitätsindex an einem Handelstag um mehr als 100 Prozent zulegte, verloren die beiden grössten Instrumente am 5. Februar 2018 innerhalb eines Handelstages 96 Prozent (!) ihres Wertes, von USD 3.6 Mrd. auf USD 135 Mio. Mehrere Gefässe mussten am Tag darauf geschlossen werden. Es ist offensichtlich, dass am 5. Februar alle Short-Volatility-Strategien gezwungen waren, radikal Positionen abzubauen. Das gilt sowohl für die börsengehandelten Fonds als auch die Substrategien innerhalb von Hedgefonds, bei denen die Schäden erst mit Verzögerung, bei der nächsten Veröffentlichung des Nettoinventarwerts, sichtbar sein werden. Diese forcierten Liquidationen führten zweifelsohne zu Rückkoppelungen in den Kassamarkt, sprich zu Druck auf die Aktienpreise. Der S&P 500 Index fiel an diesem Tag um über 4 Prozent und eröffnete am Tag darauf nochmals 2 Prozent tiefer. Dieser sprunghafte Anstieg der Schwankungen führte gleichzeitig zu automatischen Positionsreduktionen in Target-Volatility- und Risk-Parity-Strategien. Endogene Risiken waren am Werk.



Quelle: Bloomberg

Besteht Grund zur Sorge?

Was bedeutet die Rückkehr der Kursschwankungen und deren Verstärkung durch endogene Risiken für unsere Vermögensverwaltung? Kurzfristig führt sie erstmals nach

Ausgewählte Bankerfindungen mit direktem Link zur Volatilität

Target-Volatility-Strategie
strebt ein konstantes Risiko gemessen an den Kursschwankungen an. Bei steigenden Schwankungen werden automatisch Aktien verkauft und umgekehrt. Diese Strategie ist beliebt bei Versicherungen.

Short-Volatility-Strategie
ist eine Handelsstrategie in Derivaten auf einen Index impliziter Volatilitäten (VIX), dessen Wert wiederum aus Derivaten auf den S&P 500 abgeleitet wird. Die Strategie profitiert von sinkenden Kursschwankungen und ruhigen Marktverhältnissen. Sie wird oft als Substrategie in Hedgefonds eingesetzt, ist aber auch als börsenkotierte Indexanlage erhältlich.

Risk-Parity-Strategie
gewichtet die verschiedenen Anlageklassen so, dass sie den gleichen Risikobeitrag – gemessen an den Kursschwankungen – zum Gesamtportfolio beisteuern. Nehmen die Schwankungen einer Anlageklasse zu, werden automatisch Positionen abgebaut.

sieben Quartalen wieder zu einem negativen Vorzeichen im Vermögenstatus. Die deutlich wichtigere und tiefgreifendere Fragestellung aber lautet: Worin liegt denn für unsere Kundschaft mit dem Privileg einer mittel- bis langfristigen Perspektive das eigentliche Risiko? Um es vorwegzunehmen: Kursschwankungen sind es nicht.

Kursschwankungen sind allenfalls in einem engen Bilanzkorsett, unter Einsatz von Fremdkapital oder bei einem zu kurzen Anlagehorizont, sprich einer unpassenden Anlagestrategie, bedrohlich. Das ultimative Risiko beim langfristigen Vermögensaufbau oder dem Vermögenserhalt liegt im permanenten Verlust an realer Kaufkraft und nicht in Kursschwankungen.

Gerade vor dem Hintergrund des eingangs beschriebenen Dilemmas im Bereich verzinslicher Anlagen und der verfügbaren Alternativen in Form innovativer Bankerfindungen lohnt es sich, bei der Auswahl der Investitionen besonders genau hinzuschauen. Ein Blick auf Rendite- und Risikostatistiken aus der Vergangenheit greift in jedem Fall zu kurz. Es gilt zu prüfen, worauf die Werthaltigkeit einer Anlage letztlich beruht und welchen volkswirtschaftlichen Zweck sie erfüllt. Vergleicht man beispielsweise ein Aktienengagement mit der beschriebenen Short-Volatility-Strategie, wird dieser Kontrast evident: Auf der einen Seite eine unmittelbare Beteiligung an einem Unternehmen, das sich im Wettbewerb erfolgreich behauptet, realwirtschaftliche Güter oder Dienstleistungen produziert, für welche Kunden zu bezahlen bereit sind. Für die Bereitstellung dieses Eigenkapitals, dessen Wert zwar im Zeitablauf schwankt, darf in der langen Frist eine Risikoprämie erwartet werden. Diese Prämie steht denjenigen Anlegern zu, die dauerhaft investiert sind.

Auf der anderen Seite eine Handelsstrategie mit Derivaten, die so lange funktioniert, bis sie es eines Tages nicht mehr tut. Ein Schönwetterkonstrukt, das sich nach einer ausgedehnten Phase der Ruhe beim ersten Windstoss innerhalb eines Handelstages in Luft auflösen kann und das Kapital permanent vernichtet. Das sind fundamentale Unterschiede bezüglich Robustheit und Werthaltigkeit.

Volatilität
ist ein Risikomass zur Messung der Kursschwankungen. Die historische Volatilität entspricht der Standardabweichung der Renditen. Die implizite Volatilität ist aus Optionspreisen ermittelbar und zeigt die erwarteten Schwankungen für die Zukunft.

Unveränderte Anlagepolitik
Bereits in der Januar-Ausgabe des Zähringer Briefs thematisierten

wir die Notwendigkeit, die Wertschriftenportfolios trotz der ausgesprochen freundlichen Wirtschaftslage bereits bei Sonnenschein allwettertauglich auszurichten. Die beschriebenen Entwicklungen im ersten Quartal dieses Jahres bieten Gelegenheit, diese Aussage weiter zu konkretisieren. Wir raten ab von Experimenten mit Bankerfindungen, besonders in Zeiten tiefer Risikoprämien. Im verzinslichen Bereich empfehlen wir trotz der anhaltend tiefen Renditen eine Fokussierung auf gute Schuldnerqualität zur Deckung absehbarer Verbindlichkeiten und zur Wahrung der Flexibilität. Die Chancen suchen wir unverändert in der unmittelbaren Beteiligung an robusten Unternehmen mit attraktiven Dividendenrenditen. Die Rückkehr der Kursschwankungen bedeutet eine Rückkehr zur Normalität nach einem aussergewöhnlich ruhigen Jahr. Es besteht kein Grund für eine Anpassung der Ausrichtung. Sowohl die Daten zur konjunkturellen Entwicklung als insbesondere auch die publizierten Jahresabschlüsse vieler Unternehmen stimmen uns zuversichtlich. Die beschriebene Auswahl der Anlagen widerspiegelt ausserdem unser klassisches Verständnis der Vermögensverwaltungstätigkeit. Wir sehen unsere Bank in einer direkten Scharnierfunktion zwischen Kundenvermögen und Kapitalmarkt, über den sich die Unternehmen aus der Realwirtschaft finanzieren. Bei der Auswahl der Anlagen und der Konstruktion der Wertschriftenportfolios ist in erster Linie solides Handwerk gefragt, das auf einer finanztheoretisch fundierten Anlagemethode und bewährten Investitionsgrundsätzen aufbaut. Bankerfindungen braucht es dabei nicht.

PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

Gerne stellen wir Ihnen zwei Unternehmen vor, die sich mit ihren Produkten und Dienstleistungen erfolgreich im Wettbewerb behaupten. Sie erfüllen unsere Selektionskriterien für ein diversifiziertes Wertschriftenportfolio und schütten eine ansprechende und stetig wachsende Dividende aus.

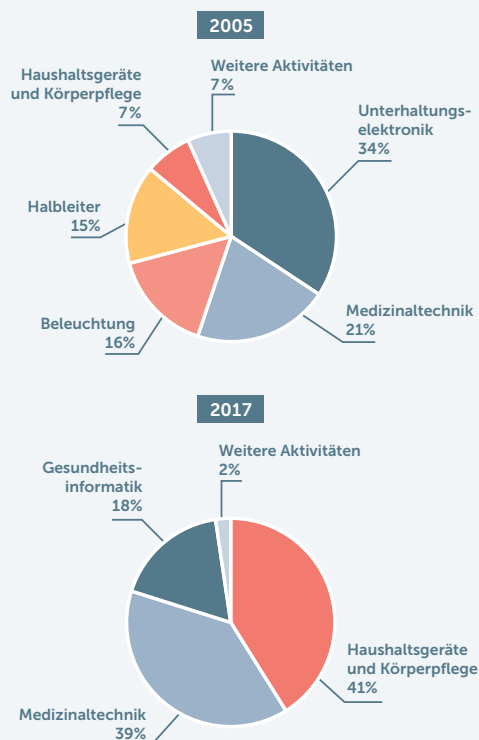
Philips

In seiner mehr als 125-jährigen Firmengeschichte hat Philips, ursprünglich Glühlampenhersteller aus Eindhoven, die Entwicklung von Licht- und Röntgentechnologien, die Unterhaltungselektronik wie auch den Fortschritt in der Medizinaltechnik massgeblich geprägt. Philips positionierte sich frühzeitig global und war bereits nach dem 1. Weltkrieg auf allen Kontinenten präsent. Über die letzten zwei Jahrzehnte hat sich das Unternehmen vom diversifizierten Industriekonglomerat in einen führenden Anbieter im Bereich der Gesundheitstechnologie gewandelt. Als vorerst letzter Schritt dieser Fokussierung wurde 2016 die Sparte „Lighting“ separat an die Börse gebracht. Die heutige Philips setzt sich zum Ziel, den Menschen in jeder Lebensphase mit Produkten für den persönlichen Gesundheitshaushalt und Spitäler mit professioneller Ausrüstung zu unterstützen. Philips ist mit der Ausrichtung direkt auf den Konsumenten wie auch auf den professionellen medizinischen Bereich in der Gesundheitstechnologie sehr gut aufgestellt und kann der alternden Gesellschaft mit personifizierten Lösungen in jedem Lebensstadium dienen und die Gesundheitssysteme durch innovative Ansätze entlasten. Mit einem P/E um 20 ist Philips im Branchenvergleich attraktiv bewertet und sollte aufgrund erwarteter Margenverbesserungen den zukünftigen Gewinn je Aktie steigern können.

Canadian National Railway

Das grösste kanadische Bahnunternehmen betreibt neben einer Flotte von Lokomotiven und Triebwagen ein Schienennetz von über 30'000 Kilometern Länge. Das Trans-

Umsatzanteile von Philips zeigen Wandel zum Gesundheitskonzern



Quelle: Geschäftsberichte

portunternehmen stellt einerseits die Verbindung von der kanadischen West- bis Ostküste sicher und verbindet die Region der Grossen Seen bis hin zum Golf von Mexiko. Canadian National Railway transportiert Forstprodukte, Getreide und Getreideerzeugnisse, Kohle, Schwefel und Dünger sowie diverse Produkte für Kraftfahrzeuge. Das 1918 gegründete Unternehmen geniesst den Ruf als beste Eisenbahngesellschaft in Nordamerika. Dank hoher Produktivität und guten Ertragsverhältnissen verfügt Canadian National Railway über einen hervorragenden Leistungsausweis bei der Generierung von langfristigem Aktionärswert. Das Unternehmen profitiert vom Schwung der zyklischen Branchen und verfügt derzeit sogar über Kapazitätsengpässe, die durch Investitionen in zusätzliches Rollmaterial aufgefangen werden sollen. Die als eher konservativ geltende Aktie ist ein attraktiver Portfoliobestandteil, der gleichzeitig den Transportbereich sowie den Energiesektor abdeckt.