



ZÄHRINGER PRIVATBANK  
KLASSISCHE WERTE. ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

---

## Disziplin ist auf allen Ebenen gefragt

Wer Disziplin hat, hält sich an Verhaltensregeln. Disziplin heisst aber auch das Beherrschen des eigenen Willens, der eigenen Gefühle und Neigungen, um etwas zu erreichen. Bei dieser Definition ist der Nebensatz entscheidend. Wer ein ambitioniertes Ziel erreichen will, braucht Disziplin.

Mit der Gründung einer neuen Bank haben wir uns grosse Ziele gesetzt. Nach einem erfreulicherweise über unseren Erwartungen liegenden Start geht es für uns darum, den eingeschlagenen Weg konsequent weiterzuerfolgen und den strategischen Fokus diszipliniert zu behalten. Wir sind für einen Marathon vorbereitet und nicht für einen Sprint.

Disziplin ist aber auch in unserem Kerngeschäft, der Vermögensverwaltung, von grosser Aktualität. Neben der Diversifikation, der Liquidität und der Transparenz gehört sie zu unseren vier Investitionsgrundsätzen. Beim Investieren wechseln sich die Gefühle von Angst und Gier regelmässig ab und verstärken die Kursbewegungen an den Märkten. Unsere Aufgabe ist es, diese Gefühle zu beherrschen und auch hier überlegt und mit ruhiger Hand für unsere Kundschaft zu agieren.

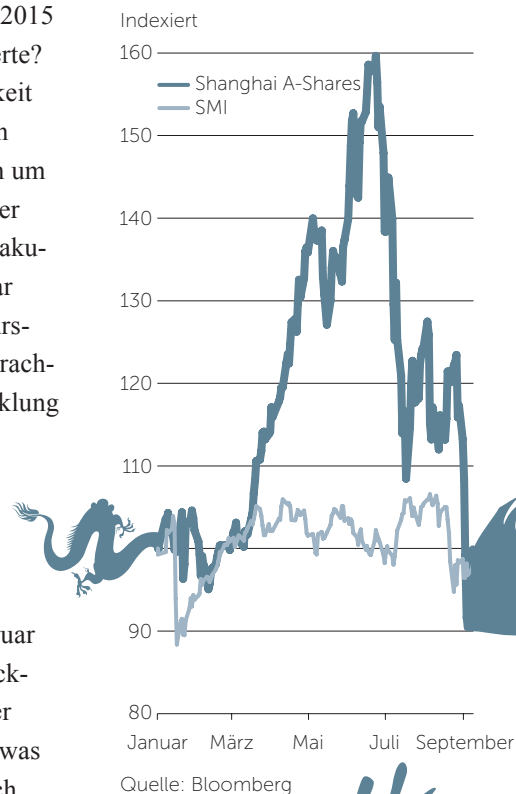
Martin Schenk  
Vorsitzender der Geschäftsleitung

# HARMLOSER HUSTEN ODER ANSTECKENDE GRIPPE?

Zurück auf Feld eins. Der Swiss Market Index (SMI) hat im laufenden Jahr nun bereits zum zweiten Mal um mehr als 10 Prozent an Wert verloren. Mitte Januar führte die überraschende Aufhebung der Wechselkursuntergrenze zu einem heftigen Kurssturz am Schweizer Aktienmarkt. Die Ursache der Korrektur in der zweiten Augushälfte ist vielschichtiger und weniger offensichtlich. Was war der Auslöser dieses Kursrutsches, der am 24. August 2015 in heftigen Turbulenzen kulminierte?

Grosse mediale Aufmerksamkeit erhielt der Crash des chinesischen Aktienmarktes. Ein Kurseinbruch um mehr als 50 Prozent innert weniger Wochen ist tatsächlich eine spektakuläre Bewegung und eine scheinbar naheliegende Begründung für Kurstaucher rund um den Globus. Betrachtet man hingegen die Kursentwicklung der A-Shares seit Jahresanfang, so kommen erhebliche Zweifel an dieser Erklärung auf. Im Zuge der Öffnung des Marktes für ausländische Investoren entkoppelten sie sich seit Mitte Februar von der allgemeinen Marktentwicklung und legten innerhalb weniger Monate um 60 Prozent zu. Mit etwas Abstand betrachtet, handelt es sich also eher um eine Korrektur einer lokalen Übertreibung.

## Aktien-Crash in China



**Spannungen im Währungssystem**

Unserer Einschätzung nach hat viel eher die unerwartete Abwertung des Renminbi durch die chinesische Zentralbank die globale Korrektur ausgelöst. Früher war die Währung fix an den US-Dollar gekoppelt, was angesichts des beeindruckenden Wachstums und der Verlagerung von Industriearbeitsplätzen Richtung Asien zum Vorwurf der Währungsmanipulation führte. Seit Mitte 2005 lässt die chinesische Zentralbank Schwankungen in sehr eng definierten täglichen Bandbreiten zu. So konnte der Renminbi über die letzten zehn Jahre um ein Drittel aufwerten.

Die nun erfolgte Abwertung ist in ihrem Umfang – etwas mehr als 3 Prozent – nicht bedeutend, verunsichert aber dennoch. Von der Zentralbank wurde die Massnahme als weiteren Schritt in Richtung Flexibilisierung des Wechselkurses begründet. Pessimisten sehen in der Anpassung jedoch den Beginn eines Währungskriegs. Anlass zur Sorge gibt jedenfalls die Richtung der Anpassung.

**Asynchrone Entwicklung**

Die Abwertung des Renminbi gegenüber dem US-Dollar ist Symptom einer asynchronen Entwicklung zwischen Schwellen- und Industrieländern. Die chinesische Wirtschaft wächst im Vergleich zu den Industrieländern zwar nach wie vor mit beeindruckenden Raten. Da diese, ausgehend von einem sehr hohen Niveau, jedoch rückläufig sind, befindet sich die Wirtschaft in einer Tempo-verlangsamung.

Eine gegenläufige Entwicklung lässt sich in den USA beobachten: eine leichte Beschleunigung, ausgehend von einem sehr tiefen Niveau. Die Rezession nach der Finanzkrise war einschneidend. Nun beginnt die Wirtschaft endlich wieder so zu wachsen, dass über eine Abkehr von der Nullzinspolitik diskutiert werden kann. Die Aussicht auf höhere Zinsen in den USA bringt für die Schwellenländer Gegenwind, da Kapitalströme, die ihnen vorher auf der Jagd nach Rendite zugeflossen sind, nun wieder in die Gegenrichtung fließen.

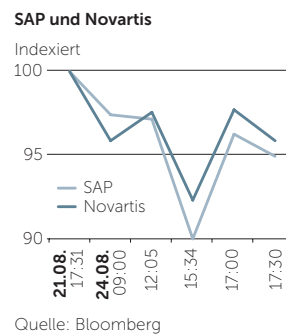
**Hoffnungsträger oder Sorgenkinder?**

Die wachsende Bedeutung der Schwellenländer für die Weltwirtschaft ist eine der wichtigsten Entwicklungen der letzten 25 Jahre. Nie zuvor ist es mehr Menschen innert kürzerer Zeit gelungen, über die Armutsgrenze zu klettern.

**Heftige Kursausschläge, selbst bei Blue Chips**

Kurskorrekturen wie am 24. August führen zu Verunsicherung. Was ist davon zu halten, dass selbst Schwergewichte wie Novartis oder SAP innerhalb eines Tages Wertschwankungen von 8 bis 10 Prozent aufweisen? Wer gezwungen ist, Positionen im grossen Stil zu veräussern, ist auf Liquidität angewiesen. Blue-Chip-Aktien bieten diese Liquidität, wenn auch zu volatilen Preisen. Im Obligationenmarkt ist die Liquidität hingegen aufgrund von Veränderungen der Marktstruktur deutlich tiefer als vor der Finanzkrise. Diese Tatsache könnte die Schwankungsbreiten von Aktien in turbulenten Zeiten erhöhen. Hinzu kommen Marktteilnehmer, die mechanisch Absicherungsprogramme durchführen oder basierend auf Computermodellen

mittels Index-futures Preistrends folgen. Dadurch können Kursbewegungen, die ursprünglich aufgrund neuer Informationen entstehen, erheblich verstärkt werden.



China gilt als Lokomotive der Schwellenländer. Das Reich der Mitte wird die USA in absehbarer Zeit als grösste Volkswirtschaft der Welt ablösen. Derzeit befindet sich das Land allerdings in einem wirtschaftlichen Transformationsprozess. Erklärtes Ziel der Regierung in Peking ist es, das einseitig investitionsgetriebene Wachstum in ein nachhaltigeres, konsumgestütztes Wachstum umzuwandeln.

Die Finanzmärkte werten die Abkoppelung des Renminbi vom erstarkten US-Dollar als Signal, dass sich das Wachstumstempo stärker als gewünscht verlangsamt und die Exportwirtschaft nun eine Stimulierung benötigt. Die Turbulenzen an den Aktienmärkten reflektieren für uns die Sorge, dass die einstigen Hoffnungsträger, die Schwellenländer, das aufkeimende Wachstum in den Industrieländern wieder abwürgen könnten.

Für zusätzliche Nervosität sorgt der absehbare geldpolitische Wendepunkt. Über die Schwierigkeit des richtigen Timings haben wir im letzten Zähringer Brief geschrieben. Die neue Fed-Chefin vertagte Mitte September die Abkehr von der Nullzinspolitik mit dem Verweis auf die Sorgen bezüglich globalen Wachstums. Damit muss sie sich wie bereits ihre beiden Vorgänger den Vorwurf gefallen lassen, bei der Bestimmung der Leitzinsen zu stark auf die Verfassung der Finanzmärkte zu achten. Ironischerweise liessen sich diese durch die Erwähnung der Wachstumssorgen zusätzlich verunsichern.

**Disziplin als Schlüssel zum Erfolg**

Trotz der Wachstumsverlangsamung sind wir weiterhin vom Potential Chinas und der asiatischen Schwellenländer überzeugt. Bei so hohen Wachstumsraten muss der Basiseffekt beachtet werden. Legte Chinas Wirtschaft vor zehn Jahren bei Wachstumsraten von über 10 Prozent noch um USD 342 Mrd. zu, sind es heute bei rund 7 Prozent Wachstum bereits USD 831 Mrd. Der jährliche Zuwachs

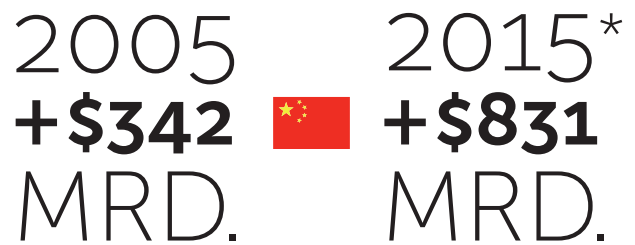
der chinesischen Wirtschaft ist damit heute grösser als das Schweizer Bruttoinlandsprodukt (USD 688 Mrd). Insofern ist die aktuelle Verlangsamung für uns ein Husten, vielleicht sogar ein lästiger, aber keine ansteckende Grippe.

Dennoch birgt die Transformation der chinesischen Wirtschaft grosse Herausforderungen und auch die geldpolitische Normalisierung in den Industrieländern ist ein Balanceakt. Mit weiteren gelegentlichen Spannungsentladungen an den Finanzmärkten muss deshalb gerechnet werden.

Disziplin ist einer unserer vier Investitionsgrundsätze. Wir unterliegen nicht der Versuchung, den Zeitpunkt dieser Spannungsentladungen voraussehen zu wollen und darauf zu spekulieren. Die Aktienrisikoprämie zahlt sich langfristig durch das Erdulden dieser Schwankungen aus. Unsere Aufgabe ist die disziplinierte Umsetzung der mit unseren Kunden vereinbarten langfristigen Anlagestrategie. Dazu gehört auch das antizyklische Wahrnehmen von Chancen, die sich im Anschluss an Spannungsentladungen bieten.

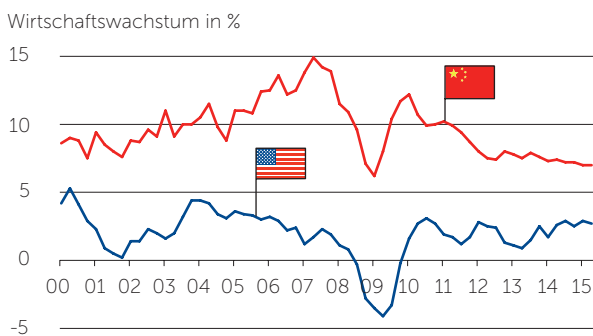
# CHINA UND USA IM VERGLEICH

ABSOLUTES WACHSTUM: BASEEFFEKT BEACHTEN



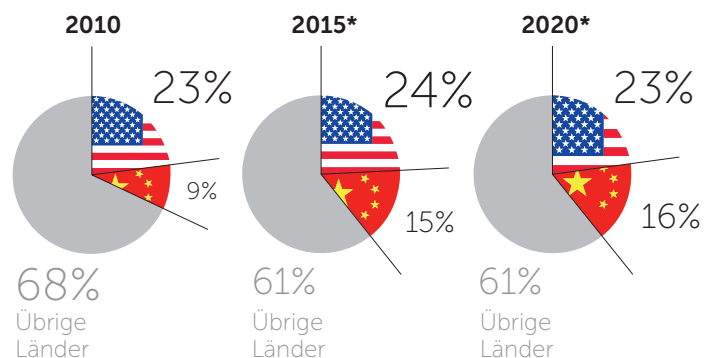
Bemerkung: Wirtschaftswachstum im Vergleich zum Vorjahr in USD  
Quelle: IWF

RELATIVES WACHSTUM:  
CHINA VERLIERT, USA GEWINNEN AN FAHRT



Quelle: Bloomberg

CHINAS ANTEIL AN DER WELTWEITEN WIRTSCHAFTSLEISTUNG STEIGT



\*Schätzung IWF; Quelle: IWF

# PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

Der 24. August hat gezeigt: Werden an den Aktienmärkten in turbulenten Tagen Indexinstrumente im grossen Stil liquidiert, kommen die Preise aller Aktien unter Druck, unabhängig von ihrer Qualität. Dies eröffnet Chancen, ein diversifiziertes Portfolio mit weiteren Qualitätsaktien anzureichern. Die folgenden zwei Titel gefallen uns unter diesem Stichwort derzeit besonders gut.

## SPANNUNGSENTLADUNGEN ZUM KAUF NUTZEN

● **Sonova** ist ein Schweizer Medizinaltechnikunternehmen, das Produkte rund um das Thema «Hören» herstellt. Dies ist angesichts der alternden Gesellschaft ein ausgesprochener Wachstumsmarkt, in dem Sonova mit einer breiten Palette an Lösungen präsent ist. Neben Hörgeräten, die unter den Markennamen Phonak und Unitron vertrieben werden, gehören auch Implantate zum Produkteangebot. Das international tätige Unternehmen spürt zwar derzeit ebenfalls Gegenwind durch die Wechselkursentwicklungen. Im letzten Quartal tendierte der Schweizer Franken allerdings erstmals wieder schwächer.

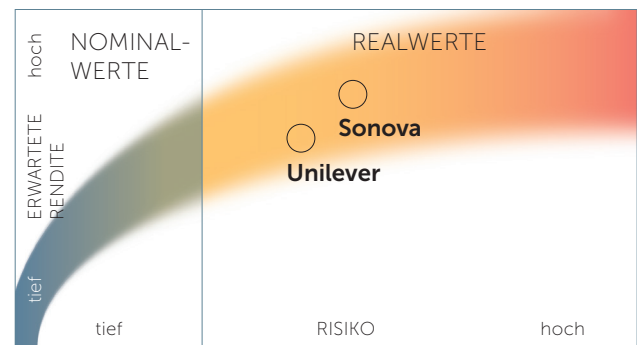
Sonova überzeugt durch solides Wachstum, attraktive Margen und eine starke Cashflow-Entwicklung. Neben Investitionen in weiteres Wachstum schüttet Sonova Dividenden an die Aktionäre aus. Ausserdem kauft sie derzeit auch eigene Aktien zurück und verdichtet dadurch den Gewinn pro Aktie.

Ohne Zweifel ein hervorragendes Unternehmen, bei dem aus Anlegersicht die grösste Gefahr darin besteht, einen zu hohen Preis für dieses Wachstum zu bezahlen. Nach der unterdurchschnittlichen Kursentwicklung im aktuellen Jahr und mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von gut 20 erscheint uns das Chancen-Risiko-Profil derzeit wieder attraktiv.

● **Unilever** gehört zu den wichtigsten Akteuren der Konsumgüterbranche. Im Nahrungsmittelbereich rangiert das niederländisch-britische Unternehmen weltweit an dritter Stelle. Gleichzeitig ist Unilever im Markt für Körperpflegeprodukte führend. Diese Position wurde insbesondere im Premiumsegment durch Akquisitionen weiter ausgebaut.

Nach einer positiven Marktreaktion auf die starken Halbjahreszahlen verzeichnete die Aktie im August einen Rückschlag, der durch die Ängste der Investoren über die abnehmende Wachstumsdynamik in den Schwellenländern getrieben war. Wir rechnen damit, dass die schwachen Rohstoffpreise weiterhin einen positiven Einfluss auf die Margen haben werden, und werten den hohen Umsatzanteil in den Schwellenländern mittelfristig als klares Plus. Die heutige Bewertung von Unilever präsentiert sich im historischen Vergleich sowie gegenüber der Konkurrenz als vorteilhaft. Ausserdem zeichnet sich Unilever durch stabile Cashflows und konstantes Wachstum in den Dividendenausschüttungen aus. Die aktuelle Dividendenrendite beträgt 3.3 Prozent.

### Einordnung in unser Anlageuniversum



Die Zähringer Anlagemethode teilt die Anlagen in vier Risikoklassen ein. Zu den Nominalwerten gehören die Risikoklasse 1 (Liquidität) und die Risikoklasse 2 (tiefes Risiko), die vor allem verzinsliche Anlagen beinhaltet. Realwerte sind den Risikoklassen 3 (mittleres Risiko) und 4 (hohes Risiko) zugeordnet.

**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 vierteljährlich erscheinenden Publikation. Vorliegender Inhalt dient lediglich Informationszwecken. Die Publikation enthält weder Rechts- noch Anlageberatung oder Anlageempfehlungen und stellt auch kein Angebot beziehungsweise keine Aufforderung zur Tätigung einer Anlage dar. Bitte kontaktieren Sie Ihren Kundenberater für weitere Informationen.