



ZÄHRINGER PRIVATBANK
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

Stabsübergabe im Verwaltungsrat

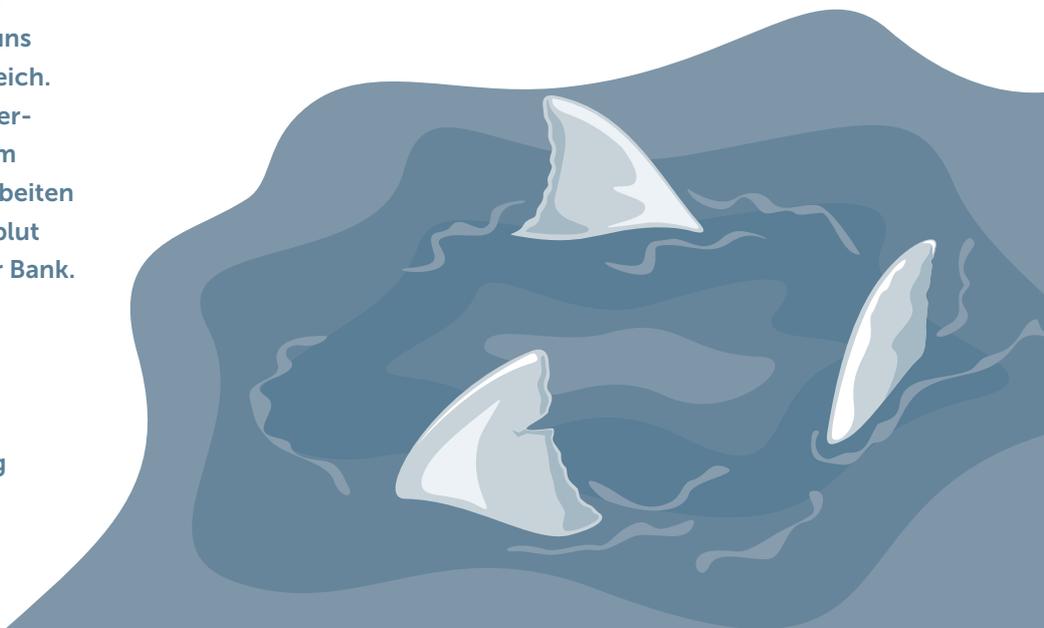
Unsere eigentümergeführte Privatbank vollzog an ihrer letzten Generalversammlung aufgrund der statutari-schen Amtszeitbeschränkung die von langer Hand vorbereitete Stabsübergabe im Verwaltungsrat. Mark Hess, Verwaltungsratsmitglied der ersten Stunde, übernimmt das Präsidium von Enrico Casanovas, unserem Gründungspräsidenten. Darüber hinaus konnte die ökonomische Fachkompetenz des Gremiums durch die Wahl von Prof. Dr. Aymo Brunetti weiter verstärkt werden. Wir danken Enrico Casanovas für sein grosses Engagement für die «Zähringer» und wünschen Mark Hess und Aymo Brunetti viel Freude bei ihrer neuen Aufgabe.

Die operative Führung der Bank bleibt in dieser für die Schweizer Bankbranche turbulenten Zeit indessen unverändert und gewährleistet sowohl Kontinuität als auch Stabilität. Unsere fokussierte Strategie sowie das klare und transparente Geschäftsmodell stossen im Markt auf positive Resonanz. Der grosse Zuspruch sowie die Treue unserer Kundinnen und Kunden sind für uns Bestätigung und Motivation zugleich. Inzwischen stehen bereits 35 Unternehmerinnen und Unternehmer im Dienst unserer Kundschaft und arbeiten am Schmiedenplatz mit viel Herzblut am sorgfältigen Weiterausbau der Bank.

Martin Schenk
Vorsitzender der Geschäftsleitung

DIE DREI AKTIENRISIKEN

Nach dem politisch erneut hart umkämpften Last-Minute-Kompromiss zur Anhebung der Schuldenobergrenze kann das amerikanische Schatzamt nun der Ebbe in der Staatskasse entgegenwirken. In der Tat wird bis Ende Jahr eine Flut von Neuemissionen erwartet, die im aktuellen Zinsumfeld recht teuer wird. Sechsmontatige Schatzwechsel («Treasury Bills») rentieren mittlerweile knapp 5.5%. Weil Geldmarktfonds in Amerika inzwischen deutlich mehr abwerfen als die gängige Kontoverzinsung, dürften Mittelabflüsse aus den Bankbilanzen weiter anhalten. Mit dem plötzlichen Zusammenbruch der Silicon Valley Bank Anfang März rückten diese Abflüsse und damit die Wirkung des Zinsanstiegs auf das Bankensystem in den Fokus. Seither sind nicht nur mehrere mittelgrosse amerikanische Regionalbanken untergegangen, die Turbulenzen brachten auch die angeschlagene Grossbank Credit Suisse an ihr Ende. Obwohl die Häufung dieser Vorfälle Erinnerungen an die Finanzkrise vor 15 Jahren weckt, sind die Unterschiede zu damals doch beachtlich. Diesmal scheiterten die amerikanischen Regionalbanken an mangelhaftem Zinsrisikomanagement und Fehlern in der Fristentransformation. Die Fälle dienen zwar als Mahnung, dass die Fehlertoleranz bei hohem Leverage grundsätzlich gering ist und Hebelwirkung immer Fragilität mit sich bringt. Die Ansteckungsgefahr blieb mit Ausnahme des Sonderfalls Credit Suisse jedoch gebannt. Faule Kredite oder komplexe Finanzinstrumente mit hoher Bewertungsunsicherheit waren im Gegensatz zur Finanzkrise vor 15 Jahren nicht im Spiel.

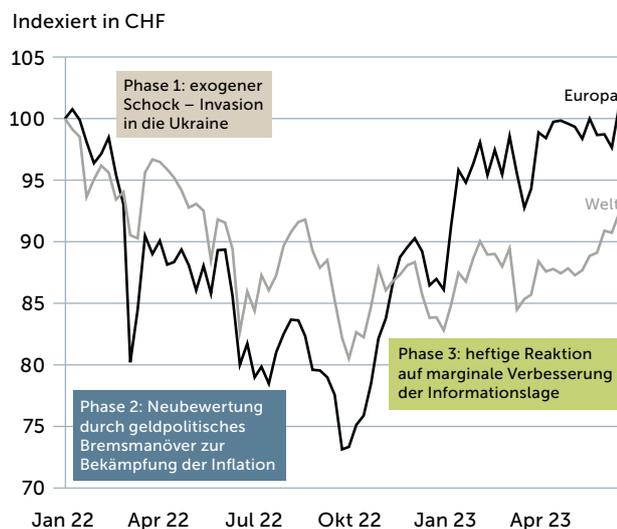


Damals waren die Bilanzen der allergrössten Banken voll davon. Über die gegenseitige Verflechtung tauchten die Papiere zudem an Orten auf, wo man sie nie vermutet hätte. Dies führte letztlich zur Lähmung des gesamten Finanzsystems. Heute stellen die Mittelabflüsse für die amerikanischen Banken zwar eine Herausforderung dar, die sie bei der Kreditvergabe zweifelsohne zurückhalten werden lässt. Solange das in geordneten Bahnen abläuft, ist diese Abkühlung allerdings durchaus im Interesse der Zentralbank, die sich durch die Turbulenzen im Übrigen nicht von weiteren Leitzinserhöhungen abhalten liess. Auf internationaler Ebene beruhigte sich die Situation nach der Übernahme der Credit Suisse durch die UBS sowie der Ergebnispublikation der Deutschen Bank jedenfalls schnell wieder. Mit dieser Beruhigung schwand auch die Ansteckungsgefahr für weitere Institute. Unter dem Strich konnte der temporäre Kurstaucher im März der insgesamt erfreulichen Aktienmarktentwicklung des ersten Halbjahres nichts anhaben.

Erfreuliche Aktienmärkte im ersten Halbjahr

Die untenstehende Grafik zeigt die Entwicklung des Weltaktienmarktes sowie des europäischen Marktes seit Januar 2022 gemessen in Schweizer Franken. Für den Kursverlauf der letzten 18 Monate waren einzelne Ereignisse besonders prägend. Vereinfacht dargestellt lassen sich drei Phasen unterscheiden, wobei sich die ersten beiden zeitlich überlagern.

Aktienmarktentwicklung seit Januar 2022



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung (Stand 16.06.2023)

Phase 1: Die russische Invasion in die Ukraine stellte einerseits die günstigen Rahmenbedingungen Frieden und Sicherheit plötzlich grundlegend in Frage und verstärkte andererseits über den Rohstoffpreiskanal den Inflationsdruck zusätzlich. Dieser exogene Schock sorgte für eine scharfe Korrektur an den internationalen Aktienmärkten. Besonders stark litten die europäischen Aktien aufgrund der geografischen Nähe des bewaffneten Konflikts und der Abhängigkeit des Kontinents von russischem Gas.

Phase 2: Die steigenden Zinsen lösten eine Neubewertung aller Vermögenswerte aus und drückten auch auf die Aktienkurse. Diese Entwicklung setzte bereits zu Jahresbeginn ein und verstärkte sich mit den weiter steigenden Inflationsraten und der sich zunehmend deutlicher abzeichnenden Schärfe des geldpolitischen Bremsmanövers. Der Abwärtstrend an den Aktienmärkten hielt mehrere Monate an. Bis Ende September 2022 lag der Weltaktienmarkt mit rund 20% im Minus, in Europa waren es sogar 25%.

Phase 3: Ab Oktober begann sich die Informationslage allmählich marginal zu verbessern. Seither setzte eine Erholung an den internationalen Aktienmärkten ein. Der Weltaktienmarkt weist heute gegenüber dem Höchststand von Anfang 2022 noch ein Minus von rund 8% auf. Dies entspricht übrigens auch der regionalen Entwicklung in der Schweiz und den USA. Bemerkenswert heftig reagierte der europäische Aktienmarkt auf diese marginalen Verbesserungen der Informationslage. Dies in einer durch schlechte Stimmung und überwiegend negative Prognosen geprägten Zeit. Die europäische Inflationsrate ist heute mit über 6% noch viel zu hoch, die Leitzinsen steigen weiter an, der Krieg ist noch nicht vorbei und die europäische Wirtschaft befindet sich nach zwei Quartalen mit leicht negativem Wachstum (zweimal -0.1%) technisch gesehen in einer Rezession. Trotzdem konnte der europäische Aktienmarkt deutlich überproportional zulegen und inzwischen sogar den ganzen Rückschlag wettmachen. Dies, weil sich relativ zu den Erwartungen vieles deutlich besser entwickelte, als noch im letzten Herbst befürchtet wurde und in den Preisen reflektiert war. Erst begannen sich die Inflationsraten von den Höchstständen zu lösen, dann half unter anderem der milde Winter, das Szenario einer Energiekrise abzuwenden, und schliesslich ging der wirtschaftliche Abschwung bisher deutlich weniger tief, als zuvor von vielen erwartet worden ist. Positive Einflüsse auf der Ebene der Weltwirtschaft und der Technologie unterstützten zusätzlich. Das Wachstum in

anderen Teilen der Welt, insbesondere in Asien, ist ansehnlich, Chinas Öffnung nach Covid kam überraschend schnell und die plötzlich unmittelbar sichtbaren Fortschritte im Bereich der künstlichen Intelligenz versprechen mittelfristig Innovation und Produktivitätsfortschritte.

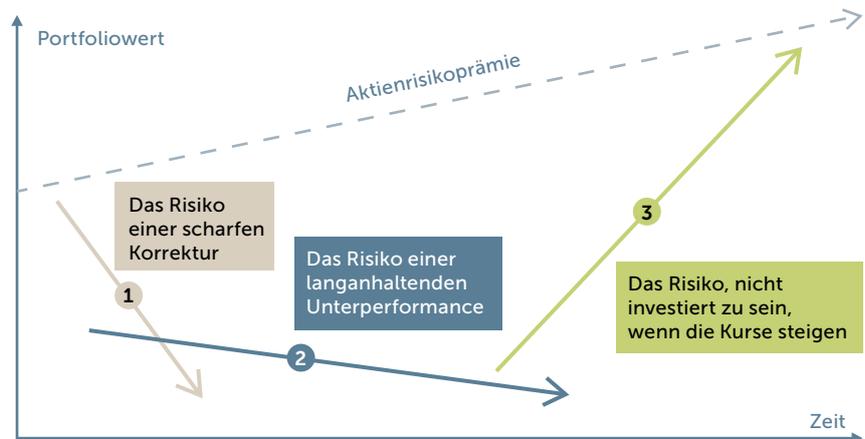
Aktienrisikoprämie als Entschädigung

Als Vermögensverwaltungsbank ist es unsere Kernaufgabe, für die uns anvertrauten Vermögen Risiken im Einklang mit der vereinbarten Strategie einzugehen und zu bewirtschaften. Dabei handelt es sich um einen mehrstufigen Prozess, der mit der Definition der Anlagestrategie beginnt. In einem ersten Schritt geht es darum, sicherzustellen, dass Aktienrisiken nur dann eingegangen werden, wenn sie aufgrund der persönlichen Risikofähigkeit und -bereitschaft der Kundschaft auch getragen werden können. Dafür kommen nur Vermögensteile in Frage, die nicht für absehbare Verpflichtungen reserviert sind und für die ein genügend langer Anlagehorizont besteht. Bei der Umsetzung der vereinbarten Anlagestrategie geht es in einem zweiten Schritt darum, nur Risiken zu tragen, die vom Kapitalmarkt mittel- bis langfristig auch systematisch entschädigt werden. Durch eine breite regionale und sektorielle Streuung lassen sich titelspezifische Risiken eliminieren. Ist die Strategie angemessen definiert und eine ausreichende Diversifikation durch sorgfältiges Handwerk sichergestellt, verbleiben noch drei Aktienrisiken. Alle drei Risiken kamen in den vergangenen 18 Monaten exemplarisch zur Geltung:

- 1 Das Risiko einer scharfen Korrektur, die jederzeit eintreffen und unterschiedlichste Ursachen haben kann. Neben dem Krieg ist die Pandemie ein weiteres Beispiel aus der jüngeren Vergangenheit für einen heftigen exogenen Schock.
- 2 Das Risiko einer langanhaltenden Unterperformance, bei der die erwartete Rendite über längere Zeit nicht erreicht wird. Die letzten 18 Monate brachten trotz der jüngsten Erholung insgesamt keinen Wertzuwachs. Solche Phasen können auch erheblich länger andauern.

Vor diesem Hintergrund besteht immer die Versuchung, und gelegentlich auch die Erwartungshaltung der Kundschaft, man könnte doch durch korrekte

Die drei Aktienrisiken



Quelle: In Anlehnung an Wegelin & Co. / M1 AG

Antizipation diesen Kurstauchern ausweichen, um dann auf tieferem Niveau rechtzeitig wieder einzusteigen. Dabei wird die Prognosefähigkeit nicht nur im Hinblick auf künftige Ereignisse, seien es wirtschaftliche Entwicklungen, politische Angelegenheiten oder exogene Schocks, sondern auch in Bezug auf die Preisreaktion an den Märkten masslos überschätzt und gleichzeitig übersehen, dass sich dadurch eine neue Unsicherheitsquelle eröffnet.

3 Das Risiko, nicht investiert zu sein, wenn die Kurse wieder steigen. Die beschriebene heftige Reaktion auf marginale Verbesserungen der Informationslage ist durchaus charakteristisch für die Aktienmärkte. Kurse erholen sich nicht, wenn sich die Wolken verzogen haben, sondern wenn es nicht mehr weiter eindunkelt.

Nur wer bereit ist, alle drei Aktienrisiken vorbehaltlos zu tragen, hat Anspruch auf die durch die gestrichelte Linie angedeutete Aktienrisikoprämie. Für den langfristigen Anlageerfolg ist die konsequente Umsetzung der Anlagestrategie deutlich erfolversprechender als kurzfristiges Markttiming.

Die uns anvertrauten Kundenvermögen konnten in den letzten Monaten von der markanten Erholung an den Märkten profitieren. Die steigenden Kurse erlaubten in der laufenden Bewirtschaftung Gewinnmitnahmen und Rebalancings. Durch die Veräusserung einiger wachstumsorientierter Aktien und den Erwerb von Dividendenperlen haben wir die Portfolios in den letzten Monaten ausserdem insgesamt wieder etwas defensiver aufgestellt. Der bewusste Verzicht auf Markttiming im grossen Stil darf nicht mit Passivität verwechselt werden. Vielmehr ist es der disziplinierte Fokus auf das, was langfristig wirklich zählt.

PORTFOLIO-IMPLIKATIONEN

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

Barry Callebaut

Der führende Produzent von Kakao und Schokolade, Barry Callebaut, arbeitet entlang der ganzen Wertschöpfungskette von der Verarbeitung der Kakaobohne über die Produktion von Halbfabrikaten bis zur Schokoladeherstellung. In diesem Geschäft gilt die Überwachung der Lieferketten und die Durchsetzung von Mindeststandards als grosse Herausforderung. Das Unternehmen ist sich dessen bewusst und gleichzeitig bestrebt, laufende Verbesserungen zu erzielen. Mit knapp 60% des Umsatzes stellt die Belieferung von industriellen Kunden, welche die Schokolade veredeln und das Endprodukt auf die Verkaufsfläche bringen, das wichtigste Standbein des Unternehmens dar. Die ertragsstarke Sparte Gourmet- und Spezialitätenprodukte, wo beispielsweise auch zuckerarme und pflanzenbasierte Produkte hergestellt werden, kann ein kontinuierliches Wachstum aufweisen und trägt rund 17% zum Umsatz bei. Für grosse Anbieter von Schokoladeprodukten wie Nestlé und Hershey übernimmt Barry Callebaut als Outsourcingpartner die Produktion. In rezessionsgefährdeten Zeiten bleibt der Schokoladekonsum insbesondere in

den entwickelten Regionen relativ stabil. Zusätzlich erschliesst Barry Callebaut laufend neue Segmente wie zum Beispiel die Belieferung von Grossbäckereien. Die Schokoladepreise sind direkt an die Rohstoffpreise gekoppelt, wodurch Preiserhöhungen ohne Verzögerungen weitergegeben werden können. Die Jacobs Holding hält als Ankeraktionärin rund 30% des Aktienkapitals. Die Grafik zeigt den markanten Bewertungsunterschied zwischen Barry Callebaut und der Premiummarke Lindt & Sprüngli, der die unterschiedlichen Geschäftsmodelle reflektiert. Weiter fällt auf, dass die Aktien von Barry Callebaut mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 21 im historischen Vergleich aktuell relativ günstig bewertet sind. Wir erachten eine Beimischung in einem diversifizierten Portfolio als interessante Anlagemöglichkeit.

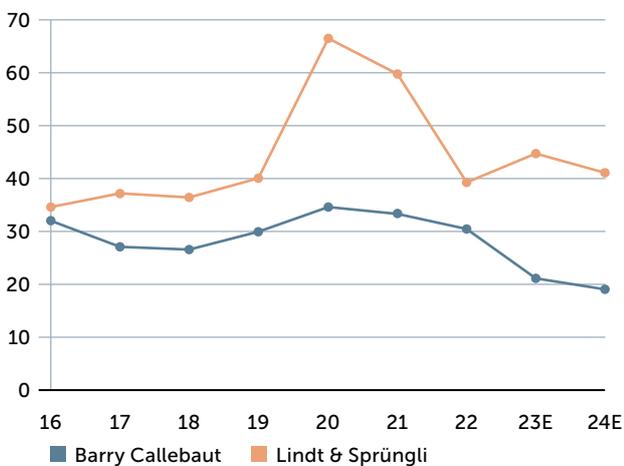
Swiss Re

Die Schweiz ist hinter den USA und Deutschland weltweit der drittgrösste Standort der Rückversicherungsbranche. Grund dafür ist hauptsächlich die global führende Gesellschaft Swiss Re. Der «Versicherer der Versicherer» übernimmt von Erstversicherern gegen Entgelt (Prämie) einen Teil der Risiken und der damit verbundenen Ansprüche im Schadenfall. Zur Diversifikation der Erträge offeriert Swiss Re zudem selbst Erstversicherungsleistungen für industrielle Grosskunden. Dieser Bereich trägt rund 12% zum Umsatz bei.

Trotz der Häufung von Naturkatastrophen, der anhaltenden Unsicherheit in der globalen Wirtschaft sowie der gestiegenen Lebenserwartung gelingt es Swiss Re, die Risiken und somit die Kostenbasis in Balance zu halten. Es ist damit zu rechnen, dass die Inflation potentiell die Ausgabenseite bei Schadenfällen zusätzlich belasten wird, die jüngsten Zahlen zeigen jedoch, dass es dem Unternehmen bei Vertragsabschlüssen und -verlängerungen gelingt, die Tarife entsprechend anzuheben. Zudem ermöglicht das gestiegene Zinsniveau dem Unternehmen eine höhere Rentabilität der Anlagen.

Swiss Re ist ein solides, gut kapitalisiertes Unternehmen. In Kombination mit der verlässlichen Dividendenpolitik und der attraktiven Rendite von deutlich über 6% sowie dem aktuellen Bewertungsniveau, das im Vergleich zu anderen Schweizer Versicherern leicht tiefer liegt, ist die eher defensive Aktie aus unserer Sicht eine sinnvolle Portfolioergänzung.

Entwicklung der Kurs-Gewinn-Verhältnisse



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Herausgeber: Zähringer Privatbank AG, Schmiedenplatz 3, 3011 Bern, Tel. 031 307 50 00, 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.