



ZÄHRINGER PRIVATBANK
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMÄSSE LÖSUNGEN

STABILES FUNDAMENT

Durchdachte Konstruktion

Mit der Publikation der Zweitquartals-ergebnisse konnten einige Tech-Megacaps erstmals seit längerer Zeit die hohen Erwartungen nicht mehr erfüllen. Besonders im medialen Rampenlicht stehen inzwischen die Quartalsberichte des Grafikprozessorendesigners Nvidia, die jeweils das Potenzial haben, die Richtung des Gesamtmarktes zu beeinflussen. Da die hohen Bewertungsniveaus dieser Technologieunternehmen Enttäuschungen nicht verzeihen, können Kurskorrekturen heftig ausfallen. Dabei darf nicht vergessen werden, wie stark die Kurse dieser Tech-Giganten in den letzten Monaten durch den Hype um die künstliche Intelligenz gestiegen sind. Eine Korrektur war nach unserer Einschätzung unvermeidlich – und sie ist nicht nur normal, sondern auch gesund, da sie einer Blasenbildung vorbeugt.

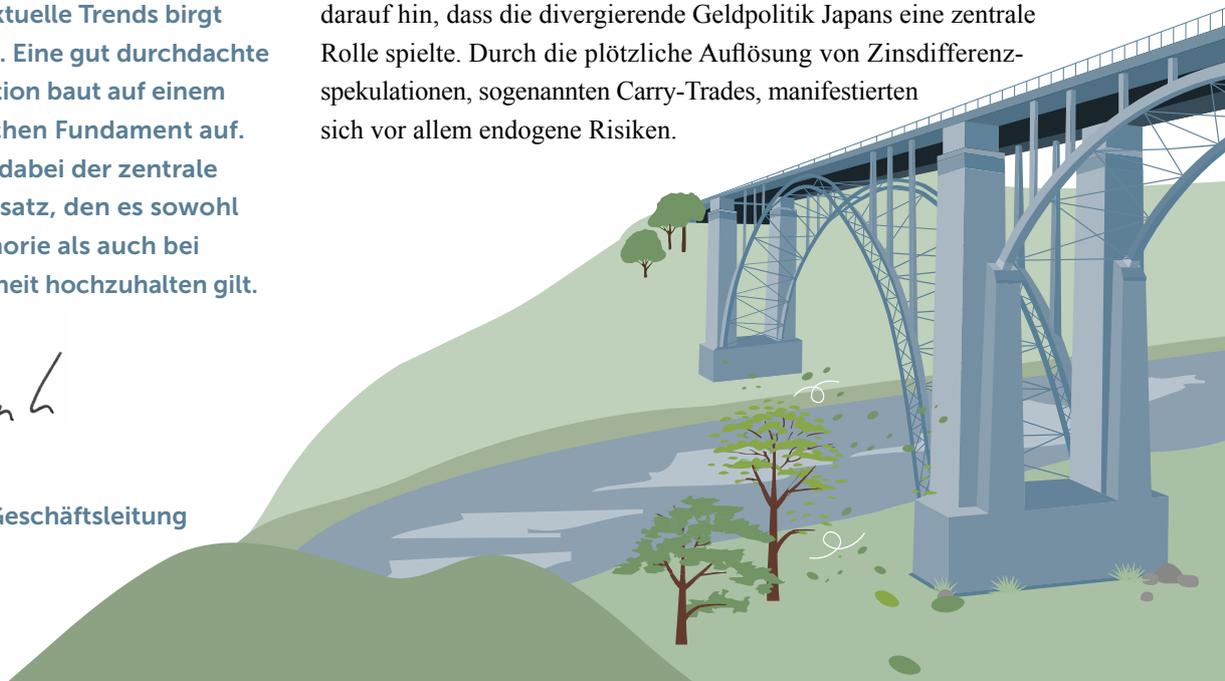
In der Vermögensverwaltung ist es entscheidend, besonnen zu handeln und sich in Phasen übermäßiger Euphorie nicht anstecken zu lassen. Die einseitige Ausrichtung auf aktuelle Trends birgt erhebliche Risiken. Eine gut durchdachte Portfoliokonstruktion baut auf einem stabilen strategischen Fundament auf. Diversifikation ist dabei der zentrale Investitionsgrundsatz, den es sowohl in Zeiten der Euphorie als auch bei erhöhter Unsicherheit hochzuhalten gilt.

Martin Schenk
Vorsitzender der Geschäftsleitung

Im August durchliefen die Finanzmärkte eine Phase, die an ein plötzliches Sommergewitter erinnerte: Was zunächst ruhig und stabil erschien, verwandelte sich innerhalb weniger Stunden in erhebliche Turbulenzen. Doch wie ein Gewitter, das ebenso plötzlich abzieht, beruhigten sich die Märkte bis Ende August wieder merklich. Wer zwei Wochen in den Sommerferien war, dürfte nicht mal etwas davon mitbekommen haben.

Der abrupte Stimmungsumschwung war dennoch bemerkenswert, besonders in Japan, das im Zentrum des Gewittersturms stand. Der japanische Aktienmarkt verlor in den ersten drei Handelstagen des Monats stattliche 20%. Der Nikkei 225 gab allein am 5. August um mehr als 12% nach – ein aussergewöhnlicher Rückgang für eine Indexreihe. Die Turbulenzen waren aber nicht auf Japan beschränkt. Auch der Weltaktienmarkt sackte aus Schweizer-Franken-Optik um 10% ab, während der Schweizer Markt mit seinen defensiven Schwergewichten deutlich weniger stark korrigierte. Was könnten mögliche Auslöser für die heftigen Kursausschläge gewesen sein und wie sind diese Turbulenzen einzuordnen?

Erste Gewitterwolken zogen Mitte Juli auf, als das Eskalationsrisiko im Nahostkonflikt weiter zunahm und einige Unternehmensergebnisse enttäuschten. Als unmittelbarer Auslöser für die Korrektur erschienen auf den ersten Blick die schwachen Zahlen vom US-Arbeitsmarkt, die eine Abkühlung der US-Wirtschaft anzeigten und Rezessionsängste schürten. Vieles deutet jedoch darauf hin, dass die divergierende Geldpolitik Japans eine zentrale Rolle spielte. Durch die plötzliche Auflösung von Zinsdifferenzspekulationen, sogenannten Carry-Trades, manifestierten sich vor allem endogene Risiken.



Plötzliche Volatilitätsexplosion

Der japanische Yen galt aufgrund der tiefen Zinsen schon immer als beliebte Währung zur Schuldenaufnahme im Rahmen von Carry-Trades. Da viele Zentralbanken in den letzten Jahren die Zinsen deutlich angehoben haben, während die Bank of Japan (BoJ) ihre Leitzinsen im negativen Bereich hielt, nahm die Attraktivität von Yen-Carry-Trades mit der steigenden Zinsdifferenz weiter zu. Ausserdem trug der chronisch schwache Yen das Seine zu stattlichen Renditen bei. Wenn eine Handelsstrategie über längere Zeit attraktive Renditen abwirft, zieht dies unweigerlich weiteres Kapital an. Solcher «Einbahnverkehr» kann gefährlich werden, wenn plötzlich alle gleichzeitig die Richtung wechseln und den Ausgang suchen.

Was ist ein Carry-Trade?

Ein Carry-Trade ist eine spekulative Handelsstrategie, bei der Marktteilnehmer Kapital in einer Währung mit niedrigen Zinsen aufnehmen und dieses in einer Währung mit höheren Zinsen anlegen oder in Vermögenswerten mit höherer Renditeerwartung parkieren. Mit dieser Strategie lassen sich hohe Gewinne erzielen, solange die Wechselkurse stabil bleiben. Allerdings ist sie gleichzeitig mit erheblichen Risiken verbunden: Wenn die Niedrigzinswährung plötzlich aufwertet, können die erwarteten Gewinne schnell schrumpfen oder sogar in Verluste umschlagen. Der Einsatz von Fremdkapital verringert dabei wie immer die Fehlertoleranz und kann in turbulenten Zeiten gravierenden Schaden anrichten. Carry-Trades sind nicht nur im Devisenhandel beliebt, auch in Hedgefonds und Trendfolgestrategien gelangen sie zum Einsatz.

Genau das geschah Anfang August. In diesem Jahr hat auch die BoJ mit deutlicher Verzögerung zwei Zinserhöhungsschritte vollzogen, den zweiten überraschend am 31. Juli 2024. Diese Erhöhungen fallen in eine Phase, in der etliche Notenbanken den Zinssenkungszyklus bereits wieder gestartet haben. Diese divergierende Geldpolitik hat zu einem abrupten Trendbruch in der Wechselkursentwicklung geführt. Der Yen wertete sich innert kürzester Frist deutlich auf, was zu Verlusten bei Carry-Trades führte und viele Marktteilnehmer zwang, ihre Positionen aufzulösen. Dies wiederum verlieh dem Yen weiteren Auftrieb und brachte japanische Aktien unter Druck. Obwohl Japan weit entfernt scheint, spielt es als grösster Gläubiger der Welt eine bedeutende Rolle auf den internationalen Kapitalmärkten. Kein Land besitzt mehr ausländische Vermögenswerte als Japan. Plötzliche Veränderungen in der Wechselkursentwicklung und der Zinslandschaft, die

zum Abbau von Positionen zwingen, können deshalb auch Auswirkungen auf weit entfernte Märkte haben. Die schnelle Erholung stützt die These, dass die Korrektur vor allem auf technische, sich selbst verstärkende Faktoren rund um einen Trendbruch zurückzuführen war und weniger fundamentale Ursachen hatte. Nicht zum ersten Mal folgt eine solche Volatilitätsexplosion auf eine längere Phase der relativen Ruhe. Regelbasierte Handelsstrategien können in solchen Momenten Kursauschläge deutlich verstärken. Wir vermuten, dass der Einsatz von künstlicher Intelligenz diese Tendenz weiter intensivieren wird, was ähnliche Episoden auch in Zukunft wahrscheinlich macht.

Aussergewöhnlich heftige Kursschwankungen stellen für Marktteilnehmer, die ihre Anlagen hauptsächlich über Fremdkapital finanzieren (Leverage), eine existenzielle Gefahr dar. Sind nicht mehr genügend Sicherheiten vorhanden, erfolgt eine Nachschussforderung (Margin-Call). Kann diese nicht erfüllt werden, führt dies zwangsläufig zu einer forcierten Glattstellung von Positionen. Angesichts der zweistelligen Tagesbewegung im Nikkei überrascht es, dass bisher keine Schlagzeilen über den finanziellen Zusammenbruch von gehebelten Vehikeln aufgetaucht sind.

Stabiles Fundament zum Schutz des Vermögens

Technisch induzierte Überreaktionen nach Trendbrüchen stellen endogene Risiken dar, die zu den Finanzmärkten dazugehören. Sie sind schwer fassbar und strapazieren möglicherweise die Nerven, können gleichzeitig aber auch neue Chancen eröffnen. Für langfristig orientierte Anlegerinnen und Anleger mit einem diversifizierten Wertschriftenportfolio und einem Fokus auf Qualität stellen plötzliche Volatilitätsexplosionen jedenfalls keine unmittelbare Gefahr dar. Voraussetzung dafür ist ein klarer Plan in der Form einer Anlagestrategie, die optimal auf die individuellen Umstände und Bedürfnisse abgestimmt ist. Auf dem Weg zum Schutz und der langfristigen Mehrung des Vermögens bildet die Strategie das notwendige stabile Fundament, das den Turbulenzen standhält. Eine massgeschneiderte Anlagestrategie regelt die Aufteilung des Gesamtvermögens auf verschiedene Anlageklassen und berücksichtigt dabei den gesamten finanziellen Kontext. Dazu zählen nicht nur das Wertschriftenportfolio, sondern auch selbstbewohnte Immobilien, gebundene Vorsorgegelder in der zweiten und dritten Säule sowie Liquiditätsreserven auf verschiedenen Bankkonten.

Vermögenswerte lassen sich in zwei Gruppen unterteilen, die unterschiedliche Eigenschaften und Funktionen im Gesamtkontext des Portfolios übernehmen. Flüssige Mittel und Obligationen gehören zu den Nominalwerten. Sie stellen nominelle Forderungen dar und bieten eine Entschädigung in Form von Zinszahlungen. Nominalwerte mit guter Bonität und überblickbaren Restlaufzeiten gewährleisten vor allem Flexibilität. Dank den geringen Wertschwankungen eignen sie sich zur Deckung absehbarer Verpflichtungen und zur Absicherung von finanziellen Notfällen. Ausserdem tragen sie zur Stabilisierung der Gesamtvermögensentwicklung bei. Da Nominalwerte jedoch nicht gegen Inflation geschützt sind, eignen sie sich weniger für den langfristigen Erhalt und die Mehrung der Kaufkraft.

neuerlich veränderten Zinsumfeld. Mit den Leitzinssenkungen entwickeln sich auch die Obligationenrenditen rückläufig. Reinvestitionen erfolgen zu tieferen Zinsen als vor einem Jahr. Angesichts der eher mageren Verzinsung ist die Versuchung gross, Nominalwerte durch «alternative Anlagen» zu ersetzen. Dem Erfindungsreichtum der Finanzbranche sind dabei keine Grenzen gesetzt. Es gibt unzählige Angebote mit Handelsstrategien in unterschiedlichsten Verpackungen, die eine mit Obligationen vergleichbare Stabilität bei gleichzeitig höheren Renditen versprechen. Nicht immer sind die eingegangenen Risiken dabei offensichtlich erkennbar.

Der wahre Nutzen der Nominalwerte besteht allerdings nicht in erster Linie im Renditebeitrag, sondern in der



Die Funktion der langfristigen Sicherung der Kaufkraft übernehmen die Realwerte, zu denen vor allem Aktien, Immobilien und Gold zählen. Realwerte bieten höhere Renditeerwartungen, unterliegen jedoch auch grösseren Wertschwankungen. Sie sind daher nur für Vermögensreserven geeignet, die mittel- bis langfristig zur Verfügung stehen und nicht für andere Verwendungszwecke vorgesehen sind.

Für den langfristigen Vermögensaufbau gilt der Grundsatz: so wenig Nominalwerte wie nötig und so viele Realwerte wie möglich. Bei der Planung der nötigen Nominalwertquote ist allerdings grösstmögliche Sorgfalt geboten. Finanzielle Reserven, die in den nächsten fünf Jahren benötigt werden, sollten keinesfalls den Wertschwankungen ausgesetzt werden, die eine Investition in Realwerte zwangsläufig mit sich bringt.

Verzicht auf Experimente

Es ist entscheidend, die Funktion der verschiedenen Anlageklassen und ihren Zweck im Gesamtkontext des Portfolios stets im Auge zu behalten – besonders im

Gewährleistung von Flexibilität. Aus diesem Grund widerstehen wir in unserer Vermögensverwaltung diszipliniert allen Versuchungen und verzichten wie bis anhin konsequent auf Experimente. Bei Privatmarktanlagen (Private Equity, Private Debt) ist das Kapital für längere Zeit blockiert. Sie sind nicht liquide handelbar und können deshalb unmöglich Flexibilität bieten. Dasselbe gilt auch für Hedgefonds, denen es für unseren Geschmack ausserdem an der nötigen Transparenz mangelt. Ähnlich wie strukturierte Finanzprodukte bieten sie oft asymmetrische Risikoprofile, die bei schönem Wetter Stabilität bieten, bei heftigen Gewittern aber verletzlich sind.

Beim Einsatz von Bankerfindungen ist die Gefahr gross, dass entweder enttäuschte Erwartungen zurückbleiben oder im schlimmsten Fall sogar finanzielle Unfälle resultieren. Deshalb werden wir sie weiter meiden und unseren bewährten Weg gehen: Basierend auf dem stabilen Fundament einer massgeschneiderten Anlagestrategie investieren wir die uns anvertrauten Vermögen direkt in Obligationen und Aktien von sorgfältig selektierten Unternehmen aus der Realwirtschaft und mischen zur Diversifikation Gold bei.

PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

Gerne stellen wir Ihnen an dieser Stelle zwei Anlagemöglichkeiten vor, die unsere Selektionskriterien für ein diversifiziertes Wertschriftenportfolio erfüllen.

Sandoz

Im Oktober 2023 hat das Schweizer Pharmaunternehmen Novartis mittels Spin-off den Geschäftsbereich der Nachahmerpräparate von Arzneimitteln unter dem Namen Sandoz an die Börse gebracht. Im Zähringer Brief vom September 2023 haben wir dies zum Anlass genommen, die Funktionsweise einer solchen Ausgründung näher zu erläutern. Kurz nach der erfolgten Abspaltung haben wir Sandoz da, wo es die Vermögensgrösse zulässt, in unserer Aktienselektion berücksichtigt.

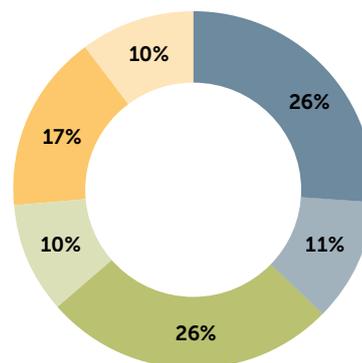
Sandoz ist einer der Weltmarktführer im Bereich von Generika und Biosimilars. Unter Generika versteht man chemisch-synthetisierte Nachahmermedikamente. Hierbei handelt es sich um den grösseren der beiden Geschäftsbereiche von Sandoz. Der kleinere Bereich Biosimilars umfasst biotechnologisch hergestellte Produkte. Seit der Abspaltung von Novartis konnte der Produktmix weiter in Richtung der profitableren Biosimilars verschoben werden, sodass diese rund 27% des Gesamtumsatzes ausmachen. Beispielsweise konnte das Unternehmen Anfang 2024 ein Biosimilar für einen der weltweit umsatzstärksten Entzündungshemmer lancieren. Als eigenständiges Unternehmen kann sich Sandoz nun ganz auf die Umsetzung der Strategie sowie die Kerntätigkeit konzentrieren. Die demografische Entwicklung und die zunehmende Marktakzeptanz von Nachahmermedikamenten verleihen Sandoz Rückenwind und versprechen wachsende Umsätze. Mit einem geschätzten Kurs-Gewinn-Verhältnis von 13 für 2025 sind die Aktien moderat bewertet, so dass der Einstieg für ein breit diversifiziertes Portfolio trotz der Kursavancen weiterhin attraktiv ist.

Veolia

Seit seiner Gründung im Jahr 1853 hat sich das französische Unternehmen Veolia Environnement vom reinen Wasserversorger zu einem global führenden Anbieter von

Dienstleistungen in den Bereichen Wasser-, Abfall- und Energiewirtschaft entwickelt. Verstärkt wurde diese Position durch die im zweiten Anlauf geglückte Übernahme des einheimischen Konkurrenten Suez im Jahr 2021. Die Übernahme hatte eine deutliche Erhöhung der Nettoverschuldung zur Folge. Die jüngsten Verkäufe nicht strategischer Vermögenswerte zeigen jedoch, dass Veolia zügig Massnahmen zur Stärkung der Kapitalstruktur ergriffen hat.

Breit abgestützter Umsatz



- Wasserbetrieb
- Wassertechnologie
- Feststoffabfälle
- Spezialabfälle
- Lokale Energiekreisläufe
- Gebäudetechnik

Quelle: Veolia

Im letzten Jahrzehnt ist es dem Unternehmen gelungen, die Abhängigkeit von staatlichen Aufträgen zu reduzieren und den Anteil privater Auftragseingänge deutlich zu steigern. Das Geschäftsfeld der «Spezialabfälle», beispielsweise der Rückbau von Ölplattformen und Atomkraftwerken oder die Handhabung von Asbestabfällen, verhilft Veolia insbesondere ausserhalb Frankreichs zu Wachstum. Dank des steigenden Umweltbewusstseins der Schwellenländer weist dieses wichtige Geschäftsfeld ein grosses Wachstumspotenzial auf. Darüber hinaus strebt Veolia durch stetige Weiterentwicklung im Bereich erneuerbare Energien und Kreislaufwirtschaft eine führende Position an.

Nach unserer Einschätzung ist Veolia mit den stabilen Geschäftsfeldern gut positioniert, an den langfristigen strukturellen Trends und der ökologischen Transformation zu partizipieren. Die angemessene Bewertung sowie die attraktive Dividendenrendite runden die interessante Portfolioergänzung ab.

Herausgeber: Zähringer Privatbank AG, Schmiedenplatz 3, 3011 Bern, Tel. 031 307 50 00, 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.