



ZÄHRINGER PRIVATBANK  
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

## Licht und Schatten

Die Erfolge der Geldpolitik bei der Bekämpfung der Inflation sind bemerkenswert. So erfreulich der fast schon makellose Rückgang der Teuerungsraten ist, sollte man sich doch nicht der Illusion hingeben, dass sich makroökonomische Parameter beliebig feinsteuern liessen. Wie viel tatsächlich im direkten Zusammenhang mit der Geldpolitik steht und wie gross der Anteil von Zufall oder Glück ist, weiss niemand. Auch die volle Wirkung des Bremsmanövers ist heute noch nicht absehbar. Wenig erbaulich präsentiert sich ausserdem die fiskalpolitische Lage. Während der Pandemie sind die staatlichen Schuldenberge notwendigerweise deutlich gewachsen. Die Haushaltsdefizite, beispielsweise in den USA oder in Deutschland, sind jedoch auch nach der Pandemie zu gross. Steigende Anforderungen aus der Sicherheits- und Klimapolitik sowie der demografischen Entwicklung sind vorprogrammiert. Darüber hinaus übernehmen viele Staaten eine deutlich aktivere Rolle in der Industriepolitik, die enorme Mittel verschlingt, deren Nutzen aber zweifelhaft ist. Der fiskalpolitische Pfad diverser Länder scheint uns aktuell nicht nachhaltig. Daher ist trotz der positiven Grundstimmung zu Jahresbeginn aufgrund des erfreulichen Rückgangs der Inflation eine gewisse Vorsicht angebracht.

Martin Schenk  
Vorsitzender der Geschäftsleitung

## DIE MEDIZIN ZEIGT WIRKUNG

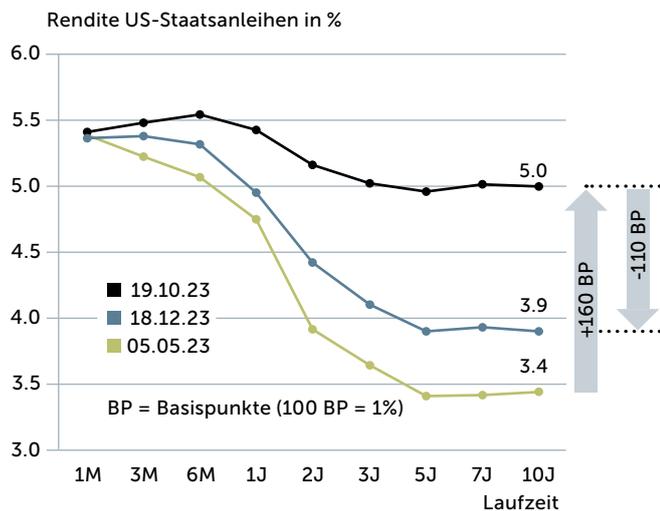
2023 verlief aus wirtschaftlicher Sicht einiges besser, als man es vor Jahresfrist noch erwarten durfte. Zwar stiegen die Zinsen nochmals deutlich an, im März traten markante Instabilitäten im Bankensystem auf und im Oktober eskalierte die Gewalt auch im Nahen Osten. Trotz dieser negativen Einflüsse ist die Weltwirtschaft aktuell in vernünftigem Takt unterwegs. Das reale Wachstum liegt mit rund 3% nur leicht unter dem Durchschnitt der letzten Jahre. Die von vielen Beobachtern prognostizierte Rezession in den USA fand nicht statt und Chinas Wirtschaft ist trotz offenkundiger Probleme im Immobiliensektor nicht eingebrochen. In Europa präsentiert sich die konjunkturelle Lage derzeit am schwächsten, zur befürchteten Energiekrise kam es aber auch hier nicht. In der Zwischenzeit hat sich die Inflation in den Industrieländern von Monat zu Monat rückläufig entwickelt. Nach diesem markanten Rückgang befindet sie sich aktuell teilweise bereits wieder im Zielband oder nur noch unwesentlich darüber. Lagen die Teuerungsraten Anfang 2023 noch bei 9.4% (Europa), 6.4% (USA) und 2.8% (Schweiz), sanken diese bis Ende Jahr auf 2.4%, 3.1% und 1.4%. Bemerkenswerterweise fand diese Entwicklung bisher ohne nennenswerten Anstieg der Arbeitslosigkeit statt. Dennoch scheint sich die Balance auf dem Arbeitsmarkt verbessert zu haben und der Lohnruck abzunehmen. Die Medizin der Notenbanken – deutlich höhere Leitzinsen zur Bekämpfung der Inflation – zeigt offensichtlich die gewünschte Wirkung. Ein Grossteil des Weges zurück in Richtung Preisstabilität ist somit vollbracht.



## Rückblick 2023: Stabilisierung der Märkte

Diese makroökonomischen Fortschritte ermöglichten nach dem überaus schwachen Börsenjahr 2022 auch eine Stabilisierung an den Finanzmärkten. Das Tempo der Leitzinserhöhungen nahm im Jahresverlauf ab und fand im dritten Quartal mit dem letzten Zinsschritt der Europäischen Zentralbank wahrscheinlich sein Ende. Prägend war im 2023 besonders die aussergewöhnlich hohe Volatilität in der Entwicklung der langfristigen Zinsen. Die Zentralbanken steuern über die Leitzinsen das kurze Ende der Zinsstrukturkurve, während die langfristigen Zinsen durch das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage am Kapitalmarkt gebildet werden. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen zog zwischen Anfang Mai und Ende Oktober um nicht weniger als 1.6 Prozentpunkte an und erreichte schliesslich das stattliche Niveau von 5%. Das lange Ende zog mit anderen Worten im Verlauf des Jahres nach, die stark inverse Kurve verflachte sich. In dieser Phase sahen sich Obligationen- und Aktienkurse erneut starkem Gegenwind ausgesetzt. In den letzten beiden Monaten des Jahres lösten sich die Langfristzinsen dann aber wieder deutlich von ihren Höchstständen, was eine freundlichere Kursentwicklung ermöglichte. Die nachstehende Grafik verdeutlicht die

### Volatile Entwicklung der langfristigen Zinsen



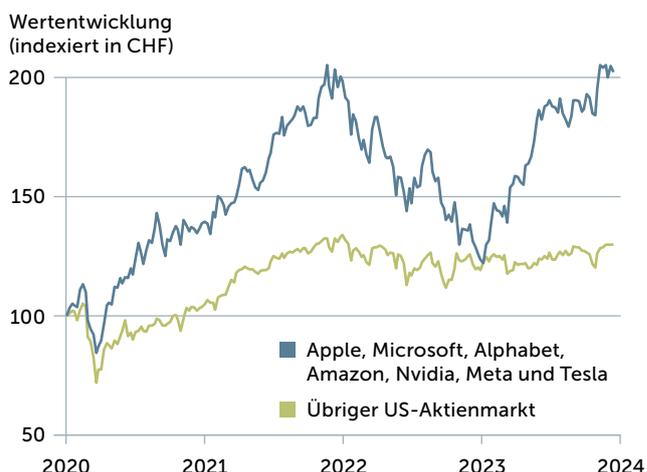
Quelle: Bloomberg

ungewöhnlich grosse Dynamik in der Zinsstrukturkurve von amerikanischen Staatsanleihen, die einen erheblichen Einfluss auf die Bewertung praktisch aller Vermögenswerte ausübt.

Die Schweiz bildete diesbezüglich eine Ausnahme. Hierzulande entwickelten sich die Langfristzinsen das

ganze Jahr über rückläufig. Dies verlieh den Obligationenpreisen Auftrieb, wobei insbesondere das Segment der längeren Laufzeiten profitierte. Weil gleichzeitig auch der Aktienmarkt zulegen konnte, resultierten für die beiden wichtigsten Anlageklassen positive Renditen im einstelligen Prozentbereich.

### Prägender Einfluss der glorreichen Sieben



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen, Stand 18.12.23

Im internationalen Vergleich blieb der Schweizer Aktienmarkt aber deutlich zurück. Sowohl der europäische als auch der japanische Markt konnten währungsbereinigt stärker zulegen, während der amerikanische Aktienmarkt zum Zeitpunkt dieses Schreibens einmal mehr an erster Stelle stand. Augenfällig war allerdings die fehlende Breite des amerikanischen Marktes. Die «Magnificent Seven» – bestehend aus Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta und Tesla – übten einen prägenden Einfluss auf das positive Ergebnis aus. Diese Tech-Megacaps verzeichneten im vergangenen Jahr nicht nur eine weit überdurchschnittliche Gewinnentwicklung, sondern profitierten darüber hinaus auch am stärksten von den Wachstumsfantasien im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI). Die oben stehende Grafik zeigt die Entwicklung der glorreichen Sieben im Vergleich zum Rest des amerikanischen Aktienmarktes über die letzten Jahre. Nach den starken Kursavancen fällt ihre Bewertung mittlerweile stattlich aus. Die Zukunft wird zeigen, ob sie die hohen Erwartungen rechtfertigen können. Wir rechnen damit, dass ähnlich wie bei anderen Innovationen in der Vergangenheit die Fortschritte im Bereich KI im Laufe der Zeit zu breiten Produktivitätssteigerungen führen und dadurch auch anderen Branchen Rückenwind verleihen werden.

**Ausblick 2024:****Festigung der Normalisierung**

Vor einem Jahr standen zwei Fragen zur Leitzinsentwicklung im Mittelpunkt: Wie hoch? Für wie lange? Die Antwort auf die erste Frage liegt inzwischen vor. Falls nicht plötzlich eine Trendumkehr in der Teuerung stattfindet, dürfte der Zinsgipfel hinter uns liegen. Die Antwort auf die zweite Frage hingegen steht noch aus. Trotz beachtlicher Fortschritte ist das Ziel der Preisstabilität noch nicht ganz erreicht. In den USA und Europa kaschiert die Gesamtinflation die nach wie vor erhöhten Niveaus der Kerninflation. Die Notenbanken mussten viel Kritik einstecken, zu spät auf den Anstieg der Inflation reagiert zu haben. Weil sie die in Griffweite scheinende Preisstabilität nicht erneut aus der Hand geben wollen, dürften sie mit frühen Zinssenkungen vorsichtig sein. Es könnte mehr Geduld brauchen, als es die Märkte derzeit erwarten. Im Verlauf des Jahres ist dennoch mit ersten Senkungen zu rechnen, denn Geldpolitik auf dem aktuellen Niveau ist zweifelsohne restriktiv. Schuldner mit Refinanzierungsbedarf spüren dies direkt. Auslaufende Festhypotheken führen zu Einschnitten beim verfügbaren Einkommen von privaten Haushalten, sodass weniger für den Konsum übrig bleibt. Auch für Unternehmen führt die Refinanzierung fälliger Verbindlichkeiten zu höherem Zinsaufwand. Das geht zu Lasten der Profitabilität und steigert die Hürden für Investitionsprojekte. Neben dieser gewünschten Bremswirkung birgt die Medizin höherer Leitzinsen mit zunehmender Dauer die Gefahr von unerwünschten Nebenwirkungen in der Form von unkontrollierten Zusammenbrüchen. Die Instabilitäten im Bankensystem waren ein Beispiel dafür. Wer mit viel Fremdkapital unterwegs ist und auf ein Geschäftsmodell baut, das auf Gratisgeld angewiesen ist, wird im neuen Umfeld nicht lange überleben. Je länger die Zinsen auf restriktivem Niveau bleiben, desto grösser ist die Gefahr solcher Unfälle.

Erstmals seit 2008 verfügen die Notenbanken nun aber wieder über geldpolitischen Handlungsspielraum, der auch Zinssenkungen erlaubt. Das zentrale Ereignis dafür war die Pandemie, ein beispielloser Schock für die Weltwirtschaft mit markanten Verschiebungen im Konsumverhalten. Ein Teil der Wirtschaft kam zum Stillstand und war auf Hilfe angewiesen, während andere Sektoren von einem Nachfrageschub überrollt wurden, den sie kaum bedienen konnten. Diese eklatanten Ungleichgewichte standen am Ursprung des Inflationsschubs. Bei allem Leid und der grossen ökonomischen Unsicherheit, die dieser Schock mit sich brachte, kann man ihm auch einen positiven

Aspekt abgewinnen: Er schüttelte die Industrieländer aus der Lethargie und ebnete den Weg aus der künstlichen Welt des Gratisgeldes. 15 Jahre dauerte die Phase des geldpolitischen Experiments. Die Befürchtung war gross, dass der Rest der industrialisierten Welt dem Beispiel Japans folgen könnte, das schon zwei Jahrzehnte länger in dieser Spirale gefangen ist. Nun hat sich das Blatt gewendet und die Anzeichen verdichten sich, dass die Nullzinspolitik selbst in Japan enden könnte. Der Ausweg aus der künstlichen Welt war ruppig und schmerzhaft. Unter dem Strich ist die Normalisierung der Verhältnisse aber eine positive Entwicklung, die von der Wirtschaft bisher erstaunlich gut verkraftet wurde.

**Schwerpunkte unserer Anlagepolitik**

Aus Sicht der Anlegerinnen und Anleger ist diese Normalisierung erfreulich, da es neben Dividenden aus Beteiligungen auch für die Leihe von Kapital wieder Zins zu verdienen gibt. Bei der Auswahl der Anlagen fokussieren wir uns auf Qualität. Dies gilt sowohl für Aktien- als auch für Obligationenanlagen. Wir selektieren gesunde Unternehmen, die mit höheren Zinsen leben können, und achten auf eine breite Diversifikation, sowohl geografisch als auch nach Branchen. Der Anlage-schwerpunkt im Heimmarkt Schweiz wirkt aufgrund des defensiven Charakters des Marktes stabilisierend. Das vergangene Jahr hat aber auch den Nutzen internationaler Diversifikation erneut unter Beweis gestellt. Obwohl es am Schweizer Markt erfreulicherweise überdurchschnittlich viele global erfolgreiche Unternehmen gibt, sucht man Tech-Megacaps vergeblich. Unsere Kundschaft konnte von der beschriebenen Entwicklung profitieren, da wir mittels Indexanlage in den amerikanischen Markt investieren.

Mit Blick auf die geopolitischen Unsicherheiten mit den beiden Kriegen, der Rivalität zwischen den USA und China und dem Damoklesschwert einer Invasion Chinas in Taiwan verbreitern wir die Diversifikation zusätzlich und mischen Anlagen bei, die in Stressphasen als sichere Häfen besonders gefragt sind. Dazu gehören neben Gold auch Obligationen allerbesten Qualität. Schliesslich behalten wir den Fokus auf der disziplinierten Umsetzung der langfristigen Anlagestrategie und lassen uns durch kurzfristige Schwankungen nicht ablenken. Die nächste Rezession wird irgendwann kommen, wann ist ungewiss. Gewiss ist jedoch, dass ein drastisches Variieren der Aktienquote in Antizipation künftiger Entwicklungen dem langfristigen Anlageerfolg schadet.

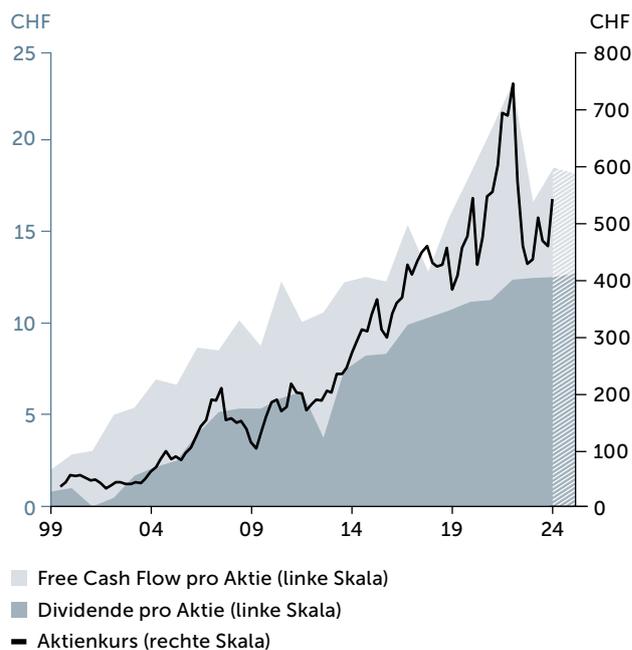
# PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

Gerne stellen wir Ihnen mit Geberit ein Unternehmen vor, das unsere Selektionskriterien für eine Kernanlage in einem diversifizierten Wertschriftenportfolio erfüllt.

Die Erfolgsgeschichte der heutigen Geberit begann Ende des 19. Jahrhunderts im Spenglereibetrieb der Familie Geberit in Rapperswil, wo der erste Holzspülkasten für Toiletten erfunden wurde. Bereits Mitte der Achtzigerjahre des 20. Jahrhunderts wird eine erste Umweltstrategie insbesondere bezüglich Reduktion des Wasserverbrauchs formuliert. 1997 zog sich die Gründerfamilie aus der operativen Tätigkeit zurück und verkaufte das Unternehmen an einen Finanzinvestor sowie die Konzernleitung. Ende der Neunzigerjahre wird Geberit erfolgreich an die Börse gebracht. Heute ist Geberit europäischer Marktführer in der Sanitärtechnik, in rund 50 Ländern vertreten, verfügt über einen hervorragenden Ruf in der Industrie und ist solide finanziert. Auch in den Wachstumsmärkten hat sich das Unternehmen, teilweise durch Übernahmen lokaler Anbieter, mit ganzheitlichen Toilettensystemen gut positioniert. Mit der Übernahme und Integration der finnischen Sanitec-Gruppe 2015 kann Geberit das Geschäft der Spülkästen, der Installations- und Rohrleitungssysteme mit der Badkeramik inklusive Toilettenschüsseln vereinen und so die gesamte Sanitärtechnik aus einer Hand anbieten. Das innovative Produktportfolio von Geberit ist in der Branche einzigartig und wird für die gesättigten Märkte in den hauseigenen, weltweit verteilten Schulungszentren direkt den Installateuren und Entscheidungsträgern vorgeführt. In Regionen mit einer weniger gut entwickelten Nasszelleninfrastruktur können mit dem Angebot der Badkeramik direkt die Endkunden angesprochen werden. Die Produktion erfolgt hauptsächlich in Europa, was zu einer hohen Kontrolle der Lieferkette führt. Im 2022 konnte sich auch Geberit trotz aller Qualitäten einem negativen Kursverlauf nicht entziehen. Steigende Zinsen haben breitflächig zu einer Bewertungskorrektur an den Aktienmärkten geführt.

In der Unternehmensbewertung werden zukünftige Geldflüsse (Cashflows) geschätzt und auf einen Gegenwartswert diskontiert. Je höher der Diskontsatz ausfällt, desto tiefer wird der Gegenwartswert. Eindrücklich ist, dass die Dividendenausschüttung bei Geberit auch während dieser Phase konstant attraktiv blieb.

## Langfristige Entwicklung Geberit



Quelle: Bloomberg, Stand 18.12.23

Dank der hohen operativen Flexibilität kann Geberit auch anspruchsvollen Marktphasen wie beispielsweise der aktuellen Schwächephase des europäischen Wohnungsbaus begegnen. Aufgrund der grossen Marktmacht können Preiserhöhungen gut durchgesetzt werden. Dies verleiht Geberit eine hohe Widerstandsfähigkeit. Mit stetig wachsenden Free Cash Flows hat Geberit in der Vergangenheit bewiesen, nachhaltig Mehrwert für Aktionärinnen und Aktionäre erzeugen zu können. Wir sind sowohl vom Geschäftsmodell mit dem umweltbezogenen Ansatz als auch von der stabilen Unternehmensführung überzeugt. Aufgrund der beschriebenen Bewertungskorrektur ist Geberit auf Basis Kurs-Gewinn-Verhältnis im historischen Vergleich attraktiv bewertet, sodass sich auch eine Einstiegsmöglichkeit für Neuanleger bietet.

**Herausgeber:** Zähringer Privatbank AG, Schmiedenplatz 3, 3011 Bern, Tel. 031 307 50 00, [info@zaehringer-privatbank.ch](mailto:info@zaehringer-privatbank.ch), [www.zaehringer-privatbank.ch](http://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.