



ZÄHRINGER PRIVATBANK
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMÄSSE LÖSUNGEN

Verantwortung

Das gesellschaftliche Bewusstsein für Nachhaltigkeit nimmt zu und rückt die Verantwortung des Kapitals und deren Verwalter in den Fokus. Das ist gut und auch richtig so, denn die Versorgung der Wirtschaft mit Kapital hat eine stark lenkende Wirkung.

An der Schnittstelle zwischen den anvertrauten Vermögen und dem Kapitalmarkt gehört diese Verantwortung zu unserem Selbstverständnis. Das Bewusstsein ist tief in unserer Anlagemethode verankert. Mit dem primären Einsatz transparenter Direktanlagen bieten wir unserer Kundschaft eine unmittelbare Partizipation an der Wertschöpfung sorgfältig selektierter Unternehmen, die nicht nur finanziell, sondern auch bezüglich Unternehmensführung (Umwelt, Soziales, Governance) überzeugen. Einige tragen durch Innovation und technologischen Fortschritt direkt zur Lösung aktueller Herausforderungen bei, andere decken herkömmliche Bedürfnisse unserer Gesellschaft ab. Eines ist ihnen aber gemeinsam: Die gesunde Balance der Interessen aller Anspruchsgruppen ist die Voraussetzung für nachhaltigen Erfolg.

In Anbetracht der laufenden «Marketingsschlacht» für Nachhaltigkeitsprodukte und sich abzeichnender Kategorisierungs- und Regulierungswellen könnte gelegentlich der Eindruck entstehen, Verantwortung sei ein gänzlich neuer Aspekt der Vermögensverwaltung.

Martin Schenk
Vorsitzender der Geschäftsleitung

Der Ausweg scheint gefunden

Der vergangene November zeichnete sich als bester Monat des Weltaktienmarktes der letzten 25 Jahre aus. Bei monokausalen Erklärungen von Kursbewegungen ist grundsätzlich Vorsicht geboten. Dennoch scheint der Auslöser für den Anstieg in diesem Fall naheliegend: Die Aussicht auf die baldige Verfügbarkeit nicht nur eines, sondern gleich mehrerer Impfstoffe mit beeindruckend hoher Effektivität markierte zumindest den Anfang des Endes der Pandemie. Trotz weiterer Hindernisse logistischer und finanzieller Natur scheint der Ausweg aus der Gesundheitskrise nun gefunden. Für besonders betroffene Wirtschaftszweige im Dienstleistungsbereich ist es überlebenswichtig, dass dieser Fortschritt in bemerkenswert kurzer Zeit erreicht werden konnte. Die Aussichten auf eine Fortsetzung der wirtschaftlichen Erholung, die in Europa und den USA zuletzt einen Dämpfer erhielt, verbessern sich damit markant. Sollte das Übel mittels breit angelegter Impfung nun tatsächlich innert nützlicher Frist an der Wurzel gepackt werden können, ist dieses Erholungspotential nicht zu unterschätzen. Die Nachholeffekte bei einer dauerhaften Öffnung und Lockerung der Einschränkungen dürften heftig ausfallen.

Was ist mit den Nebenwirkungen?

Es war von Beginn an klar, dass das grundlegende Problem auf der gesundheitlichen Ebene liegt und deshalb einer medizinischen Lösung bedarf. Das Feuerwerk an monetären und fiskalpolitischen Massnahmen konnte einzig dazu dienen, die durch den exogenen Schock entstandene Notlage zu überbrücken und den wirtschaftlichen Schaden in Grenzen zu halten. Obwohl einzelne Schritte durchaus kontrovers beurteilt werden können, war die schnelle und entschlossene wirtschaftspolitische Reaktion nötig und wichtig.



RÜCKBLICK 2020

Das Schlussergebnis im Depotauszug erzählt die bewegte Geschichte des Börsenjahres 2020 nur unzulänglich. Die Lockdowns zur Bekämpfung der globalen Pandemie lösten eine scharfe Rezession mit einem deutlichen Rückgang der Weltwirtschaftsleistung aus und führten zu einem beispiellosen Kurseinbruch an den internationalen Aktien- und Kreditmärkten. Die Pandemie traf nicht alle Weltregionen und Wirtschaftszweige gleich hart. Obwohl das Unheil in China seinen Lauf nahm, gelang es Asien im Vergleich zu Europa und Nordamerika insgesamt schneller, die Ausbreitung des Virus einzudämmen und in Schach zu halten. Dadurch war einerseits der wirtschaftliche Einbruch weniger tief und andererseits setzte die Erholung früher ein. Diese fiel ebenfalls wuchtig aus. Die Grafik auf Seite 3 vergleicht die Entwicklung des Welthandels während der Coronakrise mit derjenigen der Finanzkrise. Im Gegensatz zur strukturellen Krise von 2008 erholte sich der Güterhandel nach dem exogenen Schock bedeutend schneller und erreichte bereits im September wieder das Niveau vom Februar. Als sich abzuzeichnen begann, dass die Lieferketten im Güterhandel robuster waren als zunächst befürchtet, setzte an den Aktienmärkten eine auf Branchenebene stark divergierende Wertentwicklung ein. Zu den Gewinnern gehörten unter anderem die Sektoren Technologie und Gesundheit, auf der Verliererseite standen Dienstleistungen und Energie.

Eine weitere abrupte Trendwende folgte im November. Die positiven Nachrichten zu den Impfstoffen beendeten eine vorübergehende Schwächephase im Zuge der zweiten Infektionswelle und der Ungewissheit im Vorfeld der US-Wahlen. Der anschliessende Kursanstieg war ausserdem durch eine auffällige Rotationsbewegung geprägt. Die «Corona-Verlierer» konnten wieder etwas Boden gutmachen und zumindest einen Teil des enormen Rückstands aufholen.

2020 war ein turbulentes Jahr mit erhöhter Gefahr für Anlagefehler durch einseitige Positionierung oder emotionales Markttiming. Die Investitionsgrundsätze Diversifikation und Disziplin waren einmal mehr Garant für konsistente Anlageergebnisse.

Trotzdem löst sie verständlicherweise auch Unbehagen aus. Vor allem deshalb, weil der Trend einer Einbahnstrasse gleicht: Mit jeder Krise der letzten 30 Jahre wurde die Geldpolitik expansiver und unkonventioneller und das Verschuldungsniveau der Staaten nahm zu. Was sind die Folgen und Nebenwirkungen dieser Wirtschaftspolitik? Wo liegen deren Grenzen? Hinsichtlich der Verschuldung gilt es zunächst festzuhalten, dass die laufenden Rechnungen zwar durch Corona in Schieflage stehen, die Budgets aber nicht durch eine stark steigende Zinslast erdrückt werden. Solange die Zinsen tief bleiben, ist die Verschuldung tragbar. Auch die Platzierung neuer Anleihen ist aus zweierlei Gründen kein Problem. Erstens ist die Nachfrage nach «risikolosen» Anlagen mit geringen Wertschwankungen trotz der mageren Entschädigung nach wie vor gross und zweitens treten die grossen Notenbanken als willige Käufer aufs Parkett. Dennoch gibt es auch in der Wirtschaftspolitik kein «Perpetuum mobile». Tiefe Zinsen sind nur möglich, solange die Teuerung unter Kontrolle bleibt. Vieles hängt von der Konsumentenpreisentwicklung ab und es lohnt sich, dieser besondere Beachtung zu schenken. In den letzten Jahren verharrte die Inflation regelmässig unter dem anvisierten Ziel der Notenbanken und auch aktuell ist auf absehbare Zeit keine Steigerung der Konsumentenpreise in Sicht. Durch die Coronakrise entstanden in vielen Volkswirtschaften beachtliche Produktionslücken mit ungenutztem Potential, das beispielsweise durch die steigende Arbeitslosigkeit evident wird und normalerweise keinen Nährboden für Inflation bietet. Marktbasierte Inflationserwartungen, die aus Preisen von inflationsgeschützten Anleihen abgeleitet werden, signalisieren derzeit auf einen Horizont von zehn Jahren kaum nennenswerte Teuerung. Das Tiefzinsumfeld dürfte deshalb andauern.

Realwerte bleiben unter Aufwertungsdruck

Besonders tief ist das Zinsniveau in der Schweiz. Gleichzeitig entwickelten sich aber auch die Konsumentenpreise im vergangenen Jahr rückläufig. Unter diesen Vorzeichen bleibt die Kaufkraft von Nominalwertanlagen wie flüssigen Mitteln oder Obligationen stabil. In der persönlichen Vermögensaufteilung übernehmen sie weiterhin eine wichtige Funktion. Zur Deckung absehbarer Verpflichtungen und auch zur Stabilisierung der Wertschwankungen des Gesamtvermögens sind sie unerlässlich. Geringe Wertschwankungen bieten den Vorzug grosser Flexibilität. Weniger geeignet sind Nominalwerte hingegen für den langfristigen Vermögensaufbau. Weil die Kraft des

Zinseszinses nicht greifen kann, kommt man damit kaum auf einen grünen Zweig. Dafür braucht es Realwerte wie Beteiligungspapiere, Immobilien oder Gold, die in der aktuellen Konstellation weiter Rückenwind geniessen.

Unterschiede in der Wirtschaftspolitik einzelner Volkswirtschaften widerspiegeln sich immer auch im Aussenwert ihrer Währungen. Frei konvertierbare Währungen wirken wie ein Ventil. Die Türkei diente im vergangenen Jahr als unrühmliches Beispiel dafür. Die Lira wertete gegenüber dem US-Dollar um rund ein Drittel ab und erodierte dadurch die Kaufkraft der Bevölkerung. Weil die Wirtschaftspolitik in den wichtigsten Regionen derzeit gleichgerichtet expansiv verläuft, halten sich die relativen Bewegungen im internationalen Währungsgefüge allerdings in Grenzen, obwohl dies in gewissen Fällen – zum Beispiel in China oder auch in der Schweiz – nur dank Interventionen der Zentralbank möglich ist. Das sollte aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich der Nominalwertbereich als Ganzes in Relation zu den Realwerten im Gleichschritt abwertet.

Vor diesem Hintergrund spricht weiterhin vieles für Realwerte und insbesondere für Beteiligungspapiere. Kreditrisikoprämien mögen durch die Wirtschaftspolitik verzerrt sein und Kapitalströme auf der Jagd nach Rendite in teilweise abenteuerliche Richtung fliessen. Dazu zählen auch Segmente am Aktienmarkt. In der Breite bleiben die Risikoprämien von Beteiligungspapieren allerdings attraktiv. Dazu tragen nicht zuletzt Kurseinbrüche wie im

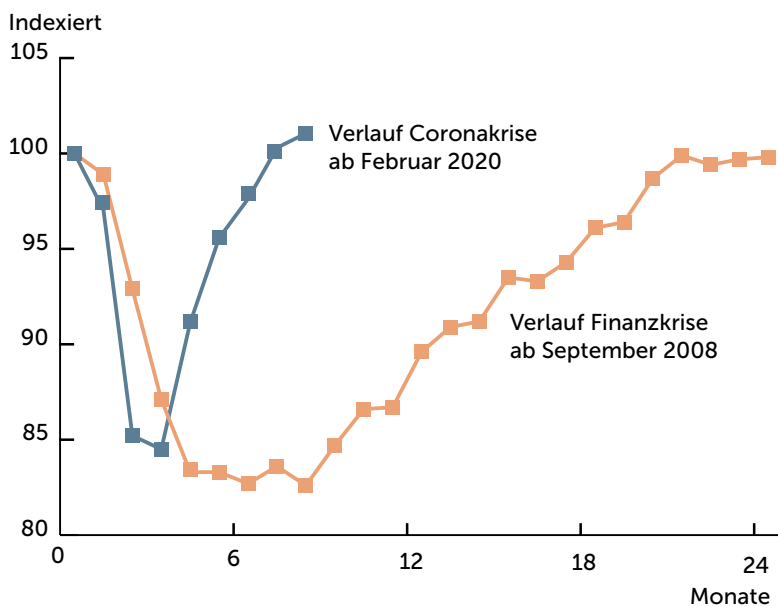
Frühjahr bei, die jederzeit auftreten können und deutlich machen, dass Aktienanlagen nur bei gegebener Risikofähigkeit in Frage kommen. Aktuelle Zahlen für den Schweizer Markt belegen die angesprochene Attraktivität. Die durchschnittliche Dividendenrendite beträgt nach wie vor rund 3 Prozent. Berücksichtigt man neben den laufenden Ausschüttungen auch die einbehaltenen Gewinne, resultiert eine Gewinnrendite von über 5.5 Prozent.

Positionierung für 2021

Die Verfügbarkeit effektiver Impfstoffe nährt die Hoffnung auf ein absehbares Ende der Pandemie und verbessert die Aussichten für die Weltwirtschaft im 2021. In der Vermögensanlage besteht jedoch kein Grund, in Euphorie zu verfallen. Die Aktienmärkte haben einen Teil der Erholung bereits vorweggenommen und auf dem Weg zu einer breiten Impfung der Weltbevölkerung warten zahlreiche Stolpersteine. Wir raten deshalb zur disziplinierten Fortsetzung der eingeschlagenen Anlagestrategie. Aufgrund der Grosswetterlage empfehlen wir weiterhin so viele Realwerte, wie es die persönliche Risikofähigkeit zulässt, und so wenig Nominalwerte, wie es die Situation erfordert. Zinserträge werden auch im kommenden Jahr mager ausfallen. Die Sirenenklänge kreativer Anlagelösungen, die dieses Vakuum mit obligationenähnlichen Kursschwankungen, aber höheren Renditen auszufüllen versprechen, werden deutlich lauter. Wir lassen uns dennoch weiterhin nicht auf illiquide oder intransparente Experimente ein und fokus-

sieren uns stattdessen auf die sorgfältige Auswahl von Obligationen und das disziplinierte Ernten der Aktienrisikoprämie. Im Bereich der Beteiligungspapiere gilt es auf einen ausgewogenen Mix zwischen Defensive und Offensive zu achten. Die Rotationsbewegung könnte bei einer kräftigen wirtschaftlichen Erholung länger andauern. Wir präferieren dabei konjunktursensitive Werte aus der Industrie gegenüber Bankaktien. Obwohl auch diese in den letzten Wochen zu den Gewinnern gehörten, spricht sowohl deren Fragilität in Krisenzeiten als auch die anhaltende Ungewissheit zu deren Geschäftsmodellen gegen ein Engagement. Daneben räumen wir wie gewohnt Qualitätsaktien aus defensiven Sektoren genügend Platz ein, da sie in turbulenteren Phasen mit Robustheit punkten.

ENTWICKLUNG DES WELTHANDELS IM VERGLEICH



Quelle: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, eigene Darstellung

PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

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

Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli

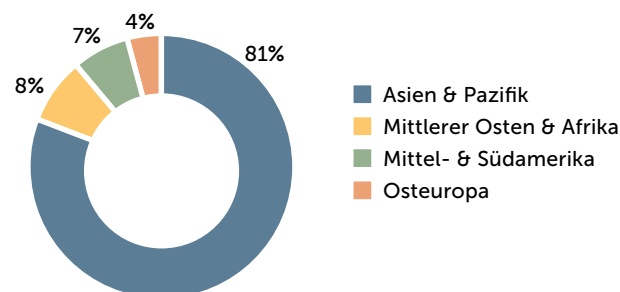
Das Schweizer Traditionsunternehmen Lindt & Sprüngli hat in seiner 175-jährigen Geschichte die Entwicklung sowie die ausgezeichnete Reputation der Schweizer Schokolade massgeblich geprägt. In der Ära Ernst Tanner von 1993 bis 2016 konnte sich Lindt & Sprüngli dank Innovationsgeist und Markenbewusstsein zu einem Paradebeispiel der Schweizer Nahrungsmittelindustrie entwickeln. Durch frühzeitige Positionierung in Wachstumsmärkten sowie Übernahmen in den USA kontrolliert das Unternehmen heute ein weltweites Firmennetz und besetzt eine Führungsposition im Bereich Premiumschokolade. Der Generationenwechsel in der Führung wie auch die Integration des Zukaufs von Russel Stover sind mehrheitlich abgeschlossen. Im Schlüsselmarkt USA gewinnt Lindt & Sprüngli Marktanteile und dürfte auch in den kommenden Jahren überproportional wachsen. Mit rund 500 eigenen Verkaufsstellen hat das Unternehmen effiziente und direkte Verkaufskanäle aufgebaut. In turbulenten Zeiten, wie wir sie aktuell erleben, schätzen wir an Lindt & Sprüngli die soliden Finanzen, die klare Fokussierung auf das Kerngeschäft, die starke Marktstellung und nicht zuletzt die Fähigkeit, aus dem operativen Geschäft substantielle Cashflows zu generieren.

Indexanlage Schwellenländer

Schwellenländer sind heute für rund 60% der globalen Wirtschaftsleistung verantwortlich und dominante Treiber des Weltwirtschaftswachstums. Die stark asiatisch geprägten «Emerging Markets» sind in den letzten Jahren im Vergleich zu den Industrienationen weiter überdurchschnittlich gewachsen und die insgesamt

schnellere Verarbeitung der Covid-19-Pandemie hat diesen Trend noch verstärkt. Ein wachsender Mittelstand sowie eine durch Urbanisierung getriebene Expansion von Marktkapazitäten werden auch zukünftig für Potential sorgen.

REGIONENAUFTEILUNG SCHWELLENLÄNDER



Quelle: Bloomberg

Aktien von Unternehmen in Schwellenländern sind aufgrund erhöhter politischer, wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Unsicherheit oft durch ebenso höhere Volatilitäten geprägt. Um vom Potential der «Emerging Markets» zu profitieren, ohne das damit einhergehende Risiko unnötig zu verstärken, ist eine angemessene Diversifikation zur Reduktion der unternehmens- und länderspezifischen Risiken deshalb ein Muss. Eine breit diversifizierte und kostengünstige Indexanlage, die aus einer Vielzahl an Unternehmen aus verschiedenen Ländern und Branchen besteht, erfüllt diesen Zweck und dient als Ergänzung zum Schwerpunkt an Direktanlagen in vertraute Unternehmen mit hohen Umsatzanteilen in den Schwellenländern. Die selektierte Indexanlage schliesst Waffenproduzenten oder Unternehmen mit besonders intensivem CO₂-Ausstoss und stellt die Partizipation an den wachstumsstarken und potentialreichen Schwellenländern sicher, ohne Risiken aufgrund mangelnder Diversifikation einzugehen.

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 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 unsere Kundenverantwortlichen für weitere Informationen.