



ZÄHRINGER PRIVATBANK
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

Zurück im Tiefzinsumfeld

Lange hat die amerikanische Zentralbank gezögert und sich erst im vierten Quartal zu weiteren Leitzinssenkungen durchgerechnet. Seither hat sie ihre Geldpolitik in drei aufeinanderfolgenden Schritten gelockert, obwohl sich die Inflation nach wie vor nicht im gewünschten Zielband befindet. Die «Cost-of-Living-Crisis» rückt in den USA vermehrt ins Zentrum der politischen Debatte und dürfte auch den Midterm-Wahlkampf prägen.

In der Schweiz sind sowohl die Inflation als auch der Leitzins wieder zurück auf der Nulllinie. Nicht zuletzt, weil der Franken weiter zur Stärke neigt. Obligationen bieten aktuell noch eine leicht positive reale Rendite, flüssige Mittel werden kaum noch verzinst. Nominalwerte werden in diesem Umfeld somit nicht für den grossen Wertzuwachs sorgen können. Bei tiefen Zinsen wird regelmässig der Anlagenotstand ausgerufen. Bei der Jagd nach Rendite hilft die Finanzbranche mit erfinderischen Lösungen. Wir empfehlen, besonders mit dem sicherheitsbezogenen Teil des Vermögens, der in absehbarer Zeit zur Deckung von Verpflichtungen benötigt wird, keine Experimente einzugehen. Auch langfristig verfügbare Reserven sind unserer Ansicht nach in einem diversifizierten Realwertportfolio aus Aktien, Immobilien und Gold besser aufgehoben als in Illiquidität und Intransparenz.

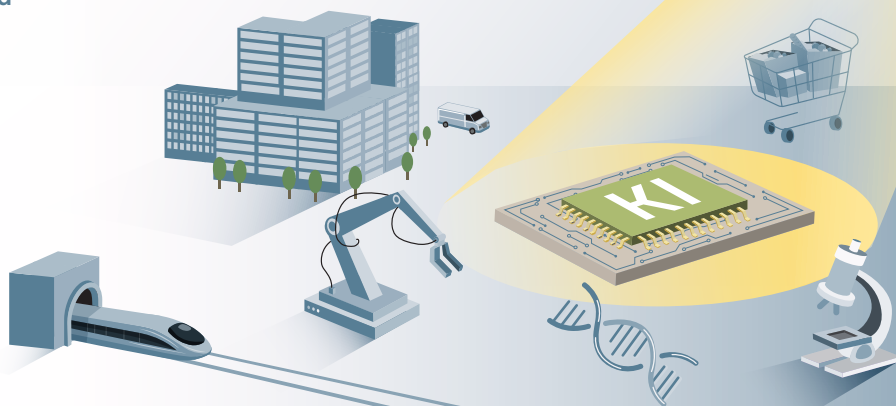
Martin Schenk

Vorsitzender der Geschäftsleitung

CHANCEN ABSEITS DES SCHEINWERFERLICHTS

Drei Jahre nach der Lancierung von ChatGPT ist der Enthusiasmus rund um die künstliche Intelligenz (KI) ungebrochen. Kein anderes Thema steht in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten aktuell stärker im Scheinwerferlicht. Selten zuvor bündelte sich so viel Erwartung, Kapital und Aufmerksamkeit auf eine einzelne technologische Entwicklung. Auf verschiedenen Ebenen trägt KI heute schon zum Wirtschaftswachstum bei. Ein wesentlicher Impuls geht von den enormen Investitionen in Rechenzentren und Halbleiterkapazitäten aus: Bis 2030 sollen gemäss Schätzungen von JP Morgan weltweit rund 5000 Mrd. US-Dollar in die digitale Infrastruktur zur Bereitstellung von KI-Dienstleistungen fliessen. Im Wettlauf um die technologische Vorherrschaft erweist sich eine aggressive Investitionsstrategie als spieltheoretisch dominant, weshalb die grossen Technologiekonzerne derzeit derart viel Kapital einsetzen, dass diese Ausgaben im vergangenen Jahr einen massgeblichen Beitrag zum Wirtschaftswachstum in den USA leisteten.

Zusätzlich entfaltet der stark gestiegene, von Technologieunternehmen geprägte Aktienmarkt einen spürbaren Wohlstandseffekt. Dieser wirkt sich stützend auf den Konsum und damit auf die Konjunktur aus. Der Enthusiasmus ist gross, weil KI das Potenzial verspricht, die Wirtschaft und das tägliche Leben zu transformieren. Produktivitätsgewinne, neue Geschäftsmodelle und effizientere Prozesse sind in nahezu allen Sektoren zu erwarten. Gleichzeitig zeigt die Erfahrung früherer Technologiezyklen, dass zwischen Versprechen und messbarer Wirkung oft ein längerer Zeitraum liegt. Klar scheint heute einzig, dass die Veränderungen immens sein werden, wohin diese Reise führen wird, weiss heute jedoch niemand.



Blasengefahr bei technologischen Umbrüchen

Die Wirtschaftsgeschichte ist reich an Beispielen, in denen technologische Umbrüche mit einer spekulativen Blasenbildung einhergingen. In einem kapitalistischen System ist dies nahezu inhärent und hat durchaus auch positive Seiten. Neue technologische Möglichkeiten versprechen erhebliches Potenzial, wecken Erwartungen und beflügeln die Fantasie von Investoren. Eine bahnbrechende neue Technologie zieht Kapital aus allen Richtungen an, wobei die Versprechen oft schneller in den Aktienkursen eingepreist werden, als sie wirtschaftlich realisiert werden können.

Etablierte Unternehmen und Neueinsteiger stehen im Wettbewerb, es wird experimentiert und insgesamt zu viel investiert. Gerade diese Überinvestitionen beschleunigen jedoch den Fortschritt und schaffen das notwendige Fundament, um das Potenzial der neuen Technologie später tatsächlich nutzen zu können. Die Geschichte zeigt allerdings, dass die Früchte mittelfristig nicht zwingend von denen geerntet werden, welche die ursprünglichen Investitionen getätigt haben. Die Telekominvestitionen der Dotcom-Ära zur

Jahrtausendwende beispielsweise waren finanziell verheerend, aber dennoch realwirtschaftlich tragend. Sie zerstörten kurzfristig enorme Vermögenswerte, ermöglichten langfristig jedoch die Infrastruktur, auf der das moderne Internet und letztlich ein Grossteil der heutigen digitalen Wirtschaft aufbauen.

Auch das Aufkommen der Eisenbahn im 19. Jahrhundert war eine bahnbrechende Innovation, die grosse Wachstumsfantasien auslöste und in einer spekulativen Blase endete. Obwohl viele Anlegerinnen und Anleger herbe Verluste erlitten, blieb jedoch eine Infrastruktur zurück, die gesamtwirtschaftlich wichtige Wachstumsimpulse freisetzte.

Trotz unterschiedlicher Zeiten und kaum vergleichbarer Technologien ist dies ein wiederkehrendes Muster, für das es zahlreiche weitere Beispiele gibt. Die Verheissungen des Neuen und die Angst, etwas zu verpassen, lassen diese Erinnerungen regelmässig verblassen. Ob sich rund um das Thema KI und die starken Kursavancen der Technologieunternehmen bereits eine spekulative Blase gebildet hat, ist derzeit eine der meistdiskutierten Fragestellungen an den Finanzmärkten.



RÜCKBLICK 2025

Der amerikanische Präsident dominierte die Schlagzeilen des vergangenen Jahres. Aus wirtschaftlicher Sicht bleibt insbesondere die erratische Handelspolitik in Erinnerung. Der Zollschock traf die Schweiz in zwei Wellen und brachte unser Land vorübergehend in eine unvorteilhafte Position.

Im deutlichen Kontrast zur gestiegenen politischen Unsicherheit präsentierte sich die Weltwirtschaft jedoch bemerkenswert resilient und liess sich nicht vom Wachstumspfad abbringen. Das schrittweise Untergraben der regelbasierten Weltordnung führte jedoch zu einem spürbaren Vertrauensverlust, der sich an den Finanzmärkten in einem schwächeren US-Dollar und einem markanten Anstieg des Goldpreises widerspiegelte.

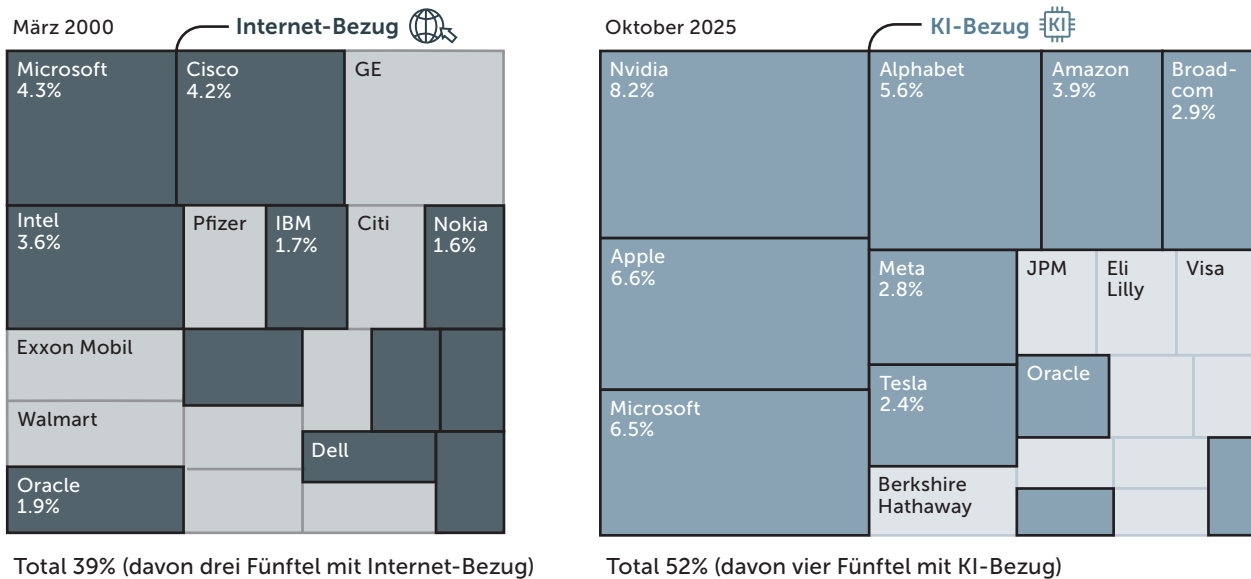
Die insgesamt positive Portfoliorendite wurde primär von der Aktienmarktentwicklung getragen. Trotz des heftigen Einbruchs im April als Reaktion auf die Ankündigung der reziproken Zölle erwies sich 2025 insgesamt als gutes Aktienjahr. Es hat sich ausbezahlt, den Fokus in dieser turbulenten Phase

auf der langfristigen Anlagestrategie zu behalten. Aufgrund der schwachen Währung blieb der amerikanische Markt für einmal hinter dem Rest der Welt zurück, während die Schwellenländer überproportional zulegen konnten.

Bemerkenswert war ausserdem die aussergewöhnliche Underperformance der Qualitätsaktien, die in der Erholung seit April nicht mit dem Gesamtmarkt mithalten konnten (vgl. Seite 4). Weil Qualitätsaktien in unserer Selektion eine zentrale Rolle spielen, hatte dies auch einen Einfluss auf die Wertentwicklung der Portfolios. Im Rückspiegel betrachtet war diese Positionierung in einem von Unsicherheit geprägten Jahr etwas zu vorsichtig.

Mit Ausnahme von Japan entwickelten sich die Leitzinsen in den Industrieländern weiter rückläufig und erreichten in der Schweiz gegen Mitte Jahr wieder den Nullpunkt. Die Obligationen dienen im aktuellen Zinsumfeld neben der Stabilisierung des Gesamtportfolios hauptsächlich der Flexibilität und kurzfristigen Verfügbarkeit.

Gewicht der Top-20-Unternehmen im amerikanischen Aktienmarkt (S&P 500)



Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an «The Economist»

Sind wir bei KI schon so weit?

Erst die Zukunft wird zeigen, ob die Wachstumsannahmen, auf denen die heutigen Kurse basieren, zu optimistisch waren. Fakt ist, dass die grossen Techkonzerne auf eine weit überdurchschnittliche Gewinnentwicklung zurückblicken und ausserordentlich profitabel sind. Gemessen an den Kurs-Gewinn-Verhältnissen fällt ihre Bewertung entsprechend stattlich aus, erreicht aber bei Weitem nicht die Niveaus, wie sie etwa vor dem Platzen der Internetblase vor rund 25 Jahren zu beobachten waren.

Fakt ist aber auch, dass die massiven Investitionen in die KI-Infrastruktur die Kapitalintensität der Geschäftsmodelle spürbar erhöhen. Diese Investitionen fallen heute an, während noch weitgehend offen ist, wie sich KI langfristig kommerzialisieren lässt und wo die Erträge tatsächlich anfallen werden. Zwar erscheint es angesichts der finanziellen Stärke und der dominanten Marktstellung der etablierten Techkonzerne wenig wahrscheinlich, dass neue Akteure sie verdrängen könnten. Technologiesprünge sind jedoch notorisch disruptiv. Mit den steigenden Investitionsvolumen nimmt zudem der Abschreibungsbedarf zu, was künftig deutlich höhere Erträge erfordert, um die Profitabilität zu halten.

Im vierten Quartal nahm die Nervosität an den Märkten – insbesondere in Teilen des KI-Segments – spürbar zu. Auslöser waren weniger technologische Zweifel als vielmehr Fragen zur Finanzierung des rasanten Infrastrukturaufbaus. Die zunehmende Fremdfinanzierung sowie komplexe zirkuläre Verflechtungen

rückten die Kapitalintensität und die zeitliche Verzögerung der Ertragsrealisierung in den Fokus. Vor diesem Hintergrund ist in Erinnerung zu rufen, wie dominant die grossen Technologieunternehmen aufgrund ihrer Marktkapitalisierung in den Aktienindizes mittlerweile sind und wie stark diese dadurch mit dem KI-Narrativ verknüpft sind.

Gestiegene Konzentrationsrisiken

Die obenstehende Grafik visualisiert das Gewicht der 20 grössten Unternehmen im S&P 500, dem wichtigsten US-Aktienindex, für zwei verschiedene Zeitpunkte. Links ist die Zusammensetzung auf dem Höhepunkt der Dotcom-Blase im März 2000 dargestellt. Damals vereinten die 20 grössten Unternehmen rund 39% der Marktkapitalisierung auf sich, wovon etwa drei Fünftel auf elf Titel mit starkem Internet-Bezug entfielen.

Heute liegt der Anteil der Top-20-Unternehmen bei rund 52%. Davon machen elf Unternehmen mit ausgeprägtem KI-Bezug – angeführt von Nvidia, Apple und Microsoft – mittlerweile vier Fünftel aus. Angesichts des hohen Gewichts der USA im Weltaktienmarkt von über 70% ist diese Konzentration auch auf globaler Ebene spürbar. Damit sei weder gesagt, dass wir uns in einer Blase befinden, noch prognostiziert, dass diese bald platzen wird. Aufgrund der gestiegenen Konzentration ist jedoch die Verletzlichkeit grösser, falls die erhofften Erträge aus den KI-Investitionen in Zukunft enttäuschen sollten.

Attraktive Qualitätsaktien

Technologische Umbrüche stellen Vermögensverwalter immer wieder vor denselben Zielkonflikt. Sie eröffnen langfristige Chancen, gehen aber regelmässig mit kurzfristigen Übertreibungen einher. Blasen können den Fortschritt beschleunigen, aber auch Vermögen vernichten. Ein Muster, das sich in der Wirtschaftsgeschichte ständig wiederholt – und dennoch nicht verlässlich zu prognostizieren ist. Vom Ausbau der KI-Infrastruktur werden mittelfristig auch Branchen profitieren, die dem Risiko von potenziell unrentablen Überinvestitionen weniger stark ausgesetzt sind. Vor diesem Hintergrund bleiben wir eher vorsichtig und gewichten den Technologieanteil in den Portfolios im Vergleich zum inzwischen recht konzentrierten Weltaktienmarkt tiefer und achten auf eine breitere Branchendiversifikation. Mit dem soliden Weltwirtschaftswachstum und der Aussicht auf weiter sinkende US-Leitzinsen bleiben Aktien unsere favorisierte Anlageklasse. Besondere Chancen sehen wir im aktuellen Umfeld im Bereich der Qualitätsaktien.

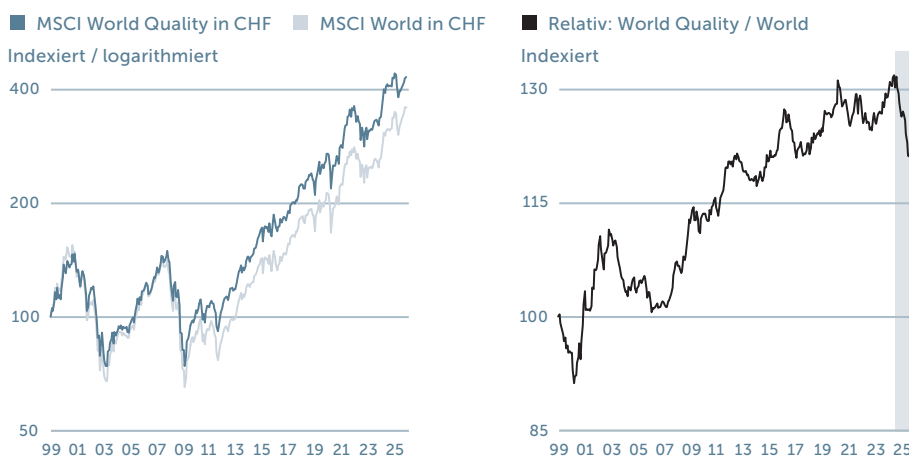
Der Indexanbieter MSCI, der den globalen Aktienindex MSCI World berechnet, kalkuliert auch sogenannte Faktorindizes. Diese werden nach Anlagestilen wie Value, Growth oder Momentum zusammengestellt. Der Quality-Index umfasst Unternehmen, die bei den folgenden drei Kennzahlen besonders gut abschneiden: hohe Eigenkapitalrentabilität, stabiles und konsistentes Gewinnwachstum sowie eine tiefe Verschuldung. Nur jedes fünfte Unternehmen aus dem Standardindex schafft diese Hürde.

Die nebenstehende Grafik zeigt auf der linken Seite einen Vergleich zwischen dem Weltaktienmarkt und dem Qualitätsindex. Auf der rechten Seite ist die relative Entwicklung seit 1999 dargestellt. Dabei fällt auf, dass die Qualitätsaktien im langfristigen Vergleich besser abgeschnitten haben als der Gesamtmarkt. Weil sie vorteilhafte Eigenschaften wie eine

solide Finanzierung und eine hohe Profitabilität aufweisen und sich in herausfordernden Zeiten besonders robust präsentieren, sind Qualitätsaktien normalerweise mit einer Bewertungsprämie versehen. In den vergangenen 15 Monaten fielen Qualitätsaktien allerdings durch eine ungewohnt deutliche relative Underperformance auf und hinkten dem Gesamtmarkt rund 10 Prozent hinterher. Im eher spekulativ geprägten Umfeld warfen höher verschuldete Unternehmen oder auch unprofitable Technologiefirmen wesentlich bessere Renditen ab. Qualitätsaktien standen zuletzt ganz offensichtlich nicht im Scheinwerferlicht und sind im historischen Vergleich mittlerweile so attraktiv bewertet wie schon lange nicht mehr. Die Grafik auf der rechten Seite zeigt auch, dass die besten Renditen oft nach ähnlichen, insgesamt seltenen Phasen der Underperformance zustande kamen. Sollte der Risikoappetit abnehmen und eine Rotation aus den grosskapitalisierten KI-Werten einsetzen, dürften Qualitätsaktien aus anderen Branchen zu den relativen Gewinnern gehören.

Weil in unserer Aktienselektion das Kriterium der Qualität eine wichtige Rolle spielt, enthält unsere Aktienausswahl zahlreiche Vertreter, die auch im Qualitätsindex enthalten sind. In der Schweiz gehören beispielsweise ABB, Givaudan, Sika oder auch Straumann dazu. In Europa sind es Unternehmen wie Unilever, Air Liquide, GSK oder Novo Nordisk. Einige haben sich in den letzten Monaten enttäuschend entwickelt und verfügen über Aufholpotenzial im kommenden Jahr.

Qualitätsaktien: Aussergewöhnliche Underperformance im 2025



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.