



ZÄHRINGER PRIVATBANK
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMÄSSE LÖSUNGEN

Langfristig unausweichlich

Die geldpolitische Wende gewinnt an Fahrt. Rund um den Globus erhöhen die Zentralbanken ihre Leitzinsen und plötzlich geht es Schlag auf Schlag. Ausgehend von einem rekordtiefen Niveau verläuft der Anpassungspfad vielerorts deutlich steiler als bei vergangenen Wendepunkten. Die markante und breiter werdende Teuerung lässt den Zentralbanken keine andere Wahl mehr, als jetzt auf die Bremse zu treten.

Ein abruptes Bremsmanöver nach jahre-, fast schon jahrzehntelanger Stimulierung schüttelt ordentlich durch und sorgt für hohe Volatilität an den Finanzmärkten. So unangenehm diese aktuell ist, so unausweichlich sind Zinsanpassungen aus langfristiger Sicht im Interesse aller. Obwohl die Abkühlung schmerzhaft wird und die Gefahr einer Rezession zunimmt, geht es darum, noch grösseren Schaden in der Zukunft zu vermeiden. Hohe Inflationsraten werden zur selbsterfüllenden Prophezeiung und dadurch zu einem chronischen Problem, sobald eine Lohn-Preis-Spirale in Schwung kommt.

Nichts gefährdet den sozialen Frieden und den Wohlstand des Mittelstands so zuverlässig und systematisch wie hohe Inflation.

Martin Schenk
Vorsitzender der Geschäftsleitung

ENDE DER KÜNSTLICHEN WELT?

Schulden aufnehmen und dafür noch finanziell entschädigt werden? Was der gängigen ökonomischen Logik widerspricht, war in den letzten Jahren im Negativzinsumfeld für zahlreiche Staaten und Unternehmen eine Tatsache. Diese aussergewöhnliche Konstellation war ein Ausfluss des grossen geldpolitischen Experiments, das die Zentralbanken aufgrund der globalen Finanzkrise vor rund 15 Jahren in Gang setzten. Die rasche und unkonventionelle Reaktion auf diese Krise und auch jene auf die Pandemie haben jeweils geholfen, eine drohende Deflationsspirale mit verheerenden wirtschaftlichen Folgen abzuwenden. In den mehr als zehn Jahren zwischen beiden Ereignissen wurde die expansive Politik aber aufrechterhalten und beim geringsten konjunkturellen Gegenwind jeweils noch verstärkt. Diese exzessive Feinsteuerung der Konjunkturzyklen entwickelte sich zur Gewohnheit, förderte die Abhängigkeit vom billigen Geld und verzerrte die Risikoprämien an den Kapitalmärkten. Dabei war immer klar, dass ein wirtschaftliches «Perpetuum mobile» auf Dauer nicht bestehen kann. Die Anzeichen verdichten sich, dass die durch die Pandemie und den Krieg verursachten Angebotsstörungen nun dieser künstlichen Welt – zumindest vorläufig – ein Ende setzen und für eine steife Brise sorgen. Die besonders in Europa und in den USA ausser Kontrolle geratene Teuerung wird nun zum wirtschaftspolitischen «Game Changer», der den Handlungsspielraum neu definiert und künftig deutlich härtere und unangenehmere Abwägungen erfordert.



Eingeschränkter Handlungsspielraum

Nichts veranschaulicht die unangenehmen Abwägungen deutlicher als die Position der Europäischen Zentralbank (EZB). Der mit dem Abflachen der Pandemie einhergehende wirtschaftliche Aufschwung hat in den vergangenen Monaten überall nachgelassen. Die Auswirkungen des Ukrainekrieges treffen Europa jedoch besonders hart. Die untenstehende Grafik verdeutlicht dies. Sie zeigt die Entwicklung der Jahresteuerung und der Einkaufsmangerindizes (PMI) seit Jahresbeginn auf monatlicher Basis. In allen Regionen ist ein ungünstiger Verlauf von unten rechts nach oben links zu beobachten. Die deutlichste Verschlechterung ist in der Eurozone auszumachen. Der PMI bildete sich von einem Wert von 58 zu Beginn des Jahres auf 49.6 zurück. Gleichzeitig kletterte die Jahresteuerung von 5% auf 9.1%. Im Vergleich dazu steht der PMI in der Schweiz nach wie vor bei 56.4 und die Inflation erreicht 3.5%. Ein neuer Höchststand zwar, aber deutlich unter dem europäischen Niveau.

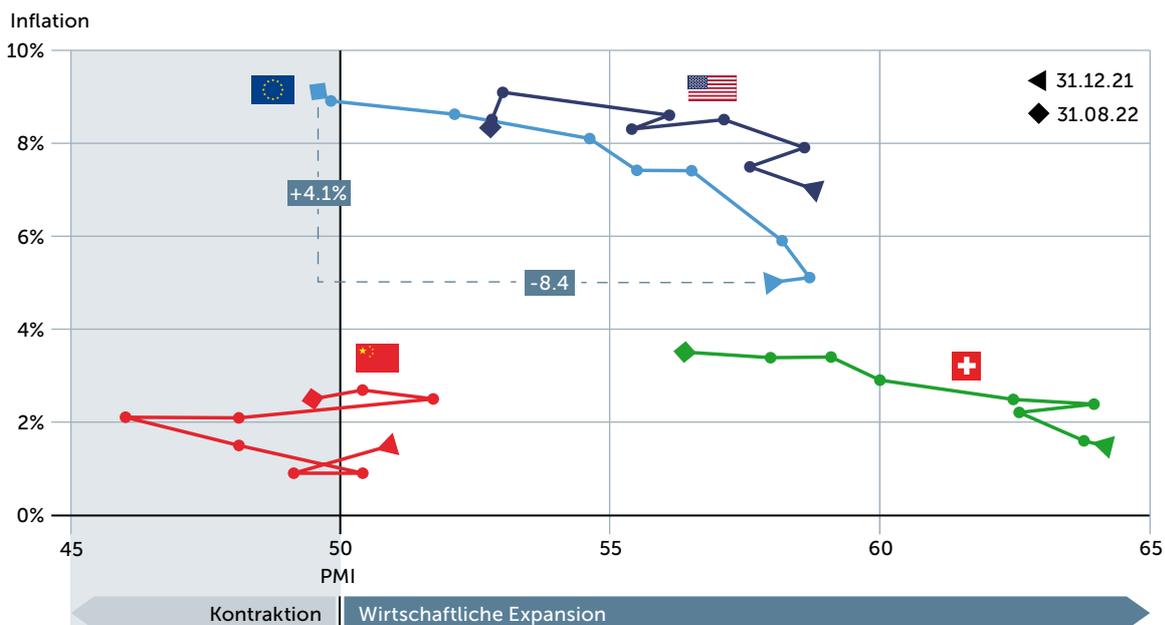
Trotz der hohen Inflation zögerte die EZB lange mit Zinserhöhungen und belies den Leitzins bis Ende Juli im negativen Bereich. Diese geldpolitische Haltung hat dem Aussenwert des Euros markant geschadet. Gegenüber dem US-Dollar hat sich dieser seit Jahresbeginn zwischenzeitlich um mehr als 12% abgewertet. Mit dem Teuerungsschub hat sich das Blatt auch hier gewendet. Galt eine Währungsabschwächung in den vergangenen Jahren als willkommener Stimulus für die Exportwirtschaft, importiert diese heute zusätzliche Inflation.

Die Differenz zwischen Inflationsrate und Leitzins näherte sich in der Eurozone dem zweistelligen Bereich. Eine Dimension, mit der sich die expansive Position offensichtlich nicht länger aufrechterhalten lässt. Mit zwei grossen Zinsschritten Ende Juli (+0.5%) und anfangs September (+0.75%) musste die EZB nun Gegensteuer geben. Gleichzeitig scheint der Spielraum für deutlich höhere Zinsen in Anbetracht der bereits sehr hohen Verschuldung diverser Mitgliedstaaten und der wachsenden sicherheits-, sozial- und energiepolitischen Ansprüche, die sich als Folge des Krieges abzeichnen, begrenzt.

Die Risikoaufschläge auf italienischen Staatsanleihen, die in der künstlichen Welt kaum mehr vorhanden waren, melden sich jedenfalls umgehend und deutlich zurück. Wie viel höhere Zinsen verträgt die Schuldenlast Italiens? Wie wird die EZB auf erneute systemische Probleme in der Eurozone reagieren? Werden Inflationsraten auf dauerhaft höherem Niveau als das politisch kleinere Übel akzeptiert?

Erschwerend kommt für alle Zentralbanken hinzu, dass ein Teil des Preisschubs auf Angebotsstörungen

Wachstumsverlangsamung und Inflationsanstieg



Der Einkaufsmangerindex der Industrie (PMI) ist ein Frühindikator für die konjunkturelle Entwicklung. Werte über 50 deuten auf eine Expansion, Werte unter 50 auf eine Kontraktion der Wirtschaftsleistung hin. Der PMI sagt jedoch nichts über das Niveau des Wirtschaftswachstums aus, das trotz der jüngsten Verlangsamung nach wie vor in China am höchsten ausfällt.

Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

zurückzuführen ist, die sich nicht mit geldpolitischen Massnahmen beheben lassen. Nach einer langen Phase günstiger struktureller Rahmenbedingungen mit fortschreitender Globalisierung ohne nennenswerte Restriktionen auf der Angebotsseite könnten sich solche Störungen in Zukunft häufen und zu einem persistent höheren Preisdruck führen. Die demografische Entwicklung verschärft den Fachkräftemangel, geopolitische Spannungen führen zu mehr Fragmentierung und die Dekarbonisierung der Wirtschaft ist ein Übergangsprozess, der von regelmässig wiederkehrenden Knappheiten geprägt sein dürfte.

Höhere makroökonomische Volatilität

Welche Auswirkungen hat dieses mögliche Ende der künstlichen Welt für die Wirtschaft und die Finanzmärkte? Ein geringerer Spielraum für wirtschaftspolitische Stabilisierungen spricht für steigende makroökonomische Volatilität. Der Wirtschaftsgang wird künftig holpriger werden. Stärker sichtbare Konjunkturzyklen, die weltweit weniger synchron verlaufen, dürften zu grösseren Schwankungen in den Wachstumsraten führen. Weniger stabile Verhältnisse sind auch bei der Entwicklung der Kaufkraft des Geldes zu erwarten. Geldwertstabilität war eine angenehme und wertvolle Gewohnheit der letzten 30 Jahre. In den letzten 18 Monaten ist sie verlorengegangen und könnte vor dem Hintergrund der skizzierten Entwicklungen nicht so schnell wieder einzufangen sein.

Höhere makroökonomische Volatilität wird sich in grösseren Preisschwankungen und letztlich höheren Risikoprämien an den Finanzmärkten widerspiegeln. Die amerikanische Zentralbank, die eine Führungsrolle in der globalen Geldpolitik zukommt, legte in der Vergangenheit grossen Wert auf Berechenbarkeit. Selbst minimale Zinsschritte wurden mit mehreren Monaten Vorlauf sorgfältig angekündigt, damit sich alle Marktteilnehmer darauf einstellen konnten. Mit der verlorengegangenen Geldwertstabilität ist damit vorderhand Schluss. Wenn die Glaubwürdigkeit auf dem Spiel steht, verliert die Berechenbarkeit an Stellenwert. Als Folge davon hat die Dynamik in den Zinsstrukturkurven stark zugenommen. Das führt nicht nur zu höheren Schwankungen an den internationalen Devisenmärkten, sondern bringt auch Rückkoppelungen auf alle anderen Anlageklassen mit sich.

Anlagepolitische Konsequenzen

Der Abschied aus dem finanziellen Eldorado der künstlichen Welt fällt schmerzhaft aus. Die beiden wichtigsten Anlageklassen Aktien und Obligationen verzeichneten in

den ersten drei Quartalen sowohl auf globaler Ebene wie auch in der Schweiz zweistellige Werteinbussen und auch indirekten Immobilienanlagen erging es nicht besser. Die gleichgerichtete Entwicklung eröffnete wenig Diversifikationspotential und die Lichtblicke bleiben insgesamt spärlich. Der Ausblick auf höhere makroökonomische Volatilität spricht ausserdem für weiterhin starke Preisbewegungen an den Märkten und die Unsicherheit bezüglich der Geldwertstabilität bleibt erhöht. Wie sollten sich Anlegerinnen und Anleger in einem solchen Umfeld langfristig positionieren?

Wie alle Anlageklassen haben auch Aktien im veränderten Umfeld eine Neubewertung erfahren und einen deutlichen Rückschlag wegstecken müssen. Die Wirtschaftsgeschichte zeigt jedoch, dass Realwerte wie Aktien, Immobilien und Gold langfristig am robustesten auf solche Bruchstellen reagieren. Trotz der veränderten Rahmenbedingungen besteht kein Grund zur Annahme, dass eine disziplinierte und systematische Risikonahme in Zukunft von den Kapitalmärkten langfristig nicht entschädigt wird. Ein global diversifiziertes Beteiligungsportfolio mit gesunden Unternehmen aus verschiedenen Branchen bietet deshalb trotz temporärer Rückschläge weiterhin die besten Voraussetzungen für den Erhalt und die Mehrung der Kaufkraft. Wer über das Privileg verfügt, genügend finanzielle Reserven und einen entsprechenden Zeithorizont zu haben, kann die Schwankungen einer hohen Realwertquote tragen. Bei gegebener Risikofähigkeit empfehlen wir, diese auch weiterhin auszuschöpfen. Der Rückschlag und die zu erwartende makroökonomische Volatilität sind kein Grund, einseitig in die scheinbare Stabilität der Nominalwerte zu flüchten.

Nominalwerte wie flüssige Mittel und Obligationen dienen zur Deckung absehbarer Verpflichtungen und zur Stabilisierung der Gesamtvermögensentwicklung und tragen so zur Flexibilität bei. In einem inflationären Umfeld sind sie aber wenig geeignet, den langfristigen Vermögenserhalt zu sichern. Mit der verlorengegangenen Geldwertstabilität erodiert ihre Kaufkraft über die Zeit schleichend, aber unwiderruflich. Wer die Schwankungen von Realwerten nicht tragen kann, ist dieser kalten Enteignung momentan schonungslos ausgeliefert.

Das geldpolitische Experiment und die künstliche Welt beschäftigen uns seit Jahren. Es war immer klar, dass diese irgendwann an Grenzen stossen werden. Die daraus abgeleitete Empfehlung «so viel Realwerte wie möglich, so wenig Nominalwerte wie nötig» gilt deshalb heute mehr denn je.

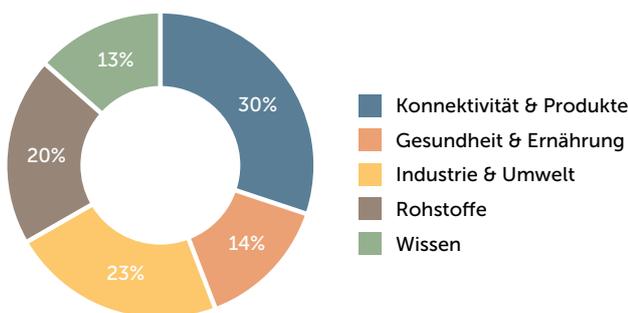
PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

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

SGS

Der Warenprüfkonzern SGS aus Genf ist globaler Marktführer im Prüfen, Verifizieren und Zertifizieren von Waren und Dienstleistungen in zahlreichen Branchen und Wirtschaftssektoren. Die äusserst heterogene Kundenbasis der SGS umfasst unter anderem die produzierende Industrie, die ihre Produktionsprozesse prüft, den Gastronomen, der die Nahrungsmittelqualität gewährleisten muss, bis hin zur Verwaltung, die Messtechniken und ein Monitoring für ihre Infrastrukturprojekte benötigt. Die untenstehende Grafik zeigt den Beitrag der verschiedenen Geschäftsbereiche zum operativen Ergebnis.

Breit diversifiziert: Operativer Ergebnisbeitrag der Geschäftsbereiche



Quelle: SGS, Stand 2021

Mit der internationalen Arbeitsteilung nahm die Komplexität der Lieferketten in den letzten Jahren stetig zu. Dadurch erhöhte sich gleichzeitig die Nachfrage nach unabhängigen Prüfdienstleistungen. In entwickelten Regionen führt zudem das wachsende Nachhaltigkeitsbewusstsein zu einer Vermehrung entsprechender Labels, was wiederum Zertifizierungsaktionen erfordert.

SGS schafft es, in einem zukunftssträchtigen Markt mit grossem Potential stetig wachsende Gewinne und Cashflows zu erwirtschaften. Dieses interessante Profil widerspiegelte sich lange in einer sehr stattlichen Aktienbewertung. In den letzten Monaten hat sich das Bewertungsniveau jedoch deutlich reduziert. Aktuell beträgt die Dividendenrendite rund 4 Prozent. Vor diesem Hintergrund sehen wir das Dienstleistungsunternehmen SGS mit der regional und branchenseitig breit abgestützten Kundenbasis als interessante Portfolioergänzung.

CSL

CSL ist ein reifes australisches Biotechnologieunternehmen, das in die vier Bereiche CSL Plasma, CSL Behring, CSL Seqirus und CSL Vifor gegliedert ist. CSL Plasma operiert als eines der weltweit grössten Blutplasma-Sammelnetzwerke mit mehr als 300 Sammelstellen in den USA, Europa und China. Das interne Plasmazentrum ist der Zulieferer für CSL Behring, wo aus Blutplasma innovative Medikationen unter anderem auch für seltene, schwerwiegende Krankheiten (z.B. Blutgerinnungsstörungen, Immunschwächen, fehlende Blutproteine) entwickelt und hergestellt werden. Rund 80% des Unternehmensumsatzes werden heute durch diesen Bereich erwirtschaftet. CSL Behring wurde 1949 ursprünglich vom Schweizerischen Roten Kreuz gegründet und ist nach wie vor einer der grössten privaten Arbeitgeber im Kanton Bern. CSL Seqirus, einer der weltweit grössten Hersteller von Grippeimpfungen, entstand durch die Fusion der CSL-eigenen Impfsparte mit derjenigen von Novartis. Mit der letzten, erst kürzlich getätigten Akquisition, der ebenfalls schweizerischen Vifor, baut CSL eine wachsende Präsenz im Bereich Nierenkrankheiten sowie bei der Behandlung von Eisenmangel aus. Mit den Übernahmen und der darauffolgenden lokalen Weiterentwicklung diverser Schweizer Unternehmen verfügt CSL trotz australischem Hauptsitz und Börsenkotierung über einen sehr engen Bezug zur Schweiz. Das Unternehmen ist in einer interessanten Branche mit guten Zukunftsaussichten aktiv. Durch langjährige strategische Partnerschaften mit akademischen Einrichtungen und Unternehmen auf der ganzen Welt sind in Zukunft weitere erfolgreiche Produkte zu erwarten.

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 Tätigkeit einer Anlage dar. Bitte kontaktieren Sie unsere Kundenverantwortlichen für weitere Informationen.