



ZÄHRINGER PRIVATBANK
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

Umgang mit Unsicherheit

Der Abwärtstrend an den Märkten hat sich vor und nach Weihnachten verstärkt. Das beinahe im Stundentakt losgesandte «Gezwitscher» der mächtigsten Personen dieser Welt wirkte trendverstärkend und nährte die bestehende Unsicherheit.

Ein Blick in die Vergangenheit lehrt uns, dass systematisch und diszipliniert agierende Investoren für die Übernahme solcher Unsicherheiten oder Risiken langfristig durch eine höhere Rendite entschädigt werden. Gerne rufen wir deshalb in Erinnerung, dass Unsicherheit ein Freund von Langfristinvestoren ist. Der Wert eines diversifizierten Portfolios von Qualitätsaktien beruht im Kern auf der Wertschöpfung der einzelnen Unternehmen. Dieser Unternehmenswert hat sich im Gegensatz zum heute an der Börse bezahlten Preis kaum wirklich verändert.

Ein diversifiziertes Realwertportfolio bietet ausserdem auch bei Bank- und Schuldenkrisen sowie in grossen Depressionen überlegenen Schutz vor erodierender Kaufkraft. Staatsobligationen oder andere nominelle Versprechen verloren in solchen Szenarien ihren Wert jeweils unwiderruflich, weil sie nicht zurückbezahlt oder weginflationiert wurden.

Aufgrund dieser beruhigenden Feststellung raten wir zu Gelassenheit sowohl bezüglich apokalyptischer Szenarien gewisser Börsenauguren als auch im Umgang mit weiteren Schwankungen.

Martin Schenk
Vorsitzender der Geschäftsleitung

MEHR ALS HALB VOLL

Dem hocheifreulichen Anlagejahr 2017 folgte ein Jahr der Konsolidierung. Keine einzige Anlageklasse konnte im 2018 real weiter an Wert zulegen und die Wertschwankungen nahmen im Vergleich zum Vorjahr deutlich zu. Im vierten Quartal war der Stimmungsumschwung bei zahlreichen Aktienüberfliegern der Vorjahre augenfällig. Neben den grossen Technologieunternehmen büssten auch viele kleinere und mittlere Unternehmen deutlich an Wert ein.

Zum Jahreswechsel präsentiert sich der politische Sorgenkatalog zudem umfangreich. Auf dem alten Kontinent scheinen in Frankreich Reformen erneut in Protesten zu ersticken, während die populistische italienische Regierung mit der EU im Budgetstreit liegt und der Brexit einen unregelmässigen Verlauf zu nehmen droht. Auf globaler Ebene nimmt die Reibung zwischen der Supermacht USA und der aufstrebenden Herausforderin China immer deutlicher zu. Der schwelende Handelskonflikt ist nur eine Ebene davon. Für die Finanzmärkte ist dieser jedoch von eminenter Bedeutung, da die beiden grössten Volkswirtschaften der Welt involviert sind. Unser Basisszenario

bleibt, dass der Konflikt mit einem

medial ausgeschlachteten «Deal» enden wird.

Stimmungsumschwung an den Finanzmärkten und ungelöste politische Konflikte – ist die Zeit nun reif für einen anlagepolitischen Kurswechsel? Wir denken nicht. Gerne erläutern wir Ihnen auf den folgenden Seiten, weshalb wir das Glas für 2019 mehr als halb voll sehen und deshalb weiterhin am eingeschlagenen und bewährten Weg festhalten.



Intaktes Weltwirtschaftswachstum

Ein wesentlicher Grund für den konstruktiven Ausblick liegt in der wirtschaftlichen Entwicklung jenseits politischer Schlagzeilen und der kurzfristigen Hektik an den Märkten. Ein Blick auf die Zahlen zeigt, dass das Weltwirtschaftswachstum intakt ist und weiterhin ein positives Umfeld für die Unternehmen bietet. Obwohl die wirtschaftliche Dynamik im abgelaufenen Jahr weniger synchron verlief als im Vorjahr und zuletzt auch unbestritten nachliess, zeigen die Prognosen auf globaler Ebene für das neue Jahr eine anhaltende wirtschaftliche Expansion an. Die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) prognostiziert für 2019 ein solides reales Wachstum von 3.5 Prozent, nach zuletzt 3.7 Prozent im 2018.

Zahlreiche bedeutende Volkswirtschaften wachsen derzeit über ihrem Potential. Dadurch sind die Arbeitslosenquoten rund um den Globus langsam, aber stetig gesunken. In Ländern wie den USA oder Deutschland fielen die Quoten auf Niveaus, wie sie letztmals vor der Ölkrise in den 70er Jahren zu beobachten waren. Trotzdem ist Inflation nach wie vor kein bedrohliches Thema.

Bewältigung der Zinsnormalisierung

Das Wachstum ist mit anderen Worten nicht nur solid, sondern immer noch weitgehend inflationsfrei. Dies erleichtert den Prozess der geldpolitischen Normalisierung, der bisher einseitig von der US-Zentralbank angeführt wurde. Mitte Dezember hat sie den Leitzins zum insgesamt neunten Mal erhöht. Zwei weitere Erhöhungen werden fürs 2019 erwartet und sind in den Preisen bereits weitgehend reflektiert. Sofern die Inflation nicht plötzlich deutlich ansteigt, ist damit der überwiegende Teil des US-Zinszyklus durch die Finanzmärkte inzwischen verarbeitet. Obwohl der Anpassungsprozess Spuren hinterlässt, verläuft er insgesamt doch recht reibungslos.

Am deutlichsten sichtbar sind diese Spuren in der Wertentwicklung der Währungen von Schwellenländern mit grossem ausländischem Kapitalbedarf wie der Türkei oder Argentinien, die sich im Laufe des Jahres gegenüber dem US-Dollar markant abwerteten, aber mittlerweile stabilisiert haben. Erkennbar sind die Spuren aber auch an der Bewertungskorrektur an den

internationalen Aktienmärkten. Trotz durchschnittlich markant gestiegener Gewinne konnten die Kurse der Beteiligungspapiere nicht weiter zulegen. Insofern war das Jahr 2018 auch ein Jahr der Bewältigung.

Anlagepolitik 2019

Das Glas ist zwar mehr als halb voll, Grund zur Euphorie besteht jedoch nicht. Das Anlageumfeld bleibt im neuen Jahr weiterhin anspruchsvoll. Aufgrund des anhaltenden Ausbleibens des Zinsbeitrags fällt die Renditeerwartung einer ausgewogenen Anlagestrategie nach wie vor unterdurchschnittlich aus.

Anlagen im verzinslichen Bereich bleiben im Schweizer Franken auch in der nahen Zukunft eine dornige Angelegenheit. Obwohl im kommenden Jahr weitere Notenbanken den Normalisierungsprozess mittragen werden, braucht es in der Schweiz besonders viel Geduld. Frühestens gegen Ende Jahr wird die Schweizerische Nationalbank (SNB) nach unserer Einschätzung erstmals wieder an der Zinsschraube drehen. Vor der Europäischen Zentralbank dürfte sich die SNB nicht bewegen, zu gross ist der Respekt vor einer markanten Aufwertung des Frankens. In der Zwischenzeit bleibt die aussergewöhnliche und künstliche Konstellation von Hochkonjunktur einerseits und deutlich negativen Realzinsen andererseits bestehen.

Verzinsliche Anlagen bieten Stabilität im Kursverlauf, aber weiterhin kaum Chancen auf einen realen Wertzuwachs. Wir überbrücken diese Phase mit Unternehmensanleihen, bevorzugen kurze Laufzeiten und achten auf eine breite Streuung der Schuldner.

Beteiligungspapiere bieten weiterhin ein attraktiveres Chancen-Risiko-Verhältnis. Die Kursschwankungen der Aktien – die Kehrseite der langfristig höheren Renditeerwartung – dürften in Anbetracht des fortgeschrittenen konjunkturellen Expansionszyklus näher bei denjenigen von 2018 als dem aussergewöhnlich ruhigen 2017 liegen. Mit einer anhaltenden markanten Kurskorrektur hingegen rechnen wir nicht. Dafür bräuchte es stark rückläufige Unternehmensergebnisse, wie sie in einer Rezession zu beobachten sind. Davon sind wir nach unserer Einschätzung trotz der jüngsten Abkühlung einiges entfernt. Aufgrund dieser Überlegungen behalten wir in unserer Anlagepolitik die Übergewichtung der Realwerte weiterhin bei.

Gerne gehen wir in der Folge auf drei Akzente ein, die wir in unserer Anlagepolitik im Bereich der Beteiligungspapiere im neuen Jahr setzen werden. Die ersten beiden unterstreichen die vorsichtige Umsetzung der Aktienübergewichtung und entsprechen einer Weiterführung der bewährten Strategie. Der dritte ist eine antizyklische Reaktion auf die jüngste Marktentwicklung zur Wahrnehmung sich eröffnender Chancen.



ATTRAKTIVE DIVIDENDENZAHLER

Die üppigen Dividendenzahlungen von Schweizer Aktien stehen im starken Kontrast zum kaum mehr vorhandenen Zinsertrag von Obligationen. Die Dividendenrendite des Gesamtmarktes steht aktuell bei stattlichen 3.3 Prozent.

Den Vorzügen von Dividendenzahlungen haben wir bereits im Juli 2016 eine Ausgabe des Zähringer Briefs gewidmet. Dividenden stellen den stabileren Teil der Gesamtaktienrendite dar, signalisieren solide Gewinnqualität sowie starke Cashflows und wirken sich disziplinierend auf das Management eines Unternehmens aus. Solide Dividendenzahler aus defensiven Branchen wie Basiskonsumgüter oder Gesundheit sind ein Schwerpunkt in den Portfolios unserer Kunden.



FOKUS AUF QUALITÄT

Wir befinden uns in einer späteren Phase des Konjunkturzyklus. In dieser zahlt sich eine Fokussierung

auf Qualität jeweils besonders aus, da diese Aktien in volatileren Marktphasen widerstandsfähig sind. Was aber zeichnet Qualitätsaktien aus? Es ist dies ein Puzzle aus verschiedenen Elementen. Klassische Aspekte sind einerseits die Konsistenz, die sich in einer regelmäßigen Umsatz-, Gewinn- und Dividendenentwicklung ausdrückt. Andererseits Profitabilität und Finanzkraft, die Mittelzuflüsse aus der operativen Tätigkeit zulassen, und schliesslich Solidität, die sich in einer starken Bilanz und geringer Verschuldung widerspiegelt. Für uns gehört ausserdem noch der Aspekt der Klarheit dazu: Unternehmen mit einfachem und nachvollziehbarem Geschäftsmodell sowie dominanter Stellung in wachsenden Märkten.



NEUE CHANCEN BEI SMALL UND MID CAPS

Besonders stark korrigierten im vergangenen Quartal Aktien von kleineren und mittleren Unternehmen. Aufgrund ihrer geringeren Liquidität neigen diese Titel zu überproportionalen Kursbewegungen. In Haussephasen können sie besonders heisslaufen. Dafür sind sie aber auch anfällig auf heftige Korrekturen, wenn die Stimmung an den Märkten dreht. Seit Sommer 2017 reduzierten wir die Allokation in Small und Mid Caps schrittweise. Kostete diese Massnahme im 2017 noch ein paar Basispunkte Rendite, zahlte sie sich im 2018 aber aus.

Nach der heftigen Korrektur ergeben sich in diesem Marktsegment nun aber wieder Chancen für eine sorgfältige Erhöhung der Allokation. Der Landmaschinenhersteller Bucher (vgl. Seite 4) ist ein Beispiel dafür. Wir werden die Augen im kommenden Jahr offen halten und auch im Small-Mid-Cap-Segment wieder vermehrt Opportunitäten prüfen.

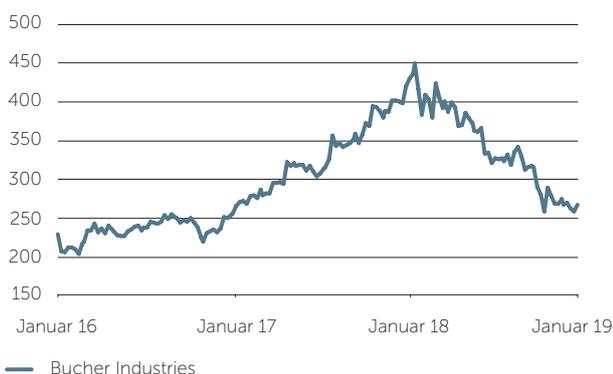
PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

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

Bucher Industries

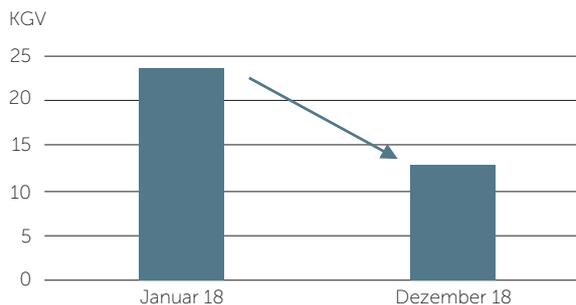
Das global tätige Schweizer Industrieunternehmen Bucher Industries ist auf die Fertigung von Landmaschinen, Kommunalfahrzeugen und Hydrauliksystemen sowie Produktionsanlagen und Automatisierungstechniken für die Glasbehälter- und Getränkeindustrie spezialisiert. Mit der Division Landwirtschaft (Kuhn Group), die rund 43 Prozent zum Umsatz beiträgt, zählt das Unternehmen im weltweiten Branchenvergleich zu den margenstärksten. Mit gezielten Zukäufen ergänzt das Unternehmen seine Produktpalette weiter und schafft neues Wachstumspotential. Bucher Industries weist ein gut diversifiziertes Geschäftsprofil und eine solide Bilanz auf, die eine industrielle Eigenständigkeit ermöglicht. Nach der rückläufigen Nachfrage der Agrarwirtschaft bis 2016 erholte sich die Landwirtschaftssparte spürbar. Aufgrund des Handelsstreits zwischen den USA und China registrierte Bucher Industries jedoch im 2018 einen eher schleppenden Geschäftsverlauf, was sich auch in der Kurskorrektur widerspiegelt.

Kurskorrektur



Quelle: Bloomberg

Attraktiveres Kurs-Gewinn-Verhältnis



Quelle: Bloomberg

Nach dieser Kurs- und Bewertungskorrektur erachten wir Bucher Industries auf aktuellem Niveau als interessante Opportunität.

GlaxoSmithKline

GlaxoSmithKline ist ein Gesundheitsunternehmen, das in den drei Bereichen Arzneimittel, Impfstoffe und rezeptfreie Medikamente (Consumer Healthcare) Forschung betreibt und Produkte entwickelt. Seit 2015 wird das Produktportfolio deutlich fokussiert. Mittels Übernahme der Impfstoffe von Novartis wurde dieser Bereich gestärkt, so dass das Portfolio von GlaxoSmithKline heute über 40 verschiedene Impfstoffe im Angebot hat. Der Konzernumbau schreitet unter der umtriebigen neuen CEO Emma Walmsley voran, was sich diese Tage mit der angekündigten Auslagerung der Sparte Consumer Health (via Joint Venture mit Pfizer) manifestierte. Im bedeutendsten Geschäftsbereich, den Arzneimitteln, sind Medikamente gegen Asthma und Infektionskrankheiten die Umsatztreiber. GlaxoSmithKline verfügt ausserdem über eine starke Präsenz im Bereich HIV-Medikation.

Als eines der grössten Pharmaunternehmen der Welt hat GlaxoSmithKline die Möglichkeit, vielversprechende Forschungsfirmen, wie kürzlich den amerikanischen Biopharma-Spezialisten Tesaro, aufzukaufen und so die Pipeline an neuen Blockbuster-Medikamenten immer wieder neu aufzufüllen.

Mit der attraktiven Dividendenrendite von rund 5 Prozent ist GlaxoSmithKline für uns eine interessante Ergänzung, die das Portfolio in schwankungsanfälligen Märkten stabilisiert.

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.