



ZÄHRINGER PRIVATBANK  
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

«Whatever it takes»

Die drei Worte des damaligen Präsidenten der Europäischen Zentralbank, Mario Draghi, gelten rückblickend als Wendepunkt der Eurokrise im Jahre 2013. Aussagen in diese Richtung glaubt man in den letzten Wochen von Notenbankchefs und Finanzministern rund um den Globus gleich mehrfach gehört zu haben. Draghis Parole hallt deutlich nach und etabliert sich immer mehr zur Standardreaktion in Krisensituationen. In Anbetracht der Verschuldungssituation vieler Staaten ist eine deflationäre Spirale wie in der Grossen Depression die schlimmstmögliche aller Wendungen. Wirtschaftspolitisch wird deshalb regelmässig alles unternommen, um eine solche Entwicklung um jeden Preis zu verhindern. Dadurch häufen sich bei Zentralbanken und Staatshaushalten allerdings Lasten an, die irgendwann zu gross werden könnten. Dann wird es einen neuen Zähler brauchen, der auf Kosten der Geldwertstabilität geht. Neben Nominalwerten, die es zur Deckung des täglichen Lebensunterhalts und absehbarer Verpflichtungen braucht, ist man gut beraten, sorgfältig ausgewählte Realwerte (Aktien, Immobilien und Gold) zu besitzen, um auch für dieses Extremszenario, so gut es geht, gewappnet zu sein.

Martin Schenk  
Vorsitzender  
der Geschäftsleitung

## VIRALER SCHOCK

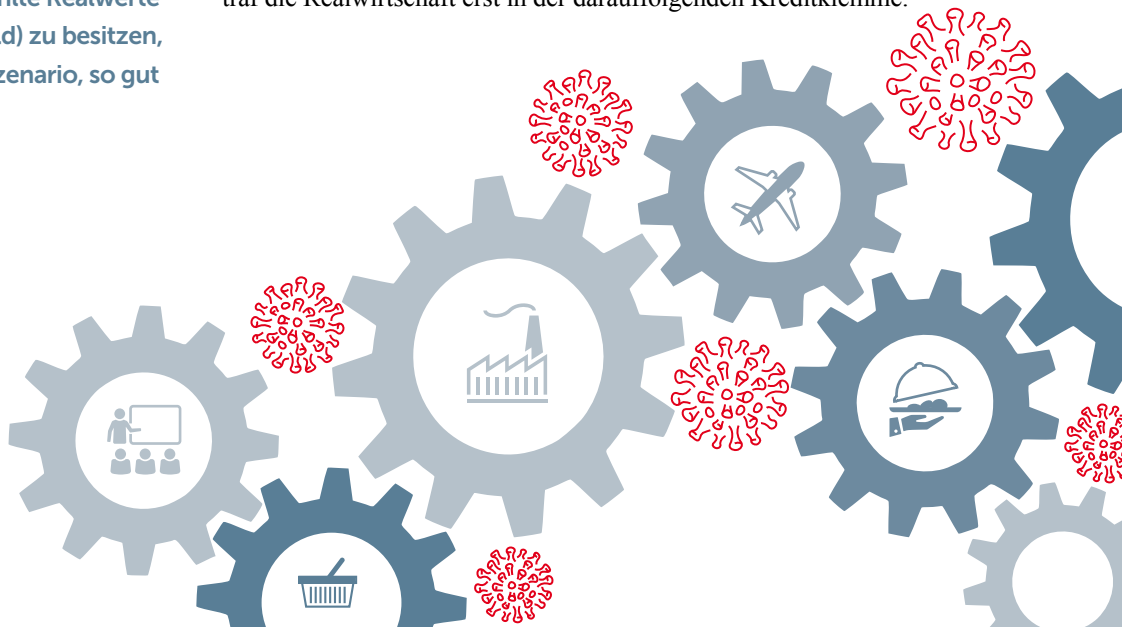
Der Corona-Lockdown trifft die Wirtschaft hart. Das Staatssekretariat für Wirtschaft SECO ergänzte seine Konjunkturprognose kürzlich mit zwei Negativszenarien, die einen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts im Umfang von 7–10 % skizzieren. Einen vergleichbaren Einbruch verzeichnete die Schweiz letztmals 1975 während der *Ölkrise*.

Ein Merkmal der aktuellen Krise ist das unheimliche Tempo, mit dem sie sich entfaltet. Daraus resultieren markante Brüche in ökonomischen Zeitreihen. Die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe in den USA entwickelten sich in den letzten Wochen derart explosionsartig, dass sie sogar Erinnerungen an die *Weltwirtschaftskrise*, die Ende der 1920er Jahre ihren Lauf nahm, weckten.

Die grundlegende Veränderung der Risikowahrnehmung setzte dem mehr als zehn Jahre dauernden Aktien-Bullenmarkt ein abruptes Ende und führte am Kapitalmarkt zu einer sofortigen Neubewertung sämtlicher Kreditrisiken. Die bisher turbulentesten Handelstage Ende Februar und Anfang März fühlten sich an wie der Höhepunkt der *Finanzkrise* im Herbst 2008. Wie ist die aktuelle Corona-Krise im Vergleich zu diesen drei grossen historischen Krisen einzuordnen?

### Globale Finanzkrise (ab 2007)

Der grösste Unterschied zur Finanzkrise liegt in der Herkunft des Krisenherds. Damals erledigte sich das Finanzsystem durch eine Kombination aus überhöhtem Leverage, zu starker Vernetzung und Fehlanreizen in der verbrieften Kreditvergabe gewissermassen selbst. Was zunächst ein recht «virtuelles» Problem der Finanzwelt war, traf die Realwirtschaft erst in der darauffolgenden Kreditklemme.



In der Corona-Krise ist es genau umgekehrt. Die Massnahmen zur Eindämmung der Verbreitung tangierten unmittelbar die Gesamtbevölkerung. In ihrer Wirkung mit physischen Barrieren vergleichbar, trafen sie auch die Realwirtschaft sofort mit voller Wucht, während das Finanzsystem erst indirekt über Rückkoppelungen erreicht wird. Insgesamt ist dieses heute zweifellos besser kapitalisiert als vor zwölf Jahren. Trotzdem bleiben Bankbilanzen etwas Fragiles. Sollten realwirtschaftliche Aktivitäten länger eingeschränkt bleiben und sich Zahlungsausfälle häufen, wird das Spuren in den Bankbilanzen hinterlassen.

### **Ölkrise (ab 1973)**

Die 1970er Jahre waren ein durch ökonomische Volatilität geprägtes Jahrzehnt: vom «Nixon-Schock» der endgültigen Entkoppelung des US-Dollars vom Goldpreis über den daraus folgenden Zusammenbruch der Nachkriegs-Währungsordnung (Bretton-Woods-System) bis hin zur Ölkrise. Die bewusste Verknappung der Fördermengen arabischer Länder zog eine sprunghafte Verteuerung des bedeutenden Rohstoffs nach sich, welche die Abhängigkeit der damaligen Welt von fossilen Brennstoffen schonungslos offenlegte. Dieser Angebotschock führte in den Industrieländern zu einer rückläufigen Wirtschaftsleistung bei gleichzeitig steigender Teuerung (Stagflation).

Die Ölpreisentwicklung spielt auch in der Corona-Krise eine wichtige Rolle, allerdings mit umgekehrten Vorzeichen. Vor allem die stark rückläufige Nachfrage sowie der Machtpoker zwischen erdölfördernden Ländern brachten den Markt komplett aus dem Gleichgewicht. Ein veritabler Preiskollaps ist die Folge davon. Was für Konsumenten eine willkommene Entlastung darstellt, wird für Produzenten zu einem Wettlauf gegen die Zeit. Erdölförderung auf diesem Preisniveau ist für die allermeisten ein Verlustgeschäft. Dies tangiert in involvierten Ländern sowohl die Budgetsituation als auch den Arbeitsmarkt, führt zu Volatilität an den Devisenmärkten und bei Schuldner aus diesem Sektor zu steigenden Kreditrisikoprämien.

### **Weltwirtschaftskrise (ab 1929)**

Die Grosse Depression gilt als schlimmste Wirtschaftskrise der letzten 150 Jahre. 1929 löste eine aufziehende Rezession in den USA einen Börsencrash aus, der unkontrollierte Zusammenbrüche von Banken nach sich zog. Die

folgende Kreditklemme mündete in Masseninsolvenzen in der Realwirtschaft und in eine deflationäre Abwärtsspirale, die sich rund um den Globus ausbreitete und auch die Schweizer Wirtschaft hart traf. Die Situation wurde durch das unbeirrte Festhalten am Goldstandard durch die Schweizerische Nationalbank zusätzlich verschärft. Erst 1936 brachte die späte Abwertung des Frankens Linderung vor der zerstörerischen Kraft der Deflation.

Ein bedeutender Unterschied zur damaligen Situation ist die schnelle und entschlossene wirtschaftspolitische Reaktion auf die Notlage. Obwohl nur wenige Zentralbanken über die letzten Jahre Spielraum für Zinssenkung geschaffen haben, stellen sie zumindest die nötige Liquidität bereit, um das Finanzsystem in dieser Stressphase zu stabilisieren. Auf fiskalpolitischer Seite ist es aktuell kaum möglich, mit allen Massnahmenpaketen Schritt zu halten, die in den verschiedenen Ländern beschlossen werden. Sie verfolgen das gemeinsame Ziel, irreparable wirtschaftliche Schäden, sprich Konkurse an sich gesunder Unternehmen, durch Überbrückungshilfen und Transfers in Grenzen zu halten. Die staatlichen Schuldenberge werden durch die Corona-Krise auf neue Höchststände anwachsen und künftige Generationen belasten. Dank der Schuldenbremse startet die Schweiz zumindest aus einer komfortablen finanziellen Ausgangsposition, die im internationalen Quervergleich längst nicht mehr überall gegeben ist.

### **«Krieg» gegen das Virus**

Trotz einzelner Parallelen ist die Corona-Krise nur bedingt mit den historischen Krisen vergleichbar. Im Ursprung bleibt sie eine Gesundheitskrise. Die zur Bewältigung getroffenen Massnahmen lassen sich in ihrer ökonomischen Wirkung – und zum Glück nur darin – am ehesten mit dem Ausbruch eines grossen Krieges vergleichen. Ein heftiger Schock, der sowohl die Angebots- als auch die Nachfrageseite der Wirtschaft gleichzeitig trifft und von einem deutlich wachsenden staatlichen Einfluss begleitet wird: Menschen fehlen am Arbeitsplatz, bestimmte Güter werden knapp, Grenzen schliessen, die Reisetätigkeit bricht ein, Staaten wenden Notrecht an und Regierungen lenken die Produktion privater Unternehmen. Das sind alles Elemente, die an Kriegszeiten erinnern.

Im Gegensatz zu strukturellen Krisen wie der Grossen Depression oder der Finanzkrise hat die aktuelle Situation für uns den Charakter einer Eventkrise, verursacht durch ein bestimmtes Ereignis, den Ausbruch einer Pandemie. Nach der Lösung dieses ursprünglichen Problems stehen

die Chancen auf eine schnelle wirtschaftliche Erholung deshalb besser, weil es weniger strukturelle Ungleichgewichte abzutragen gibt. Nach der Finanzkrise galt es beispielsweise das Bankensystem zu rekapitalisieren, die Immobilienblase zu verarbeiten und die Bilanzen vieler Privathaushalte wieder ins Lot zu bringen.

Der Ausweg aus der aktuellen Notlage führt über die Bewältigung der Gesundheitskrise. An dieser wird derzeit global mit immensem Ressourceneinsatz gearbeitet. Danach dürfte es sich nicht nur auf gesellschaftlicher Ebene, sondern auch bei Unternehmen lohnen, exzessive Optimierungen zu überdenken und zum Beispiel bei kritischen Lieferketten mehr Redundanzen zuzulassen. Zunächst aber spielt die zeitliche Dimension eine bedeutende Rolle. Die Corona-Krise zeigt uns in aller Deutlichkeit auf: Wirtschaftliche Aktivität ist zwar längst nicht alles, ganz ohne wirtschaftliche Aktivität ist aber schnell alles nichts.

**Lehren aus der Vergangenheit**

Die Abbildung zeigt die nominelle Entwicklung des Schweizer Aktienmarktes in der langfristigen Perspektive. Es handelt sich um eine logarithmische Darstellung jährlicher Datenpunkte, die lokale Höchst- und Tiefststände linear verknüpft. Korrekturphasen von mehr als 20% sind in roter Farbe dargestellt. Die Grafik zeigt, dass einschneidende Korrekturen immer wieder auftreten, in ihrer zeitlichen Dauer

jedoch relativ kurz ausfallen. In Krisenzeiten steigt die Unsicherheit. Gleichzeitig wächst das Bedürfnis nach Sicherheit und Schutz. Das gilt auch für das eigene

Vermögen. Bei der Geldanlage erfordert dieses Bedürfnis ein kontraintuitives Verhalten. Realwerte wie Aktien, Immobilien und Gold gelten aufgrund ihrer Wertschwankungen gemeinhin als risikobehaftete Anlagen. Tatsächlich können ihre Wertschwankungen heftig ausfallen. Über die

grössten Krisen hinweg haben sie sich jedoch insgesamt äusserst robust entwickelt und die reale Kaufkraft trotz temporärer Wertminderungen immer wieder bewahrt.

**Höhere Robustheit durch sorgfältige Selektion**

In unserer Vermögensverwaltung sind wir bestrebt, durch die sorgfältige Auswahl und Zusammensetzung der Beteiligungspapiere im Vergleich zum Gesamtmarkt zusätzliche Robustheit zu generieren. Dies geschieht auf drei Ebenen. Erstens investieren wir trotz deutlichem Übergewicht des Heimmarkts global und diversifizieren dadurch die Risiken geographisch und nach Branchen.

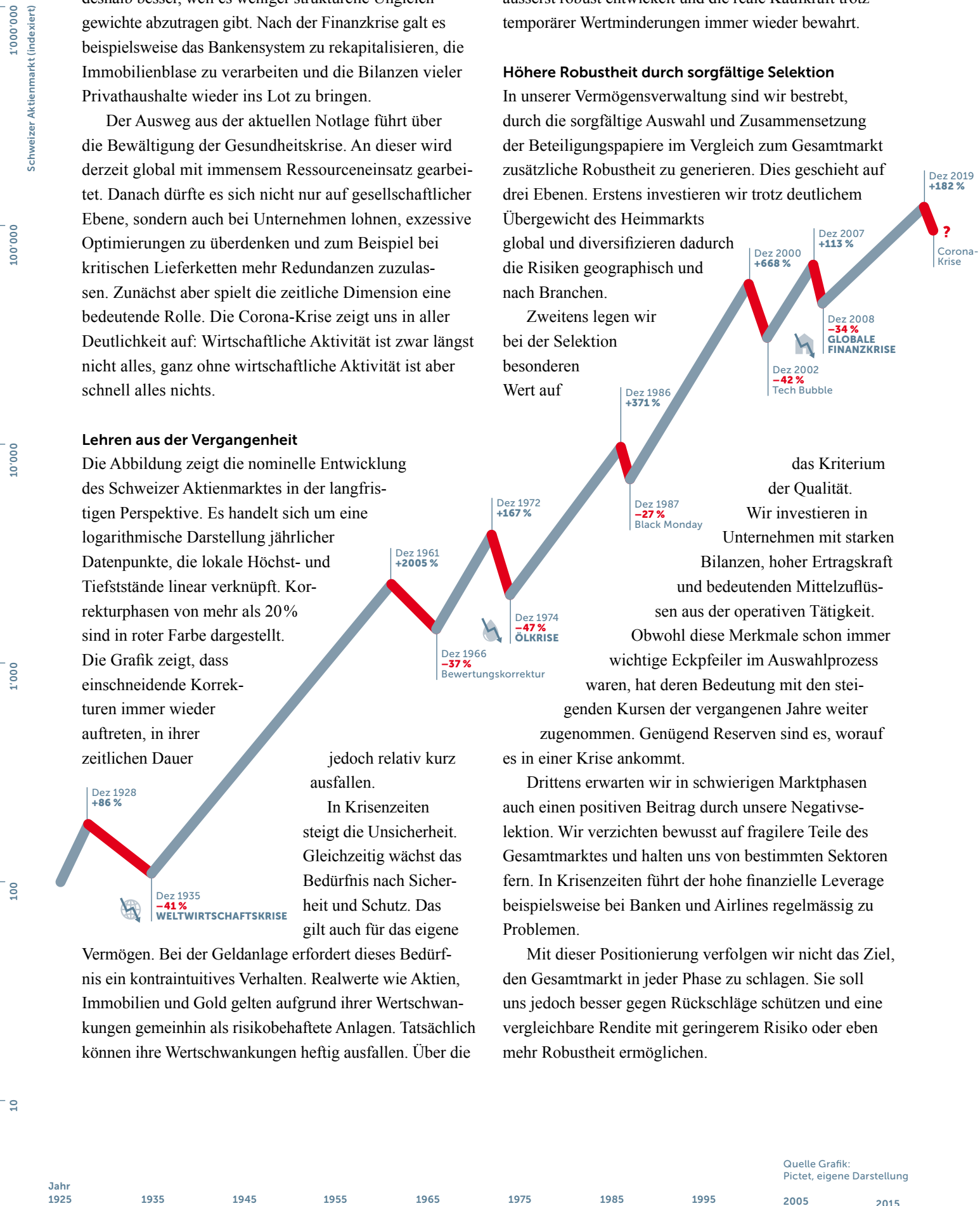
Zweitens legen wir bei der Selektion besonderen Wert auf

das Kriterium der Qualität. Wir investieren in Unternehmen mit starken Bilanzen, hoher Ertragskraft und bedeutenden Mittelzuflüssen aus der operativen Tätigkeit.

Obwohl diese Merkmale schon immer wichtige Eckpfeiler im Auswahlprozess waren, hat deren Bedeutung mit den steigenden Kursen der vergangenen Jahre weiter zugenommen. Genügend Reserven sind es, worauf es in einer Krise ankommt.

Drittens erwarten wir in schwierigen Marktphasen auch einen positiven Beitrag durch unsere Negativselektion. Wir verzichten bewusst auf fragilere Teile des Gesamtmarktes und halten uns von bestimmten Sektoren fern. In Krisenzeiten führt der hohe finanzielle Leverage beispielsweise bei Banken und Airlines regelmässig zu Problemen.

Mit dieser Positionierung verfolgen wir nicht das Ziel, den Gesamtmarkt in jeder Phase zu schlagen. Sie soll uns jedoch besser gegen Rückschläge schützen und eine vergleichbare Rendite mit geringerem Risiko oder eben mehr Robustheit ermöglichen.



Quelle Grafik: Pictet, eigene Darstellung

# PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

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

## Swisscom

Das führende Schweizer Telekommunikationsunternehmen Swisscom hat sich in den letzten 15 Jahren stark gewandelt. Neben der Festnetztelefonie, den Mobilfunkanschlüssen und dem 2008 lancierten Swisscom-TV haben sich Geschäftsbereiche wie Cybersecurity, «Internet of Things» und Outsourcing-Dienstleistungen für Banken innerhalb von Swisscom etabliert. Das Tochterunternehmen Fastweb, das zunächst als Fehlinvestition galt, etablierte sich in den letzten Jahren als Wachstumsmotor und trug im 2019 rund ein Fünftel zum Umsatz bei. Swisscom bewegt sich in einem gesättigten, unter Preisdruck stehenden Markt und verzeichnet strukturelle Nachfragerückgänge im Festnetz. Dennoch gelingt es, dank einem konsequenten Kostenmanagement solide Zahlen auszuweisen und die Marktstellung im Mobilfunk (59%), Breitband Privatkunden (53%) und TV (36%) zu festigen. Im April 2019 nahm die Swisscom als erster Anbieter in Europa das 5G-Netz in Betrieb. In diese Schlüsseltechnologie der Zukunft wird das Unternehmen weiter investieren.

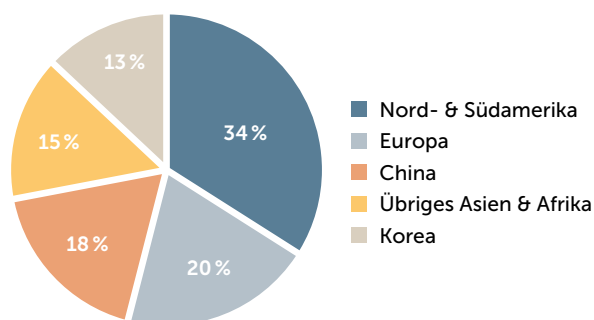
Swisscom ist aus unserer Sicht gegenüber der inländischen Konkurrenz gut aufgestellt und kann dank ihrer Marktstellung aktiv an einer immer stärker digitalisierten Schweizer Gesellschaft mitgestalten. Dank der Vorhersehbarkeit der Erträge, der starken Fokussierung auf den Heimmarkt Schweiz sowie der erhöhten Nachfrage nach virtuellen anstatt persönlichen Kommunikationsdiensten haben sich die Aktien von Swisscom während den Marktverwerfungen im ersten Quartal dieses Jahres als stabilisierender Anker erwiesen. Die traditionelle Dividendenaktie sehen wir aufgrund ihres defensiven

Charakters insbesondere in turbulenten Zeiten als robusten Portfoliobestandteil.

## Samsung Electronics

Der südkoreanische Elektronikriese Samsung Electronics ist der weltgrösste Hersteller von Smartphones und Speicherchips mit einem breiten Angebot an elektronischen Geräten für Konsum und Industrie. Im Gegensatz zur stark auf den Heimmarkt fokussierten Swisscom verfügt die global präsente Samsung Electronics über wesentlich mehr Wachstumspotential und damit über ein dynamischeres Chancen-Risiko-Profil. Die untenstehende Grafik zeigt die regionale Verteilung der Umsatzanteile von Samsung Electronics.

Umsatzanteile nach Region



Quelle: Samsung Electronics, Stand Q4 2019

Das vertikal integrierte Unternehmen produziert einen Grossteil der Chips und Software für die eigenen Produkte selber und ist mit dem zugekauften Unternehmen Harman auch im Zukunftsmarkt selbstfahrender Autos mittels Vernetzungssoftware aktiv. Durch den Ausbau des Premium-Segments insbesondere bei Smartphones können ausserdem neue Absatzquellen in den etablierten Märkten erschlossen werden. Wir gehen davon aus, dass sich Samsung Electronics in einem kompetitiven Umfeld weiter behaupten kann und auch zukünftig zu den Marktführern in der Branche gehören wird. Die auch im Konkurrenzvergleich attraktive Bewertung mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 11 überzeugt uns, sodass wir den Technologiewert in unserer Aktienselektion berücksichtigen.