



ZÄHRINGER PRIVATBANK
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMÄSSE LÖSUNGEN

Leben mit Unsicherheiten

Die Herausforderungen unserer Zeit sind zugegebenermassen zahlreich: Kriege, Aufrüstung, Recht des Stärkeren, Verlust der regelbasierten Weltordnung, geopolitische Verwerfungen, Demografie, Klimawandel und viele mehr. Die Reflexion dieser Aufzählung erzeugt Schwere und verleitet zu Pessimismus.

Eine Lagebeurteilung mit Blick in die Vergangenheit legt jedoch eine nüchternere Betrachtung nahe. Pro-Kopf-Einkommen, Lebenserwartung, Alphabetisierung – all diese Indikatoren verbessern sich weltweit für mehr Menschen als je zuvor. Ausserdem versprechen weitere Technologiesprünge Produktivitätsgewinne, die heute kaum absehbar sind.

Für Anlegerinnen und Anleger stellt sich die Frage: Wie positioniert man strategisch sein Vermögen in einem Umfeld, das gleichzeitig strukturelle Risiken und enorme Chancen birgt? Hochverschuldete Staaten und politische Polarisierung auf der einen Seite – resiliente Unternehmen mit globalem Wachstumspotenzial auf der anderen.

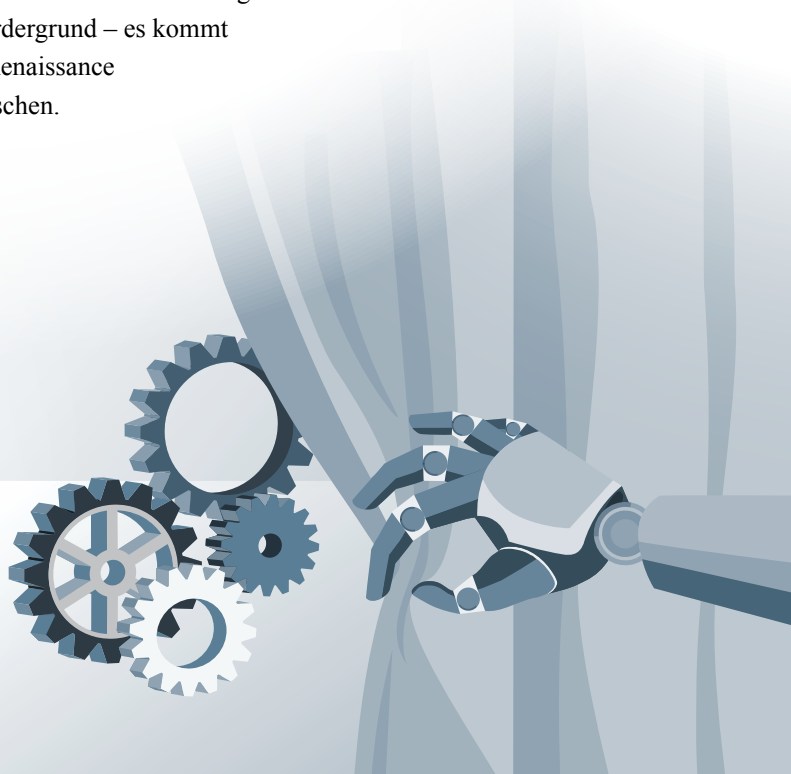
Unsere Antwort lautet mit Überzeugung: breit gestreute Beteiligungen an starken Unternehmen, geduldig über Zyklen hinweg direkt gehalten, ergänzt durch weitere Realwerte wie Immobilien und Gold. Anlageerfolg entsteht nicht durch das Umgehen von Unsicherheiten oder das Vermeiden von Volatilität, sondern durch das Aushalten derselben.

Martin Schenk
Vorsitzender der Geschäftsleitung

RENAISSANCE DES PHYSISCHEN

Die digitale Revolution hat in den letzten Jahren durch die rasanten Fortschritte der künstlichen Intelligenz (KI) eine neue Dynamik erhalten. Die jüngste Entwicklungsstufe wird häufig mit dem Begriff der «agentischen» KI beschrieben. Während frühere Werkzeuge primär auf einzelne Abfragen und präzise Anweisungen reagierten, ist agentische KI darauf ausgelegt, komplexe Aufgaben eigenständig zu planen und über mehrere Schritte hinweg auszuführen. Sie kann nicht nur Informationen beschaffen, sondern auch Softwaretools einsetzen, Zwischenergebnisse beurteilen und ihre Vorgehensweise laufend anpassen. Damit verschiebt sich der Einsatzbereich von punktueller Unterstützung hin zur vollständigen Übernahme ganzer Arbeitsprozesse. Sollte sich agentische KI durchsetzen, hätte dies weitreichende wirtschaftliche Konsequenzen. Zahlreiche digitale Prozesse und Dienstleistungen liessen sich damit zu einem Bruchteil der heutigen Kosten automatisieren.

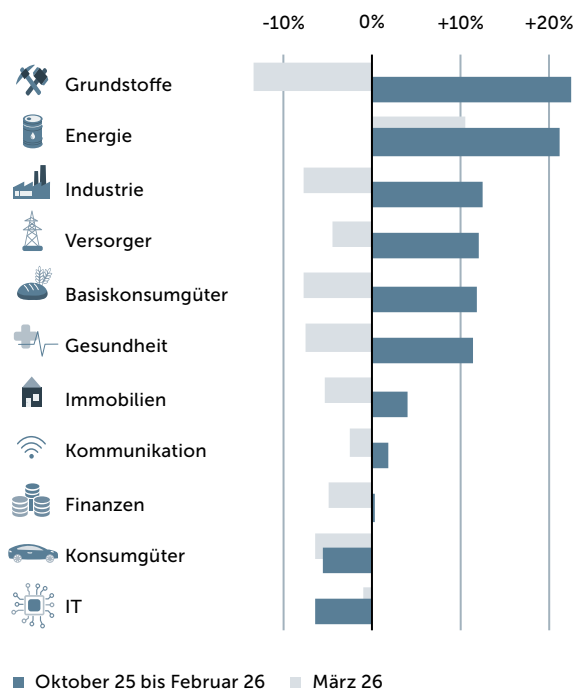
Während die Möglichkeiten in der digitalen Welt scheinbar grenzenlos wachsen, bleibt die physische Welt von Knappheit geprägt. Rechenleistung benötigt Energie, Datenverarbeitung braucht Kühlung und selbst die fortschrittlichsten Algorithmen sind letztlich auf Halbleiter, industrielle Anlagen und eine funktionierende Infrastruktur angewiesen. In einer Phase des rasanten digitalen Fortschritts rücken dadurch die materiellen Grundlagen der Wirtschaft wieder stärker in den Vordergrund – es kommt zu einer Renaissance des Physischen.



Führungswechsel an den Aktienmärkten

Vor der militärischen Auseinandersetzung in der Golf-region war an den Finanzmärkten ein bemerkenswerter Stimmungsumschwung zu beobachten. Die untenstehende Grafik zeigt die Entwicklung der globalen Aktienbranchen für die Periode Oktober 2025 bis Februar 2026 sowie seit dem Ausbruch des Krieges im März 2026.

Entwicklung der globalen Aktienbranchen



Quelle: Bloomberg, in CHF, Stand 20.03.26

Nach einer langen Phase, in der vor allem wenig kapitalintensive, digitale Geschäftsmodelle die Börsenentwicklung dominiert hatten, haben seit letztem Herbst zunehmend Branchen aus der materiellen Wirtschaft die Führungsrolle übernommen. Unternehmen aus den Bereichen Rohstoffe, Energie, Infrastruktur oder Industrie entwickelten sich deutlich besser als die bislang dominierenden Sektoren der digitalen Welt, insbesondere Technologie- und Kommunikationsunternehmen. Diese Entwicklung widerspiegelt Bedenken der Anlegerinnen und Anleger auf zwei unterschiedlichen Ebenen.

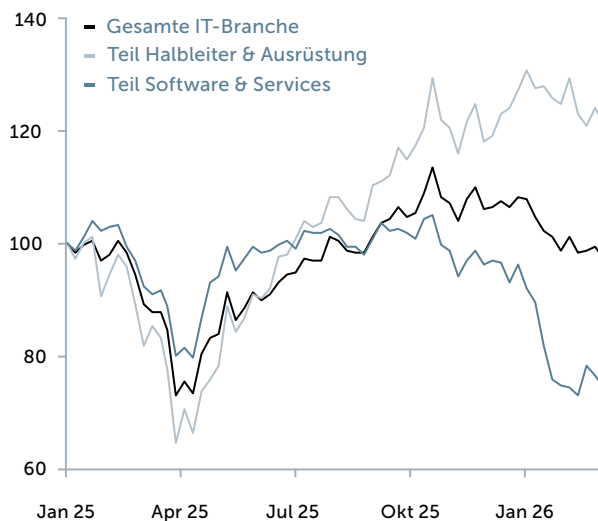
Auf die erste Ebene der Blasengefahr im Zusammenhang mit dem ausserordentlichen Investitionszyklus rund um die KI-Infrastruktur sind wir bereits im letzten Zähringer Brief ausführlich eingegangen. Die Geschäftsmodelle der Tech-Giganten, die lange als besonders kapitalarm galten, verändern sich derzeit grundlegend. Gleichzeitig wachsen die Zweifel, ob sich die enormen Investitionen langfristig in ausreichendem Masse rechnen werden. Wertvernichtende Überinvestitionen gehören

bekanntlich zu den wiederkehrenden Begleiterscheinungen technologischer Investitionszyklen.

Parallel dazu haben auf der zweiten Ebene die Fortschritte in Richtung agentischer KI zu einem markanten Anstieg von Disruptionsängsten geführt. Wenn sich die Rahmenbedingungen und die Kosten für die Produktion von digitalen Dienstleistungen – insbesondere die Softwareentwicklung – grundlegend verändern, stellt sich automatisch die Frage, welche bestehenden Geschäftsmodelle dadurch unter Druck geraten oder gar komplett verdrängt werden könnten. Die hochrentablen und skalierbaren Softwareunternehmen wurden als Erstes einer Neubewertung unterzogen.

Die untenstehende Abbildung zeigt die indizierte Wertentwicklung des gesamten IT-Sektors und jene seiner Teilbereiche Software & Services sowie Halbleiter & Ausrüstung. Seit Oktober 2025 ist eine stark divergierende Entwicklung erkennbar. Während der physische Teil der Branche weiter zulegen konnte, stand der virtuelle Teil unter erheblichem Abgabedruck. Im ersten Quartal 2026 lösten dann neue Werkzeuge zur automatisierten Softwareentwicklung schubweise Disruptionsängste auch bei Finanzinstituten, der Logistikbranche und bei Unternehmen der Cybersecurity aus.

IT-Branche: Markante Gabelung



Quelle: Bloomberg, indiziert in CHF, Stand 20.03.26

Insgesamt ergibt sich daraus eine doppelte Wirkung, die an den Finanzmärkten die physische Welt wieder stärker in den Fokus rückt: Während der Aufbau der KI-Infrastruktur enorme Investitionen in physische Anlagen erfordert und konkrete Nachfrage auslöst, scheinen gleichzeitig viele Unternehmen mit materieller Produktionsbasis weniger anfällig für technologische Disruption zu sein.

Schöpferische Zerstörung

Der österreichische Ökonom Joseph Schumpeter beschrieb bereits zu Beginn des letzten Jahrhunderts, wie technologische Innovationen bestehende Wirtschaftsstrukturen verändern und gleichzeitig Potenzial für neue Wertschöpfung schaffen. Er prägte dafür den Begriff der «schöpferischen Zerstörung». Ein klassisches Beispiel dafür ist der Computer, der einerseits die Schreibmaschine obsolet machte, aber andererseits auch den Grundstein für neue Industriezweige wie die Softwareentwicklung oder den IT-Support legte.

Es steht ausser Frage, dass die Entwicklung der künstlichen Intelligenz in den kommenden Jahren erhebliche Kräfte der schöpferischen Zerstörung freisetzen wird. Auf makroökonomischer Ebene sind die Erwartungen gross. Fortschritte bei der Automatisierung, Datenverarbeitung und Entscheidungsunterstützung versprechen Produktivitätsgewinne, die das Wachstumspotenzial vieler Volkswirtschaften langfristig erhöhen könnten. Offen bleibt, ob der historisch meist positive Zusammenhang zwischen technologischer Innovation und Beschäftigungsentwicklung auch im KI-Zeitalter Bestand hat. Wirtschaftsgeschichtlich hat technologischer Fortschritt zwar immer wieder einzelne Tätigkeiten verdrängt, zugleich aber neue Produkte, Dienstleistungen und ganze Industrien hervorgebracht, die zusätzliche Nachfrage nach Arbeit geschaffen haben.

Auf Unternehmensebene wirkt die schöpferische Zerstörung vor allem über veränderte Kostenstrukturen, Margen und Wettbewerbspositionen. Neue Technologien ermöglichen effizientere Produktions- und Dienstleistungsprozesse, senken Markteintrittsbarrieren und schaffen Raum für neue Geschäftsmodelle. Technologischer Wandel führt deshalb oft zu Phasen erhöhter Wettbewerbsdynamik. Allerdings bedeutet technologischer Wandel nicht zwingend die Ablösung bestehender Marktführer. Etablierte Unternehmen verfügen oft über die nötigen Ressourcen und Wettbewerbsvorteile, die ihnen eine erfolgreiche Anpassung ermöglichen. Kapitalstärke, gewachsene Kundenbeziehungen, Markenvertrauen sowie der Zugang zu Daten und Infrastruktur erleichtern es ihnen häufig, neue Technologien erfolgreich zu integrieren. In vielen Fällen gelingt es ihnen sogar, technologische Innovationen zu ihrem Vorteil zu nutzen und ihre Marktposition weiter auszubauen.

Implikationen für die Vermögensanlage

Für Anlegerinnen und Anleger kommt eine weitere Dimension hinzu. Finanzmärkte versuchen, wirtschaftliche Veränderungen frühzeitig zu antizipieren. Erwartungen

bezüglich möglicher Gewinner und Verlierer werden unmittelbar in den Bewertungen der Aktien eingepreist. Weil die KI-Transformation eher noch mehr Unsicherheit mit sich bringt als frühere Technologieumbrüche, spielen Narrative dabei eine wichtige Rolle. Einschätzungen über das disruptive Potenzial neuer Technologien können sich rasch verändern und damit auch zu deutlichen Verschiebungen zwischen Branchen und Geschäftsmodellen führen.

Ein Beispiel dafür lieferte im vergangenen Jahr die Diskussion rund um die Auswirkungen generativer KI auf das Suchgeschäft der Google-Muttergesellschaft Alphabet. Zeitweise wurde das Unternehmen als möglicher Verlierer dieser Entwicklung wahrgenommen. Mit zunehmender Klarheit über die eigene technologische Position verschob sich die Einschätzung jedoch wieder, als deutlich wurde, dass Alphabet selbst zu den zentralen Akteuren im KI-Ökosystem gehört. Für langfristige orientierte Anlegerinnen und Anleger können sich mitunter auch attraktive Einstiegsmöglichkeiten ergeben, wenn ganze Branchen aufgrund von Disruptionsängsten undifferenziert unter Druck geraten.

Die aktuellen Entwicklungen unterstreichen zudem die Bedeutung der Handelbarkeit der Anlagen. Wenn sich Marktmeinungen und technologische Erwartungen rasch verändern, schützt die Liquidität zwar nicht vor Schwankungen, bietet aber immerhin die nötige Flexibilität, Portfolios an veränderte Rahmenbedingungen anpassen zu können. Das Gegenstück dazu zeigt sich derzeit an den privaten Kreditmärkten, die nach dem starken Wachstum der letzten Jahre jüngst einige deutliche Warnsignale aussandten. Aufgrund des angeschlagenen Vertrauens sehen sich etliche Vehikel mit Rücknahmen konfrontiert, die das vorgesehene Maximum übersteigen und deshalb bis auf Weiteres geschlossen bleiben.

Der wichtigste Grundsatz der Vermögensverwaltung bleibt aber auch in Phasen tiefgreifender technologischer Veränderungen die Diversifikation. Eine breite Risikostreuung über Branchen hinweg hilft, einseitige Abhängigkeiten zu vermeiden. Auch in einer zunehmend digitalen Wirtschaft bleiben reale Produktionskapazitäten, Infrastruktur und Rohstoffe zentrale Grundlagen wirtschaftlicher Wertschöpfung. Die Renaissance des Physischen erinnert damit auch daran, dass ökonomischer Fortschritt selten eindimensional verläuft und dass gerade eine ausgewogene Mischung aus digitaler Innovation und materieller Wertschöpfung die Grundlage eines robusten Portfolios bildet.

PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

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

RELX

RELX, früher bekannt als Reed Elsevier, ist ein ehemaliges Verlagshaus, das sich erfolgreich zu einer weltweit führenden Anbieterin von datenbasierten Analyse- und Entscheidungslösungen gewandelt hat und Kunden wie Banken, Versicherungen, Anwaltskanzleien und Pharmaunternehmen bedient. Das Unternehmen gliedert sich in vier Geschäftsbereiche: wissenschaftliche, technische und medizinische Fachinformationen; Rechtswesen; Risikomanagement sowie Fachmessen und Veranstaltungen.

Die Ertragsstruktur von RELX zeichnet sich durch eine hohe Stabilität und Vorhersehbarkeit aus. Rund 55% der Einnahmen stammen zudem aus wiederkehrenden Abonnements, während der verbleibende Teil auf langfristigen Verträgen beruht, was für stetige Erträge sorgt. Da die Dienstleistungen von RELX bei den meisten Kunden weniger als ein Prozent ihrer Gesamtkosten ausmachen, gleichzeitig aber tief in deren

tägliche Arbeitsabläufe eingebettet sind, verfügt das Unternehmen über eine ausgeprägte Preissetzungsmacht und eine bemerkenswert hohe Kundentreue.

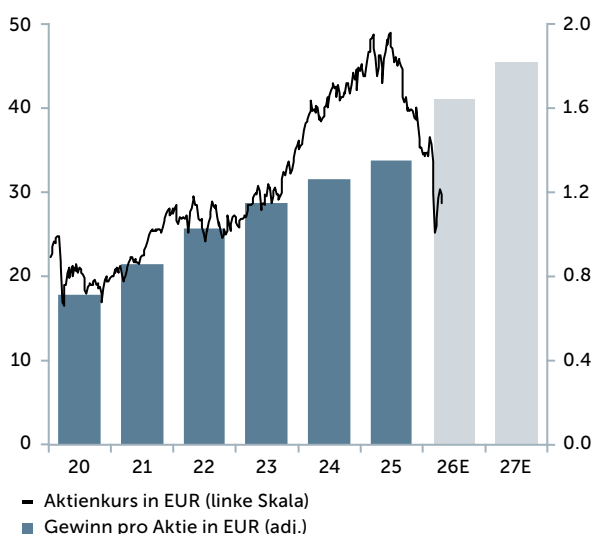
Der jüngste Kursrückgang ist in erster Linie auf KI-Disruptionsängste zurückzuführen. Mit den proprietären, über Jahrzehnte aufgebauten Datenbeständen verfügt RELX über eine verifizierte und menschengeschaffene Wissensbasis: eine zunehmend knappe Ressource in einer von Informationsüberfluss und Desinformation geprägten Welt. Die hohe Kundenbindung, die stetigen Erträge und die regelmässigen Aktienrückkäufe machen RELX zu einer interessanten Ergänzung für ein langfristig ausgerichtetes Anlageportfolio.

Henkel

Henkel ist ein klassisches Traditionsunternehmen aus dem produzierenden Sektor. Das deutsche Unternehmen erfand vor über 100 Jahren das Waschmittel Persil und zählt heute zu den globalen Marktführern für Kleb- sowie Dichtestoffe und zu den bedeutenden Anbietern von Konsumgütermarken für die Bereiche Haushalts-, Wasch- und Körperpflege (u.a. Schwarzkopf, Somat). Die beiden Segmente Klebstofftechnologie und Konsumgütermarken tragen jeweils rund die Hälfte zum Umsatz bei. Während die Klebstoffsparte anspruchsvolle Industrien wie Elektronik und Medizintechnik bedient, umfasst das Portfolio auch Alltagsprodukte wie Pritt. Das Wachstumspotenzial im Konsumgütermarkt wird durch regelmässige, gezielte Zukäufe gestärkt. Regional ist Henkel breit aufgestellt: Europa steht für 37% des Umsatzes, Nordamerika für 28% und Asien-Pazifik für 16%. Ergänzt wird das Profil durch ein klares Bekenntnis zur Forschung und Nachhaltigkeit.

Uns gefällt die geografisch breit diversifizierte Umsatzbasis, die das Unternehmen gegenüber regionalen Konjunkturschwankungen widerstandsfähiger macht. Zudem positioniert sich Henkels Klebstoffsparte gezielt entlang struktureller Wachstumstrends wie Elektromobilität und Elektronik. Hinzu kommt eine laufende Portfoliobereinigung, die ab 2026 messbare Margenverbesserungen erwarten lässt. Der stabile Ankeraktionär mit über 60% der Stimmrechte in Familienbesitz schafft die Voraussetzung für eine langfristig ausgerichtete Unternehmensführung.

Aktienkurs und Gewinnentwicklung



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung, Stand 20.03.26

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.