



ZÄHRINGER PRIVATBANK  
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

## Nachhaltiges Gleichgewicht?

In diesem Zähringer Brief befassen wir uns mit dem Preismechanismus, der eine effiziente Ressourcenallokation beim Umgang mit Knappheit sicherstellt. Leider funktioniert dies nicht überall so. Liegen negative «externe Effekte» vor, wird ein optimales Gleichgewicht verfehlt. Weil Kosten für die Allgemeinheit anfallen, die nicht der verursachenden Partei angelastet werden, resultiert eine Übernutzung. Dies ist beispielsweise bei klimaschädlichen CO<sub>2</sub>-Emissionen der Fall. Bei der Bewältigung dieser Herausforderung ist aus ökonomischer Sicht die Internalisierung dieser Kosten der erfolgversprechendste Ansatz. Obwohl es inzwischen zahlreiche regionale Handelssysteme für Emissionsrechte gibt, steht die fehlende globale Koordination der nötigen Effektivität im Weg. Eine solche Verteuerung der Lebenshaltungskosten trifft sozial schwächere überproportional. Verständlicherweise hält sich das Interesse der Schwellenländer an solchen Lösungen deshalb in Grenzen. Realistischerweise darf hier kein grosser Wurf erwartet werden. Kleine Schritte unter Einbezug marktbasierter Lösungen erscheinen uns im Vergleich zu Verboten und Bürokratie dennoch der zu bevorzugende Weg. Dieser Weg bleibt jedoch steinig und ist eine riesige wirtschafts- und gesellschaftspolitische Herausforderung.

Martin Schenk  
Vorsitzender der Geschäftsleitung

## IRRATIONALE PREISBILDUNG?

Ein schwelender Arbeitskonflikt in Australien sorgt derzeit für neuerliche Anspannung im Markt für Erdgas in Europa. Arbeiter einer Exportanlage für Flüssiggas (LNG), die rund 7 Prozent des globalen Angebots bereitstellt, legten teilweise ihre Arbeit nieder und verlangen unter Androhung einer Ausdehnung des Streiks mehr Lohn und bessere Jobsicherheit. Obwohl australisches Flüssiggas in erster Linie für den asiatischen Markt bestimmt ist, droht ein möglicher Produktionsausfall das globale Angebot zu verknapfen. Dies schlägt sich unmittelbar auch in den europäischen Preisen nieder, die mit hoher Volatilität auf Nachrichten zur weiteren Entwicklung der Situation reagieren. Die heftigen Bewegungen zeigen, wie gross die Nervosität nach wie vor ist. Insgesamt signalisieren die Preise an den Energiemärkten dennoch eine deutlich weniger angespannte Versorgungssituation als vor einem Jahr. Die europäischen Gasspeicher sind zwei Monate früher als geplant zu über 90 Prozent gefüllt. Die nordischen Wasserbestände stiegen über den Fünfjahresdurchschnitt und in der Schweiz halten die Stauseen aktuell für die Jahreszeit übliche Wasservorräte. Ausserdem liegt die Stromproduktion der französischen Atomkraftwerke inzwischen über 50 Prozent über dem Vorjahr, als unüblich viele Reaktoren gewartet werden mussten.

Die günstigere Ausgangslage widerspiegelt sich in deutlich tieferen Grosshandelspreisen für Gas und Strom im Vergleich zu den Höchstständen vor einem Jahr.



### Preise übernehmen wichtige Funktion

Preise erfüllen in einer Marktwirtschaft eine zentrale Rolle. Sie informieren über die relative Knappheit von Gütern und Dienstleistungen. Ein Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage entsteht, weil Preise für Käufer und Verkäufer Anreize setzen. Steigende Preise signalisieren Knappheit, ermutigen zu Investitionen und fördern eine Ausweitung des Angebots. Gleichzeitig motivieren sie zum Sparen und zur Suche nach Alternativen. Dies führt nicht nur zu einer Verringerung der Nachfrage, sondern fördert auch Innovation. Die dezentrale Koordinationsfunktion der Preise erlaubt eine effiziente Ressourcenverteilung.

Das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage zeigt sich exemplarisch an den Rohstoffmärkten. Es handelt sich um standardisierte Rohwaren, die in der Wirtschaft verwendet werden, um daraus Güter oder Dienstleistungen herzustellen. Rohstoffpreise bewegen sich oft sehr zyklisch. Während die Nachfrage mit dem Gang der Weltwirtschaft variiert, kann das Angebot nicht von heute auf morgen angepasst werden. Investitionen in Förderkapazitäten brauchen Zeit.

Dank der Standardisierung der Kontrakte sind hochentwickelte Märkte möglich. Transaktionen können nicht nur für die sofortige Lieferung (Kassamarkt), sondern auch zum Tausch in der Zukunft (Terminmarkt) abgeschlossen werden. Dies ermöglicht Produzenten und Konsumenten die Bewirtschaftung ihrer Preisrisiken. Daneben sind an den Terminmärkten Händler aktiv, die auf Preisbewegungen spekulieren und dadurch zusätzliche Liquidität bereitstellen. Das Preissignal gewinnt durch den Terminmarkt an Tiefe. Neben dem Kassapreis des Gutes für unmittelbare Lieferung wird auch eine Terminpreiskurve ersichtlich. Die Form dieser Preiskurve ist je nach Rohstoff unterschiedlich und wird von zahlreichen Faktoren beeinflusst. Neben den Produktionskosten sind auch Lagerhaltungs- und Transportkosten sowie saisonale Angebots- und Nachfragemuster von Bedeutung.

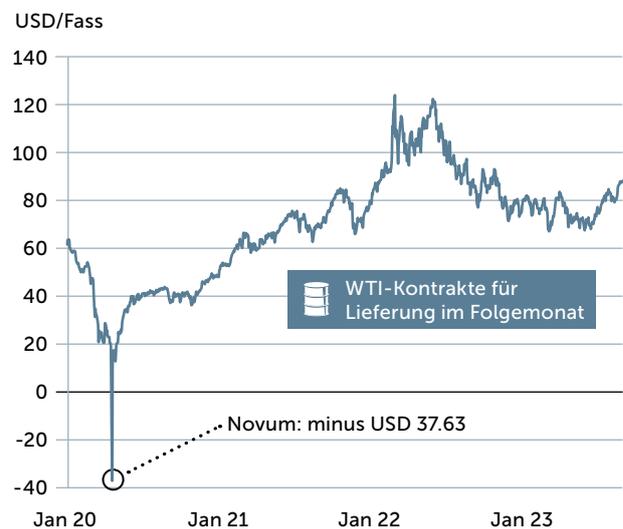
### Temporär aus dem Gleichgewicht

In den letzten drei Jahren musste die Weltwirtschaft mit der Pandemie und der russischen Invasion in die Ukraine gleich zwei exogene Schocks absorbieren. Extreme Preissignale an den Energiemärkten widerspiegelten die Heftigkeit dieser Schocks in aller Deutlichkeit.

Im Frühjahr 2020 brach die globale Nachfrage nach Erdöl mit den Lockdowns zur Eindämmung der Pandemie

unvermittelt drastisch ein. Mit dem deutlichen Angebotsüberhang begannen sich die Lagerkapazitäten rund um den Globus zu füllen, denn auch die Nachfrage nach raffinierten Produkten lag darnieder. So auch in Cushing, Oklahoma, dem wichtigen Pipelineknotenpunkt und Lieferort der West-Texas-Intermediate (WTI) -Terminkontrakte. Diese Konstellation führte zu einem Novum im Erdölmarkt. Am 20. April, dem letzten Handelstag der Kontrakte, die zur physischen Lieferung im Mai verpflichteten, sank der Preis deutlich unter null und schloss bei minus USD 37.63. Etliche Käufer waren mit anderen Worten bereit, einen erheblichen Preis dafür zu bezahlen, das Erdöl nicht entgegennehmen zu müssen.

### April 2020: Negative Ölpreise



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung (Stand: 12.09.23)

Nur zwei Jahre danach kippte die Waage in die gegenteilige Richtung. Der Krieg in der Ukraine trieb die Preise sämtlicher Energieträger in die Höhe. Der Erdölpreis kletterte deutlich über 100 USD pro Fass. Weit drastischer spitzte sich die Situation aber auf dem europäischen Erdgasmarkt zu. Da Russland die Gasversorgung bereits im 2021 drosselte und den Hahn nach dem Überfall allmählich immer weiter zudrehte, explodierten die Preise und erreichten Ende August 2022 am Kassamarkt ihren Höhepunkt. Zu jener Zeit kostete eine Megawattstunde Erdgas mehr als EUR 300. Das entspricht rund dem Zehnfachen des heutigen Preises.

Diese Entwicklung führte zu dramatischen Rückkopplungen in den Strommarkt. Weil Strom nicht im grossen Stil gespeichert werden kann, muss das Angebot

laufend auf die Nachfrage abgestimmt werden. Der Grosshandelspreis für Elektrizität am Kassamarkt richtet sich dabei nach den Grenzkosten des teuersten in Betrieb befindlichen Kraftwerks. Die Produktionskosten sind in der Regel am tiefsten für Solar- und Windkraft, gefolgt von Wasser- und Atomkraft. Bei Kohle- und Gaskraftwerken hängt die weitere Reihenfolge von den Rohstoffpreisen und der Effizienz ab. Zum Ausgleich von Nachfragespitzen sind in Europa flexible Gaskraftwerke nach wie vor essentiell. Die nebenstehende Grafik zeigt den dominanten Einfluss des Gaspreises auf den Strompreis.

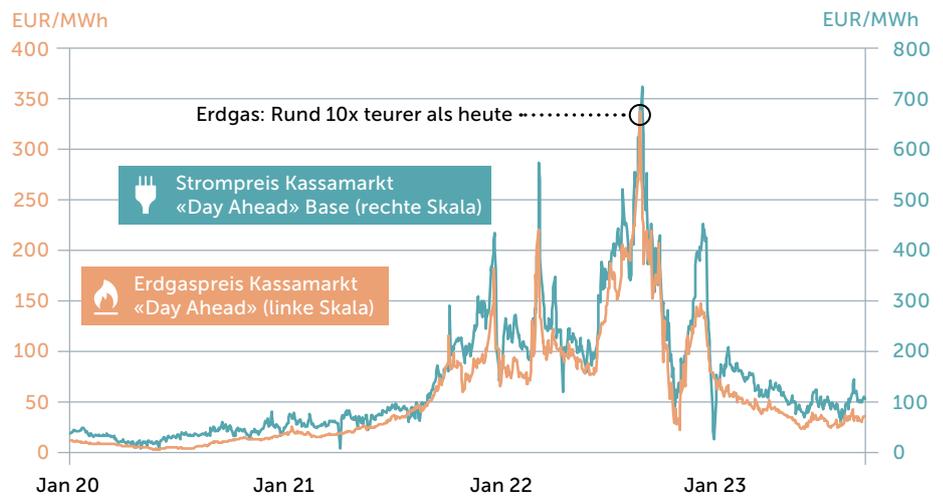
Endverbraucher sind dieser Preisvolatilität nicht in vollem Ausmass ausgeliefert. Niemand bekam während der Pandemie an der Tankstelle Geld ausbezahlt. Benzin ist mit erheblichen Steuern und Abgaben belegt. Auch bei der Elektrizität handelt es sich um stark administrierte Preise. Das gilt in der Schweiz mehr noch als im europäischen Ausland. Die Preise für Privathaushalte werden bloss einmal jährlich angepasst und steigen nun mit Verzögerung um durchschnittlich weitere 18 Prozent an.

Dennoch reflektieren die Preissignale an den Märkten die ökonomische Realität. Sie lässt sich nicht dauerhaft unter dem Deckel halten. Der Preisschock hat in Europa, als Quittung für die einseitige Abhängigkeit von russischem Gas, erhebliche wirtschaftliche Schäden verursacht. Die Preissignale verfehlten aber ihre Wirkung nicht. Marktteilnehmer reagierten auf die Anreize und passten sich an. Die Nachfrage nach Gas ging deutlich zurück. Haushalte haben Energie gespart, Produktionsprozesse wurden temporär eingestellt oder sogar permanent verlagert. Parallel dazu wurde in ganz Europa in LNG-Terminals investiert, um neue Wege für Energie-lieferungen zu erschliessen. Das Preissignal zwang zu schmerzhaften Anpassungen, die es erlauben, einem neuen Gleichgewicht – wenn auch noch einem fragilen – näherzukommen.

### Schlussfolgerungen

Solche Störungen rufen in Erinnerung, wie elementar die Versorgung der Wirtschaft mit Energie und Rohstoffen ist. Sie zeigen auch, dass die Preisbildung und das

### August 2022: Preisspitze bei Erdgas und Strom



Quelle: energiedashboard.admin.ch, eigene Darstellung (Stand: 12.09.23)

Zusammenspiel von Termin- und Kassamärkten komplex sind und die Preise sehr sensibel reagieren können. Die Rohstoffmärkte sind für die Analyse der Rahmenbedingungen an den Kapitalmärkten relevant. Direkte Engagements in Terminkontrakten auf spezifische Zeitpunkte spielen in unserer Vermögensverwaltung aber keine Rolle, weil es dadurch keine systematische Risikoprämie zu verdienen gibt. Wir fokussieren uns auf langfristige Investitionen in Aktien und Obligationen. Deren Preise unterliegen ebenfalls Wertschwankungen, die mit der Stimmung an den Märkten gelegentlich über- oder unterschossen können. Mit einem disziplinierten Fokus auf die langfristige Anlagestrategie verlieren diese kurzfristigen Schwankungen an Relevanz.

Extreme Preisvolatilität birgt immer auch die Gefahr finanzieller Unfälle. Das war auch im vergangenen Jahr so, als Deutschland den Gasimporteur Uniper verstaatlichen musste. Obwohl diese Konstellation einzigartig war, gilt im Allgemeinen: je höher der Einsatz von Fremdkapital (Leverage), desto grösser die Fragilität in Bezug auf solche Schocks. Auf der anderen Seite vermitteln Preise wertvolle Informationen und fördern graduelle Anpassungsprozesse. Die meisten Versuche, in einem unsicheren Umfeld durch Preisfixierungen Stabilität zu suggerieren, wo es keine gibt, enden mit einem Knall. Gescheiterte Wechselkursfixierungen sind ein Beispiel dafür. Im Umgang mit ökonomischer Unsicherheit bleibt für uns eine diversifizierte Beteiligung an der realen Wertschöpfung erstklassiger Unternehmen, die ihre Anpassungsfähigkeit immer wieder aufs Neue unter Beweis stellen, der Königsweg.

# AKTUALITÄT: SANDOZ-SPIN-OFF

Mit Novartis rückt diesen Herbst eines der drei Schwergewichte am Schweizer Aktienmarkt in den Fokus der Anlegerinnen und Anleger. Im Juli gab das Pharmaunternehmen den Plan bekannt, Sandoz voraussichtlich am 4. Oktober als eigenständiges Unternehmen an die Börse zu bringen. Die Abspaltung des Generika- und Biosimilars-Geschäftsbereichs wird via Spin-off durchgeführt. Mit der «Ausgründung» bündelt Novartis das Wissen und die Mitarbeitenden dieses Geschäftsbereichs in einem eigenständigen Unternehmen und fokussiert sich zukünftig auf innovative Arzneimittel in den fünf zentralen Therapiebereichen Herz-Kreislauf-Erkrankungen, Immunologie und Dermatologie, Atemwegserkrankungen, Neurologie sowie Onkologie.

## Von Chemie zu Generika

Unter dem Namen Sandoz wurde bereits 1886 in Basel ein Chemieunternehmen gegründet, das im Laufe der Zeit unter anderem für die grossindustrielle Produktion von Antibiotika bekannt wurde. Die heutige Novartis entstand 1996 aus dem Zusammenschluss von Sandoz und Ciba-Geigy.

Die beiden damals sehr bekannten Schweizer Markennamen verschwanden im Zuge der Fusion. Ab den frühen Nullerjahren wurde unter dem Dachnamen «Sandoz» der Bereich für patentfreie Medikamentengeschäfte (Generika, Biosimilars) bei Novartis neu aufgebaut. Mit diversen Zukäufen wie beispielsweise des deutschen Marktführers Hexal wurde die Marktposition laufend ausgebaut. Der Geschäftsbereich «Sandoz» verzeichnete mit weltweit ersten Biosimilars und Blockbuster-Generika Erfolge. Heute liegt der Umsatz von Sandoz bei etwa CHF 9 Mrd., wobei die Generikasparte rund 80 Prozent dazu beisteuert. Der Bereich Biosimilars (Nachahmerpräparate von Biopharmazeutika) ist stark wachsend. Die wichtigsten Märkte sind Europa (rund 50 Prozent) sowie Nordamerika (rund 27 Prozent).

## Erfolgreiche Abspaltungen

Die Geschichte zeigt, dass sich Unternehmen nach einer gelungenen Abspaltung aufgrund der klaren Fokussierung der Geschäftsmodelle die Chance bietet, den Wert beider Unternehmen steigern zu können, und die Summe

der «Einzelteile» oft mehr Wert aufweist als das ehemalige Ganze. Erfolgreiche Beispiele hierfür sind die Abspaltung der Riechstoffsparte Givaudan von Roche, die separate Kotierung des Turboladergeschäfts Accelleron aus ABB sowie der Agrartechnologiekonzern Syngenta, der aus den Agrochemiesparten von Novartis und AstraZeneca entstand. Die Abspaltung der auf Augenheilkunde spezialisierten Alcon, ebenfalls aus Novartis, ist ein weiteres Beispiel. Durch Spin-offs entstehen eigenständige, auf ihre Kerntätigkeit fokussierte Unternehmen. Als Vermögensverwalter begrüssen wir das wachsende Angebot an unabhängigen Einheiten und nutzen die Möglichkeit, die Diversifikation auf Portfolioebene steuern zu können.

## Heute noch unklarer Wert von Sandoz

Pro fünf Aktien Novartis wird am 4. Oktober eine Sandoz-Aktie eingebucht. Der Kurs von Novartis wird mit der Ausgliederung ceteris paribus fallen, wobei der Wertverlust durch die neue Sandozposition kompensiert wird. Wie der Markt die beiden unabhängigen Teile genau bewertet, wird erst nach der Abspaltung ersichtlich sein. Wie schwierig sich die Schätzung des Werts der Unternehmensteile im Vorfeld gestaltet, zeigte der Spin-off von Alcon. Der damalige Referenzpreis der Analysten lag deutlich tiefer als die Erstnotierung der Aktie.

Die demografische Entwicklung und die zunehmende Marktakzeptanz von Generika verleihen Sandoz Rückenwind und versprechen wachsende Umsätze. Gleichzeitig ist der globale Preisdruck in diesem Segment des Medikamentenmarkts enorm und lässt nur sehr niedrige Margen zu. Bei einer genügend tiefen Bewertung und attraktiven Ausschüttungen kann allerdings auch ein eher langweiliges Geschäftsmodell eine interessante Anlage darstellen. Wir werden erst nach der Transaktion aufgrund der Bewertung entscheiden, ob wir das Aktienengagement in Sandoz in den Portfolios unserer Kundinnen und Kunden ausbauen oder wir uns davon trennen werden.

Der klassische Grundwert Novartis hingegen gehört als Schwergewicht des Swiss Market Index aus unserer Sicht auch nach dem Spin-off in ein Vermögensverwaltungsmandat. Die solide Finanzierung sowie die stetigen Cashflows, gepaart mit extensiven Investitionen in Forschung und Entwicklung und der entsprechend gut gefüllten Produktpipeline, versprechen auch künftig weiteres Wachstum.

**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.