



ZÄHRINGER PRIVATBANK
KLASSISCHE WERTE. ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

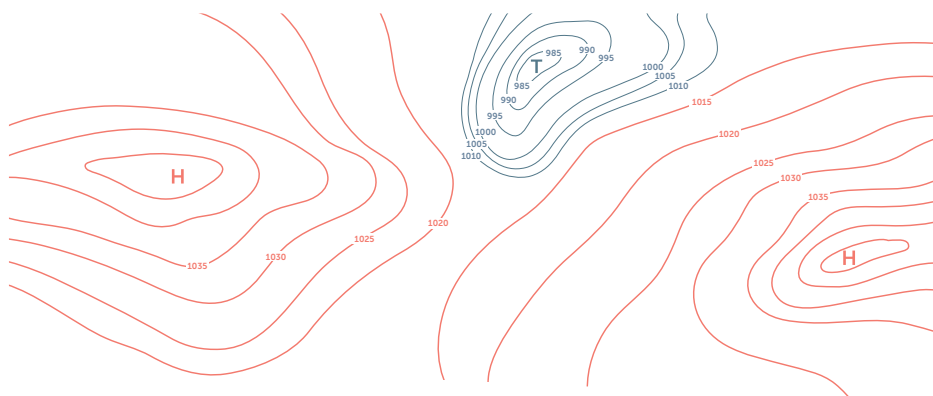
Positive Grundstimmung!

Kurz vor Jahresende wurden die neusten Messdaten zur Stimmungslage der US-Konsumenten publiziert. Es ist schon bemerkenswert, dass der Index des Konsumentenvertrauens in der grössten Volkswirtschaft der Welt einen Stand erreichte wie seit 2001 nicht mehr. Ist für diese positive Stimmung nun der frisch gewählte Präsident verantwortlich? Oder widerspiegelt sie einfach nur die Erleichterung, dass der unschöne Wahlkampf zu Ende ist? Trotz aller Nebengeräusche vertrauen wir den bewährten demokratischen Institutionen der USA und gehen davon aus, dass sich dank der «Checks and Balances» eine pragmatische Politik durchsetzen wird und die beabsichtigten Massnahmen in der Tendenz wachstumsfreundlich sein werden.

Im Übrigen hängt eine Vielzahl von wirtschaftlichen Aktivitäten weder vom aktuellen Präsidenten noch von volkswirtschaftlichen Modellen ab, sondern vom Optimismus und der Risikobereitschaft von Unternehmern, Kapitalgebern und Konsumenten. Dieser Quelle entstammen langfristig sowohl Prosperität und Innovation als auch die nötige Willenskraft, anstehende Herausforderungen anzupacken und zu meistern. In diesem Sinne wünschen wir Ihnen einen stimmungsvollen Auftakt, besonders aber gute Gesundheit und viel Erfolg im 2017.

Martin Schenk
Vorsitzender der Geschäftsleitung

VERBESSERTE GROSSWETTERLAGE?



2016 wird als das Jahr in Erinnerung bleiben, in dem sich die Britinnen und Briten für einen Ausstieg aus der Europäischen Union entschieden und die US-Amerikanerinnen und -Amerikaner mit Donald Trump einen Quereinsteiger zum Präsidenten gewählt haben. Diese beiden politischen Entscheidungen überraschten sowohl die Medien als auch die Finanzmärkte und bewegten die Kurse von Aktien, Obligationen und Währungen – aber nicht immer so wie im Vorfeld allgemein erwartet. Der Schlüssel zu einem positiven realen Wertzuwachs lag im vergangenen Jahr in der Disziplin und der Diversifikation. Disziplin bedeutet, trotz diverser Rückschläge und Wertschwankungen die eingeschlagene Anlagestrategie konsequent durchzuführen. Disziplin heisst aber auch, im Wissen um die beschränkte Prognosefähigkeit in einem komplexen System keine unkontrollierten Wetten einzugehen.

Der Heimmarkt gab für Schweizer Anlegerinnen und Anleger in einem Umfeld negativer Zinsen und seitwärts tendierender Aktien- (Swiss Performance Index -1.4%) und Obligationenpreise (Swiss Bond Index +1.5%) insgesamt wenig her. Internationale Diversifikation wirkte sich jedoch auf verschiedenen Ebenen positiv auf die Portfolioerendite aus. Mit einem Schlusspurt im letzten Quartal legten die Beteiligungspapiere in den USA besonders stark zu, dicht gefolgt von denjenigen der Schwellenländer. Die Branchen Energie und Grundstoffe gehörten nach einem verlustreichen 2015 zu den Gewinnern von 2016 und schliesslich lohnte sich auch die Beimischung von Fremdwährungsanleihen bei den verzinslichen Anlagen. Zum Jahresauftakt legen wir den Fokus auf vier wichtige und aus unserer Sicht relevante Themengebiete und stellen uns die Frage, wie sich die Ausgangslage in den letzten zwölf Monaten verändert hat.



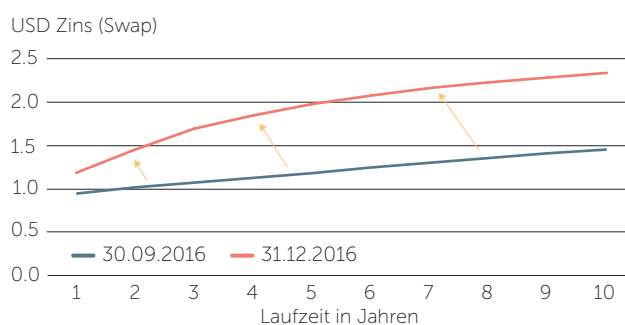
DEFLATIONSÄNGSTE VORERST VOM TISCH

Die globale Geldpolitik zeigt sich praktisch unverändert zum Vorjahr. Ein winziger Zinsschritt zum spätest möglichen Zeitpunkt des Jahres war alles, was bei der in Aussicht gestellten graduellen Normalisierung der US-Geldpolitik im 2016 herauschaute. In Japan und Europa bleibt eine Straffung nach wie vor Zukunftsmusik. Beide Notenbanken betreiben weiterhin quantitative Lockerung, indem sie Staatsschulden und andere Wertpapiere aufkaufen. Solange dies in Europa so bleibt, wird der Leitzins auch im Schweizer Franken im negativen Bereich verharren, weil der Schweizerischen Nationalbank aus währungsrechtlichen Überlegungen die Hände gebunden sind.

Deutlich mehr Dynamik als bei den Leitzinsen herrscht derzeit allerdings am langen Ende der Zinskurve. Im letzten Quartal des vergangenen Jahres stiegen die langfristigen Nominalzinsen der USA überproportional an, was vielerorts zu steileren Zinsstrukturkurven und empfindlichen Preiskorrekturen bei langfristigen Obligationen führte. Grund dafür war ein sprunghafter Anstieg der

Inflationserwartungen in Antizipation einer veränderten US-Wirtschaftspolitik. Vor dem Hintergrund der ohnehin schon tiefen Arbeitslosigkeit könnten die in Aussicht gestellten fiskalpolitischen Impulse zur Erneuerung der Infrastruktur tatsächlich preistreibend wirken. Ob sich der aktuell beobachtbare Optimismus mittelfristig tatsächlich auch in höheren Wachstumsraten niederschlägt, wird sich weisen. Deflationsängste wurden durch diese Entwicklung in den Hintergrund gedrängt und der Trend zur Ausweitung negativer Zinsen für immer längere Laufzeiten vielerorts zurückgebunden.

Steilere Zinsstrukturkurven im 4. Quartal 2016



Quelle: Bloomberg

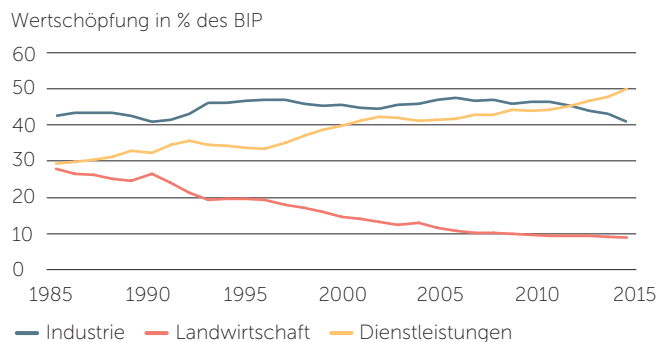


CHINAS TRANSFORMATION KOMMT VORAN

Ein weiterer Brennpunkt ist die Wirtschaft Chinas. Durch die eindruckliche Entwicklung der letzten dreissig Jahre ist das Reich der Mitte zur zweitgrössten Volkswirtschaft der Welt aufgestiegen. Mittlerweile stösst das stark investitions- und exportgetriebene Wachstum an seine Grenzen und die Schattenseiten wie die steigende Umweltbelastung werden immer sichtbar. Deshalb erklärte es die chinesische Regierung 2013 zum Ziel, die Struktur der Wirtschaft zu verändern. Künftiges Wachstum soll vermehrt durch privaten Konsum und den Dienstleistungssektor generiert werden. Die unvermeidbare und letztlich auch erwünschte Wachstumsverlangsamung soll zudem in geordneten Bahnen verlaufen. Ein hochkomplexes Unterfangen mit ungewissem Ausgang, das von den Finanzmärkten genau beobachtet wird. Zwei grössere Preiskorrekturen der letzten 18 Monate sind auf Sorgen über eine harte Landung der chinesischen Wirtschaft zurückzuführen. Diese Befürchtungen sind bisher nicht eingetreten. Das Wachstum verläuft im angestrebten Zielband und auch die von

etlichen Marktteilnehmern heraufbeschworene unkontrollierte Abwertung der chinesischen Währung blieb 2016 aus. Darüber hinaus gewinnt der Dienstleistungssektor stark an Bedeutung, wie die untenstehende Abbildung zeigt. Obwohl die eingeschlagene Richtung zweifellos stimmt, sind dennoch nicht alle Entwicklungen erfreulich. Seit der Finanzkrise bewegt sich das Kreditwachstum auf einem Pfad, der auf Dauer nicht nachhaltig ist. Ausserdem ist der Grenznutzen zusätzlicher Investitionen in den letzten Jahren deutlich rückläufig.

Chinas Dienstleistungssektor wächst



Quelle: Weltbank



ÖLPREIS STABILISIERT

Auch die Energiepreise stehen unter besonderer Beobachtung. Nach den beschlossenen Förderkürzungen der OPEC hat sich der Erdölpreis weiter erholt und stieg gegen Ende Jahr wieder deutlich über USD 50 pro Fass. Die Bedeutung dieser Erholung darf nicht unterschätzt werden. Zuvor geriet der Markt für Erdöl hauptsächlich aufgrund von Veränderungen in der Angebotsstruktur komplett aus dem Gleichgewicht, was dazu führte, dass sich der Ölpreis zwischen August 2014 und Januar 2016 mehr oder weniger im freien Fall (–75%) bewegt hatte.

Diese Preiskorrektur war derart einschneidend, dass sie über verschiedene Kanäle negativ auf die Stabilität der

Finanzmärkte zu wirken drohte: zum Beispiel über einen sprunghaften Anstieg der Konkurse im Energiesektor mit Ausfällen für Anleger und kreditgebende Banken oder über aus dem Lot geratende Budgets und nicht länger nachhaltige Währungsanbindungen von erdölproduzierenden Ländern. Diese Sorgen reflektierten sich vor einem Jahr noch in deutlich tieferen Bewertungen von Vermögenswerten im Energiesektor sowie in einer erhöhten Korrelation zwischen Bewegungen im Ölpreis und praktisch allen risikobehafteten Anlagen. Mittlerweile hat sich dieses Verhältnis wieder entspannt. Der Preis pendelte sich auf einem Niveau ein, auf dem die meisten Produzenten überleben können, ohne dass der Anstieg für Konsumenten oder das Weltwirtschaftswachstum zum Problem würde.



UNBERECHENBARE POLITIK

Der bereits länger anhaltende Trend der politischen Polarisierung hat sich 2016 weiter verstärkt. Sowohl der Brexit als auch die Wahl Donald Trumps reflektieren den Wunsch von ziemlich genau der Hälfte der jeweiligen Wählerschaft nach Veränderungen. In beiden Fällen ist zum jetzigen Zeitpunkt noch schwer abschätzbar, wie stark sich die Rahmenbedingungen für die Wirtschaft tatsächlich verändern werden. Wie wird der Brexit-Entscheid in der Praxis genau vollzogen? Wird es eine Trennung im Guten mit Erhalt eines möglichst grossen Teils der gemeinsamen wirtschaftlichen Basis im Interesse beider Parteien? Oder lässt die politische Konstellation nur einen Hard-Brexit zu? Setzt sich der Polarisierungstrend auch bei den anstehenden Wahlen in Deutschland und Frankreich fort? Fragezeichen gibt es aber auch auf der anderen Seite des Atlantiks. Die

US-Amerikaner haben einen unkonventionellen und wenig berechenbaren Präsidenten gewählt. Welcher Teil der wenig kohärenten Äusserungen war in erster Linie Wahlkampfretorik und welcher wird die künftige Wirtschaftspolitik tatsächlich prägen? Wie viel Spielraum hat ein Outsider innerhalb der bestehenden Regierungsstrukturen überhaupt? Wie werden sich die Republikaner im Kongress zu fiskalpolitischen Ideen stellen?

Natürlich lassen sich auch sehr pessimistische Szenarien an die Wand malen. Sollten protektionistische Massnahmen tatsächlich überhandnehmen und gar in einen Handelskrieg ausarten, hätte dies ebenfalls preistreibende Wirkung. In Kombination mit sinkenden Wachstumsraten drohte dann jedoch schlimmstenfalls Stagflation. Obwohl die initiale Reaktion des Marktes mit den stark steigenden Aktienkursen ein optimistischeres Bild zeichnet, besteht auch für dieses Szenario eine gewisse Wahrscheinlichkeit.



AUSBLICK 2017

Diese vier Themengebiete prägen die Ausgangslage fürs 2017 besonders. Zieht man ausserdem die sich aufhellenden Konjunkturindikatoren und die global etwas anziehende Wachstumsdynamik heran, ergibt sich im Vergleich zum Vorjahr ein geringfügig positiveres Bild für risikobehaftete Anlagen. Sofern es die Risikofähigkeit erlaubt, bleibt für uns deshalb die Beteiligung an der realen Wertschöpfung robuster und anpassungsfähiger Unternehmen zentraler Bestandteil des Gesamtportfolios. Insgesamt verbleiben die Renditeerwartungen vor dem Hintergrund des Wachstumspotentials der Industrieländer, des globalen Zinsniveaus

und der Bewertung der Anlageklassen zwar unter dem historischen Durchschnitt. Beteiligungspapiere bieten jedoch nach wie vor das attraktivste Chancen-Risiko-Verhältnis. Obwohl sich die Grosswetterlage leicht verbessert hat, werden auch im kommenden Jahr Sturmtiefs auftauchen, die wir heute noch nicht auf dem Radar haben können. Präsidiale Tweets werden Kurse bewegen und sowohl Ereignisse als auch Marktreaktionen darauf werden überraschen. Wir haben nicht den Anspruch, die Zukunft zu prognostizieren. Wir begegnen der Unsicherheit nach wie vor mit breiter Diversifikation (über Anlageklassen, Branchen und Regionen) und unveränderter Disziplin, um auf die unterschiedlichen Wetterlagen vorbereitet zu sein.

PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

In Anbetracht der beschriebenen Grosswetterlage drängen sich keine markanten Veränderungen in der Anlagepolitik auf. Unsere taktische Vermögensaufteilung sieht weiterhin eine Untergewichtung der Nominalwertanlagen vor. Im Obligationenbereich bevorzugen wir Unternehmensanleihen gegenüber staatlichen Schuldnern und Mischen aufgrund der Überbewertung des Schweizer Frankens ausgewählte Fremdwährungsanleihen bei. Auch die Übergewichtung der Realwertanlagen bleibt bestehen. Beteiligungspapiere bieten aus relativer Sicht das attraktivste Chancen-Risiko-Verhältnis. Nach der bescheidenen Entwicklung im vergangenen Jahr sehen wir besonders in der Gesundheitsbranche Potential, aber auch der Technologiesektor bleibt weiterhin interessant. Zurückhaltung üben wir trotz der starken Erholung in der zweiten Jahreshälfte unverändert im Finanzsektor.

Stellvertretend zwei Unternehmen, die unsere Kriterien für die Aufnahme in ein diversifiziertes Wertchriftenportfolio erfüllen:

● SAP

SAP zählt weltweit zu den führenden Anbietern von Softwarelösungen, die zur Abwicklung sämtlicher Prozesse eines Unternehmens dienen, wie beispielsweise Einkauf, Produktion, Lagerhaltung, Controlling oder Personalwesen.

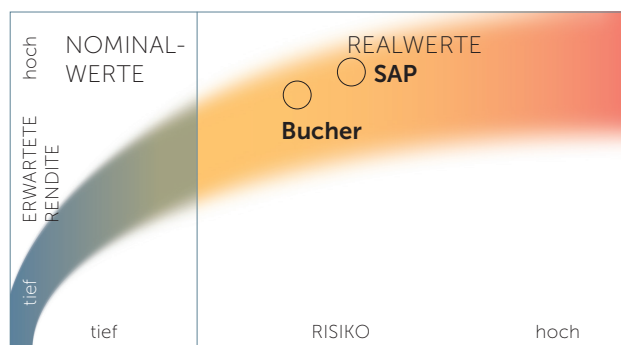
Bereits 2010 trat SAP mit einer eigenen Entwicklungsplattform in das Cloud Computing ein und hat sich so frühzeitig in dieser neuen Technologie, die enormes Wachstumspotential aufweist, positioniert. Cloud-Dienstleistungen tragen bereits rund 14 Prozent zum Umsatz bei; dies führt dank dem Subskriptionsgeschäft zu stabilen und prognostizierbaren Erträgen. Uns gefällt das Geschäftsmodell von SAP, das zum Ziel hat, mit einer Softwarelösung sämtliche Prozesse eines Unternehmens zu steuern. Auch dank des bereits beachtlichen Erfolgs der Cloud-Dienstleistungen in kurzer Zeit sowie

der anhaltenden Investitionen in die Weiterentwicklung der Softwareplattformen sind wir davon überzeugt, dass SAP für das Voranschreiten der «digitalen Revolution» hervorragend aufgestellt und in Anbetracht des enormen Wachstumspotentials vernünftig bewertet ist.

● Bucher Industries

Bucher Industries ist ein global tätiges Unternehmen aus der Schweizer Maschinenindustrie. Bucher baut Landmaschinen, Kommunalfahrzeuge und Hydrauliksysteme sowie Produktionsanlagen und Automatisierungstechniken für die Glasbehälter- und Getränkeindustrie. Die Tochter «Kuhn Group», die rund 43 Prozent zum Umsatz beiträgt, zählt im weltweiten Vergleich zu den margenstärksten Herstellern von Landwirtschaftsgeräten. Durch die Preisreduktion für Agrargüter und die damit verbundenen tieferen Investitionen musste diese Sparte 2016 jedoch einen Umsatzrückgang verbuchen. Trotz diesem zurzeit herausfordernden Marktumfeld erachten wir Bucher als attraktive Aktieninvestition. Der globale Trend Richtung Effizienzsteigerungen in der Landwirtschaft wird der Nachfrage nach Landmaschinen langfristig Auftrieb verleihen. Bucher verfügt über ein gut diversifiziertes Geschäftsprofil und eine solide Bilanz, die eine unternehmerische Eigenständigkeit ermöglicht.

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 Tötigung einer Anlage dar. Bitte kontaktieren Sie Ihren Kundenberater für weitere Informationen.