



ZÄHRINGER PRIVATBANK
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

Ist Grösse wirklich kritisch?

Die Bankbranche befindet sich in einem beispiellosen Strukturbruch. Die ökonomischen und regulatorischen Rahmenbedingungen haben sich durch die Finanzkrise komplett verändert. Deshalb wird heute viel über die kritische Grösse von Banken diskutiert.

Für Banken, die ein breites Spektrum an Geschäften abdecken und weltweit tätig sein wollen, ist die kritische Grösse aufgrund der entstandenen Komplexität (= Kosten) seit der Finanzkrise dramatisch gestiegen. Durch Übernahmen und Fusionen wird deshalb versucht, diese Grösse schnellstmöglich zu erreichen.

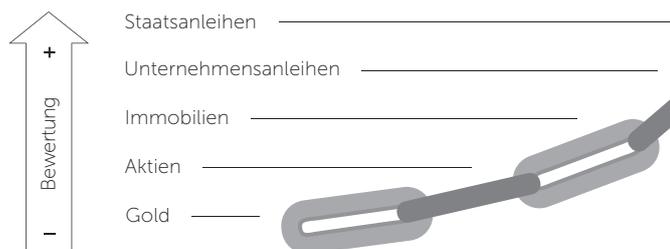
Wir geniessen mit unserer Bank das Privileg der «grünen Wiese». Unser Modell ist von Grund auf den neuen Spielregeln angepasst. So können wir uns auf das beratungsintensive Vermögensverwaltungsgeschäft im Heimmarkt Schweiz fokussieren. In unseren Kernprozessen, der individuellen Betreuung von Kunden und der unabhängigen Selektion von Anlagen, ist Grösse keinesfalls ein Vorteil. Erst bei der Abwicklung und der Informatik entstehen durch Grösse Effizienzgewinne. Deshalb lagern wir diese Prozesse an einen kompetenten und vertrauenswürdigen Partner aus, der die erforderlichen Skaleneffekte zum Nutzen unserer Kundschaft realisieren kann. Über Erfolg entscheidet nicht die Grösse, sondern die klare strategische Positionierung.

Martin Schenk
Vorsitzender der Geschäftsleitung

DAS GROSSE GELDPOLITISCHE EXPERIMENT

Vor genau acht Jahren sandte der unvermittelte Kollaps von zwei Hedge Funds der Investmentbank Bear Stearns erste Schockwellen durch das globale Finanzsystem. Diese entwickelten sich in der Folge zur grössten Finanz- und Wirtschaftskrise seit der grossen Depression in den 1930er Jahren. Beruhend auf den Lehren der 30er Jahre fiel die wirtschaftspolitische Reaktion diesmal anders aus. Sowohl fiskal- als auch geldpolitisch wurde ein sehr expansiver Pfad eingeschlagen, der bis heute nicht verlassen wurde. Zusätzlich zu einer aggressiven Senkung der Leitzinsen griffen die Zentralbanken rund um den Globus zum unkonventionellen Mittel der quantitativen Lockerung, dem Aufkaufen von Schulden im grossen Stil. Dadurch ist es einerseits gelungen, den wirtschaftlichen Einbruch schneller zu stoppen als in der grossen Depression. Andererseits startete ein grosses geldpolitisches Experiment mit ungewissem Ausgang, da die gewählten Massnahmen sowohl in ihrem Ausmass als auch in der zeitlichen Dauer historisch beispiellos sind.

Geldpolitischer Ballon zieht an der Bewertungskette



Quelle: Eigene Darstellung

Erhebliche Nebenwirkungen

Immer deutlicher ersichtlich werden die Nebenwirkungen dieses Experiments. Die künstliche Nullzinspolitik führt zu einschneidenden Verteileffekten. Auf der Gewinnerseite stehen Marktteilnehmer mit Kapitalbedarf, allen voran überschuldete Staaten. Aber auch Unternehmen und private Haushalte profitieren von den günstigen Finanzierungsmöglichkeiten. Es macht derzeit deutlich mehr Spass, die Konditionen für Hypotheken als die Zinsen für Sparguthaben auf dem Bankkonto anzufragen. Eindeutig auf der Verliererseite sind alle Marktteilnehmer mit Anlagebedarf: Sparer, Anleger und vor allem auch Vorsorgewerke. Sie werden aktuell kaum mehr für die Bereitstellung von Kapital entschädigt. Es drohen sogar negative Zinsen.

Weil der Zins bei der Preisbestimmung sämtlicher Anlagen eine zentrale Rolle spielt, wirkt sich die Geldpolitik auf die Bewertung aller Vermögenswerte aus. Der «geldpolitische Ballon» zieht – bildlich gesprochen – an der gesamten Bewertungskette.

Am stärksten verzerrt sind die Preise dort, wo die Notenbanken am aktivsten eingreifen: Staatsanleihen weisen in vielen Währungen selbst auf mittlere Frist kaum mehr positive reale Renditen auf. Somit verlieren Anleger nach Berücksichtigung der Teuerung Geld.

Anleger, die nicht aus regulatorischen Gründen gezwungen sind, Staatsanleihen zu halten, begeben sich deshalb auf die Jagd nach höheren Renditen. Dies drückt die Kreditrisikoprämien von Unternehmensanleihen nach unten beziehungsweise treibt deren Preise nach oben. Die tiefen Zinsen lassen ferner die Baubranche boomen und die Nachfrage nach Hypotheken so stark ansteigen, dass sich die Schweizerische Nationalbank wiederholt mit mahnenden Worten an die Öffentlichkeit und mit regulatorischen Verschärfungen an die Banken wandte.

Auch die Bewertungen der Aktien sind in den letzten Jahren vielerorts über ihren historischen Durchschnitt angestiegen. Die günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten haben einen positiven Einfluss auf die Unternehmensgewinne. Ausserdem wirken die attraktiven Dividendenrenditen bei der Jagd nach Einkommen anziehend. Steht nun also nach der mehrjährigen Phase steigender Preise eine Korrektur bevor? Bei Beteiligungspapieren ist dies jederzeit möglich. Oder weiten sich die Bewertungen aufgrund der relativen Attraktivität über die nächsten Jahre nochmals deutlich aus? Auch dies ist durchaus denkbar. Schliesslich profitierte auch das Gold über die letzten acht Jahre von den rekordtiefen Realzinsen. Über die Bewer-

tung von Gold lässt sich leidenschaftlich debattieren. Wir schätzen die Eigenschaft als Wertspeicher und die Tatsache, dass es sich im Gegensatz zu Papiergeld nicht beliebig vermehren lässt.

Ungewisser Ausgang

Nachdem die ausserordentlichen Massnahmen eine Stabilisierung der Situation ermöglicht haben und die Nebenwirkungen immer offensichtlicher geworden sind, stellt sich die Frage: Wie kommen die Notenbanken da wieder raus? Historische Beispiele gibt es keine und eine weitere Nebenwirkung erschwert den Normalisierungsprozess. Billiges Geld macht süchtig und weckt politischen Widerstand, wenn es abgesetzt werden soll.

Die Turbulenzen bei der Aufhebung der Wechselkursuntergrenze haben eindrücklich aufgezeigt, wie viel einfacher es ist, einen expansiven Eingriff vorzunehmen, als diesen wieder rückgängig zu machen. Bei vielen Herausforderungen (Stichwort: Griechenland) hat die Geldpolitik zwar geholfen, Zeit zu gewinnen, ohne allerdings das zugrunde liegende Problem (Überschuldung) zu lösen. Weil der Normalisierungsprozess der Geldpolitik genau genommen noch nicht einmal begonnen hat, bleibt der Ausgang des grossen geldpolitischen Experiments ungewiss.

Wo gibt es Sicherheit?

Der überfällige Normalisierungsprozess wird zum Hochseilakt mit geringer Fehlertoleranz. Treffen die Zentralbanken das Timing nicht, gerät die Geldwertstabilität in Gefahr. Vor dem Hintergrund dieser Ungewissheit rückt die Sicherheit und damit der Erhalt des Vermögens stärker als die Rendite in den Fokus der Anleger.

Gemessen an ihren historischen Wertschwankungen verfügen Nominalwerte über ein tiefes Risiko. Liquidität in Form von Bargeld oder Kontoguthaben bleibt nominell immer gleich viel und behält, Geldwertstabilität vorausgesetzt, auch die Kaufkraft. Staatsanleihen, zumindest die der Schuldner bester Bonität, gelten als risikolose Anlagen schlechthin. Die Sicherheit ist jedoch nicht absolut. Nominalwerte sind fragiler als Realwerte. Da ihre Werthaltigkeit nur von einer Quelle abhängig ist, droht bei Extremereignissen ein permanenter Verlust an Kaufkraft. Die Preise von Realwerten hingegen sind wesentlich höheren Schwankungen ausgesetzt und gelten deshalb auch als deutlich risikoreicher. Je nach Art der Anlage sind die Schwankungen stärker spürbar. Bei der liquiden Aktie kann man sie auf Wunsch in Echtzeit mitverfolgen.

Bei der selbstbewohnten Immobilie sind sie genauso da, aber weniger direkt beobachtbar. Aus den höheren Wertschwankungen resultiert die Risikoprämie, auf der die längerfristig höheren Renditeerwartungen beruhen.

Nominalwerte vs. Realwerte

In der Anlagemethode der Zähringer Privatbank unterscheiden wir zwischen Nominalwerten und Realwerten. Nominalwerte sind Anlagen wie Bargeld, Kontobestände, Geldmarktanlagen, Staatsanleihen oder Unternehmensanleihen. Es handelt sich um Forderungen, die in einer bestimmten Währung denominiert und auf eine bestimmte Laufzeit ausgerichtet sind und in der Regel einen Zins abwerfen. Die Höhe der Forderung ist nominell fixiert. Ihre Kaufkraft ist einzig durch die Werthaltigkeit des Geldes bestimmt. Realwerte hingegen sind Sachwerte wie Immobilien, Rohstoffe oder Edelmetalle, aber auch Aktien, die eine Beteiligung an der realen Wertschöpfung darstellen. Obwohl die Werthaltigkeit des Geldes auch einen Einfluss auf Realwerte hat, ist sie bei weitem nicht die einzige Wertquelle.

Aktien als Realwerte bringen zudem den Vorteil der im Vergleich zu Nominalwerten höheren Robustheit. Funktionierende Unternehmen sind anpassungsfähig, sind in der Lage, auf wechselnde Rahmenbedingungen zu reagieren und sich von Schocks zu erholen.

Wir bevorzugen deshalb solide Unternehmen mit der Fähigkeit, Geld zu verdienen und sich auch in einem widrigen Umfeld durchzusetzen. Zwei Beispiele dafür finden sich auf Seite 4.

Nach bald acht Jahren expansiver Geldpolitik sind die Verzerrungen im Nominalwertbereich beachtlich. Spannungen können sich plötzlich entladen. Das hat die Aufhebung der Wechselkursuntergrenze genauso verdeutlicht wie die in dieser Heftigkeit unerwartete Korrektur in den Preisen deutscher Staatsanleihen der letzten Wochen, für die ex post ein bunter Strauss an Begründungen verfügbar ist. Wir rechnen nicht damit, dass dies die letzten Entladungen von Spannungen im politisch verzerrten Bereich der Nominalwerte gewesen sind, und empfehlen deshalb weiterhin ein Übergewicht an «robusten» Realwertanlagen.

Diversifikation bleibt Pflicht

Fundament unserer Anlagemethode und damit der Vermögensverwaltungstätigkeit sind die vier Investitionsgrundsätze: Diversifikation, Handelbarkeit, Transparenz und Disziplin.

In einem Umfeld von steigenden Bewertungen ist es uns ein Anliegen, den Nutzen der Diversifikation besonders zu betonen. Für den weiteren Verlauf des geldpolitischen Experiments sind verschiedene Szenarien möglich und eine zu einseitige Positionierung oder extreme Timing-Entscheidung entsprechend gefährlich. Trotz aller Sympathie und unserer empfohlenen Übergewichtung von Realwerten sind alle Anlageklassen miteinzubeziehen. Eine globale Diversifikation über alle Anlageklassen bleibt unerlässlich.

Eine besondere Herausforderung besteht derzeit bei Nominalwertanlagen in Schweizer Franken. Negative Renditen von Obligationen bester Qualität stellen für viele Anleger eine psychologische Barriere dar. Wer stellt schon gerne eigenes Geld zur Verfügung mit der Aussicht, in Zukunft weniger zurückzuerhalten? Da werden die angesprochenen Verteileffekte am eigenen Leib spürbar. Einzige Alternative bei der Jagd nach Rendite scheinen Kompromisse in der Qualität der Schuldner. Dabei geht vergessen, dass in Anbetracht der negativen Teuerung die Kaufkraft auch bei negativen nominellen Renditen erhalten bleibt. Ausserdem werden wertvolle Diversifikationseffekte leichtfertig aus der Hand gegeben, wenn auf erstklassige Qualität gänzlich verzichtet wird.

Preiskorrektur bei deutschen Staatsanleihen (Laufzeit: 30 Jahre)



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

Die folgenden beiden Unternehmen sind Beispiele robuster Realwertanlagen, die sich in einem anspruchsvollen Umfeld behaupten müssen und dies durchaus erfolgreich tun. Sie sind nicht als «heisse Aktientipps» zu verstehen, sondern als langfristige Anlagemöglichkeiten im Kontext eines diversifizierten Wertschriftenportfolios.

ROBUSTE REALWERTANLAGEN

● **Statoil** ist ein bedeutender Akteur in der Energiebranche und das grösste Unternehmen Norwegens. Der markante Rückgang der Energiepreise stellte auch das im Öl- und Gasgeschäft tätige Unternehmen vor grosse Herausforderungen. Der Ölpreis fiel innert weniger Monate von USD 115 auf unter USD 50 pro Fass und hat sich unterdessen bei rund USD 65 eingependelt. Dieser starke Einbruch hinterliess Spuren in der Gewinnentwicklung und im Aktienkurs von Statoil.

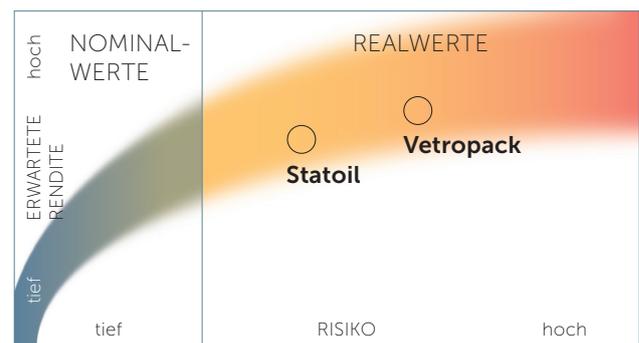
Das Management reagierte allerdings bereits vor dem Preisrückgang mit einem umfassenden Effizienzsteigerungsprogramm und einer Anpassung der Investitionen auf die sinkende Rentabilität der Branche. Heute gilt Statoil als gut positioniertes Unternehmen mit klarer Strategie im Energiesektor. Obwohl sich der Energiemarkt in den letzten Jahren fundamental verändert hat, erachten wir einen weiteren substantiellen Preisrückgang als unwahrscheinlich. Ausserdem gewinnt Statoils Rolle als zweitgrösster Erdgaslieferant von Europa angesichts der zunehmenden Unberechenbarkeit von Russland an Bedeutung.

Die heutige Bewertung von Statoil präsentiert sich auf Basis des Betriebsgewinns im Konkurrenzvergleich vorteilhaft. Wir favorisieren den Titel aufgrund der stabilen und attraktiven Dividendenrendite von über fünf Prozent und erachten den in Norwegischen Kronen gehandelten Wert auch aus Währungsaspekten als interessant.

● **Vetropack** ist ein Schweizer Spezialist für Glasverpackungen für die Getränke- und Lebensmittelindustrie und gehört mit einer Marktkapitalisierung von CHF 615 Mio. zu den kleineren börsenkotierten Werten. Neben der Schweiz ist das Unternehmen vor allem in Osteuropa aktiv. Vetropack betreibt ein äusserst solides operatives Geschäft, das zudem ausgesprochen konservativ finanziert ist. Lange wurde dies von der Börse honoriert, bis der fulminante Kursanstieg im Jahr 2008 abrupt stoppte. Seither blieb der Aktienkurs weit hinter der Entwicklung des Gesamtmarktes zurück.

Wie für viele Schweizer Unternehmen stellt der starke Franken auch für Vetropack eine grosse Herausforderung dar. Die Rentabilität leidet und Ziele mussten verschoben werden. Die Verantwortlichen nutzten die harte Währung als Gelegenheit für strategische Akquisitionen (Glaswerk in Italien) und verfolgen die eingeschlagene Strategie konsequent weiter. Vetropack profitiert mit rezyklierbaren Produkten vom Trend zu ökologischem Verhalten der Konsumenten. Mit thermisch gehärtetem Glas, das leichter ist und zugleich auch weniger schnell zerbricht, will das Unternehmen mittelfristig weiterwachsen. Obwohl wir keine unmittelbaren Kurssprünge erwarten, gefällt uns das fokussierte und eigenkapitalstarke Unternehmen mit den konstanten Dividendenzahlungen.

Einordnung in unser Anlageuniversum



Die Zähringer Anlagemethode teilt die Anlagen in vier Risikoklassen ein. Zu den Nominalwerten gehören die Risikoklasse 1 (Liquidität) und die Risikoklasse 2 (tiefes Risiko), die vor allem verzinsliche Anlagen beinhaltet. Realwerte sind den Risikoklassen 3 (mittleres Risiko) und 4 (hohes Risiko) zugeordnet.

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.