



ZÄHRINGER PRIVATBANK  
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

## Das Messen in Kalenderjahren

Viele Menschen nutzen den Jahresbeginn zur Formulierung guter Vorsätze oder persönlicher und beruflicher Ziele. Zum Jahresanfang treffen auch die Vermögensauszüge der Banken und die staatliche Aufforderung zur Steuerdeklaration ein. Deshalb ist es auch eine beliebte Zeit, sich mit den persönlichen Finanzen zu beschäftigen.

Bei Vermögensanlagen birgt die Messung in Kalenderjahren die Gefahr einer zu kurzfristigen Optik. 2018 ging als schlechtes, 2019 hingegen als aussergewöhnlich gutes Börsenjahr in die Geschichte ein. Schiebt man das Zeitfenster um nur zwei Monate nach vorne, sind wir auf dem Weg zu zwei aufeinanderfolgenden positiven Aktienjahren mit jeweils leicht überdurchschnittlichen Renditen. Dieses Beispiel zeigt, wie arbiträr eine Stichtagsbetrachtung nach Kalenderjahren im Grunde genommen ist.

Institutionen werden durch diverse Auflagen in einen Kalenderrhythmus gepresst. Für Privatpersonen besteht dieser Zwang nicht im selben Mass. Dies ist ein Privileg. Es empfiehlt sich, die Jahresrenditen zwar zur Kenntnis zu nehmen, den einzelnen Etappenergebnissen aber keine allzu grosse Bedeutung zukommen zu lassen. Sie sollten nachvollziehbar und verständlich sein, sind aber für langfristige Anlageentscheide letztlich irrelevant.

Martin Schenk  
Vorsitzender der Geschäftsleitung

## DIE KARAWANE ZIEHT WEITER

Wir treten das neue Jahrzehnt mit einem Plädoyer für eine langfristige Optik an. Diese ist in der Vermögensverwaltung von zentraler Bedeutung, droht aber in der Hektik des Nachrichtenflusses bisweilen in den Hintergrund zu treten. Jede erfolgreiche Anlagetätigkeit beruht auf einer tragfähigen, auf die individuellen Bedürfnisse und Ziele abgestimmten Anlagestrategie, die das Gesamtvermögen auf die verschiedenen Anlageklassen aufteilt. Es ist die Strategie, die einen absolut entscheidenden Einfluss auf die Anlagerendite hat, und es ist diese Anlagerendite, die über die Kraft des Zinseszinses die langfristige Vermögensentwicklung prägt.

Der mit Abstand wichtigste Aspekt bei der Beschäftigung mit den persönlichen Finanzen ist deshalb die regelmässige Überprüfung der persönlichen Anlagestrategie. Passt die Strategie nach wie vor, empfiehlt sich die disziplinierte Weiterverfolgung des eingeschlagenen Wegs, ohne besondere Berücksichtigung aktueller Nebengeräusche. Das orientalische Sprichwort «Die Hunde bellen, die Karawane zieht weiter» ist ein passendes Bild dazu.

Es gibt beispielsweise zu jedem Zeitpunkt der Geschichte plausible Argumente, weshalb es gerade jetzt besonders riskant sei, in Aktien zu investieren. Vor einem Jahr waren es geopolitische Unsicherheiten, konjunkturelle Sorgen und die damals fallenden Aktienkurse. Aktuell sind es immer noch geopolitische Unsicherheiten, konjunkturelle Sorgen und nun der starke Kursanstieg des vergangenen Jahres.



Die Thematisierung von Risiken und möglichen Gefahren hört sich wohlüberlegt und clever an. Letztlich ist es aber das systematische Tragen entschädigter Risiken unter Unsicherheit, das die Mehrrendite möglich macht. So gross die Versuchung ist, mittels Markttiming möglichen Kurstauchern ausweichen zu wollen, so gross ist gleichzeitig die Gefahr, bei steigenden Kursen an der Seitenlinie zu stehen, den Wiedereinstieg anschliessend zu verpassen und deshalb die langfristigen Ziele zu verfehlen. Bei steigenden Kursen nicht investiert zu sein, ist eines der grössten Risiken, nicht nur des Jahres 2019.

Die bewusst zugespitzte Formulierung mit den Nebengeräuschen, symbolisiert durch die bellenden Hunde, soll weder die Relevanz der nachfolgenden Lagebeurteilung schmälern noch den Eindruck erwecken, dass wir uns als Vermögensverwalter bei der Umsetzung der individuellen Anlagestrategien nicht täglich intensiv mit dem Welt- und Marktgeschehen auseinandersetzen und laufend Feinsteuerungen vornehmen. Es geht vielmehr darum, die übergeordnete Bedeutung der Strategie einzuordnen und den Wert der Disziplin in der Umsetzung zu unterstreichen.



## WIRTSCHAFT

### WEDER ZU HEISS NOCH ZU KALT

Die wirtschaftliche Gewichtsverschiebung Richtung Osten ist ein rund 30 Jahre alter Trend, der auch die angebrochene Dekade prägen wird. In Anbetracht der Dynamik ist dies keine gewagte Prognose. Beträgt der Anteil Asiens an der Weltwirtschaftsleistung inzwischen rund die Hälfte (51%), fällt der Beitrag zu deren Veränderungsrate, dem globalen Wachstum, mit knapp zwei Drittel (63%) noch dominanter aus.

Im vergangenen Jahr hat sich das Wachstum der Weltwirtschaft allerdings verlangsamt. Die reale Zuwachsrate sank von über 3.5% auf gegen 3%. Die konjunkturelle Abkühlung betraf alle bedeutenden Wirtschaftsregionen mit Ausnahme Japans. Aufgrund von Basiseffekten liegt

eine allmählich rückläufige Entwicklung der deutlich überdurchschnittlichen Wachstumsrate der chinesischen Wirtschaft auf der Hand. Im vergangenen Jahr verlangsamte sich aber auch die Wirtschaftsentwicklung in den USA und insbesondere auch in der Eurozone, die sich zunehmend als Hauptleidtragende des Handelskonflikts herauskristallisiert. Unter dem Strich resultierte 2019 das tiefste Wachstum seit der Finanzkrise. Für 2020 wird eine weiterhin positive Entwicklung auf vergleichbarem Niveau erwartet. Der mittlerweile zehn Jahre anhaltenden Expansionsphase mit geringen Schwankungen in den Wachstumsraten haftet mit Blick auf die globale Geldpolitik etwas Künstliches an. Trotz erheblicher regionaler Unterschiede gilt es allerdings festzuhalten, dass das Wachstum auf globaler Ebene zwar nicht spektakulär, aber dennoch deutlich positiv ausfällt. Die Rezessionsgefahr scheint derzeit überblickbar und gleichzeitig droht weder wirtschaftliche Überhitzung noch Inflation.



## FINANZMÄRKTE

### INTAKTE RISIKOPRÄMIE AUF BETEILIGUNGS- PAPIEREN

Die wirtschaftliche Verlangsamung widerspiegelte sich 2019 in rückläufigen Langfristzinsen. Der konjunkturelle Pessimismus gipfelte im Spätsommer, als die Zinsstrukturkurve in den USA einen inversen Verlauf annahm. Dies wurde von zahlreichen Marktteilnehmern als Warnsignal für eine bevorstehende Rezession gedeutet. Offenbar verfrüht, denn seither hat sich das Bild deutlich aufgehellt. Augenfällig ist die Sektorrotation an den internationalen Aktienmärkten, die seit September zu beobachten ist. Besonders konjunktursensitive Werte haben in den letzten vier Monaten des Jahres den Gesamtmarkt deutlich

überflügelt, was auf eine erneute Belebung der Konjunktur hindeutet. Trotzdem ist es ratsam, für das neue Jahrzehnt nicht mit gleich hohen Renditeerwartungen zu kalkulieren, wie sie in den letzten zehn Jahren realisierbar waren. Der Beitrag verzinslicher Anlagen dürfte auf absehbare Zeit vernachlässigbar ausfallen, da die Obligationenrenditen tief sind und die Zinsnormalisierung auf sich warten lässt. Die Gewinnentwicklung der Unternehmen blieb im vergangenen Jahr im Durchschnitt hinter der Aktienkursentwicklung zurück. Diese Bewertungsexpansion spricht auch bei Beteiligungspapieren für eine leicht unterdurchschnittliche langfristige Renditeerwartung. Im relativen Vergleich mit verzinslichen Anlagen bleiben Aktienanlagen trotzdem attraktiv. Mit einer Dividendenrendite von knapp 3% bietet zum Beispiel der Schweizer Markt weiterhin stattliche Ausschüttungen und die Gewinnrendite von über 5.5% spricht für eine intakte Risikoprämie.



## POLITIK FORTSCHRITT AUF ZWEI GROSS- BAUSTELLEN

Der Handelskonflikt und der Brexit waren in den letzten Jahren zwei bedeutende Unsicherheitsquellen der internationalen Politik, welche die Finanzmärkte belasteten. Auf beiden Grossbaustellen standen die Zeichen in den letzten Wochen auf Fortschritt. Beim Brexit lichtete sich der Nebel nach den Wahlen in UK zumindest innenpolitisch. Die gewünschte Trennung kann nun stattfinden, ist aber dennoch längst nicht vollzogen. Im Handelskonflikt, der für die Entwicklung der Weltwirtschaft von deutlich grösserer Bedeutung ist, erfolgte mit dem sogenannten «Phase one deal» eine Annäherung. Die spieltheoretischen Vorzeichen standen günstig dafür. Präsident Trump hat kein Interesse, seine Wiederwahl durch ökonomische Volatilität als Folge einer unkontrollierten Eskalation des Konflikts aufs Spiel

zu setzen. Eine Etappierung der Verhandlungen erlaubt einerseits, auf Zeit zu spielen, und bietet andererseits das Potential für gelegentliche Erfolgsmeldungen.

Trotz dieser Fortschritte werden beide Themen auch in den kommenden Jahren weiter Schlagzeilen liefern und Kurse bewegen. Insbesondere die wachsende Rivalität zwischen den USA und China mit Reibungsflächen nicht nur auf handelspolitischer, sondern auch auf technologischer und sicherheitspolitischer Ebene wird über die angebrochene Dekade hinaus das gesamte 21. Jahrhundert prägen.

Im kommenden Jahr werden aber auch die US-Wahlen besonders im Fokus der Marktteilnehmer stehen. Ab Februar beginnen die demokratischen Vorwahlen und am 3. November 2020 findet die Präsidentschaftswahl statt. Sollte sich ein ähnlich knapper Ausgang abzeichnen wie 2016, ist mit einiger Volatilität in denjenigen Sektoren zu rechnen, in welchen sich die Konzepte der Kandidaten stark unterscheiden. Unter besonderer Beobachtung dürften die Branchen Gesundheit, Technologie und Energie stehen.



## ANLAGEPOLITIK REBALANCING, ABER KEIN RICHTUNGS- WECHSEL

Durch den starken Anstieg der Aktienkurse im vergangenen Jahr haben sich die relativen Gewichte in den Wertschriftenportfolios verschoben. Ein regelmässiges Ausbalancieren (Rebalancing) ist in solchen Marktphasen fester Bestandteil unseres sorgfältigen Vermögensverwaltungshandwerks. Gewinnmitnahmen auf Positionen, die sich besonders erfreulich entwickelten, erlauben eine Reduktion auf die gewünschte Zielgrösse. Durch diese antizyklische Massnahme stellen wir sicher, dass die Zusammensetzung der Portfolios nach wie vor der definierten Anlagestrategie mit ihren taktischen Bandbreiten entspricht.

Eine grundlegende Neuausrichtung der Anlagepolitik drängt sich hingegen nicht auf. Beteiligungspapiere bleiben unsere bevorzugte Anlageklasse. Die intakte Risikoprämie spricht für ein attraktives Chancen-Risiko-Profil. Wir achten auf gute Qualität und halten weiterhin ein leichtes Übergewicht in defensiven Branchen wie zum Beispiel Nahrungsmittel und Gesundheit. Die beschriebene Sektorrotation im vierten Quartal hat aber auch gezeigt, wie wichtig eine ausgewogene Diversifikation auf Branchenebene ist. Dank

einem Übergewicht der Industrieunternehmen waren wir auf diese Entwicklung gut vorbereitet.

Der verzinsliche Bereich bleibt höchst anspruchsvoll und bietet nur geringe Chancen. Die Zinsen sind niedrig und die Zinsstrukturkurven flach. Im Gegensatz zu den Beteiligungspapieren werden Kreditrisiken derzeit nur unzureichend entschädigt. Deshalb verlassen wir den Bereich guter Bonität (Investment Grade) nicht. Durch eine sorgfältige Auswahl und breite Diversifikation von Obligationen mit überblickbaren Restlaufzeiten sind wir bestrebt, in diesem Bereich eine positive Rendite zu erwirtschaften und gleichzeitig das Schadenpotential unerwarteter Ausfälle zu limitieren.

Unverändert bleibt ausserdem der bewusste Verzicht auf intransparente oder illiquide Anlagen aus dem alternativen Bereich, wie zum Beispiel Hedge Fonds. Obwohl durch die Hinzunahme solcher Anlagen die Schwankungsbreite der Portfolios in der Theorie reduziert werden könnte, bringen diese in der Praxis hohe Kosten, unerwünschte und asymmetrische Risiken sowie unter dem Strich oftmals enttäuschende Renditen mit sich. Wir bevorzugen das symmetrische Profil und die Robustheit von Direktanlagen in Beteiligungspapieren. Die jederzeitige Handlungsfreiheit aufgrund ihrer Liquidität und die uneingeschränkte Partizipation an steigenden Kursen wiegen den Nachteil der etwas höheren Kursschwankungen mehr als auf.

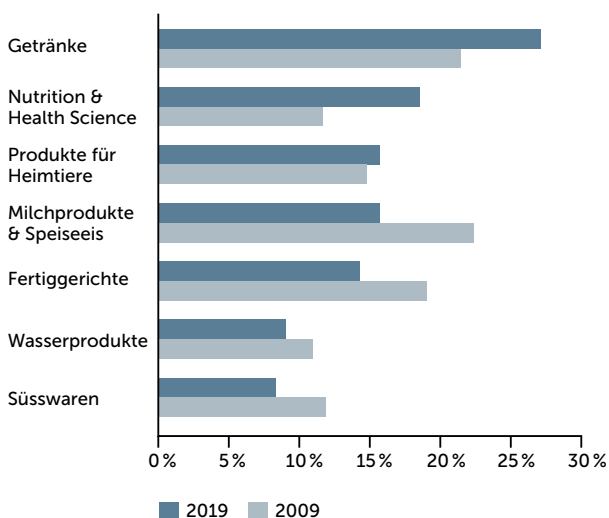
# PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

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

## Nestlé

Die kleine Schweiz bringt Grosses hervor – so auch den weltgrössten Nahrungsmittelkonzern Nestlé. Korrekterweise muss angefügt werden, dass Nestlé den Hauptsitz in Vevey hat, die grössten Umsatztreiber jedoch weder in der Schweiz noch in den Industrienationen liegen. In den meisten Geschäftsfeldern steigt der Umsatz in den Schwellenländern am schnellsten und auch die Margen sind in diesen Regionen am höchsten. Unter dem neuen CEO Mark Schneider wird seit 2018 das Produktportfolio umgebaut und der Fokus wird auf Premiumprodukte wie Säuglingsnahrung oder Produkte für Tiere gelegt.

## VERÄNDERUNG DER UMSATZANTEILE VON NESTLÉ



Quelle: Nestlé

Ein markanter und bisher erfolgreicher Schritt in diese Richtung war beispielsweise der Zukauf der Vermarktungsrechte für den Handel mit den Kaffeebohnen von Starbucks. Wachstumsschwache Bereiche aus den Segmenten

Milchprodukte und Speiseeis, Fertigprodukte oder Süsswaren werden abgestossen. Nestlé verfügt mit einer Eigenkapitalquote von knapp 40% über die nötigen finanziellen Mittel, um den gestarteten Konzernumbau weiterzuvorführen, und ist unserer Ansicht nach ein absoluter Kernwert für Schweizer Anleger. Uns überzeugen die solide Finanzierung, die weltweite Abstützung und das professionelle Management, sodass Nestlé auch nach der erfreulichen Entwicklung im 2019 als stabilisierender Anker eine ansprechende Position in den Portfolios haben sollte.

## Alcon

Alcon ist das weltweit grösste auf Augenheilkunde spezialisierte Medizinaltechnikunternehmen, das mittels Spin-off von Novartis im April 2019 wieder als eigenständige Firma an den Kapitalmarkt kam. Alcon teilt sich in die zwei Geschäftsbereiche Augenchirurgie sowie Kontaktlinsen und Augengesundheit auf. Im Bereich Augenchirurgie, wo Alcon Marktführer ist, deckt das Unternehmen von operativen Verbrauchsmaterialien (z.B. Schneideinstrumente oder Tuchwaren) über künstliche Linsen bis zu den Augenlaser- und Diagnosegeräten die gesamte Ausrüstung für Ärzte ab. Im Bereich Kontaktlinsen und Augengesundheit ist Alcon weltweit die Nummer zwei, muss seinen Platz in diesem dynamischen Umfeld jedoch laufend mit Innovationen und Neuentwicklungen verteidigen.

Wir erachten die Abspaltung von Novartis als sinnvollen Schritt, da Alcon nun in Bezug auf die strategische Fokussierung, die Produktzyklen sowie die Finanzierungsmöglichkeiten deutlich agiler reagieren kann. Aus früheren Transaktionen musste Alcon eine hohe Altlast an immateriellen Vermögenswerten in die Selbständigkeit mitnehmen und hat dadurch vorübergehend einen etwas eingeschränkten finanziellen Handlungsspielraum. Wegen der hohen Kosten für die Separierung von Novartis sowie enttäuschender Margensteigerung fiel Alcon im letzten Quartal 2019 nicht in die Gunst der Investoren. Wir begrüssen den Entscheid von Alcon, sich nicht auf kurzfristige Gewinnsteigerungen zu fokussieren, sondern mit dem Kostensparprogramm freie Mittel zu generieren, die anschliessend in die Produktentwicklung investiert werden können. Mit Blick auf die alternde Gesellschaft verspricht die Augenheilkunde zweifellos grosses Potential.

**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.