



ZÄHRINGER PRIVATBANK
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

WACHSENDE ZUVERSICHT

Standortbestimmung

Trotz der Fortschritte in der Pandemiebekämpfung verhindert die aktuelle Situation auch in diesem Jahr unsere jährliche Frühsommerversammlung. Gerne hätten wir diese für eine aktuelle Lagebeurteilung sowie zur Berichterstattung über unser Bankhaus genutzt. Die Standortbestimmung haben wir nun in Form einer Landkarte für Sie aufskizziert, welche die veränderten Rahmenbedingungen und Perspektiven nach eineinhalb Jahren Covid-19 beleuchtet. Die persönlich optimale Balance von Nominal- und Realwerten zum langfristigen Schutz des Vermögens gewinnt weiter an Bedeutung.

Es freut uns, dass die den «Zähringern» anvertrauten Kundenvermögen stetig wachsen. Basis dafür sind eine ausserordentlich hohe Kundentreue, starkes Wachstum bei Neukundenbeziehungen sowie positive Ergebnisse unserer Vermögensverwaltungstätigkeit. Diese Entwicklung motiviert uns, den eingeschlagenen Pfad konsequent weiterzuverfolgen und unseren Werten treu zu bleiben.

Wir nutzen den Schwung für den vorsichtigen Weiterausbau der Bank und für langfristige Investitionen in Mitarbeitende zur Sicherung der Qualität. Kontinuität und Verlässlichkeit werden von unserer Kundschaft geschätzt und sind deshalb im ureigenen Interesse unserer eigentümergeführten Bank.

Martin Schenk
Vorsitzender der Geschäftsleitung

Die Interpretation aktueller Wirtschaftsdaten ist nach der scharfen globalen Rezession aufgrund zahlreicher Basiseffekte anspruchsvoller als üblich. Dennoch steht ausser Frage, dass sich die Weltwirtschaft insgesamt in einem starken Aufschwung befindet. Die Weltbank spricht sogar von der kräftigsten Erholung der letzten 80 Jahre. Diese wird hauptsächlich von den grössten Industrieländern und China getrieben. Zahlreiche Schwellenländer, allen voran Indien, hinken in der Pandemiebekämpfung und der Impfkampagne hinterher, was die wirtschaftliche Erholung deutlich verlangsamt. Diese ungleiche Entwicklung ist der Wermutstropfen in einem insgesamt sehr erfreulichen Gesamtbild.

Weiter fällt auf, dass die Prognosen auf volkswirtschaftlicher Ebene laufend nach oben angepasst werden. Diese wachsende Zuversicht ist spiegelbildlich auch auf Ebene der einzelnen Unternehmen feststellbar. Von der tiefen Basis des letzten Jahres ausgehend, dürfte mit einem starken Gewinnwachstum gerechnet werden. Auch die Prognosen für Unternehmensergebnisse werden nun aber laufend erhöht. In Kombination mit der weiterhin expansiven Fiskal- und Geldpolitik ergibt sich unter dem Strich ein sehr positives Umfeld für konjunktursensitive Anlagen wie Beteiligungspapiere. Wenig überraschend herrscht an den Finanzmärkten deshalb Optimismus.

Dieser Optimismus kippt in vereinzelten Marktsegmenten inzwischen Richtung Überschwang. Eine Häufung seltsamer Phänomene und abenteuerlicher Kursbewegungen, die der Kategorie «spekulative Exzesse» zuzuordnen sind, lässt sich kaum mehr bestreiten.



ANZEICHEN SPEKULATIVER EXZESSE – DREI BEISPIELE:

«Special Purpose Acquisition Companies» (SPACs)

Diese Mantelgesellschaften sammeln über einen Börsengang Kapital ein, um damit Übernahmen zu tätigen. Weil die Übernahmeziele zunächst nicht spezifiziert sind, spricht man auch von «Blankoscheck»-Gesellschaften. SPACs sind derzeit an der Wallstreet der letzte Schrei. Das Emissionsvolumen ist förmlich explodiert. Auf der Suche nach neuen Honigtöpfen sind inzwischen auch ehemalige Grossbanken-CEOs auf den Geschmack gekommen. Es wäre nicht die erste Finanzinnovation mit einprägsamem Akronym, die in Tränen endet.

«Meme Stocks»

Zu den «Meme Stocks» gehören Aktien zweifelhafter Qualität, die urplötzlich in die Gunst von sich auf Newsplattformen wie Reddit austauschenden Kleinanlegern geraten. Beispiele dafür sind die Kinokette AMC Entertainment, die auf Computerspiele fokussierte GameStop oder der deutsche Versandhändler windeln.de. Bei diesen Unternehmen entwickelte sich das operative Geschäft zuletzt alles andere als erfreulich und trotzdem vervielfachte sich ihr Aktienkurs bei enormen Handelsumsätzen innert kürzester Zeit.

Kryptowährungen

Trotz des unbestrittenen Potentials der Blockchain-Technologie und des nachvollziehbaren Bedürfnisses nach einer universellen Wertaufbewahrungsmöglichkeit, unabhängig sämtlicher Institutionen, deuten auch bei den Kryptowährungen zahlreiche Indizien Richtung Blasenbildung. Anzeichen hierfür sind der exzessive Preisanstieg und das «Neue-Ära-Narrativ». Die geringe Kapitalisierung und die Absenz jeglicher Regulierung machen kleinere Kryptowährungen zum geeigneten Spielball spekulativer Mittelflüsse. Ein Tweet einer vielbeachteten Person reicht schon mal für einen Kursanstieg von mehreren 100%.

Spekulieren vs. Investieren

Diese Phänomene rücken die Finanzmärkte in der öffentlichen Wahrnehmung in die Nähe eines Casinos. Die kurzfristige Spekulation hat tatsächlich den Charakter eines Glücksspiels. Das Spekulationsobjekt ist von sekundärem Interesse. Im Vordergrund stehen die Preisbewegungen und der Wunsch, schnell reich zu werden. Weil Preisentwicklungen nicht verlässlich prognostizierbar sind, regiert der Zufall und lässt Gewinner und Verlierer zurück. Wie im Casino sind Adrenalinschübe garantiert und am Ende bleibt doch meist Enttäuschung zurück.

Klar davon abzugrenzen ist die Investitionstätigkeit, die auf einen langfristigen Horizont ausgerichtet ist. Durch die Bereitstellung von Kapital wird eine ökonomische Funktion wahrgenommen, für die aus rationalen Überlegungen eine Entschädigung erwartet werden darf. Disziplinierte Investitionstätigkeit lohnt sich, weil eine Risikoprämie erhältlich ist und so über die Zeit die chronisch unterschätzte Kraft des Zinseszinses ihre Wirkung entfalten kann. Langfristiges Investieren bietet weniger Nervenkitzel, ist aber sowohl für den Vermögensaufbau als auch den Vermögenserhalt erfolversprechender. Dieses Ziel verfolgen wir mit unserem Vermögensverwaltungshandwerk, denn es ist nicht unsere Aufgabe, mit anvertrautem Geld zu spekulieren.

Wo gibt es Risikoprämien zu verdienen?

Unabdingbare Voraussetzung für langfristige Investitionen ist folglich die Existenz einer ökonomisch fundierten Risikoprämie, die sich mit Geduld und Disziplin ernten lässt. Steigende Preise für sich alleine, zum Beispiel von Tulpenzwiebeln, können spekulative Mittelflüsse anziehen, sind aber keine hinreichende Bedingung für eine Investition. In unserer Vermögensverwaltung favorisieren wir Realwerte in drei Varianten. Im Wertschriftenportfolio dominieren Beteiligungspapiere, ergänzt durch Gold. Daneben ist der direkte Immobilienbesitz oft Teil des Gesamtvermögens unserer Kundschaft.

Aktionärinnen und Aktionäre sind Miteigentümer von Unternehmen. Eigenkapital hat für ein Unternehmen einen Wert, da es für langfristige, risikobehaftete Investitionen verwendet werden kann. Es ist die flexibelste Form von Kapital ohne Refinanzierungsrisiko. Kein rationaler Akteur wäre bereit, diese Form von Kapital zur Verfügung zu stellen und das wirtschaftliche Risiko zu tragen, wenn diese ökonomische Funktion langfristig nicht mit einer Prämie entschädigt würde.

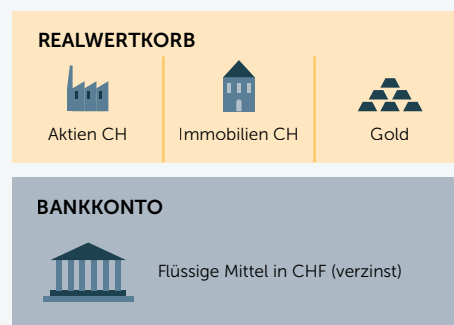
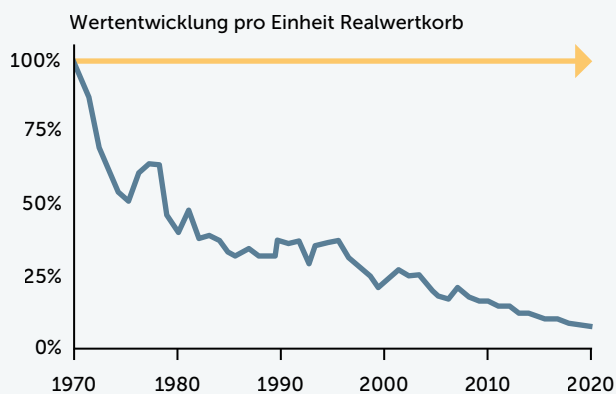
Immobilien generieren Einkommen in der Form von Mieterträgen oder stiften einen unmittelbaren Nutzen, falls diese selbst bewohnt werden. Aufgrund der Knappheit des verfügbaren Bodens ist bei wachsender Nachfrage ausserdem mit einer Wertsteigerung zu rechnen.

Weniger offensichtlich ist der Fall bei Gold, das keine Erträge abwirft. Einzigartige Eigenschaften sprechen trotzdem für eine dosierte Beimischung des Edelmetalls. Gold eignet sich als Wertspeicher, weil es knapp und gleichzeitig sehr liquide ist. In Krisenzeiten dient Gold oft als Zufluchtsort. Dadurch ergeben sich interessante Korrelationseigenschaften. Ausserdem ist Gold nicht beliebig vermehrbar und schützt gegen Inflation.

Implikationen für Vermögensverwaltung

Der wirtschaftliche Aufschwung widerspiegelt sich in erfreulichen Aktienpreisentwicklungen und überdurchschnittlichen Portfoliorenditen im ersten Halbjahr. Wie immer nimmt die Kursentwicklung vieles vorweg. Mit dem vorherrschenden Optimismus sind hohe Erwartungen in die Kurse eingepreist. Es versteht sich von selbst, dass Rückschläge nicht auszuschliessen sind, falls die Erwartungen in den kommenden Monaten nicht erfüllt werden. Ausserdem befeuert die expansive Geldpolitik nach wie vor die «Jagd nach Rendite». Spekulative Exzesse sind in einzelnen Marktsegmenten unübersehbar. Ein Platzen dieser Blasen kann gegebenenfalls die Stimmung trüben und die Risikowahrnehmung

Relative Wertentwicklung: Welchen Anteil am Realwertkorb kann ich mir heute leisten?



Quellen: SNB, Pictet, Wüest Partner, Bloomberg, eigene Darstellung, alles in Schweizer Franken

Opportunitätskosten von liquiden Mitteln

Liquide Mittel und verzinsliche Anlagen sind zur Deckung absehbarer Verbindlichkeiten und als Notreserve unerlässlich. Für die langfristige Sicherung des Vermögens sind Realwerte aber besser geeignet. Die Grafik oben zeigt die relative Wertentwicklung eines gleichgewichteten Korbs aus Aktien, Immobilien und Gold in Relation zu flüssigen Mitteln auf einem – zumindest bis vor einigen Jahren – zinstragenden Bankkonto. Als Nenner dient ausnahmsweise der Realwertkorb, der durch die horizontale gelbe Linie repräsentiert wird. Die blaue Linie zeigt das Bankkonto und gibt Aufschluss darüber, welcher Anteil am Realwertkorb über die Zeit noch finanzierbar ist. Am Ende der fünfzigjährigen Periode hätte das Bankkonto noch für weniger als 10% des Realwertkorbs gereicht. Historische Renditen stützen damit die Vermutung, dass mit einer disziplinierten und systematischen Investition in Realwerte eine Risikoprämie zu verdienen ist.

verändern. Da die Exzesse jedoch in Nischen stattfinden, denen man problemlos fernbleiben kann, stellen sie für den Gesamtmarkt und unsere Vermögensverwaltung kein grundlegendes Problem dar.

Aufgrund der leicht überdurchschnittlichen Aktienbewertungen ist es allerdings ratsam, die Renditeerwartungen für die kommenden Jahre etwas nach unten zu justieren. Über die vergangenen fünf Jahre liessen sich durchschnittliche Jahresrenditen im zweistelligen Bereich realisieren. Nochmals fünf Jahre mit Renditen in dieser Höhe wären eine Überraschung. Die Grundkonstellation bleibt aber unverändert. Vergleicht man die Gewinnrendite des Aktienmarktes mit dem aktuellen Zinsniveau, gibt es weiterhin eine stattliche Risikoprämie zu verdienen, die attraktiver ist als diejenige aller anderen Anlageklassen. Sorgfältig und verantwortungsbewusst selektierte Qualitätsaktien, zu einem ausgewogen diversifizierten Portfolio kombiniert, bleiben unsere erste Wahl.

PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

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

Dormakaba

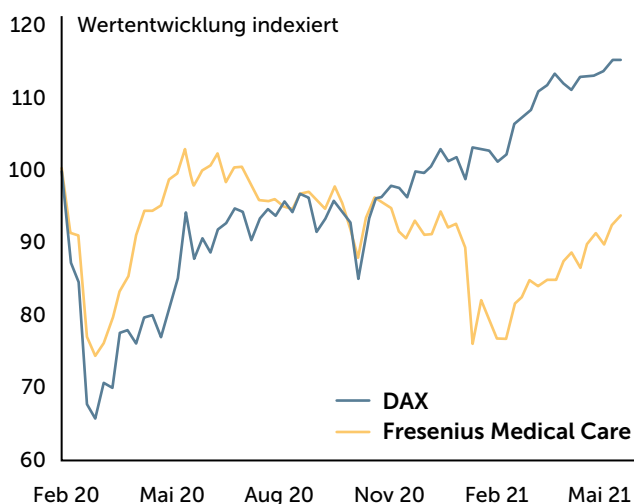
Die heutige Dormakaba entstand 2015 aus der Fusion der schweizerischen Kaba mit der deutschen Dorma. Die Zusammenlegung der beiden Unternehmen hat deutlich mehr zeitliche und finanzielle Ressourcen gekostet, als ursprünglich erwartet wurde, und die äusserst ambitionierten Ziele konnten nicht, wie von der Konzernleitung angestrebt, erreicht werden. Das spiegelt sich auch in der Aktienkursentwicklung der vergangenen Jahre. Dormakaba gehört zu den weltweit führenden Anbietern von intelligenten Sicherheitslösungen rund um den Gebäudezutritt. Zu den angebotenen Produkten gehören Zutrittssysteme und Betriebsdatenerfassung, Schlüsselrohlinge, Schlüsselcodiermaschinen, Hochsicherheitsschlösser, Hotelschliesssysteme und Schiebewände. Nach den schwierigen Jahren der Fusion wurde das Potential von Dormakaba zusätzlich durch die Coronakrise stark beeinträchtigt. Dank einschneidender Sparmassnahmen konnte der Umsatzrückgang abgefedert werden, sodass sich die Profitabilität überraschend schnell erholen konnte. Seit April 2021 steht mit Sabrina Soussan eine erfahrene Führungspersonlichkeit an der Spitze des Unternehmens, von der weitere positive Impulse erwartet werden. Dank einem soliden freien Cashflow sowie ansprechender Liquiditätsreserve sollte Dormakaba die Konsolidierungswelle im Zutrittsmarkt aktiv mitgestalten können. Das Unternehmen ist aus unserer Sicht auch nach den letzten Kursavancen eine interessante Beimischung für ein diversifiziertes Aktienportfolio.

Fresenius Medical Care

Fresenius Medical Care ist entlang der gesamten Wertschöpfungskette führender Anbieter von Lösungen für Menschen mit Nierenerkrankungen. Das Unternehmen erwirtschaftet rund 80% des Umsatzes mit Gesundheits-

dienstleistungen, in erster Linie Dialysebehandlungen. In diesem lebensnotwendigen Blutreinigungsverfahren, das die Organfunktion bei einem Nierenversagen ersatzweise übernimmt, ist das deutsche Unternehmen Marktführer. Daneben stellt Fresenius Medical Care auch für Dialysen notwendige Gesundheitsprodukte her. In etablierten Märkten, insbesondere Nordamerika, sind die Gesundheitsbehandlungen der Umsatztreiber. In den Wachstumsmärkten kann sich das Unternehmen neu positionieren, indem Kliniken mit Gesundheitsprodukten ausgerüstet werden und das Behandlungsangebot ausgebaut wird. Die weltweiten Coronamassnahmen beeinträchtigten die Behandlungsmöglichkeiten generell und bremsten den Aufbau in den Wachstumsländern.

Fresenius Medical Care vs. DAX seit dem Ausbruch der Pandemie



Quelle: Bloomberg

Fresenius Medical Care leistet mit der gesamtheitlichen Nierentherapie überlebenswichtige Hilfestellungen bei chronischer und schwerer Krankheit. Aufgrund der wachsenden und alternden Bevölkerung wird die Nachfrage weiter zunehmen. Uns gefällt, wie sich das Unternehmen weiterentwickelt, Innovationen fördert und die regionale Diversifikation vorantreibt. Wir erachten die Aktie als attraktiven Portfoliobestandteil und sehen im aktuellen Kursniveau eine gute Einstiegsmöglichkeit.

Herausgeber: Zähringer Privatbank AG, Schmiedenplatz 3, 3011 Bern, Tel. 031 307 50 00, Fax 031 307 50 01, info@zaehringler-privatbank.ch, www.zaehringler-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 Tatigung einer Anlage dar. Bitte kontaktieren Sie unsere Kundenverantwortlichen fur weitere Informationen.