



ZÄHRINGER PRIVATBANK
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

WIRTSCHAFT ALS TREIBENDE KRAFT

Ungebrochenes Vertrauen in wertschöpfende Unternehmen

Wir leben in einer Zeit grosser Spannungen, in der sich die Grosswetterlage rasch verändern kann. Viele Menschen sind verunsichert und sehnen sich nach einfachen Antworten. Die zunehmende Polarisierung verhindert auf politischer Ebene derzeit tragfähige Kompromisse und steht Lösungen im Weg. Das Vertrauen in die Politik leidet, in einigen Nachbarländern herrscht politischer Stillstand.

Zum Glück erleben wir auf der Ebene der Unternehmen keinen solchen Stillstand. Unsere Wirtschaft funktioniert wie ein präzises Uhrwerk. Unzählige grosse und kleine Unternehmen greifen wie Zahnräder ineinander, treiben sich gegenseitig an, überwinden Widerstände und halten die Wirtschaft am Laufen. Die tägliche Wertschöpfung der vielen Mitarbeitenden ermöglicht eine auf aktuelle Bedürfnisse ausgerichtete Produktion von Gütern und Dienstleistungen. Innovation und Erfindergeist sind die Schlüssel zur Bewältigung der Herausforderungen unserer Zeit, während Agilität und Anpassungsfähigkeit den Erfolg im Wettbewerb sichern.

Unser Vertrauen in wertschöpfende Unternehmen bleibt ungebrochen – denn sie sind es, die Stabilität schaffen, Fortschritt ermöglichen und eine tragende Säule unserer Gesellschaft bilden.

Martin Schenk
Vorsitzender der Geschäftsleitung

Die geldpolitische Vollbremsung zur Eindämmung der Inflation ist erfolgreicher verlaufen, als man es befürchten musste. Es kam in der Folge weder zu einer globalen wirtschaftlichen Rezession noch stieg die Arbeitslosigkeit markant an. Ausserdem blieben gröbere finanzielle Unfälle mit systemischer Wirkung aus. Die Medizin zeigt unterdessen die gewünschte Wirkung und führte auch im vergangenen Jahr zu weiter rückläufigen Inflationsraten. Dies erlaubte es den Zentralbanken, den Zinssenkungszyklus in Gang zu setzen. Das insgesamt positive wirtschaftliche Bild ist nicht sorgenfrei. Strukturelle Probleme im chinesischen Immobilienmarkt sowie die enttäuschende Entwicklung der deutschen Wirtschaft sind zwei Schwachstellen. Daneben belasten auch geopolitische Spannungen und die bewaffneten Konflikte. Insgesamt boten die makroökonomischen Rahmenbedingungen mit dem soliden Weltwirtschaftswachstum und den sinkenden Zinsen jedoch attraktive Rahmenbedingungen für die Finanzmärkte. Sowohl die Obligationen- als auch die Aktienmärkte lieferten positive Renditebeiträge. Auffällig waren die aussergewöhnlich grossen regionalen Unterschiede, die den Wert der internationalen Diversifikation einmal mehr unterstreichen. Das Jahr 2024 war in der Schweiz ein durchschnittliches, in den USA ein herausragendes und im Rest der Welt ein überdurchschnittliches Aktienjahr. Bemerkenswert war zudem der aussergewöhnlich starke Preisanstieg des Goldes. In Anbetracht der geopolitischen Unsicherheiten und des vermehrten Einsatzes von Wirtschaftssanktionen haben insbesondere nichtwestliche Zentralbanken ihre Goldreserven aufgestockt. Unter dem Strich blicken wir auf ein insgesamt erfreuliches Anlagejahr zurück.



Ausblick 2025: Weiterhin positives wirtschaftliches Umfeld ...

Zum Jahreswechsel präsentieren sich die wirtschaftlichen Aussichten unverändert positiv. Der internationale Währungsfonds rechnet auch für 2025 mit einem soliden realen Weltwirtschaftswachstum von 3.2%. Die regionalen Unterschiede bleiben allerdings gross. Von den Industrieländern wächst die US-Wirtschaft weiterhin überdurchschnittlich. Europa hinkt deutlich hinterher und wird insbesondere durch Deutschland und Frankreich gebremst, während die einstigen südeuropäischen Sorgenkinder deutlich schneller wachsen. Bedeutende Wachstumsbeiträge steuern die bevölkerungsreichen Schwellenländer Indien und China bei. Die chinesische Wirtschaft wächst trotz der aktuellen Probleme nach wie vor überdurchschnittlich und Stimulierungsprogramme zur Ankurbelung des Konsums könnten zusätzlich unterstützen.

Die Leitzinsen dürften sich auch im 2025 rückläufig entwickeln und dadurch weiter an Bremswirkung verlieren. Obwohl die Inflationsziele noch nicht überall erreicht sind, dürfte sich insbesondere die Europäische Zentralbank weiter von einer stark restriktiven Ausrichtung lösen und in Richtung einer neutraleren Geldpolitik bewegen. Das bringt auch Auswirkungen für die Schweizerische Nationalbank mit sich, die im Dezember einen grossen Zinsschritt vornahm und eine Rückkehr zu negativen Zinsen explizit nicht ausschliesst.

Neben den sinkenden Zinsen und der aufstrebenden globalen Mittelschicht verspricht auch der technologische Fortschritt positive Wachstumsimpulse. Durch die enormen Investitionen und die rasante Entwicklung im Bereich der künstlichen Intelligenz entstehen neue Anwendungsmöglichkeiten, die mit der Zeit auch Branchen ausserhalb des Technologiesektors zugutekommen werden und die Grundlage für breite Produktivitätsfortschritte bilden.

... mit politischen Unsicherheiten

Der durch die Pandemie ausgelöste Inflationsschub führte nicht nur zu veränderten monetären Rahmenbedingungen, sondern hatte mit zeitlicher Verzögerung auch gravierende politische Konsequenzen und führte zum Sturz mehrerer Regierungen. Dem Regierungswechsel in UK folgten Neuwahlen mit einem gescheiterten Regierungsbildungsversuch in Frankreich und auch Deutschland wählt seine Regierung demnächst wieder neu. Die grösste politische Unsicherheit bringt jedoch unbestritten die Rückkehr von Donald Trump ins Weisse Haus mit sich.

Sein politisches Programm und seine Unberechenbarkeit bringen für seine zweite Amtszeit sowohl Chancen als auch Risiken mit sich. Zu Ersteren gehören eine auf Wachstum ausgerichtete Politik mit Deregulierung und tieferen Steuern. Weniger erbaulich sind die im Wahlkampf kommunizierten Vorhaben im Bereich der Handels- und Migrationspolitik. Die in alle Richtungen angedrohten Strafzölle sind im Vergleich zum Handelskonflikt seiner ersten Amtszeit von einer ganz anderen Dimension und stellen aktuell ein Risiko für die Weltwirtschaft dar. Noch ist allerdings unklar, ob und für wie lange die Drohungen auch tatsächlich in die Tat umgesetzt werden oder ob diese in erster Linie zur Stärkung der eigenen Verhandlungsposition dienen. Deutlich höhere Zölle würden auf jeden Fall den US-amerikanischen Konsumentenpreisen Auftrieb verleihen und könnten die Inflation wieder in den Fokus rücken. Zusätzlicher Inflationsdruck könnte ausserdem durch die angedrohte Abschiebung von illegalen Einwanderern und die Schliessung der Grenzen entstehen. Die Verknappung des Arbeitsangebots würde den Lohndruck erneut erhöhen. Wir rechnen damit, dass nicht alles ganz so heiss gegessen wird, wie es im Wahlkampf gekocht wurde. Die vergangenen Jahre haben eindrücklich gezeigt, wie gefährlich die Inflation auf politischer Ebene ist. Auch ein Abwürgen der weltwirtschaftlichen Entwicklung kann nicht im Interesse des sich gerne im Erfolg sonnenden US-Präsidenten sein. Neben diesen Unsicherheiten ist die fiskalpolitische Sorglosigkeit – bei Weitem nicht nur, aber ganz besonders in den USA – eine weitere Wolke am Horizont. Das Budgetdefizit bleibt nach den Notmassnahmen als Reaktion auf die Pandemie in einer Phase ohne Notlage unverantwortlich hoch.

Der Schuldenberg wächst und die Zinslast nimmt einen immer grösseren Teil des Budgets in Anspruch. Eine Entwicklung, die sich mit den geplanten Steuersenkungen weiter beschleunigen würde. Im schlimmsten Fall droht bei einem nicht nachhaltigen Umgang mit den Staatsfinanzen eine disziplinierende Reaktion der Obligationenmärkte, wie beispielsweise im Herbst 2022 im Vereinigten Königreich. Aufgrund der zentralen Stellung der US-Staatsanleihen als vermeintlich risikolose Anlage im globalen Finanzsystem hätte dies erhebliche Erschütterungen zur Folge.

Unsere Anlagepolitik zum Neujahr

An den Finanzmärkten ist im neuen Jahr aufgrund der erhöhten politischen Unsicherheit mit einigen Volatilitätsschüben zu rechnen. Die beste Antwort auf diese

Ungewissheit bleibt dabei eine breite Diversifikation der Anlagen: eine Streuung der Risiken nach Anlageklassen, Regionen und Branchen. Insbesondere vor dem Hintergrund der steigenden Staatsverschuldung spielen Sachwerte wie Aktien, Immobilien und Gold trotz der damit verbundenen Kursschwankungen nach wie vor eine zentrale Rolle, wenn es um den langfristigen Erhalt der Kaufkraft geht. Die Partizipation an der realen Wertschöpfung eines breiten Korbs sorgfältig ausgewählter Qualitätsunternehmen, die ihre Anpassungsfähigkeit an veränderte Rahmenbedingungen immer wieder unter Beweis stellen, bietet dafür optimale Voraussetzungen.

Bei der regionalen Aufteilung dieses Korbs stellt sich angesichts der langfristigen Dominanz des US-Aktienmarktes, der auch im vergangenen Jahr alles überflügelt und durch die Präsidentschaftswahl einen zusätzlichen Schub erhalten hat, die Frage, ob das Gewicht amerikanischer Aktien erhöht werden sollte. Für die überdurchschnittliche Entwicklung des US-Marktes gibt es naheliegende Gründe: die technologielastige Sektorzusammensetzung, das überlegene Gewinnwachstum amerikanischer Unternehmen sowie das generell

dynamischere wirtschaftliche Umfeld. Trotzdem sehen wir von einer zyklischen Umschichtung in den amerikanischen Markt ab. Der Bewertungsunterschied zum Rest der Welt hat inzwischen eine Dimension angenommen, die für uns klar gegen einen solchen Schritt spricht. Dabei ist es bei Weitem nicht nur der absolut aussergewöhnliche Technologiesektor, der eine stolze Bewertung aufweist. Jeder einzelne europäische Sektor handelt derzeit zu einem Bewertungsabschlag, der im historischen Vergleich aussergewöhnlich gross ist. Die markant günstigere Bewertung von Aktien ausserhalb der USA setzt die Hürde für ein Übertreffen der Erwartungen deutlich niedriger. Auch wenn es nach Jahren der US-Dominanz und unmittelbar nach der Wahl eines «America-First»-Präsidenten derzeit kaum vorstellbar ist, spricht dies für langfristig höhere Renditeerwartungen in anderen Regionen.

Wir empfehlen deshalb, den Fokus aufgrund der politischen Unsicherheit nicht aus den Augen zu verlieren. Präsidenten kommen und gehen, die Anlagestrategie hingegen ist auf die lange Frist ausgerichtet.

Was uns 2025 beschäftigen wird

Solides Weltwirtschaftswachstum

>3%, grosse regionale Unterschiede

Sinkende Leitzinsen

Gibt es eine Rückkehr der Negativzinsen?

Technologischer Fortschritt

Hohe Investitionen in KI

Rückläufige Inflation

Ist sie schon besiegt?

Sorglose Fiskalpolitik

Wachsende Schuldenberge

Politische Unsicherheit

Steht ein Handelskonflikt bevor?

Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung, Stand 18.12.24

PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

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

Sonova

Das Schweizer Medizinaltechnikunternehmen Sonova entwickelt, produziert und vertreibt Produkte rund um das Thema Akustik. Angesichts einer weltweit alternden Gesellschaft ist dies ein attraktiver Wachstumsmarkt, in dem Sonova mit einem breiten Angebot von Lösungen präsent ist.

Rund die Hälfte des Umsatzes stammt aus dem Bereich «Hörgeräte», in dem Sonova mit den Marken Phonak und Unitron führend ist und das Produktangebot mit Implantaten laufend erweitert. Mit der neuesten Plattform «Infinio Sphere» treibt der Hörgeräte- und Audiospezialist den Einsatz von künstlicher Intelligenz zur Verbesserung des Hörvermögens mit hohem Entwicklungsaufwand voran. Der Computerchip soll die Spracherkennung auf eine neue Stufe heben und die Hörqualität insbesondere für schwerhörige Menschen in geräuschvoller Umgebung deutlich verbessern. Das margenstarke Geschäft ist eine gute Ergänzung zum Retailverkauf.

Mit dem Geschäftsfeld «Audiological Care», das individuelle Diagnosen und Analysen umfasst, hat Sonova eine führende Rolle im Premiumsegment eingenommen und sich als Hörspezialist etabliert. Mit der Übernahme von Sennheiser im Jahr 2022 ist Sonova weiter in den Bereich der Unterhaltungselektronik vorgezogen. Mittlerweile trägt dieser Bereich 7% zum Umsatz bei, wobei Sonova in diesem hart umkämpften Markt seit einigen Monaten von einer eher rückläufigen Nachfrage betroffen ist.

Wir erachten Sonova als attraktive Ergänzung im Heimmarkt für ein diversifiziertes Portfolio. Mit seiner Ausrichtung und stetigen Weiterentwicklung als Hörspezialist ist das Unternehmen für die Zukunft gut gerüstet, solide finanziert und schafft regelmässig Wert für das Aktionariat.

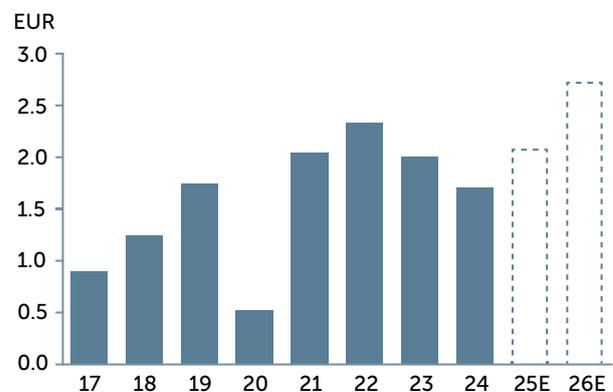
Puma

Aus der 1919 gegründeten Schuhfabrik der Gebrüder Dassler entstanden nach einem Zerwürfnis der Brüder die zwei Weltmarken Adidas und Puma. Die beiden Unternehmen gehören heute zu den Schwergewichten in der Entwicklung, Herstellung sowie im Vertrieb von Sport- und Freizeitbekleidung.

Das kleinere Unternehmen Puma kämpfte nach einer herausragenden Entwicklung in den letzten Jahren mit diversen Schwierigkeiten, die im 2022 im Wechsel des CEO zu Adidas gipfelten. Der Nachfolger Arne Freundt fokussiert sich nun auf die Neuorganisation des Marketings sowie den Um- und insbesondere Ausbau der Absatzmärkte in China und USA. In diesem Zusammenhang soll auch das Niedrigpreis- und Rabattgeschäft zurückgefahren werden, wodurch die Marke weiter aufgewertet wird und die Margen mittelfristig gesteigert werden können. Im Gegensatz zur Konkurrenz hat Puma den Vertrieb über Drittpartner zugunsten eigener Absatzkanäle weniger stark reduziert, was dem Unternehmen im heutigen Marktumfeld nützt, da weltweit breitere Vertriebskanäle gesucht sind.

Puma ist aus unserer Sicht im historischen Vergleich sowie auch gegenüber der Konkurrenz weiterhin günstig bewertet. Wie in der untenstehenden Grafik dargestellt, haben sich die beschriebenen Herausforderungen der letzten Jahre auch in einem rückläufigen Gewinn je Aktie widerspiegelt. Den Schätzungen zufolge wird hier eine Trendumkehr erwartet. Auch aus diesen Gründen erachten wir den Einstieg für ein diversifiziertes Aktienportfolio zum jetzigen Zeitpunkt als attraktiv.

Gewinn pro Aktie von Puma



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

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.