



ZÄHRINGER PRIVATBANK  
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

## Weiterhin keine Experimente

Nach einer längeren Phase überdurchschnittlicher Anlagerenditen folgte im 2022 ein deutlicher Rückschlag. Übergeordnet lässt sich aber zumindest festhalten, dass der «Zinsschock» der Stabilität des Finanzsystems als Ganzes nichts anhaben konnte. Einzig nach der Ankündigung schuldenfinanzierter Steuererleichterungen geriet in Grossbritannien die geordnete Preisbildung von Staatsanleihen in Gefahr und erzwang den sofortigen Übungsabbruch sowie den Rücktritt der Regierung.

Weiter fand eine Bereinigung spekulativer Exzesse statt, die in der letzten Phase der künstlichen Welt unübersehbar waren. «Blankocheck-Gesellschaften» (SPACs) und abenteuerlichen Konstrukten aus der Kryptowelt zog es buchstäblich den Boden unter den Füßen weg. Im Gegensatz dazu wird sich bei den ebenfalls boomenden illiquiden Privatmarktanlagen die Spreu erst mit erheblicher Verzögerung vom Weizen trennen.

In unserer Vermögensverwaltung fokussieren wir uns ganz bewusst auf klassische und liquide Aktien- und Obligationenanlagen. Dieser Linie bleiben wir auch in Zukunft treu. Das Umfeld bietet momentan ausreichend Volatilität und wirtschaftspolitische Experimente, da braucht es sie in der Vermögensverwaltung erst recht nicht.

Martin Schenk

Vorsitzender der Geschäftsleitung

# NEUBEWERTUNG DURCH ZINSANSTIEG

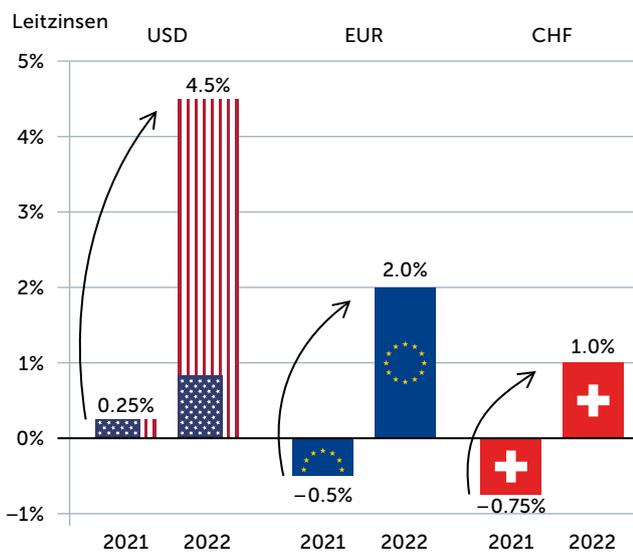
Obwohl man wahrscheinlich im Allgemeinen dazu neigt, die jüngere Vergangenheit als spezielle Zeit wahrzunehmen, dürfte kaum jemand bestreiten, dass es die vergangenen drei Jahre besonders in sich hatten. Zuerst die Pandemie mit den Lockdowns und dem dramatischen wirtschaftlichen Einbruch, dann die ebenso schnelle Erholung und erste Anzeichen von Inflation. Auf dem Weg zurück Richtung vermeintlicher Normalität folgte die russische Invasion in die Ukraine. Sie brachte den Krieg nach Europa zurück, entfachte über die Rohstoffpreise weiteren Teuerungsdruck und zwang die Notenbanken endgültig zum Handeln. Das geldpolitische Bremsmanöver zur Wiedererlangung der Preisstabilität läuft inzwischen ebenfalls in bemerkenswert hohem Tempo ab. Vor einem Jahr erwarteten die Finanzmärkte für 2022 in den USA zwei Leitzinserhöhungen von je 0.25% und in der Eurozone und der Schweiz gar keine. Im Verlauf des vergangenen Jahres vollzog die amerikanische Zentralbank dann aber insgesamt sieben Zinserhöhungen, darunter vier Jumboschritte im Umfang von jeweils 0.75%. Dadurch stiegen die Leitzinsen innerhalb von neun Monaten um nicht weniger als 4.25 Prozentpunkte von 0.25% auf 4.5%. Dies ist ein im historischen Vergleich sehr steiler Anpassungspfad, der die Rahmenbedingungen für die Finanzmärkte grundlegend verändert hat. Die Ära des «Gratisgeldes» ist vorbei. Weil der Zins als Preis des Geldes für alle Vermögenswerte eine zentrale Rolle spielt, zog der steile Zinsanstieg im Gegenzug deren Bewertungen deutlich nach unten.



## Rückblick 2022: Ein Jahr ohne Verstecke

In der Schweiz betragen die Leitzinsen nun ein Prozent. Das ist nach wie vor ein niedriges Zinsniveau und trotzdem stellt die Verschiebung um 1.75 Prozentpunkte zwischen Juni und Dezember nach 15 Jahren ohne Zinserhöhung und einer langen Phase negativer Leitzinsen auch hierzulande einen markanten Bruch dar.

### Neuer Preis des Geldes – Leitzinsen per Jahresende



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Für die globalen Rahmenbedingungen und die Finanzmarktentwicklung im vergangenen Jahr war jedoch vor allem der steile Anstieg der Leitzinsen des US-Dollars bestimmend. Die Führungsrolle der amerikanischen Zentralbank in der geldpolitischen Straffung liess die Zinsdifferenz zu anderen Währungen deutlich ansteigen und verlieh dem US-Dollar zwischenzeitlich starke Unterstützung.

2022 war ein ausgesprochen schlechtes Börsenjahr. Alle wichtigen Anlageklassen standen im veränderten Zinsumfeld in heftigem Gegenwind. Im historischen Vergleich war es für Obligationen sowohl in der Schweiz als auch global sogar das schlechteste der letzten 90 Jahre. Die vertraglich fixierten zukünftigen Zahlungsströme der Obligationen verloren durch den Zinsanstieg aussergewöhnlich stark an Wert. Aber auch die internationalen Aktienmärkte gaben zwischenzeitlich deutlich zweistellig nach, bevor sie sich im vierten Quartal von

den Tiefstständen lösen konnten. Die steigenden Zinsen setzten schliesslich auch den indirekten Immobilienanlagen zu. Immobilienfonds waren aufgrund des starken Rückgangs der Agios vorübergehend sogar die schwächste Anlageklasse. Der Preisrückgang sämtlicher Anlageklassen eröffnete kaum Diversifikationspotentiale und führte infolgedessen auch bei gemischten Mandaten zu deutlich negativen Jahresrenditen.

Besonders stark von der Neubewertung betroffen waren Vermögenswerte mit einer hohen Sensitivität gegenüber Zinsveränderungen. Neben Obligationen mit langen Laufzeiten standen auch wachstumsorientierte Aktien, deren Wert zu einem beachtlichen Teil auf erwarteten Gewinnsteigerungen in der Zukunft beruht, besonders stark unter Druck. Nach einem langanhaltenden Höhenflug gehörte beispielsweise der technologie-lastige Nasdaq Index zu den grössten Verlierern im vergangenen Jahr. Mit dem neuen Preis des Geldes steigt die Ungeduld der Anlegerinnen und Anleger. Kapital wird knapper und der Barwert von in der Zukunft liegenden Einkommensströmen fällt.

## Ausblick 2023: Umfeld bleibt anspruchsvoll

Nach einem schwierigen Jahr bleiben die Herausforderungen auch zum Jahreswechsel zahlreich. Der anhaltende Krieg und die fortschreitende geopolitische Fragmentierung sind dem Welthandel nicht zuträglich. Zudem bleibt nach der Wachstumsverlangsamung im 2022 die Unsicherheit über den weiteren konjunkturellen Verlauf aufgrund der hartnäckigen Inflation und deren geldpolitischen Konsequenzen bestehen. Obwohl bei der Konsumentenpreisentwicklung inzwischen eine Trendwende stattgefunden zu haben scheint, bewegt sie sich besonders in den USA und Europa nach wie vor auf einem Niveau, das nicht mit den Preisstabilitätszielen der Notenbanken vereinbar ist. Namentlich die amerikanische Zentralbank scheint derzeit fest entschlossen, die geldpolitische Straffung so lange durchzuziehen, bis die nötige Abkühlung stattgefunden hat und der Preisdruck nachlässt. Noch präsentiert sich die Situation auf dem amerikanischen Arbeitsmarkt aber sehr angespannt und die Wirtschaft bleibt erstaunlich gut in Schwung. Wie viele Leitzinserhöhungen es noch brauchen wird, wie lange die Zinsen bremsende Wirkung entfalten müssen und wie tief die konjunkturellen Bremsspuren auf dem Weg zum Ziel ausfallen werden, dies sind zentrale

Fragestellungen, deren Antworten die kurzfristige Entwicklung der Finanzmärkte prägen werden. Davon wird unter anderem abhängen, ob der vorübergehende Tiefststand der internationalen Aktienmärkte bereits im letzten Herbst erreicht wurde.

Wir sind der Ansicht, dass ein Grossteil des Zinserhöhungszyklus inzwischen hinter uns liegt und in den aktuellen Kursen auch eine weitere Abschwächung der globalen Konjunktur bereits eingepreist ist. Unabhängig von dieser Einschätzung ist unsere Grundhaltung, die Anlagepolitik nicht allzu stark auf Kurzfristprognosen aufzubauen, bedeutend wichtiger. Die ersten beiden Monate des 4. Quartals 2022 haben eindrücklich aufgezeigt, wie sensitiv die Aktienmärkte bereits auf marginale Verbesserungen der Informationslage reagieren können und wie kräftig die Kurserholung an solchen Wendepunkten sein kann. Für die langfristige Vermögensentwicklung ist es zentral, diese Phasen nicht zu verpassen. In unserem Vermögensverwaltungshandwerk richten wir den Fokus konsequent auf das Wesentliche. Unser Hauptaugenmerk gilt nicht der kurzfristigen Spekulation auf mögliche Wendepunkte, sondern der disziplinierten Umsetzung der langfristigen Anlagestrategie.

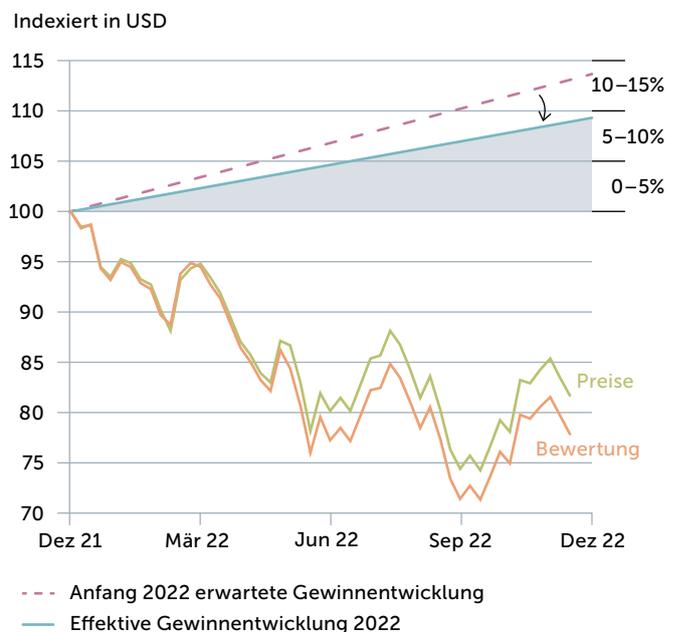
### Verbesserte mittelfristige Renditeerwartungen

Mit der Abkehr vom «Gratisgeld» hat die Attraktivität verzinslicher Anlagen wieder zugenommen. So schmerzhaft der Zinsanstieg im vergangenen Jahr war, sind neue Investitionen in festverzinsliche Anlagen nun zu deutlich attraktiveren Konditionen möglich. Auch im Schweizer Franken werfen Obligationen erstklassiger Schuldner nun wieder positive Renditen ab, nachdem das Renditevorzeichen acht Jahre lang negativ war. Im Bereich der Fremdwährungsanleihen entschädigt der erhebliche Zinsaufschlag wieder besser für das eingegangene Währungsrisiko. Spätestens mit Abschluss des Zinserhöhungszyklus werden sich schliesslich auch die Korrelationseigenschaften von Obligationen wieder verbessern und gemischten Mandaten die 2022 schmerzlich vermisste Diversifikation bieten können.

Im Schweizer Franken versprechen Beteiligungspapiere aber nach wie vor höhere Erträge als verzinsliche Anlagen. Die durchschnittliche Dividendenrendite des Schweizer Aktienmarktes liegt wieder über 3%. Darüber hinaus bieten Beteiligungspapiere die Chance auf Kapitalgewinne. Nach der Bewertungskorrektur hat sich auch

die Renditeerwartung von Aktienanlagen verbessert. Die Geschichte lehrt uns, dass tiefere Bewertungen mit höheren mittelfristigen Renditeerwartungen einhergehen. Die untenstehende Grafik zeigt die Entwicklung der Gewinne, der Preise und der Bewertung für den Weltaktienmarkt. Die aggregierten Unternehmensgewinne haben im vergangenen Jahr mit 5–10% zwar etwas weniger stark zugelegt, als zu Jahresbeginn erwartet wurde (10–15%). Dennoch resultierte nach dem starken Anstieg von 2021 auch 2022 ein positives Gewinnwachstum. Dieses steht in deutlichem Kontrast zur Kursentwicklung und zeigt die Bewertungskorrektur eindrücklich auf.

### Weltaktienmarkt – Gewinne, Preise und Bewertung



Quelle: Bloomberg, I/B/E/S, eigene (schematische) Darstellung (Stand 16.12.2022)

Obwohl sich also die nominellen Renditeerwartungen für alle Anlagestrategien verbessert haben, bleibt als Wermutstropfen die erhöhte Unsicherheit bezüglich der weiteren Inflationsentwicklung und damit die Ungewissheit, wie viel reale Kaufkraft unter dem Strich tatsächlich übrigbleibt. Wir sind davon überzeugt, dass bei gegebener Risikofähigkeit das Miteigentum an einem breit gefächerten Strauss an gesunden Unternehmen, die in verschiedenen Regionen und Branchen mit ihren Produkten und Dienstleistungen Lösungen bereitstellen und Bedürfnisse befriedigen, langfristig die besten Aussichten für den Vermögenserhalt und die Mehrung der Kaufkraft bietet.

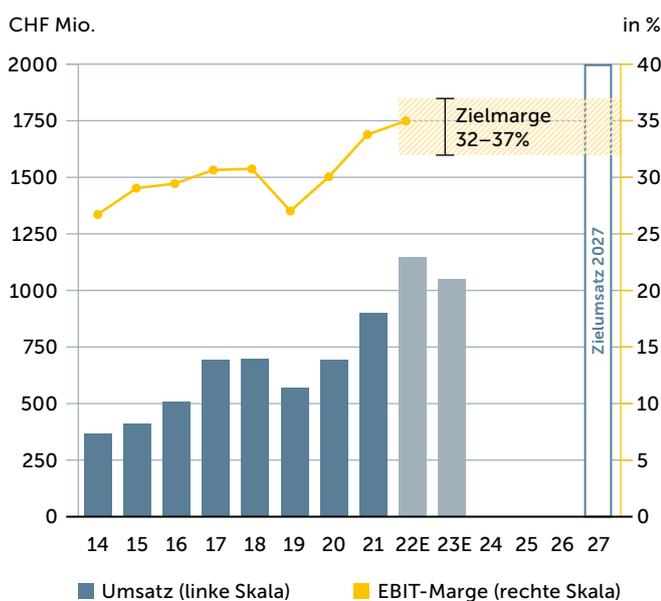
# PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

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

## VAT

Die VAT Group ist mit rund 60% Marktanteil weltweit führende Anbieterin von Vakuumventilen. Diese gelangen bei der Herstellung von Produkten unter Reinraumbedingungen zum Einsatz. Neben der Halbleiterindustrie, wo der Marktanteil von VAT bei hohen 75% liegt, werden bei der Produktion von Flachbildschirmen und Solaranlagen sowie in diversen Industrie- und Forschungsanwendungen Vakuumventile eingesetzt. Insbesondere im Herstellungsprozess von Nanochips verfügt VAT über eine starke Positionierung. Die durch den technologischen Fortschritt laufend kleiner werdenden Chips sollen VAT über die nächsten Jahre ein überdurchschnittliches Umsatzwachstum und weitere Gewinne von Marktanteilen ermöglichen.

### Umsatz und Marge – Entwicklung und Ziele



Quelle: Bloomberg, VAT, eigene Darstellung

Als verlässlicher Zulieferer einer für den Herstellungsprozess erfolgskritischen Komponente ist VAT eng in die Wertschöpfungskette eingebunden und spürt dadurch auch die starken Investitionszyklen, die für die Halbleiterindustrie typisch sind. Aufgrund der ausserordentlichen Marktstellung verfügt VAT über eine überdurchschnittliche Preissetzungsmacht, was sich in einer im Quervergleich höheren Profitabilität niederschlägt und das stetige Wachstum von Umsatz und Marge auch in Zukunft sichern soll. Der sehr volatile Aktienkursverlauf unterstreicht, dass ein in hohem Tempo wachsendes Unternehmen wie VAT neben den Chancen auch erhöhte Risiken mit sich bringt. Wir schätzen sowohl die Innovationskraft als auch den klaren Fokus dieses hochspezialisierten Schweizer Technologieunternehmens und sehen VAT als interessante Ergänzung im Kontext eines breit diversifizierten Aktienportfolios.

## Air Liquide

Das französische Unternehmen Air Liquide stellt Industriegase sowie medizinische Gase her und verfügt mit rund 9700 Kilometern Länge über eines der weltweit grössten Pipeline-Netzwerke. Der Einsatz der Gase wie Sauerstoff, Stickstoff, Argon oder Wasserstoff ist vielseitig. Die Gase finden unter anderem im Chemiesektor, im Automobilbau, bei der Frischhaltung von Lebensmitteln, in der Herstellung von Elektronik oder in Spitälern ihre Anwendung.

Die Innovation war und ist ständiger Begleiter in der über 120-jährigen Unternehmensgeschichte von Air Liquide. Ultrahochreine Gase, die in Herstellungsprozessen von Halbleitern bereits seit 1985 zum Einsatz kommen, sind nur ein Beispiel dafür.

Im Kontext der Dekarbonisierungsanstrengungen rückt der «grüne» Wasserstoff, der aus erneuerbaren Energiequellen wie Wind- und Solarenergie hergestellt wird, als klimaneutraler Energieträger in den Fokus. Air Liquide deckt die gesamte Wertschöpfungskette der Wasserstofftechnologie ab. Neben der Herstellung umfasst dies auch die Entwicklung und Bereitstellung der nötigen Infrastruktur wie Betankungs- und Verflüssigungsanlagen. Wir erachten die Marktposition von Air Liquide als äusserst attraktiv, da die Bereitstellung von Industriegasen einerseits verlässliche Cashflows liefert und der Bereich Wasserstoff andererseits das Potential zur Schlüsseltechnologie beim Übergang zu einer zukunftsorientierten Energiewirtschaft hat.

**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.