



ZÄHRINGER PRIVATBANK
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

Die Schweiz ist keine Insel

Die enge Verflechtung der Schweizer Volkswirtschaft mit dem Ausland und die freie Konvertibilität des Schweizer Frankens schränken den geldpolitischen Handlungsspielraum der Schweizerischen Nationalbank derzeit stark ein. Zu lang sind die Schatten der wieder expansiveren Politik der grossen Notenbanken.

Die SNB bereitete in ihrer jüngsten Lagebeurteilung die Öffentlichkeit auf ein längeres Andauern des aussergewöhnlichen Zinsumfelds vor. Gleichzeitig zeigte sie sich bestrebt, durch die Erhöhung der Freibeträge auf den Girokonten der Banken schädlichen Nebenwirkungen entgegenzutreten.

Für die Vorsorgewerke ist dies ein schwacher Trost. Auf ihren Kontoguthaben mag der Druck zur Überwälzung der Negativzinsen zwar etwas nachgelassen haben. Deutlich stärker ins Gewicht fallen jedoch die Renditen auf mündelsicheren Obligationen und diese werden möglicherweise noch lange im negativen Bereich verharren.

Ist die realwirtschaftliche Vernetzung mit dem Ausland ein zentraler Eckpfeiler unseres Wohlstands, verhindert die geldpolitische Verflechtung derzeit ein höheres Zinsniveau. Ein möglichst frühzeitiges Befassen mit der eigenen Vorsorge und der persönlichen Vermögensplanung hilft im konkreten Fall mehr als das Beklagen der Situation.

Martin Schenk
Vorsitzender der Geschäftsleitung

DOMINANTE NOTENBANKEN

Die Renditen langfristiger Obligationen sind über die Sommermonate weltweit stark gefallen. In der Schweiz erreichten sie vorübergehend neue Tiefststände. Im Juli emittierte die Eidgenossenschaft eine neue Bundesobligation mit einprägsamen Eckwerten: zwanzig Jahre Laufzeit und ein Coupon von null Prozent. Der Preis dieser Anleihe, die im Sommer 2039 zu 100 Prozent zurückbezahlt wird, erreichte Mitte August knapp 119 Prozent. Selbst für sehr lange Laufzeiten liegen die Renditen im negativen Bereich.

Bestand vor einem Jahr noch Zuversicht, dass sich die Episode der Negativzinsen bald zu Ende neigen könnte, ist das Phänomen heute verbreiteter denn je. Mit dem Richtungswechsel in der globalen Geldpolitik ist die Normalisierung vorderhand vom Tisch. Während die US-Zentralbank als Anführerin dieses Prozesses die Leitzinsen mittlerweile bereits wieder zweimal gesenkt hat, erreichten andere bedeutende Zentralbanken gar nicht erst das Stadium erster Leitzinserhöhungen. Im Gegenteil: Die Europäische Zentralbank (EZB) senkte den Leitzins Mitte September weiter ab und startete ihr Obligationenkaufprogramm von neuem.



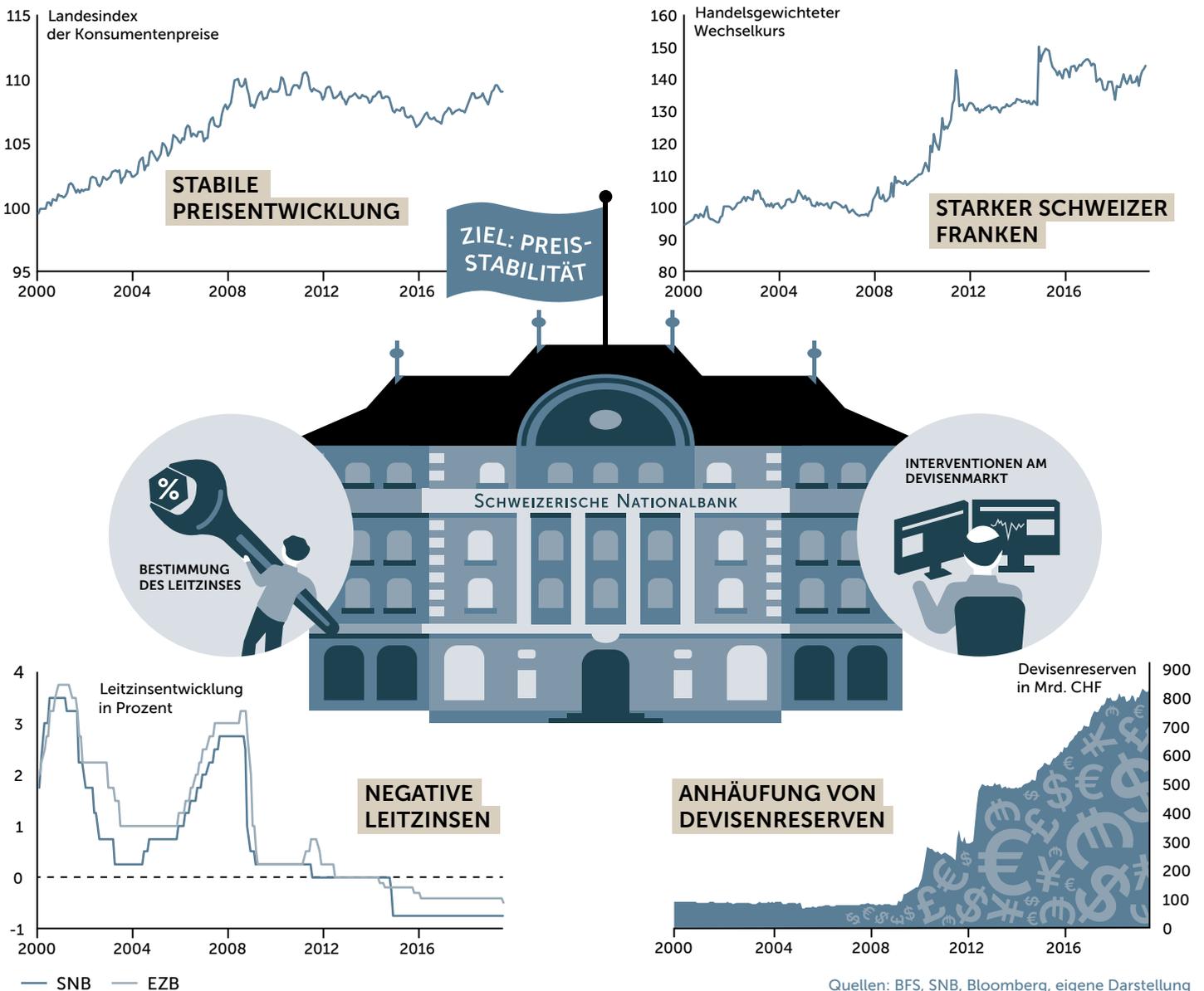
SNB im Dilemma

In dieser Konstellation spitzt sich das Dilemma der Schweizerischen Nationalbank (SNB) weiter zu. Die SNB ist per Bundesverfassung beauftragt, als unabhängige Zentralbank eine Geld- und Währungspolitik zu führen, die dem Gesamtinteresse des Landes dient. Als vorrangiges Ziel gilt die Gewährleistung der Preisstabilität, wobei sie auch der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen hat. Zur Erreichung dieses Ziels steht der Nationalbank ein breites Arsenal an geldpolitischen Instrumenten zur Verfügung. Die Bestimmung des Leitzinses und Interventionen am Devisenmarkt stehen derzeit im Vordergrund.

Gemessen an den Zielvorgaben erfüllt die SNB ihren Auftrag zweifellos. Der Landesindex der Konsumentenpreise zeigt aktuell eine Jahreststeuerung von 0.3 Prozent an. Weder unkontrollierte Inflations- noch Deflationsphasen

machten Schweizer Bürgerinnen und Bürgern in den letzten Jahren das Leben schwer. Preisstabilität ist gegeben und auch die konjunkturelle Entwicklung verlief mehrheitlich erfreulich. Die zur Zielerreichung eingesetzten Massnahmen und ihre Auswirkungen werden hingegen deutlich kontroverser diskutiert.

Die Leitzinsen verharren seit bald fünf Jahren im negativen Bereich. Wäre die Schweizer Wirtschaft ein in sich geschlossenes System, lägen die Zinsen keinesfalls auf diesem Niveau. Es ist der Aussenwert des Frankens, welcher der SNB seit Jahren Kopfzerbrechen bereitet. Die Schweiz hat sich durch stabile politische Institutionen und eine konservative Finanzpolitik über Jahrzehnte den Status als «Zinsinsel» erarbeitet. Der Franken entwickelte sich sehr stabil, obwohl die Verzinsung deutlich weniger attraktiv ausfiel als in den meisten anderen Währungen. Diese Zinsdifferenz ist auch am Leitzins



erkennbar, wie der obenstehende Vergleich zwischen EZB und SNB verdeutlicht. 2008 erodierte sie im Zuge der global koordinierten Zinssenkungen als Reaktion auf die Finanzkrise dramatisch.

Durch das Verschwinden des Zinsnachteils gewann der sichere Hafen des Schweizer Frankens zusätzlich an Anziehungskraft. Der handelsgewichtete Wechselkurs begann sich fortan deutlich aufzuwerten. Solche Phasen entfalten aufgrund der starken Verflechtung der Schweizer Wirtschaft mit dem Ausland und der hohen Bedeutung der Exportwirtschaft für unser Land erfahrungsgemäss eine bremsende Wirkung auf den konjunkturellen Verlauf. Die SNB begann deshalb mit Interventionen am Devisenmarkt. Um einer unkontrollierten Aufwertung entgegenzuwirken, kaufte sie regelmässig Fremdwährungen und bezahlte diese in Schweizer Franken. Dadurch erhöhten sich einerseits die Währungsreserven auf der Aktivseite der Bilanz der SNB und andererseits die Geldmenge in Franken auf der Passivseite.

Mit der Etablierung der Wechselkursuntergrenze ging die SNB ab September 2011 dann sogar eine Abnahmeverpflichtung von Euro zum Kurs von CHF 1.20 ein. Die Devisenreserven stiegen weiter an und drohten dies unkontrolliert zu tun, als die EZB im Herbst 2014 ihr Programm zur quantitativen Lockerung ankündigte. Um die Kontrolle über die eigene Bilanz zurückzuerlangen, liess die SNB die Untergrenze im Januar 2015 überraschend fallen. Durch das Absenken des Leitzinses in den negativen Bereich versuchte sie fortan, die verlorene Zinsdifferenz wieder herzustellen und die relative Attraktivität des Frankens zu mindern.

Pest oder Cholera?

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Geldpolitik der Nationalbank der letzten zehn Jahre zwar de jure unabhängig war, de facto aber höchst selten Handlungsspielraum bestand. Ein ums andere Mal musste sie auf Entscheide der grossen Notenbanken, insbesondere der EZB, reagieren. Die Fremdwährungsreserven schwollen in dieser Zeit von CHF 78 Mrd. auf CHF 821 Mrd. an. Dies entspricht mehr als einer Verzehnfachung und stellt in Relation zur Volkswirtschaft einen Weltrekord dar. Hohe Devisenreserven sind in einer Zentralbankbilanz per se nichts Schlechtes, solange deren Werthaltigkeit gegeben ist. Die rasante und einseitige Entwicklung verdeutlicht aber, dass die SNB einen Kampf gegen Windmühlen führt.

Insofern ist die erneute Verschärfung des Dilemmas wenig erfreulich. Auf der einen Seite sind die

Nebenwirkungen der Negativzinsen immer deutlicher: Günstige Hypotheken verzerren den Immobilienmarkt, das europäische Bankensystem ächzt zunehmend lauter und die Versprechen der Vorsorgesysteme verlieren an Glaubwürdigkeit.

Auf der anderen Seite wäre eine eigenständige Politik mit Zinserhöhungen in einem Umfeld, in dem die grossen Zentralbanken ihre Politik weiter lockern, für ein kleines Land mit eigener Währung und offener Volkswirtschaft ein Himmelfahrtskommando. Obwohl nach der Aufhebung der Wechselkursuntergrenze zahlreiche Unternehmen erstaunliche Widerstandskraft an den Tag legten, ist diese nicht grenzenlos. Eine erneute unkontrollierte Aufwertung der Währung dürfte nachhaltigen Schaden anrichten.

Wo sind die Grenzen der Geldpolitik?

Nach der abgebrochenen Normalisierung wird man das Gefühl nicht los, die globale Geldpolitik stecke in einer Sackgasse. Wie wird dieses Experiment enden? Wo liegen die Grenzen der Geldpolitik? Welcher Spielraum besteht in einer nächsten Krise noch? Aus der Perspektive von vor zehn Jahren sind die Grenzen eindeutig weiter gefasst, als man damals erahnen konnte. Zahlreiche unerprobte und unkonventionelle Massnahmen haben die Geldwertstabilität bis heute nicht beeinträchtigt. Gleichzeitig ist es gelungen, einen wirtschaftlichen Absturz wie in der grossen Depression der 1930er-Jahre abzuwenden.

Die wachsende wirtschaftspolitische Dominanz der Notenbanken und die immer weiter gehenden Markt Eingriffe haben jedoch auch ihre Schattenseiten. Die Ausweitung des Instrumentariums beflügelt die Phantasie für noch unkonventionellere Aktionen, wie zum Beispiel «Helikoptergeld», wo die Notenbank neues Geld direkt dem Staat oder sogar den Bürgerinnen und Bürgern verteilt. Gleichzeitig ist die Unabhängigkeit der Notenbanken in Gefahr. In den USA formuliert der Präsident inzwischen klare Erwartungen zur künftigen Entwicklung des Leitzinses. In der Schweiz mehren sich Ideen, wie die Erträge aus Negativzinsen und Fremdwährungsreserven verwendet werden könnten. Die Kompromittierung der Unabhängigkeit ist eine gefährliche Tendenz.

Das geldpolitische Experiment dauert mit ungewissem Ausgang an. Wir wollen weder schwarzmalen noch schönreden. Wir empfehlen einzig, die in der Vergangenheit erlebte Geldwertstabilität nicht vorbehaltlos in die Zukunft zu projizieren und Realwerten wie Aktien, Immobilien und Gold in der Vermögensaufteilung genügend Raum zu lassen.

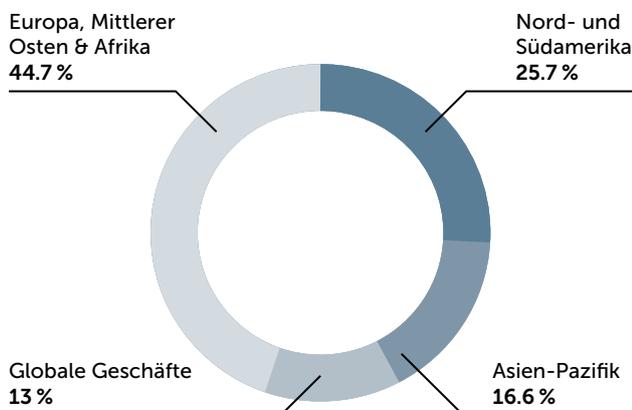
PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

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

Sika

Im Jahr 1910 legte Kaspar Winkler mit der Erfindung eines Abdichtungsmörtels, genannt Sika, den Grundstein für den gleichnamigen Bauzulieferer. Das führende Schweizer Spezialitätenchemieunternehmen beliefert heute die Bauwirtschaft in den Bereichen Dichten, Kleben, Dämpfen, Verstärken und Schützen sowie die Industrie mit speziellen Werkstoffen. In der Sparte Bauchemie, die rund 80 Prozent des Umsatzes ausmacht, kann Sika in der Konstruktion und Renovation von Infrastruktur sowohl von der zunehmenden Urbanisierung als auch vom Trend zum nachhaltigen Bauen profitieren.

UMSATZ NACH REGIONEN



Quelle: Sika

Mit über 100 Ländergesellschaften ist Sika geografisch breit diversifiziert und dadurch weniger abhängig von den Konjunkturzyklen einzelner Länder. Im Geschäftsbereich Industriewerkstoffe, der rund 20 Prozent des Umsatzes ausmacht, ist der grösste Abnehmer die Automobilindustrie, wo Sikas Produkte für leichtere und sicherere Fahrzeuge zur Anwendung kommen. Das vergangene

Umsatzwachstum war hauptsächlich durch Übernahmeaktivitäten getrieben. Die Akquisition des französischen Mörtelherstellers Parex im Frühling 2019 stellt die grösste Akquisition in der Geschichte von Sika dar. Mit dem kürzlich angekündigten Zukauf eines Silikontechnologieunternehmens in China unterstreicht das Unternehmen die eingeschlagene globale Wachstumsstrategie. Nach der Klärung der Situation mit Saint Gobain und der jüngsten Kurskorrektur erachten wir die innovative und technologieaffine Schweizer Grundstoffaktie als attraktive Portfoliobeimischung.

Vestas Wind Systems

Das dänische Unternehmen Vestas Wind Systems positionierte sich früh im Wachstumsmarkt für erneuerbare Energien und gehört in den Kernmärkten Europa und USA zu den marktführenden Herstellern von Windturbinen. Neben herkömmlichen Windkraftanlagen (Onshore) konnte Vestas in den letzten Jahren auch bei Anlagen im Meer (Offshore) Marktanteile hinzugewinnen. Offshore-Windenergie verbuchte in den letzten zehn Jahren ein enormes Wachstum, die Kapazität hat sich seit 2009 verzehnfacht. Dank Effizienzsteigerung der Turbinen, sinkender Kosten der Inbetriebnahme sowie transparenterer Vergabeverfahren in vielen Ländern entwickelt sich Offshore-Windenergie zur konkurrenzfähigen alternativen Energiequelle mit unverändert vielversprechendem Wachstumspotential.

Vestas enttäuschte im zweiten Quartal mit einem Margenrückgang, der trotz äusserst erfreulicher Auftragsentwicklung deutliche Spuren im Aktienkurs hinterliess. Aus unserer Sicht stellt dies eine Einstiegschance dar, da wir es als vorübergehende Herausforderung erachten und Vestas Wind Systems als interessanten Portfoliobestandteil sehen. Neben der führenden Rolle als Windturbinenhersteller mit dem Potential für weitere Marktanteilsgewinne im Offshore-Markt etabliert sich das Unternehmen vermehrt auch im margenstarken Wartungs- und Servicemarkt. Dank der Innovationskraft sowie dem langjährigen Industrie-Know-how ist Vestas im zukunftssträchtigen Markt für erneuerbare Energien sehr gut positioniert und verfügt ausserdem sowohl über starke Mittelzuflüsse aus dem operativen Geschäft als auch über eine solide Bilanz.

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.