



ZÄHRINGER PRIVATBANK  
KLASSISCHE WERTE. ZEITGEMÄSSE LÖSUNGEN

## Wirklich keine Inflation in Sicht?

Ein Blick auf den Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) zeigt ein unaufgeregtes Bild. Die Kaufkraft flüssiger Mittel für den Erwerb von Waren und Dienstleistungen nimmt kaum ab. Alles in Ordnung an der Inflationsfront, kein Zeitdruck für Konsum und Investitionen – oder etwa doch nicht?

Wer vor rund zehn Jahren ein Einfamilienhaus erwerben wollte, stellt heute mit einer gewissen Ernüchterung fest, dass er für denselben Betrag bestenfalls noch eine mittlere Eigentumswohnung erhält. Ein ähnliches Bild zeigt sich bei erstklassigen Aktien. Aktionäre profitierten von einer deutlichen Wertsteigerung und die Gewinnentwicklung erlaubt rekordhohe Ausschüttungen.

Wie ist diese Verschiebung der relativen Preise in einem Umfeld von Negativzinsen und vernachlässigbarer Inflation einzuordnen? Sind Investoren aus rationalen Überlegungen bereit, für Realwerte mehr zu bezahlen, oder hat eine sogenannte «asset price inflation» den Wert von Immobilien, Aktien oder Gold masslos in die Höhe getrieben?

In der Tat stellt sich die Frage, wo das Preisgefüge eher verzerrt ist. Bei den knappen Realwerten oder den durch die Geldschwemme im Überfluss vorhandenen flüssigen Mitteln? Könnte es nicht sein, dass nominelle Werte eine zukünftige Geldentwertung bereits vorwegnehmen?

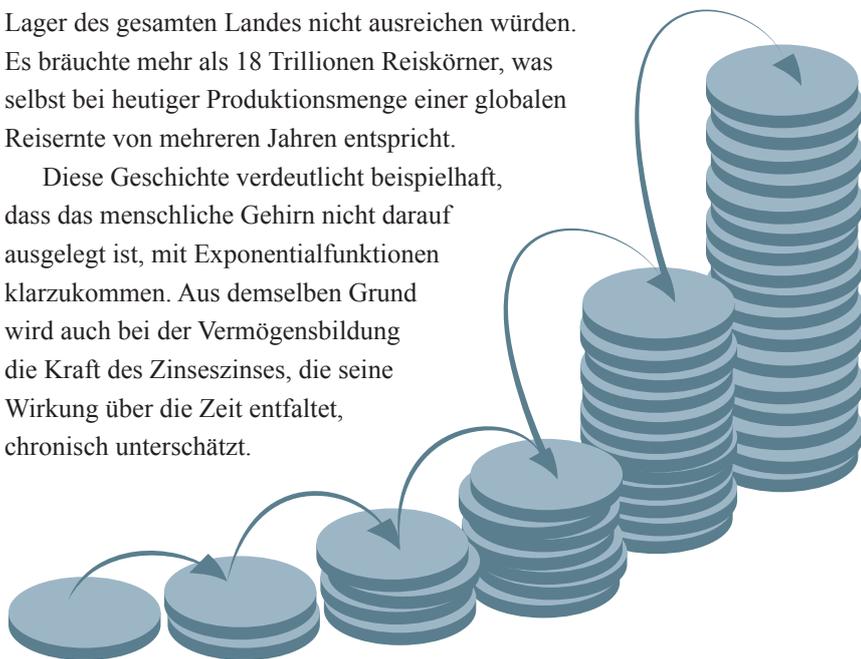
Martin Schenk

Vorsitzender der Geschäftsleitung

# DIE KRAFT DES ZINSESZINSES

Der Legende nach lebte in Indien einst ein Maharadscha, der seine Untertanen tyrannisierte. Während seiner Regentschaft erfand ein weiser Brahmane namens Sissa das heute weltweit beliebte Schachspiel. Er wollte aufzeigen, dass der König zwar wichtig, ohne die Hilfe der anderen Figuren und Bauern jedoch machtlos ist. Der Maharadscha war vom Spiel so begeistert, dass er den Erfinder an seinen Hof rufen liess und ihn belohnen wollte. Er sei so reich und mächtig, dass er ihm jeden noch so ausgefallenen Wunsch erfüllen könne. Als Sissa am Tag darauf vor den Maharadscha trat und ihn bat, auf das erste der 64 Felder des Schachbretts ein Reiskorn zu legen, lachte dieser und fragte ihn, ob das schon alles sei. Da antwortete Sissa, dass er sich auf dem zweiten Feld zwei Reiskörner, auf dem dritten vier und auf den jeweils folgenden Feldern immer doppelt so viel wie auf dem zuvor wünsche. Die Berater des Königs begannen zu lachen, weil sie den Wunsch für äusserst dumm hielten. Schliesslich hätte Sissa auch Gold, Edelsteine oder Land haben können. Der König war verärgert, weil er dachte, der Erfinder halte ihn für arm oder geizig. Als der König am Abend seine Berater fragte, ob der Wunsch erfüllt sei, wurden diese nervös und erklärten, dass sie die Belohnung nicht zusammenbringen können, weil die Lager des gesamten Landes nicht ausreichen würden. Es bräuchte mehr als 18 Trillionen Reiskörner, was selbst bei heutiger Produktionsmenge einer globalen Reisernte von mehreren Jahren entspricht.

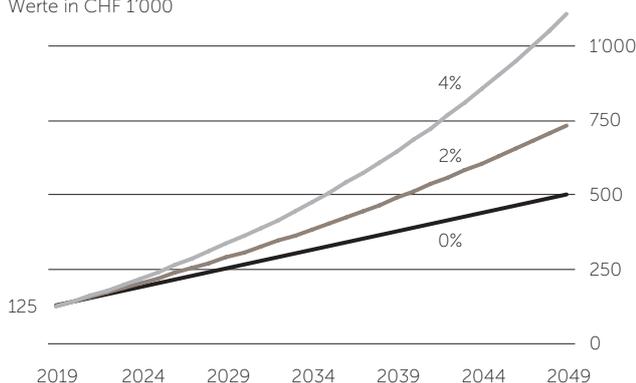
Diese Geschichte verdeutlicht beispielhaft, dass das menschliche Gehirn nicht darauf ausgelegt ist, mit Exponentialfunktionen klarzukommen. Aus demselben Grund wird auch bei der Vermögensbildung die Kraft des Zinseszinses, die seine Wirkung über die Zeit entfaltet, chronisch unterschätzt.



Dazu ein praktisches Beispiel: Eine 35-jährige Kadermitarbeiterin verfügt über ein bereits angespartes Pensionskassenvermögen von CHF 125'000. Dazu kommen jährliche Sparbeiträge von CHF 12'500, die hälftig von Arbeitnehmer- und Arbeitgeberseite geüfnet werden. Die untenstehende Grafik veranschaulicht den Einfluss einer unterschiedlichen Verzinsung auf das Vermögen bei der Pensionierung in 30 Jahren. Ohne Zins wächst das Vermögen über die Zeit linear auf eine halbe Million Franken. Mehr als doppelt so gross wird das Vorsorgeguthaben bei einer jährlichen Verzinsung von 4 Prozent. Das finanzielle Polster für den dritten Lebensabschnitt beläuft sich in diesem Szenario auf CHF 1.1 Mio. Das Wachstum des Vermögens verläuft nicht mehr linear, weil auch die Zinserträge Jahr für Jahr Früchte tragen. Der Einfluss dieses Anteils auf das Gesamtvermögen wird im Zeitablauf je länger, je dominanter.

#### Einfluss der Verzinsung auf die Vermögensentwicklung

Werte in CHF 1'000



Quelle: eigene Berechnungen

#### Zinseszinsseffekt bei Obligationen aktuell ausser Kraft

Die veranschaulichte Bedeutung des Zinseszinsseffektes unterstreicht die Brisanz der aktuellen Kapitalmarktsituation. Die Tiefzinspolitik der wichtigsten Notenbanken als Reaktion auf die Finanzkrise setzt den Zinseszinsseffekt bei Obligationenanlagen seit längerer Zeit ausser Kraft. Im Schweizer Franken sind wir seit nunmehr vier Jahren mit negativen Leitzinsen konfrontiert. Die Hoffnung, dass sich daran in absehbarer Zeit etwas ändern könnte, hat sich in den letzten Monaten verflüchtigt, nachdem ein Schritt in Richtung Zinsnormalisierung durch die Europäische Zentralbank aufgrund der wirtschaftlichen Abschwächung in Europa in weite Ferne gerückt ist. Auch in der Schweiz ist die Zinsnormalisierung damit bis auf Weiteres vertagt.

Für unsere Vorsorgesysteme, die auf lange Frist ausgerichtet sind, stellt der Ausfall des Zinses als dritter Beitragszahler in Kombination mit der demografischen Entwicklung eine grosse Herausforderung dar. Das lässt auch die Schweizer Bevölkerung nicht kalt. In der jüngsten Ausgabe des Sorgenbarometers der Credit Suisse, einer Meinungsumfrage bei Schweizerinnen und Schweizern, nimmt die Sicherung der Altersvorsorge den ersten Platz ein. In der beruflichen Vorsorge, in der wichtige Parameter wie die Mindestverzinsung und der Umwandlungssatz politisch festgelegte Grössen sind, öffnet sich die Schere zwischen Anspruch und Wirklichkeit zunehmend. Besonders evident wird dies bei den Vollversicherungslösungen mit den härtesten Garantien und dem geringsten Spielraum zum Einbezug von Anlagen mit grösseren Wertschwankungen: Im 2018 entschied die zweitgrösste Anbieterin, die Axa, sich aus dem Markt zurückzuziehen.

Die anhaltend expansive Geldpolitik führt so zu finanzieller Repression mit erheblichen Verteilungseffekten auf verschiedenen Ebenen. Schuldner wie Staaten, Unternehmen und Eigenheimbesitzer profitieren von den günstigen Finanzierungsbedingungen. Sparer hingegen werden benachteiligt. Besonders betroffen sind Institutionen und Individuen, die auf Einkommen aus festverzinslichen Anlagen angewiesen sind, weil sie nicht über die nötigen Voraussetzungen für das Tragen der Risiken anderer Anlageklassen verfügen. Risikofähigkeit entsteht durch bereits vorhandene finanzielle Polster oder ein den Mittelbedarf übersteigendes Einkommen.

#### Anlageklassen im Langzeitvergleich

Wer allerdings über das Privileg der Risikofähigkeit verfügt, kann auf ein breiteres Anlageuniversum zu-

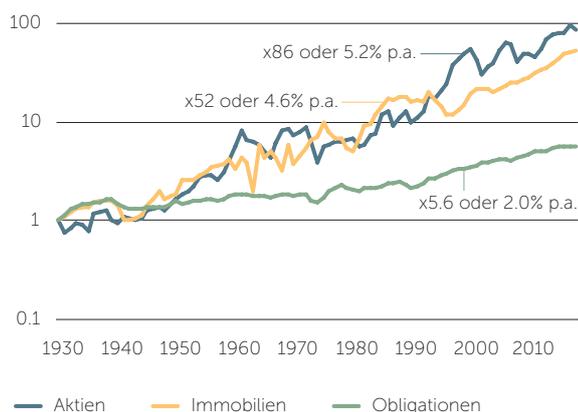
##### Die 72er-Regel

Der Zinseszinsseffekt ist intuitiv nicht einfach zu erfassen. Eine Faustregel im Umgang damit ist die sogenannte 72er-Regel. Sie gibt näherungsweise an, in wie vielen Jahren sich eine Kapitalanlage verdoppelt. Zur Bestimmung der Anzahl Jahre teilt man 72 durch den jeweiligen Zinssatz. Bei einem Zinssatz von 4 Prozent dauert es 18 Jahre, bis aus hundert Franken zweihundert werden ( $72/4$ ). Bei einem Zins von 7.2 Prozent braucht es 10 Jahre.

rückgreifen, das nicht nur auf festverzinsliche Anlagen beschränkt ist, sondern auch Realwertanlagen wie Aktien oder Immobilien umfasst. Obwohl wir in unserer Vermögensverwaltung global investieren, fokussiert sich die nachfolgende Analyse auf die Entwicklung der bedeutendsten Anlageklassen in der Schweiz. Die untenstehende Grafik zeigt deren Wertentwicklung seit 1930 auf einer logarithmischen Skala, die gleiche prozentuale Veränderungen in identischen vertikalen Abständen darstellt.

Da letztlich die Entwicklung der Kaufkraft relevant ist, handelt es sich um reale, sprich inflationsbereinigte Grössen. Die jährliche Teuerung betrug über die gesamte Periode im Durchschnitt 2.2 Prozent. Erreichte die Inflation in den späten 1930er und in den 1970er Jahren zweistellige Werte, überstieg sie seit Mitte der 1990er Jahre nur noch selten die 2-Prozent-Grenze und entwickelte sich in der jüngeren Vergangenheit teilweise sogar rückläufig.

### An Realwerten führt kein Weg vorbei



Quelle: Banque Pictet & Cie SA, Wüest Partner AG, Bundesamt für Statistik, eigene Berechnungen (vgl. Datengrundlage)

Mit einem durchschnittlichen realen Wertzuwachs von 5.2 Prozent pro Jahr liegen Aktienanlagen an erster Stelle. Obwohl es zahlreiche heftige Rückschläge zu absorbieren galt – während der grossen Depression, der Ölkrise und dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems in den 70ern, der Dotcom-Blase nach der Jahrtausendwende und der Finanzkrise 2008 –, hat sich die Kaufkraft über

die gesamte Periode nahezu um den Faktor 86 vervielfacht. Die höheren Wertschwankungen werden durch eine höhere Rendite entschädigt.

An zweiter Stelle liegen die Immobilien mit einem realen jährlichen Wertzuwachs von 4.6 Prozent, was einer Steigerung der Kaufkraft um den Faktor 52 entspricht. An dritter Stelle folgen die Obligationen mit einer jährlichen realen Rendite von 2 Prozent und einem Kaufkraftzuwachs von Faktor 5.6.

Die Grafik verdeutlicht einerseits, dass der Zinseszineffekt nicht nur bei zinstragenden Anlagen wirkt, und unterstreicht andererseits nochmals eindrücklich dessen Bedeutung für die Entwicklung der Kaufkraft, die sich über eine lange Zeitperiode je nach Anlageklasse um ein Vielfaches auseinanderbewegt.

### Auswirkungen auf die Vermögensverwaltung

Kurzfristige Prognosen lassen sich aus all diesen Zahlen leider nicht ableiten. Für die langfristige Ausrichtung der Vermögensverwaltung sind sie dennoch aufschlussreich. Obwohl die absoluten Renditen in Zukunft aufgrund des Rückgangs des Zinsniveaus möglicherweise auf allen Anlageklassen tiefer ausfallen werden als in der Vergangenheit, wird es auf Beteiligungspapieren zweifelsohne weiterhin eine Risikoprämie zu verdienen geben. Wer die nötige Risikobereitschaft und -fähigkeit mit sich bringt, ist deshalb gut beraten, diesem Umstand bei der Definition der Anlagestrategie Rechnung zu tragen. Ein Grossteil der überschüssigen Reserven, die nicht für den Lebensunterhalt oder absehbare Verpflichtungen benötigt werden, sollte langfristig in Realwerte investiert werden. Mit einer Dividendenrendite von deutlich über 3 Prozent in einem Umfeld mit vernachlässigbarer Teuerung und wenig überzeugenden Alternativen im festverzinslichen Bereich sind Aktienanlagen unverändert unsere favorisierte Anlageklasse.

Die Risikoprämie muss allerdings durch das Erdulden der Wertschwankungen «verdient» werden. Korrekturphasen an den Aktienmärkten wie im vergangenen Dezember sind unangenehm, gehören als Kehrseite der höheren Renditeerwartung aber zur Medaille. In diesen Momenten lohnt sich jeweils der Blick auf die gezeigte langfristige Wertentwicklung. Durch Emotionen gesteuerte kurzfristige Handlungen sind in der Vermögensanlage selten erfolgversprechend. Wird die wohlüberlegte langfristige Anlagestrategie hingegen mit der nötigen Disziplin umgesetzt, kann der Zinseszineffekt seine volle Kraft entfalten.

#### Datengrundlage

Die Performance von Aktien & Obligationen in der Schweiz (1926 bis 2018): Update, Banque Pictet & Cie, Januar 2019  
 Transaktionspreis-Index Renditeeigenschaften Wohnen Schweiz ab 1930 (adjustiert um eine konservativ geschätzte direkte Nettorendite von 3% p.a.), Wüest Partner AG, März 2019  
 Landesindex der Konsumentenpreise, Bundesamt für Statistik

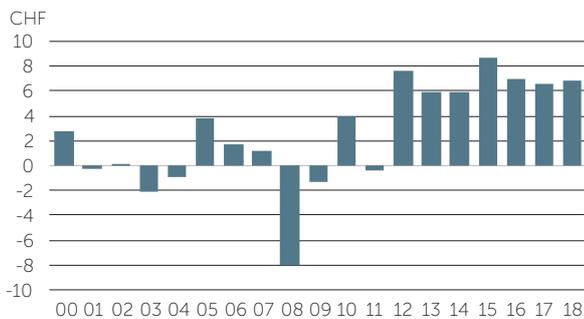
# PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

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

## Lonza

In der über 120-jährigen Geschichte hat sich das ehemalige Elektrizitätswerk aus dem Wallis, das anfänglich aus der erzeugten Elektrizität Calciumcarbid und Acetylen herstellte, zu einem der weltgrössten Auftragsfertiger für die Pharma-, Biotech- und Consumer-Health-Industrie gewandelt. Lonza entwickelt sich weg von der zyklischen Feinchemie und hin zum margenstarken Pharma- und Biotech-Geschäft. Vor 2012 litt Lonza unter erheblichen Ertragsproblemen, doch mit stetiger Überprüfung der Geschäftstätigkeiten gelang es dem Unternehmen, sich strategisch neu aufzustellen und den Umsatz kontinuierlich zu steigern. Der Verkauf des Wasserbehandlungsgeschäfts und die Übernahme der Medikamentenkapseln-Herstellerin Capsugel sind zwei bedeutende Transaktionen der jüngeren Vergangenheit.

## Entwicklung der Free Cash Flows pro Aktie



Quelle: Bloomberg

Die dargestellte Entwicklung der Free Cash Flows verdeutlicht die erfolgreiche Transformation des Unternehmens. Der neue Konzernchef Marc Funk setzt den

eingeschlagenen Kurs fort, rückt die Weiterentwicklung des Healthcare-Geschäftes ins Zentrum und investiert kräftig in die neuen Werke in Visp, China und den USA. Aus unserer Sicht ist das SMI-Unternehmen in einem zukunftssträchtigen und margenstarken Markt sehr gut positioniert. Wir erachten die Gesundheitsaktie Lonza nach dem Kursrückgang im Dezember 2018 als interessante Portfolioergänzung.

## Beiersdorf

Der Gründer und Namensgeber des Hamburger Unternehmens, Paul C. Beiersdorf, legte 1882 mit der Erfindung des gestrichenen Wundpflasters den Grundstein für die moderne Pflastertechnologie und schlug damit einen wesentlichen Erfolgspfeiler für sein Unternehmen ein. Heute konzentriert sich Beiersdorf auf die Hautpflege, Wundversorgung und Klebetechnologie. Der Name steht insbesondere für die beiden mehr als 100-jährigen Marken Nivea und Labello sowie für Eucerin und Hansaplast. Als Abrundung des Sortiments ist Beiersdorf im Hochpreissegment mit La Prairie und in der Naturkosmetik mit Florena vertreten. Die Klebetechnologie ist unter dem Namen Tesa bekannt.

Neben dem Hauptabsatzmarkt Europa, wo Beiersdorf in eigenen Hautforschungszentren an neuen Produkten arbeitet, ist das Unternehmen auch im stark wachsenden asiatischen Markt vertreten. Bereits 2007 wurde mittels Übernahme der Eintritt in den chinesischen Markt vollzogen. Um den indischen Markt fokussiert zu bearbeiten, hat Beiersdorf eine eigene Produktionsstätte und Forschungsabteilung vor Ort eröffnet. Die starke Wettbewerbsposition von Beiersdorf wird allerdings immer wieder von kleinen, agilen Konkurrenten herausgefordert. Der Aktienkurs entwickelte sich in den letzten Monaten unterdurchschnittlich. Wir sehen dies als Chance, da uns das breite Sortiment gefällt, das über das klassische Retailangebot hinausgeht. Die solide Finanzkraft und der stabile Ankeraktionär ermöglichen eine langfristige Optik. Mit den angekündigten Investitionen in Innovation und den digitalen Vertrieb dürfte es Beiersdorf auch künftig gelingen, neue Märkte mit den traditionellen sowie spezifisch neu entwickelten Produkten zu erschliessen.

**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 vierteljährlich erscheinenden 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 Ihren Kundenberater für weitere Informationen.