



ZÄHRINGER PRIVATBANK
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMÄSSE LÖSUNGEN

RUTSCHGEFAHR IN UNSICHEREN ZEITEN

Nass werden wir derzeit alle

Mehr als vier Monate dauert der Krieg in der Ukraine mittlerweile an und allfällige Hoffnungen auf ein schnelles Ende haben sich leider zerschlagen. Weil der Krieg grossmehrheitlich Verlierer schafft, sollte weiterhin ein überwiegendes Interesse an einer Lösung bestehen. Trotz grosser Ungewissheit bezüglich der zeitlichen Dimension bleibt ein Waffenstillstand mit anschließender völkerrechtlicher Einigung nach wie vor unser Basisszenario, wie wir in der «Ad-hoc-Publikation» vom März ausgeführt haben. Besonders den direkt Betroffenen ist es zu wünschen.

Unsicherheiten auf verschiedenen Ebenen sorgen aktuell für Nervosität an den Märkten und lassen Vermögen weltweit schrumpfen. Die Herausforderungen gehen weit über die Kursrückgänge hinaus. Das Leben ist unsicherer und teurer geworden. Die sich abzeichnende Nahrungsmittelkrise wird die Schwächsten am härtesten treffen und die Inflation schmälert die Kaufkraft vermeintlich sicherer Anlagen und der Renten.

In diesem Sturm ist es unmöglich, völlig trocken zu bleiben. Temporär nass zu werden ist jedoch nicht das eigentliche Problem. In Phasen mit Rutschgefahr ist es aber entscheidend, nicht in psychologische Fallen zu tappen und anlagepolitische Fehler zu vermeiden.

Martin Schenk

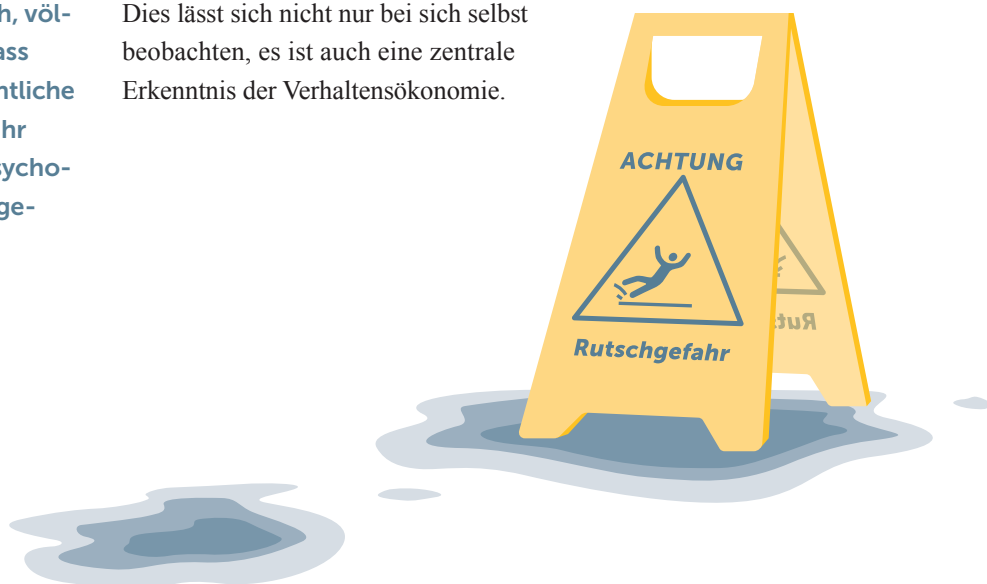
Vorsitzender der Geschäftsleitung

Die Folgen des Krieges in der Ukraine und neuerliche Lockdowns im Zuge der Covid-Nulltoleranz-Strategie Chinas bremsten die konjunkturelle Entwicklung im ersten Halbjahr 2022 und verliehen den Konsumentenpreisen zusätzlichen Auftrieb. Der ungebremste Inflationsschub zwingt die Notenbanken nun zu schnelleren Leitzinsanpassungen in einer Phase der wirtschaftlichen Verlangsamung. Die makroökonomischen Rahmenbedingungen präsentierten sich durch diese Verschlechterung des Wachstums-Inflations-Mixes insgesamt wenig attraktiv und die veränderten Erwartungen zur weiteren Zinsentwicklung trugen das Ihre zu einem ausgesprochen volatilen Semester an den Finanzmärkten bei. Sowohl Aktien als auch Obligationen standen weltweit auf breiter Front unter Druck. Nach einem Rückgang von über 20% befindet sich der Weltaktienmarkt in einem «Bärenmarkt», aber auch Obligationenindizes und Immobilienfonds korrigierten im zweistelligen Prozentbereich. Zu den wenigen Ausnahmen mit positiver Wertentwicklung gehörten das Gold und Beteiligungspapiere mit Rohstoffbezug.

Weil die parallele Neubewertung der beiden wichtigsten Anlageklassen kaum Diversifikationspotenzial eröffnete, resultieren unter dem Strich deutlich negative Portfoliorenditen, selbst für defensive oder ausgewogene Anlagestrategien. Damit stellt das erste Halbjahr 2022 nach einer langen Periode überdurchschnittlicher Anlagerenditen einen markanten Rückschlag dar.

Obwohl es aus rationaler Sicht klar ist, dass solche Korrekturphasen zur langfristigen Vermögensanlage dazugehören, ist ein Plus im Vermögensauszug deutlich angenehmer.

Dies lässt sich nicht nur bei sich selbst beobachten, es ist auch eine zentrale Erkenntnis der Verhaltensökonomie.



Kognitive und emotionale Verzerrungen

Die Verhaltensökonomie befasst sich im Zusammenhang mit den Finanzmärkten mit kognitiven und emotionalen Verzerrungen bei Entscheiden unter Unsicherheit. Auf kognitiver Ebene geht es um Fehler in der Informationsverarbeitung, insbesondere im Umgang mit statistischen Wahrscheinlichkeiten in Entscheidungsprozessen. Emotionale Verzerrungen können durch Impulse, Intuition und Gefühle ausgelöst werden. Speziell in Korrekturphasen, wie wir sie derzeit erleben, lohnt sich die Auseinandersetzung mit diesen «psychologischen Fallen», weil sie zu systematischen Fehlern und irrationalen Entscheiden verleiten können. Fünf ausgewählte Aspekte sollen in der Folge vertieft werden.

Verlustaversion («Loss Aversion Bias»)

Die Verlustaversion greift die psychologische Wirkung von Gewinnen und Verlusten auf. Zahlreiche Studien zeigen, dass das Erfahren eines negativen Ergebnisses emotional deutlich stärker ins Gewicht fällt als umgekehrt. Der erlebte Nutzen verläuft mit anderen Worten nicht linear zum erzielten Ergebnis oder etwas überspitzt formuliert: Verluste verursachen grössere emotionale Qualen, als Gewinne Freude bereiten.

Dies kann zur Folge haben, dass Anlegerinnen und Anleger konservativere Strategien wählen, als es ihre Risikofähigkeit erlauben würde. In Verbindung mit einer häufigen Konsultation des aktuellen Vermögensstandes kann Verlustaversion ausserdem zu einer Überbewertung kurzfristiger Resultate führen. Erfolgt gar ein prozyklischer Verkauf von Wertschriftenpositionen als Überreaktion auf kurzfristige Verluste, wird dieser später oft bereut.

Rückschaufehler («Hindsight Bias»)

Das menschliche Gehirn neigt zur selektiven Wahrnehmung in Bezug auf vergangene Ereignisse. Tatsächlich eingetretene Begebenheiten erscheinen rückblickend als eigentlich unvermeidbar und deshalb prognostizierbar. Werden bei Entscheiden unter Unsicherheit verschiedene Szenarien durchdacht und mit Argumenten und Wahrscheinlichkeiten versehen, erinnert man sich danach einseitig an die Gründe, die für das tatsächlich eingetretene Ereignis gesprochen haben, und hält für sich fest: Ich habe ja gewusst, dass es so kommen wird.

Selbstüberschätzung («Overconfidence Bias»)

Der Rückschaufehler leistet der Gefahr der Selbstüberschätzung Vorschub. Bei dieser entwickeln Menschen ein ungerechtfertigtes Vertrauen in die eigene Prognosefähigkeit, die in Anbetracht der Komplexität der Welt und der probabilistischen Natur von Wertschriftenrenditen nicht angezeigt ist.

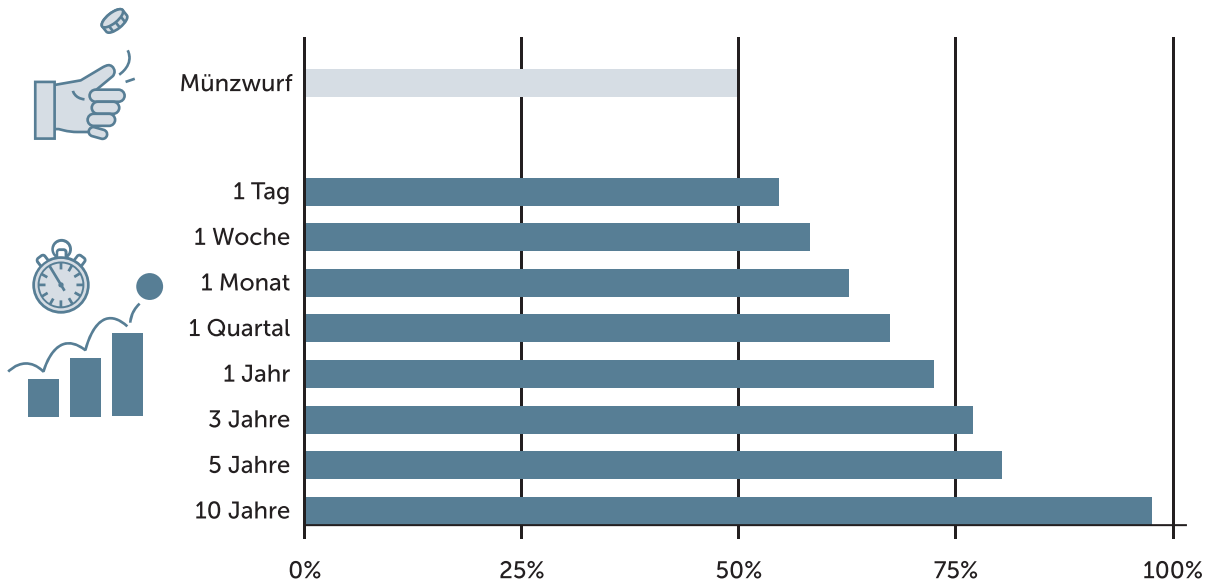
Kontrollillusion («Illusion of Control Bias»)

Eng damit verwandt ist auch die Verzerrung der Kontrollillusion. Sie beschreibt den irrtümlichen Glauben an einen nicht vorhandenen Einfluss auf zufällige Ereignisse und kurzfristige Ergebnisse. In diese Kategorie gehört die Illusion, Anlageergebnisse durch aktives Markttiming verbessern zu können. Der Wunsch, nur bei steigenden Kursen investiert zu sein und Korrekturphasen durch rechtzeitige Verkäufe ausweichen zu können, ist nachvollziehbar, aber unrealistisch. Genauso wenig ist es ratsam, bei definierter Strategie an der Seitenlinie auf den optimalen Startzeitpunkt zu warten. Aktives und kurzfristiges Markttiming ist nahe an der Spekulation, verleiht den Ergebnissen einen zufälligen Charakter und lenkt von der übergeordneten Bedeutung der Anlagestrategie sowie der langfristigen Optik ab.

Die nachfolgende Grafik untermauert die Bedeutung des Zeithorizonts bei der Vermögensanlage. Als Datenbasis dienen die täglichen Renditen des gesamten Schweizer Aktienmarktes. Für alle möglichen Einstiegszeitpunkte und unterschiedlich lange Haltedauern wird gezeigt, wie hoch der Anteil positiver Ergebnisse ausfällt. Dabei fällt auf, dass in der sehr kurzen Frist bei einer Haltedauer von nur einem Tag bloss in 54 von 100 Fällen eine Wertsteigerung zu beobachten ist, während in 46 von 100 Fällen ein Verlust realisiert wird. Obwohl bereits hier die Chancen zugunsten der Anlegerin oder des Anlegers ausfallen, liegen sie doch noch recht nahe beim Münzwurf und damit beim Zufall. Je länger die Haltedauer, desto deutlicher verschieben sich die Verhältnisse. Bei einer Haltedauer von zehn Jahren resultierte nur noch in zwei von 100 Fällen ein Verlust.

Diese Zahlen sind aus zweierlei Hinsicht interessant: Einerseits lohnt es sich bei gegebener Risikofähigkeit aus psychologischer Sicht, die Performance nicht allzu regelmässig zu konsultieren, weil Verluste über kurze Zeitintervalle deutlich häufiger anzutreffen sind als über

Chance auf Wertsteigerung im Schweizer Aktienmarkt in Abhängigkeit der Haltedauer



Quelle: Eigene Darstellung, Datengrundlage: Swiss Performance Index 1988 bis 2022

längere Perioden. Andererseits sind die Erfolgsaussichten für Markttiming basierend auf Kurzfristprognosen deutlich weniger günstig als beim systematischen Anlegen auf lange Frist.

Mentale Buchführung («Mental Accounting Bias»)

Abschliessend soll die Verzerrung der mentalen Buchführung erwähnt sein. Diese beschreibt die Gewohnheit von Menschen, ihre Vermögenswerte geistig zu «schubladisieren» und isoliert voneinander zu betrachten. Dabei besteht die Gefahr, dass die Vermögenswerte im Gesamtkontext nicht optimal aufeinander abgestimmt sind.

Implikationen für die Vermögensverwaltung

Die Auseinandersetzung mit kognitiven und emotionalen Verzerrungen ist Voraussetzung für eine Adaptierung und damit rationale Entscheidungsfindung. Darauf ist unsere Vermögensverwaltungsdienstleistung ausgerichtet. Unabdingbare Voraussetzung für eine erfolgreiche Anlagentätigkeit ist eine tragfähige, langfristig ausgerichtete Anlagestrategie, die den Gesamtkontext berücksichtigt und sämtliche Vermögenswerte, zum Beispiel auch Liegenschaften und Vorsorgevermögen, mit in die Analyse einbezieht. Die Tragfähigkeit einer Strategie

wird in Korrekturphasen getestet. Nur wenn sie auch in schwierigen Marktphasen durchgezogen werden kann, ist sie tatsächlich allwettertauglich.

Bei der Umsetzung der gewählten Anlagestrategie hilft der Investitionsgrundsatz der Disziplin bei der Kontrolle kognitiver und emotionaler Verzerrungen. Wir verzichten auf spekulatives Markttiming und überschätzen unsere Prognosefähigkeit nicht. Dies schützt nicht vor schmerzhaften Korrekturphasen, die zwangsläufig dazugehören. Der konsequente und disziplinierte Fokus auf die langfristige Anlagestrategie erlaubt es aber, die vom Kapitalmarkt offerierten Risikoprämien systematisch zu ernten. Letztlich dreht sich bei der Vermögensanlage alles um Wahrscheinlichkeiten und den rationalen Umgang damit. Die obenstehende Grafik verdeutlicht, wie stark sich diese in Abhängigkeit des Zeithorizonts zugunsten geduldiger Anlegerinnen und Anleger verschieben.

Es lohnt sich deshalb, in turbulenten Zeiten die Ruhe zu bewahren. Die Qualität der selektierten Beteiligungspapiere stimmt, die Unternehmen sind kerngesund. Solide Bilanzen und unverändert starke Mittelflüsse sind gute Voraussetzungen für eine robuste langfristige Entwicklung in einem herausforderungsreichen Umfeld. Ausserdem gilt es die Augen für neue Chancen offen zu halten, die sich in Korrekturphasen ergeben.

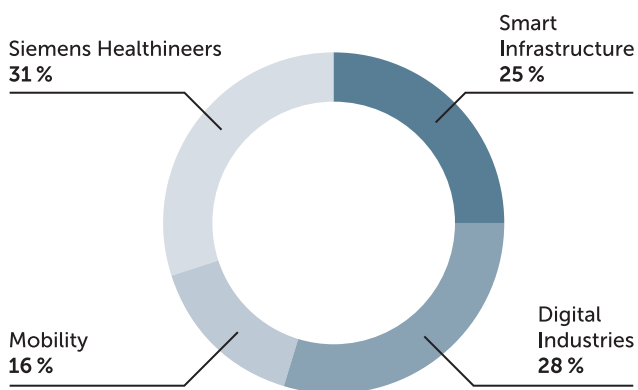
PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

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

Siemens

Das 1847 in München gegründete Industrie- und Infrastrukturunternehmen Siemens wurde über die letzten Jahre stark umgebaut. Etliche Geschäftsfelder wie beispielsweise Infineon oder Osram wurden abgespaltet oder verkauft. Dadurch konnte das etwas schwerfällig gewordene Unternehmen in vier Kernbereichen, alle mit Fokus auf Automatisierung und Digitalisierung, neu aufgestellt werden. Smart Infrastructure beinhaltet Gebäude- und Infrastrukturtechnik, daneben entwickelt Digital Industries Industrieautomatik und Softwarelösungen. In der Sparte Mobility bietet Siemens Mobilitätslösungen für Schiene und Strasse an und mit der Mehrheitsbeteiligung am separat kotierten Tochterunternehmen Siemens Healthineers verfügt das Unternehmen auch über ein Standbein in der Medizinaltechnik. Die breite sowie gleichmässige und dennoch fokussierte Aufstellung in den verschiedenen Geschäftsbereichen ermöglicht dem Unternehmen eine attraktive Diversifizierung sowie

Breit diversifizierter Umsatz



Quelle: Siemens

Stabilisierung. Aus unserer Sicht konnte Siemens mit dieser zukunftsorientierten Vorwärtsstrategie beim Konzernumbau die Effizienz des Traditionsunternehmens steigern und für den Aktionär eine attraktive und übersichtliche Investitionsmöglichkeit schaffen. Der weltweit hohe Bekanntheitsgrad von Siemens hilft dem Unternehmen, auch prestigeträchtige Grossaufträge wie den Bau eines neuen Schienennetzes durch Ägypten zu gewinnen. Die Dividendenrendite von rund 4% erachten wir im aktuellen Umfeld, insbesondere nach der Bewertungskorrektur gegenüber Anfang Jahr, ebenfalls als attraktiv.

Sony

Das japanische Unternehmen Sony fokussierte sich seit den Anfängen in den 1950er-Jahren hauptsächlich auf die Entwicklung und Herstellung von Komponenten für die Unterhaltungselektronik wie Radios, Fernseher und Kameras. Mit innovativen Verkaufsschlagern wie dem 1979 lancierten Walkman, dem kleinen tragbaren Kassettenspieler, oder der Spielkonsole Playstation (1994) erzielte Sony auch ausserhalb des japanischen Markts grosse Erfolge und konnte einen treuen Kundenstamm aufbauen.

Nach einer längeren Durststrecke hat sich Sony in den letzten Jahren weiterentwickelt, Innovationen vorangetrieben und gezielt Zukäufe getätigt. Heute steht das übergeordnete Thema Unterhaltung im Zentrum aller Aktivitäten, die in die Geschäftsfelder Gaming, Unterhaltungselektronik, Musik und Film (u. a. ist Sony im Besitz des Filmstudios «Columbia Pictures») gegliedert sind. Ausserdem ist Sony Weltmarktführer im Bereich von Bildsensoren für Digitalkameras und Smartphones.

Die beeindruckende Gewinnentwicklung der letzten Jahre unterstreicht die gute Marktpositionierung von Sony als Unterhaltungskonzern. Der Hunger der Streamingplattformen nach Inhalten im Musik- und Filmbereich ist enorm und Sony ein zuverlässiger Lieferant. Das Unternehmen kann seine Stärken nutzen, um gezielte Akquisitionen insbesondere für die Sparten Gaming, Musik sowie Film zu tätigen. Aufgrund der langfristigen Ausrichtung, der weltweiten Präsenz sowie der hohen Innovationskraft sehen wir Sony als wichtigen Portfoliobaustein in der Region Asien-Pazifik.

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.