



ZÄHRINGER PRIVATBANK  
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

## Mut zum Unternehmertum

In der Schweiz herrscht ein ausgeprägter Unternehmergeist; die Zahl von Firmengründungen ist in den letzten Jahrzehnten stark angestiegen. Bei den Banken findet jedoch eine Konsolidierung statt.

Wir haben den Mut gefasst, in einer Branche mit hohen Eintrittshürden auf eigene Rechnung und eigenes Risiko tätig zu werden, weil wir im Umbruch eine Chance sehen. Diese packen wir mit innerer Überzeugung und unternehmerischem Engagement an.

Acht Monate nach dem Start unserer eigentümergeführten Privatbank blicken wir zufrieden zurück und mit grosser Zuversicht nach vorne. Der Strukturwandel bietet einen guten Nährboden für unser auf die Schweiz fokussiertes Vermögensverwaltungsgeschäft.

Wir sind uns sehr wohl bewusst, dass viele Kunden, Geschäftspartner sowie Behörden unser Vorhaben tatkräftig unterstützen. Diese uns entgegengebrachten Sympathien sind alles andere als selbstverständlich. Herzlichen Dank.

Martin Schenk  
Vorsitzender der Geschäftsleitung

# ZINSWENDE: DIE ERSTE WEICHE IST GESTELLT

Das vergangene Jahr war in vielerlei Hinsicht ein Übergangsjahr. Aus Investorensicht endete es, wie es begann: mit Schlagzeilen zu wegweisenden geldpolitischen Entscheidungen. Im Gegensatz zur Aufhebung der Wechselkursuntergrenze in der Schweiz vor zwölf Monaten kam die geldpolitische Wende in den USA nach exakt sieben Jahren Nullzinspolitik nicht überraschend. Aus unserer Sicht steht ausser Frage, dass die Geldpolitik die Finanzmärkte auch im 2016 entscheidend prägen wird. Deshalb skizzieren wir mögliche Konsequenzen der Zinswende für Schweizer Anlegerinnen und Anleger.

## Positives Signal

Obwohl die wirtschaftliche Erholung nach der grossen Finanz- und Wirtschaftskrise auch in den USA keinesfalls berauschend ausfiel und sich die Wachstumsraten in jüngster Vergangenheit sogar leicht zurückgebildet haben, so hat sich über die Jahre vor allem im Arbeitsmarkt doch Beachtliches getan. Mit dem Absinken der Arbeitslosenquote der grössten Volkswirtschaft der Welt auf 5 Prozent fühlte sich die US-Zentralbank (Fed) offensichtlich genügend komfortabel, den Zins als erste der grossen Notenbanken anzuheben. Damit wagte sie nach der bereits erfolgten Abkehr von zusätzlichen Anleihekäufen (quantitative Lockerung) nun auch in der konventionellen Geldpolitik den ersten Schritt. Obwohl diese auch mit einem Leitzins von 0.25 Prozent noch sehr expansiv ist, geniesst die erste Zinserhöhung nach der ausserordentlich lange anhaltenden Phase der Nullzinspolitik grosse Aufmerksamkeit.

Wenn das stetige Wirtschaftswachstum nun endlich eine Abkehr von der ultraexpansiven Geldpolitik ermöglicht, sind dies im Grundsatz positive Nachrichten. Auch die Chance, in absehbarer Zeit



wieder für die Bereitstellung von Fremdkapital entschädigt zu werden, verspricht für Anlegerinnen und Anleger im Vergleich zur aktuellen Situation eine Verbesserung. Weil der Zins bei der Bewertung aller Vermögenswerte eine zentrale Rolle spielt, sorgt die erste Veränderung nach sieben Jahren Nullzins aber auch für Ungewissheit. Wie werden sich die Leitzinsen in den USA fortan entwickeln?

**Wunschvorstellung: Graduelle Normalisierung**

In der Vergangenheit fanden Zinswenden oft abrupt statt, mit Leitzinserhöhungen nach jedem Treffen des Notenbank-Offenmarktausschusses, die achtmal pro Jahr stattfinden. Aufgrund der Beispiellosigkeit des grossen geldpolitischen Experiments helfen historische Vergleiche an dieser Stelle wenig. Die Fed ist entsprechend bemüht, die Erwartungen zu formen, um Überraschungen zu vermeiden. Die Normalisierung soll nicht mechanisch, sondern graduell – in Abhängigkeit der weiteren Entwicklung der Wirtschaftsdaten – erfolgen und auf tieferem Niveau stoppen als früher. Folglich werden die Marktteilnehmer neue Zahlen zur Arbeitslosigkeit, zum Wachstum und zur Inflation nun mit grösserer Spannung und Nervosität als üblich verfolgen. Diese Daten dienen der Zentralbank als Entscheidungsgrundlage für weitere Zinserhöhungen.

Ein Blick auf die Prognosen der Fed und die aktuell eingepreisten Markterwartungen konkretisiert den Begriff «gradueller Normalisierung» und zeigt zugleich eine beachtliche Diskrepanz (vgl. Grafik auf Seite 3). Der Median der Prognosen der Fed-Mitglieder sieht für 2016 und 2017 einen Zinsanstieg von je einem Prozentpunkt und längerfristig ein Leitzinsniveau von 3.5 Prozent voraus. Mit anderen Worten doch immerhin ein Zinsanstieg pro Quartal oder nach jedem zweiten Treffen über die nächsten 24 Monate. Der derzeit vom Markt erwartete Anstieg fällt hingegen deutlich flacher aus: rund zwei weitere Zinsschritte dieses Jahr und gleich viele im 2017. Obwohl bereits diese Diskrepanz beachtlichen Raum für Überraschungen und Preisvolatilität offen lässt, würde eine Entwicklung innerhalb dieses Korridors der gewünschten graduellen Normalisierung entsprechen.

**Risiken: Überraschendes Bremsmanöver oder zurück an den Tropf**

Wir haben verschiedentlich auf die ausserordentlich bedeutende Rolle des Timings bei der Normalisierung der Geldpolitik hingewiesen. Zukünftige Entwicklungen sind nicht planbar und exogene Schocks (Stichwort:

WIRTSCHAFTSDATEN USA

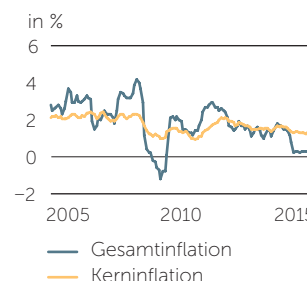
ARBEITSLOSIGKEIT



WIRTSCHAFTSWACHSTUM



INFLATION



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

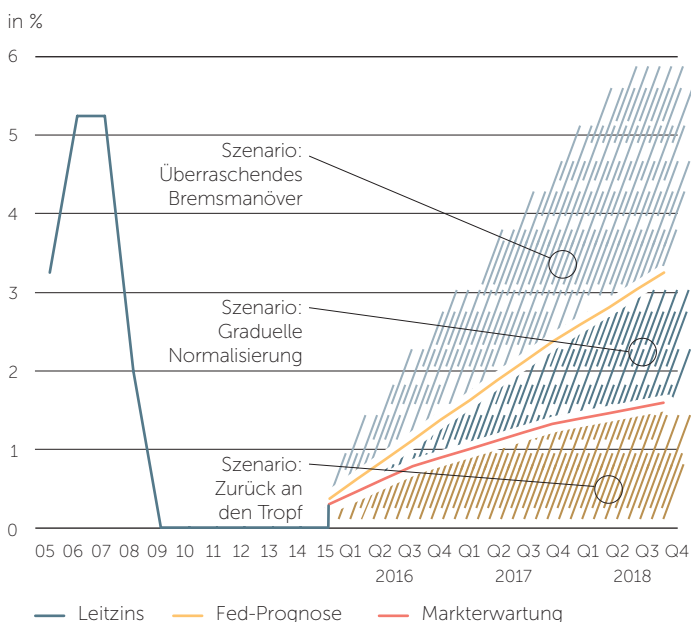
geopolitische Risiken) jederzeit möglich. Deshalb bestehen gegenüber der skizzierten Wunschvorstellung der graduellen Normalisierung Risiken in beide Richtungen, die zu grundlegenden Neubeurteilungen und damit auch Neubewertungen von Vermögenswerten mit entsprechenden Kursausschlägen führen könnten.

Ein überraschendes Bremsmanöver in der Form von deutlich häufigeren Zinssteigerungen wäre nötig, wenn die Inflation plötzlich aus dem Ruder liefe. Das könnte bei einer Wachstumsbeschleunigung über eine klassische Lohn-Preis-Spirale geschehen, weil die Zinsen bei Vollbeschäftigung zu lange zu tief geblieben sind. Eine Verknappung am Arbeitsmarkt führte zu steigenden Arbeitskosten, welche die Unternehmen den Konsumenten in Form von Preissteigerungen weiterbelasten würden. Erfahrungen aus den vergangenen Jahren legen jedoch den Schluss nahe, dass mit der Globalisierung, dem technologischen Fortschritt und dem erneuten Preisrückgang der Rohstoffe gleich mehrere Kräfte in entgegengesetzte Richtung wirken und die Inflation weiterhin unter der gewünschten Schwelle von 2 Prozent liegen dürfte.

Auf der anderen Seite besteht das Risiko, dass die Zinswende doch zu früh kam und der Wirtschaftsmotor dadurch abgewürgt wird. Seit der Beendigung der quantitativen Lockerung läuft die amerikanische Geldpolitik

## SZENARIEN US-LEITZINSENTWICKLUNG

### LEITZINS



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

nicht mehr synchron mit derjenigen Europas oder Japans. Der daraus resultierende Anstieg des US-Dollars entfaltet seinerseits bereits leicht bremsende Wirkung auf die US-Wirtschaft. Sollte deshalb die Normalisierung nach einem oder wenigen Zinsschritten ins Stocken geraten oder sogar rückgängig gemacht werden müssen, wäre dies ein äusserst negatives Signal für die Finanzmärkte. Der Patient wäre dann offenbar ohne künstliche Unterstützung nicht überlebensfähig und müsste zurück an den Tropf des billigen Geldes. Eine Rückkehr zur Nullzinspolitik wäre die Folge.

Obwohl die graduelle Normalisierung für uns das wahrscheinlichste Szenario ist, dürfen die Risiken auf beide Seiten aufgrund des Ausmasses und der Dauer der geldpolitischen Massnahmen nicht ausser Acht gelassen werden.

### Konsequenzen für die Schweiz

Die globale Geldpolitik mit der Konvergenz der Zinsen Richtung Nullpunkt überflutete die Zinsinsel Schweiz und brachte den Franken unter erheblichen Aufwertungsdruck. Die Negativzinsen stellen zumindest einen Teil der verloren gegangenen Zinsdifferenz wieder her und nehmen dadurch etwas Druck von unserer Währung, die sich seit Mitte 2015 auch nicht mehr aufwertete.

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) wird wohl in dieser Konstellation – obschon sie mit Blick auf den Immobilienmarkt vielleicht gerne möchte – erst nach der Europäischen Zentralbank (EZB) an der Zinsschraube drehen können. Trotz einer Wachstumsbeschleunigung in Europa ist die Erholung noch weit hinter derjenigen der USA zurück und der Wendepunkt wohl noch einige Zeit weg. Immerhin hat die EZB Anfang Dezember die Erwartungen der Finanzmärkte bezüglich einer zusätzlichen Lockerung der Geldpolitik verfehlt. Für die SNB eine durchaus positive Entwicklung, war es doch schliesslich die Wiederaufnahme der quantitativen Lockerung, die das Fass bezüglich Untergrenze damals zum Überlaufen gebracht hatte. Wir rechnen 2016 noch nicht mit einem Anstieg der kurzfristigen CHF-Zinsen, wohl aber mit einem leicht schwächeren Schweizer Franken. Die Zinswende wird in der Schweiz mit deutlicher zeitlicher Verzögerung folgen. Dennoch könnte dieser Punkt näher in der Zukunft sein, als ihn viele Marktteilnehmer derzeit erwarten.

### Auswirkungen auf die Anlagepolitik

Die expansive Geldpolitik wirkte sich auf die Bewertung aller Vermögenswerte aus. Folgt mit der Zinswende nun eine grosse Korrektur? Solange wir uns auf dem Pfad der graduellen Normalisierung befinden, rechnen wir nicht mit gewichtigen Substitutionsbewegungen aufgrund der Verschiebung der relativen Preise. Wir gehen jedoch davon aus, dass der Weg zur Normalisierung in den nächsten Jahren von diversen Spannungsentladungen begleitet sein wird und insgesamt tiefere Renditen und höhere Schwankungen als im historischen Durchschnitt resultieren werden.

Im relativen Vergleich bleiben Aktien nach wie vor die attraktivste Anlageklasse. Obwohl die Bäume auf den aktuellen Bewertungsniveaus nicht in den Himmel wachsen werden und die Kursschwankungen bereits zum Jahresauftakt starke Nerven brauchen, sind wir davon überzeugt, dass langfristige Beteiligungen an gesunden, widerstandsfähigen Unternehmen beim Vermögenserhalt eine zentrale Rolle einnehmen.

Die Leitplanken für unsere Vermögensverwaltungstätigkeit gibt auch im neuen Jahr unsere finanztheoretisch fundierte Anlagemethode vor. Wichtige Eckpfeiler bleiben unverändert unsere vier Investitionsgrundsätze: Diversifikation, Handelbarkeit, Disziplin und Transparenz.

# PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

Vor dem Hintergrund der skizzierten Situation an den Finanzmärkten sieht die taktische Vermögensaufteilung (TAA) der Zähringer Privatbank weiterhin eine Untergewichtung der Risikoklasse «tiefes Risiko» (Obligationen) vor. Als Gegenparteien favorisieren wir nach wie vor solide Industrieschuldner. Bei den Fremdwährungen rechnen wir aufgrund der geldpolitischen Konstellation mit einem weiterhin starken USD und sehen Erholungspotential bei den Rohstoffwährungen.

Die Risikoklasse «mittleres Risiko», die grösstenteils Aktien aus Industrieländern beinhaltet, bietet aus relativer Sicht das attraktivste Chancen-Risiko-Verhältnis und wird deshalb taktisch übergewichtet. Wir setzen auf Branchenebene Akzente im Bereich Technologie und Gesundheit. In der Risikoklasse «hohes Risiko», die neutral gewichtet ist, favorisieren wir Investitionen in europäische Nebenwerte (Small Caps), da sie überproportional von der Wachstumsbeschleunigung in der Region profitieren dürften.

Bei der Umsetzung der Anlagestrategie setzen wir in erster Linie auf Direktanlagen, die wir mit kosteneffizienten Indexinstrumenten ergänzen. Stellvertretend je ein Beispiel dafür:

## ● ABB

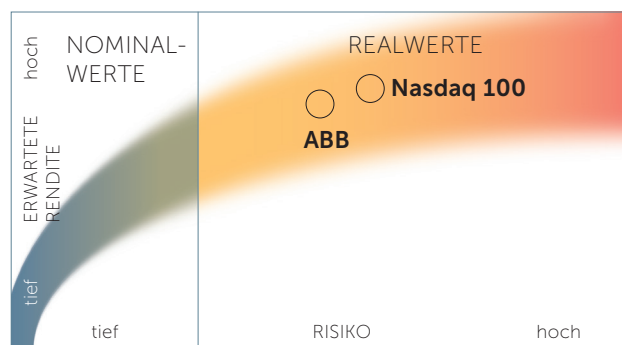
Der schwedisch-schweizerische Industriekonzern ABB blickt auf schwierige Jahre mit entsprechend unterdurchschnittlicher Aktienkursentwicklung zurück. Die stark fallenden Rohstoffpreise und der Umbruch in der Versorgungsindustrie führten zu einem Rückgang der Investitionen und damit einem verzögerten Bestelleingang. Mit den negativen Marktveränderungen und dem ausbleibenden Erfolg der Strategie der gesamten Abdeckung von Energieversorgung und Automation aus einer Hand ist auch ABB an einem Wendepunkt angelangt. Eine Aufspaltung des Konzerns scheint deshalb durchaus möglich, nicht zuletzt weil Mitte 2015 die schwedische Investorengesellschaft Cevian Capital ihre

Anteile an ABB auf über 5 Prozent erhöhte. Cevian Capital ist bekannt für die aktive Einflussnahme auf die Geschäftspolitik im Interesse der Aktionärinnen und Aktionäre. Wir sind der Ansicht, dass der aktuelle Aktienpreis das garstige Umfeld ausreichend reflektiert, und schätzen die attraktive Dividendenrendite von rund 4 Prozent.

## ● Nasdaq 100

Die digitale Revolution wird auch 2016 ungebremselt weitergehen. Dies führt einerseits zu Produktivitätsfortschritten bei etablierten Unternehmen, kann aber andererseits auch zerstörerische Kräfte freisetzen (z.B. Musikindustrie) und produziert im Technologiesektor laufend neue Gewinner und Verlierer. Im Schweizer Aktienmarkt ist dieser Sektor untervertreten. Nach wie vor bringen die USA am meisten Technologieunternehmen hervor. Es ist kaum möglich vorauszusagen, welches Unternehmen das nächste Google sein wird. Wir betreiben deshalb aus Risikoüberlegungen kein «Stock-Picking» und partizipieren mittels eines diversifizierten und kosteneffizienten Indexinstrumentes am Erfolg der US-Technologiebranche. Im Nasdaq-100-Index sind sowohl Schwergewichte wie Apple, Microsoft oder Amazon, aber auch jüngere Unternehmen wie Facebook, Netflix oder Tesla Motors enthalten.

## 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.