



ZÄHRINGER PRIVATBANK  
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

## Unabhängigkeit in Gefahr

In der Geldpolitik gilt die Unabhängigkeit der Notenbanken als wichtige institutionelle Errungenschaft für die Bewahrung von Preisstabilität. Wird dieser Grundsatz missachtet und das geldpolitische Instrumentarium für politische Ziele missbraucht, können die Folgen für die Preisstabilität verheerend sein. Geschichte und Gegenwart liefern zahlreiche Beispiele dafür.

Die Unabhängigkeit ist aber nicht nur für die Erfüllung der Kernaufgabe essenziell, auch für schnelles und entschlossenes Handeln in Notsituationen ist sie eine zentrale Voraussetzung. Diese «Lender of Last Resort»-Funktion wird seit der Finanzkrise im internationalen Kontext zunehmend extensiv interpretiert. Dadurch rutschen die Notenbanken in eine immer dominantere Rolle. Eine Entwicklung, die durch die Coronakrise unverschuldet in eine neue Dimension vorstösst.

Gleichzeitig droht die Unabhängigkeit der Notenbanken vielerorts durch politische Einflussnahme untergraben zu werden. Auch in der Schweiz werden die Ideen kreativer, wozu die Nationalbank sonst noch dienen könnte. Die «Verpolitisierung» der Geldpolitik ist ein gefährliches Spiel. Vertrauensverlust ist kein linear verlaufender Prozess.

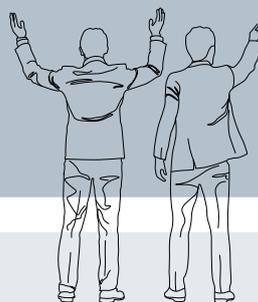
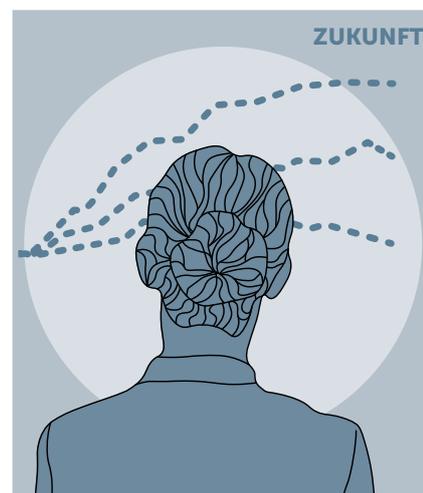
Martin Schenk  
Vorsitzender  
der Geschäftsleitung

# BLICKRICHTUNG ZUKUNFT

In der Berichterstattung zu den wirtschaftlichen Folgen der Coronakrise ist das Adjektiv «beispiellos» allgegenwärtig. Beispiellos ist die Geschwindigkeit, mit der sich die Krise rund um den Globus ausbreitete. Historisch beispiellos ist die Tiefe des Einbruchs der Wirtschaftsleistung, gemessen von Quartal zu Quartal. Beispiellos könnte aber auch die Kürze der Rezession ausfallen. Weil der globale makroökonomische Tiefpunkt schon hinter uns liegen dürfte, ist die wirtschaftliche Erholung auf dem steinigen Weg zurück bereits im Gange. Beispiellos ist schliesslich aber auch das Auseinanderklaffen des äusserst düsteren Nachrichtenflusses aus der Realwirtschaft einerseits und der mehrheitlich positiven Aktienmarktentwicklung der letzten Wochen andererseits. Wie lässt sich diese gegenläufige Entwicklung erklären? Haben die Finanzmärkte vollends den Bezug zur Realität verloren?

## Gegensätzliche Blickrichtung

Ein wichtiger Aspekt bei der Beantwortung dieser Frage ist die gegensätzliche Blickrichtung in der zeitlichen Dimension. Während die Quartalsergebnisse der Unternehmen oder makroökonomische Daten wie die Arbeitslosenquote und die Entwicklung der Gesamtwirtschaft in rückblickender Perspektive zeitlich verzögert veröffentlicht werden, ist der Blick der Finanzmärkte jederzeit vorwärtsgerichtet. Der scheinbare Widerspruch ist dem ausserordentlichen Tempo der



Krise geschuldet. Der markante Einbruch der Aktienpreise – auch dieser in seiner Heftigkeit und Geschwindigkeit beispiellos – erfolgte vor der Anordnung der ersten Lockdowns ausserhalb Chinas. Trotz nach wie vor vieler offener Fragen und weiterhin grosser Unsicherheit sind mittlerweile deutliche Fortschritte in der Bewältigung der Gesundheitskrise erkennbar. Diese erlauben eine zügige Lockerung der Massnahmen und eine gewisse Normalisierung in vielen Bereichen des Wirtschaftslebens. Obwohl noch längst nicht alle Teile der Welt so weit sind, ging es zumindest in Europa deutlich schneller als ursprünglich befürchtet. Mit dem aufkeimenden Optimismus erholten sich die Aktienpreise just in der Phase, als die wirtschaftlichen Folgen der Lockdowns in den Zahlen der Unternehmen und Statistiker ihre tiefen Spuren hinterliessen.

**Bewertung von Vermögenswerten**

Mit dem vorwärtsgerichteten Blick reflektiert der heutige Preis einer Aktie ein Gleichgewicht aller Marktteilnehmer bezüglich der Einschätzung der Zukunftsaussichten eines Unternehmens. Da diese Zukunft niemand kennt, ist die Bewertung einer Aktie aber nicht mit der Exaktheit eines naturwissenschaftlichen Messvorgangs vergleichbar.

Anhand eines vereinfachten Bewertungsmodells wird aber deutlich, welche Parameter den Wert einer Aktie beeinflussen und wie es um die Sensitivitäten gegenüber diesen Parametern bestellt ist.

Bewertungen von beliebigen Vermögenswerten, sei es eine Obligation, eine Immobilie oder eine Aktie, folgen dem gleichen Grundprinzip: In der Zukunft erwartete Zahlungsströme werden in die Gegenwart transformiert. Diese Umwandlung erwarteter zukünftiger Zahlungen in einen gegenwärtigen Barwert erfolgt über den aktuellen, risikoadjustierten Kapitalmarktzins.

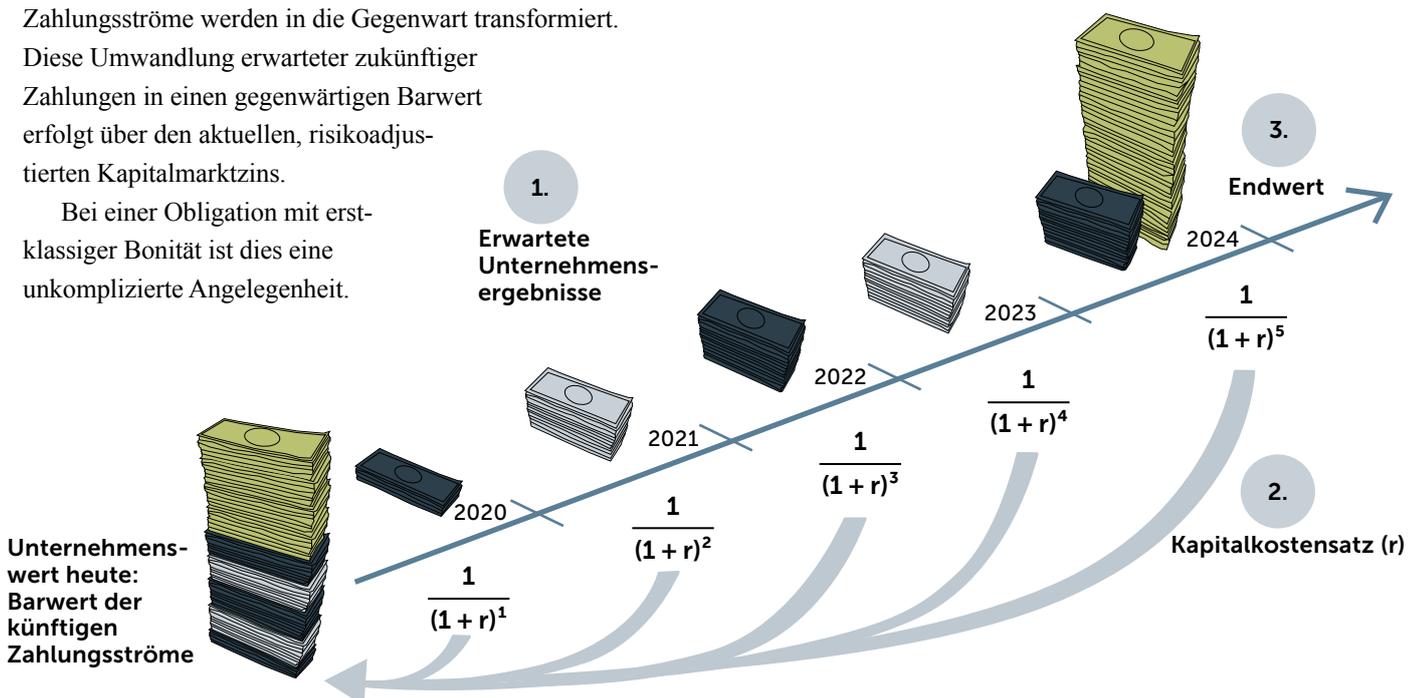
Bei einer Obligation mit erstklassiger Bonität ist dies eine unkomplizierte Angelegenheit.

Alle Zahlungsströme, sprich die jährlichen Couponzahlungen und die Rückzahlung des Nominals bei Verfall, sind fixiert. Weil bei erstklassiger Bonität Kreditrisiken eine untergeordnete Rolle spielen, lässt sich der Barwert dieser Zahlungsströme über die aktuelle Zinsstrukturkurve einfach ermitteln. Preisschwankungen halten sich in Grenzen und ergeben sich einzig durch Bewegungen in der Zinsstrukturkurve und der abnehmenden Restlaufzeit.

Bei der Bewertung einer Aktie wird der Sachverhalt deutlich komplexer. Im Gegensatz zur Obligation sind weder Zahlungsströme noch die Laufzeit fixiert. Die damit verbundene Unsicherheit reflektiert sich deshalb in einem höheren Kapitalkostensatz bei der Diskontierung der erwarteten Zahlungsströme. Die drei folgenden Parameter sind für die Aktienbewertung zentral.

**1. Erwartete Unternehmensergebnisse**

Der Erwerb eines Beteiligungspapiers verschafft einen Residualanspruch auf die künftigen Unternehmensergebnisse. Was vom Umsatz nach der Bedienung aller eingegangenen Verpflichtungen wie zum Beispiel der Löhne für die Mitarbeitenden, der Bezahlung der Lieferantenrechnungen, der Bedienung der Zinsen für die Fremdkapitalgeber und der Bezahlung der Steuern übrigbleibt, gehört den Aktionärinnen und Aktionären. Es geht also letztlich um das Resultat unter dem Strich, um eine Gewinngrösse. In der Praxis wird meist nicht der Reingewinn, sondern die weniger formbaren freien Mittelflüsse (Free Cash Flows) verwendet. Die für die



nächsten Jahre erwarteten Ergebnisse sind vom Geschäftsgang des Unternehmens abhängig und müssen für eine Bewertung geschätzt werden. Im Branchenvergleich gibt es grosse Unterschiede bezüglich der Schwankungsbreite der Ergebnisentwicklung. In der Nahrungsmittelbranche ist die Gewinnentwicklung beispielsweise deutlich stabiler als in der Industrie. Innerhalb der Branche spielen das Geschäftsmodell sowie der finanzielle und operative Leverage eine wichtige Rolle. Grössere Unsicherheiten bei der Ergebnisschätzung widerspiegeln sich in höheren Kapitalkostensätzen bei der Diskontierung der künftigen Zahlungsströme.

## 2. Kapitalkostensatz ( $r$ )

Die zur Abzinsung der künftigen Ergebnisse verwendeten Diskontfaktoren müssen das Risiko des Geschäfts adäquat widerspiegeln. Der Kapitalkostensatz liegt bei Beteiligungspapieren deutlich über dem risikolosen Zinssatz und in der Regel näher bei zehn als bei fünf Prozent. Grundsätzlich gilt: Je höher der Kapitalkostensatz, desto tiefer der Barwert. Hohe Kapitalkostensätze führen ausserdem dazu, dass nahe in der Zukunft liegende Zahlungsströme relativ mehr Gewicht erhalten als diejenigen, die weiter in der Zukunft liegen.

## 3. Endwert

Der Residualanspruch eines Beteiligungspapiers ist zeitlich nicht begrenzt. Je weiter die Ergebnisse allerdings in der Zukunft liegen, desto geringer wird deren Visibilität. In der Praxis werden deshalb oft die nächsten fünf Jahre geschätzt und dann ein Endwert im Sinne einer ewigen Rente bestimmt. Dieser Endwert verfügt über einen dominanten Einfluss auf den Barwert, der entsprechend sensitiv auf veränderte Annahmen reagiert.

### Verarbeitung des viralen Schocks

Der Ausbruch der Pandemie führte zu grosser Verunsicherung auf allen Ebenen: Ungewissheit bezüglich des Verlaufs der Gesundheitskrise mit kaum abschätzbaren Auswirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung. Viele Unternehmen haben unmittelbar nach dem Ausbruch der Krise ihre zuvor kommunizierten Erwartungen für das laufende Geschäftsjahr zurückgezogen. Diese Unsicherheit widerspiegelte sich an den Finanzmärkten in einem sprunghaften Anstieg aller Risikoprämien. Bei den verzinslichen Anlagen mit den fixierten Zahlungsströmen drückten höhere Kreditrisikoprämien auf den

aktuellen Wert. Beteiligungspapiere traf der exogene Schock im Zähler und Nenner zugleich: tiefer erwartete künftige Ergebnisse und steigende Kapitalkostensätze für deren Abzinsung. Innert kürzester Frist brach der Weltaktienmarkt um mehr als 30 Prozent ein.

Die Folgen der Krise werden im aktuellen Geschäftsjahr tiefe Spuren hinterlassen, die in verschiedenen Branchen jedoch unterschiedlich stark zu Buche schlagen werden. Eine Airline wird stärkere Einbussen zu verkraften haben als ein Anbieter von Grundnahrungsmitteln. Im Durchschnitt werden die Jahresergebnisse aber deutlich rückläufig erwartet. Dadurch schnellen eindimensionale Kennzahlen wie zum Beispiel das Kurs-Gewinn-Verhältnis (P/E) in die Höhe. Solange der Rückschlag ein temporäres Phänomen ist, sollte diesem Umstand keine übermässige Bedeutung zugemessen werden. Sehr viel entscheidender als ein einzelnes Jahresergebnis ist nämlich die Frage, ob das mittel- bis langfristige Ergebnispotential des Unternehmens intakt bleibt oder aber das Geschäftsmodell durch die Krise grundlegend in Frage gestellt wird. In vielen Fällen wird dieses mittelfristige Potential aufgrund der Fortschritte bei der Bewältigung der Gesundheitskrise mittlerweile wieder deutlich optimistischer und auch differenzierter beurteilt als in der Panikphase Mitte März.

### Entschlossene wirtschaftspolitische Reaktion

Zur Beruhigung der Situation hat aber auch die schnelle und entschlossene wirtschaftspolitische Reaktion beigetragen. Staatliche Unterstützungsprogramme zur Überbrückung des temporären Einbruchs sowie Interventionen der Zentralbanken zur Behebung von Marktstörungen haben geholfen, die Negativspirale unkontrolliert steigender Risikoprämien zu brechen. Die Nachwirkungen davon werden die Rahmenbedingungen der Kapitalmärkte allerdings auf Jahre hinaus prägen und kommende Generationen belasten. Die Eingriffe treiben nicht nur die öffentliche Verschuldung weltweit auf neue Höchststände, sondern auch die ausserordentliche Geldpolitik nochmals auf eine neue Ebene. Wir gehen davon aus, dass sich die finanzielle Repression mit negativen Realzinsen in den nächsten Jahren weiter akzentuieren wird. In diesem Umfeld führt bei gegebener Risikofähigkeit weiterhin kein Weg an einer angemessenen Realwertquote vorbei. Sorgfältig selektierte Beteiligungspapiere mit besonderem Fokus auf Qualität stehen dabei im Mittelpunkt. Direktes Immobilienengagement und physisches Gold können eine sinnvolle Ergänzung sein.

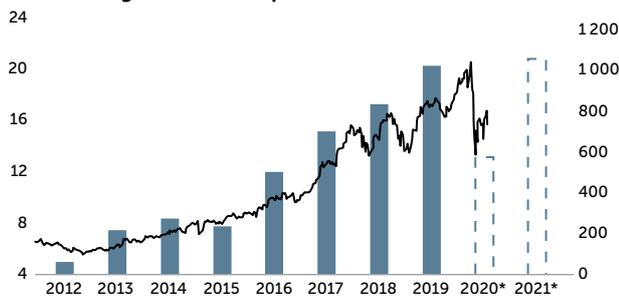
# PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

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

## Straumann

Mit einem Marktanteil von rund 25% ist Straumann der weltgrösste Hersteller von Zahnimplantaten. Das Schweizer Unternehmen ist vor allem für seine Premium-Produkte bekannt. Diese generieren rund 80% des Umsatzes und werden hauptsächlich über die eigenen, gut kontrollierten Kanäle vertrieben. Die in Europa bereits erreichte Marktführerschaft strebt Straumann auch in den USA an. Damit die Expansion in den Schwellenländern und insbesondere in China vorangetrieben werden kann, wird die Angebotspalette in tieferen Preissegmenten ausgebaut. Das Unternehmen erwirtschaftet solide Cashflows und kann dadurch neue strategische Expansionen und Übernahmen finanzieren, die weiteres Wachstum ermöglichen.

Entwicklung des Gewinns pro Aktie (LS) und Aktienkurs (RS)



\*Konsensus Analystenschätzung; Quelle: Bloomberg

Wir erachten die breitere Aufstellung des Produktangebots in verschiedenen Preissegmenten als wichtigen Schritt für den Zutritt zu weiteren Absatzmärkten. Da aufgrund der Coronapandemie die Zahnarztpraxen

vorübergehend schliessen mussten, hat der daraus resultierende Nachfragerückgang nach Dentalimplantaten auch bei Straumann zu einer erwarteten temporären Gewinnkorrektur (siehe Grafik) geführt, die sich auch im Aktienpreis widerspiegelt. Dies eröffnet eine interessante Einstiegschance in ein gut geführtes, hochprofitables und solide finanziertes Unternehmen aus der dynamischen Medizinaltechnikbranche.

## Adidas

Das deutsche Unternehmen, das die Marken Adidas und Reebok vereint, zählt zu den grossen Namen unter den Herstellern von Sport- und Freizeitbekleidung. Frühzeitig hat Adidas den Schritt in den Markt für sportliche Freizeitbekleidung gewagt und konnte so diesen Trend mitprägen. Adidas hat die Absatzkanäle in den asiatischen Wachstumsmärkten erfolgreich etabliert und fokussiert sich zusätzlich auf den Direktvertrieb zum Kunden. Diese beiden Kanäle sind zentrale Schlüsselfaktoren für eine erfolgreiche Zukunft. Der durch die Coronapandemie angeordnete Lockdown hat dafür gesorgt, dass weltweit die Mehrheit der Läden von Adidas geschlossen wurden und die Vorräte aus unverkauften Schuhen und Textilien Rekordstände erreichten. Der Umsatzeinbruch ist mit 40% markant und hat zu einer starken Aktienkurskorrektur geführt. Der Onlinehandel konnte sich in dieser Zeit gut behaupten und die schrittweise Lockerung lässt das Geschäft mit Sport- und Freizeitartikeln wieder anlaufen. Adidas hat diverse Massnahmen eingeleitet, um die Liquidität sicherzustellen und das Unternehmen zu stabilisieren. Die vorausschauende Unternehmensführung überzeugt uns und wir erachten den Einstiegszeitpunkt in den gut positionierten Konsumgüterhersteller für ein diversifiziertes Portfolio als attraktiv.

**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 Tatigung einer Anlage dar. Bitte kontaktieren Sie unsere Kundenverantwortlichen fur weitere Informationen.