



ZÄHRINGER PRIVATBANK
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

Schwerelos Richtung Mars

Die Zahl börsenkotierter Unternehmen ist seit Jahren rückläufig. Ein wesentlicher Grund dafür ist, dass private Kapitalquellen heute deutlich längere Finanzierungszyklen ermöglichen als früher. Der Gang an den Kapitalmarkt mit seinen Transparenzvorschriften wird dadurch unattraktiver.

Nach dem Rekordbörsengang von SpaceX stehen nun aber in der zweiten Jahreshälfte mit Anthropic und OpenAI gleich zwei weitere spektakuläre Publikumsöffnungen vor der Tür. SpaceX avancierte nach dem fulminanten Start zwischenzeitlich zum fünfgrößten Unternehmen weltweit – und war damit annähernd so viel wert wie der gesamte Schweizer Aktienmarkt.

Aus einer nüchternen finanzanalytischen Sicht ist diese Bewertung mit Blick auf die tiefroten Zahlen und den bescheidenen Umsatz kaum nachvollziehbar. Gleichzeitig widerspiegelt der Börsengang aber auch eine Stärke des amerikanischen Marktes: Risikoappetit ist vorhanden, auch visionäre Zukunftsideen lassen sich finanzieren. Dass gleich drei Schwergewichte innerhalb eines Jahres den Sprung an die Börse wagen, lässt dennoch aufhorchen – die KI-Euphorie könnte sich ihrem Höhepunkt nähern.

Sicher ist: Die Technologielastigkeit der Märkte nimmt weiter zu, die Konzentrationsrisiken verschärfen sich. Für Anlegerinnen und Anleger bleibt eine ausgewogene Branchendiversifikation zentral.

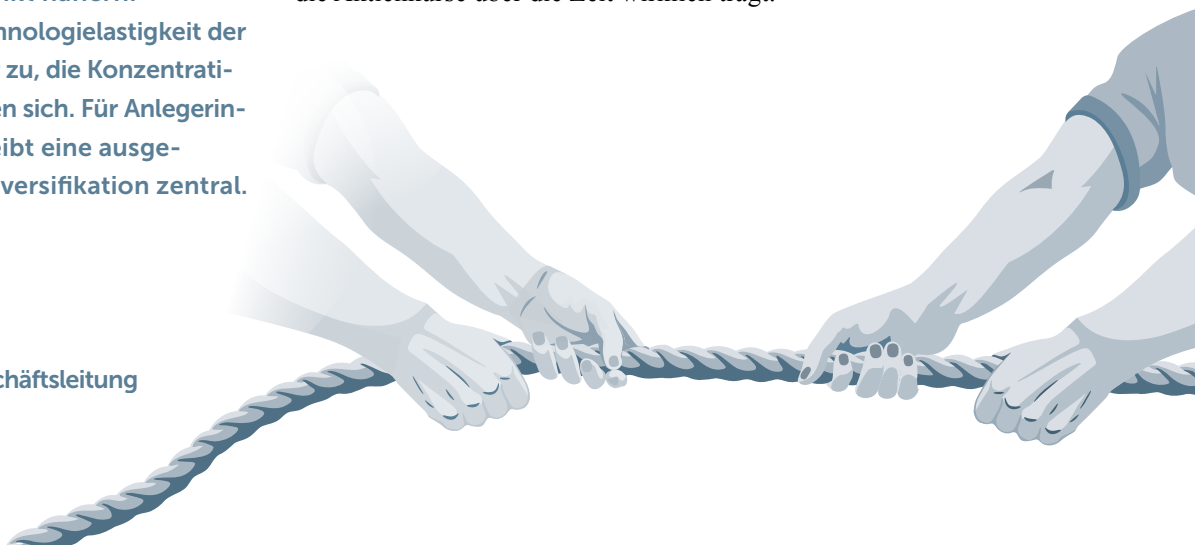
Martin Schenk
Vorsitzender der Geschäftsleitung

UNTERNEHMENS- GEWINNE ZIEHEN STÄRKER

Wer sich im Frühling an den täglichen Nachrichten orientierte, hätte den Börsen wenig zugetraut. Der Krieg im Nahen Osten eskalierte und zog zahlreiche Golfstaaten in den Konflikt hinein. Die Strasse von Hormus, eine der wichtigsten Handelsrouten für Erdöl und Flüssiggas, blieb auch während der Waffenruhe weitgehend blockiert. Mit den Verhandlungen zur Beendigung des Krieges steigen die Chancen auf eine Normalisierung des Schiffsverkehrs. Die Energiepreise haben einen Teil ihres Anstiegs wieder abgegeben. Ungeschehen gemacht ist der stagflationäre Angebotsschock des Frühlings dadurch aber nicht. Er bremste das Wachstum und trieb die Teuerung. Die Hoffnung auf weitere Zinssenkungen verflog und vielerorts kletterten die Langfristzinsen so hoch wie seit Jahren nicht mehr.

Doch dieser Schock war für die Weltwirtschaft nicht der einzige Einflussfaktor. Ihm entgegen steht ein Investitionsboom historischen Ausmasses: Der Ausbau der KI-Infrastruktur verlangt nach Rechenzentren, Halbleitern sowie Energieinfrastruktur und gibt der Konjunktur Impulse, die dem Bremseffekt des Krieges entgegenwirken.

Zahlreiche Aktienindizes beendeten das erste Halbjahr nahe ihren Höchstständen, trotz der gestiegenen Zinsen, die an den Börsen gemeinhin Gegenwind verursachen. Die Auflösung dieses scheinbaren Widerspruchs liegt in der Arithmetik der Aktienrendite: Die Rendite entspringt mehreren Kräften gleichzeitig und diese ziehen nicht immer in dieselbe Richtung. Im ersten Halbjahr waren es die Unternehmensgewinne, die stärker zogen. Ein genauerer Blick auf dieses «Kräftemessen» lohnt sich: Es sagt einiges darüber aus, was die Aktienkurse über die Zeit wirklich trägt.



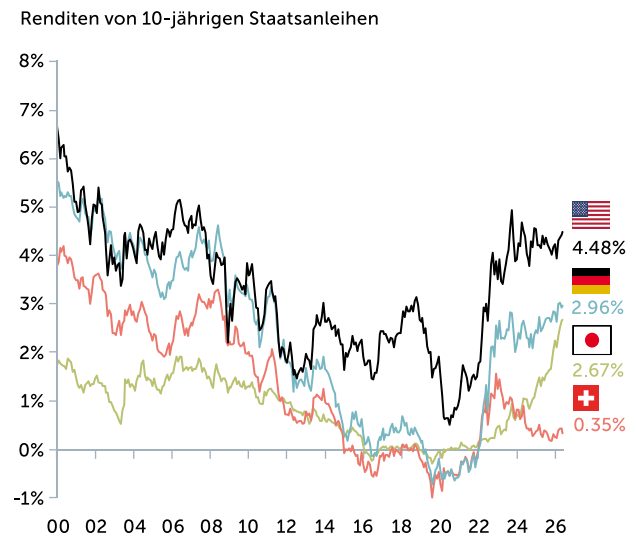
Zinsanstieg drückt auf die Bewertungen

Betrachten wir die beiden Kräfte nacheinander und beginnen zuerst mit dem Gegenwind: den steigenden Zinsen, die auf die Aktienbewertungen drücken. Über die Leitzinsen steuern die Notenbanken unmittelbar das kurze Ende der Zinskurve. Hier hat sich in wenigen Monaten einiges verschoben. Nach dem kräftigen geldpolitischen Bremsmanöver zur Bekämpfung der Inflation infolge von Pandemie und Ukraine-Krieg senkten die Notenbanken ihre Leitzinsen zuletzt wieder. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) startete diesen Prozess als Erste. Seit einem Jahr ist der Leitzins in der Schweiz zurück auf der Nulllinie. Noch zu Jahresbeginn rechneten die Märkte mit weiteren Leitzinssenkungen – insbesondere in den Vereinigten Staaten.

Dieses Bild hat sich seit der Eskalation im Nahen Osten im März deutlich gewandelt. Weitere Zinssenkungen sind vorerst vom Tisch. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat den Senkungszyklus mit ihrer jüngsten Zinserhöhung förmlich beendet. Delikat ist die Ausgangslage für den neuen Zentralbankvorsitzenden in den USA, Kevin Warsh. Er übernahm sein Amt im Mai in einem unbehaglichen Spannungsfeld. Auf der einen Seite stehen die unverhohlenen artikulierten Forderungen der US-Regierung nach sinkenden Zinsen. Auf der anderen Seite steht die ökonomische Realität: eine Teuerung, die das offizielle Zielband seit dem Inflationsschub von 2022 nie wieder erreicht hat und zuletzt erneut angezogen hat. An seiner ersten Sitzung hat der neue Vorsitzende die Frage vorerst zugunsten der Preisstabilität beantwortet. Er gab sich betont restriktiv und stellte weitere Senkungen nicht in Aussicht. Dem politischen Ruf nach billigerem Geld gibt die Notenbank also vorderhand nicht nach.

Am langen Ende der Kurve, bei den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, präsentiert sich ein etwas anderes Bild: Diese Zinsen werden weniger von den Notenbanken als vielmehr von Angebot und Nachfrage an den Kapitalmärkten bestimmt. Mit Ausnahme der Schweiz haben sich diese in den letzten Jahren gar nie rückläufig entwickelt. Seit 2022 klettern sie kontinuierlich nach oben. In den Vereinigten Staaten und in Deutschland waren sie Mitte Mai so hoch wie seit fünfzehn Jahren nicht mehr, in Japan gar wie seit einem Vierteljahrhundert nicht. Dass die Langfristzinsen steigen, ist nicht zuletzt eine Folge der gewaltigen Schuldenberge: Allein die Vereinigten Staaten müssen in den kommenden Jahren einen erheblichen Teil ihrer Verbindlichkeiten refinanzieren. Daneben sind

Langfristzinsen auf Mehrjahreshoch



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung (Stand: 22.06.2026)

auch die grossen Technologiekonzerne vermehrt am Kapitalmarkt aktiv. Fremdkapital spielt beim Ausbau der KI-Infrastruktur eine zunehmend wichtigere Rolle. Die hohe Kapitalnachfrage dürfte die Langfristzinsen weiterhin stützen. Diese strukturelle Ursache bleibt bestehen, auch wenn der kriegsbedingte Preisschub nun abklingt.

Für die Aktienmärkte ist all dies ebenfalls von Belang. Sinkende Zinsen lockern den Druck auf die Bewertungen; bei einem Anstieg nimmt dieser wieder zu. So viel zur Zugkraft am einen Ende des Seils.

IN KÜRZE ERKLÄRT:

«BEWERTUNGSMULTIPLE»

Der Kurs einer Aktie lässt sich vereinfacht als Produkt zweier Grössen interpretieren: des Unternehmensgewinns und des Vielfachen davon (engl. Multiple), das Anlegerinnen und Anleger für diesen Gewinn zu zahlen bereit sind, häufig gemessen als Kurs-Gewinn-Verhältnis. Steigt der Gewinn bei unverändertem Vielfachen, steigt auch der Kurs. Steigen hingegen die Zinsen, sinkt in der Regel das Vielfache: Künftige Gewinne werden stärker abgezinst und sind in der Gegenwart weniger wert, während zugleich festverzinsliche Anlagen als Alternative attraktiver werden. Zins und Bewertung bewegen sich also gegenläufig.

Gewinnwachstum trägt die Aktienkurse

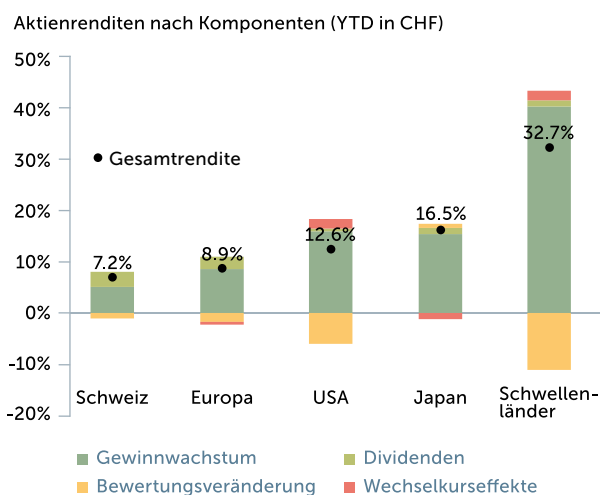
Wie stark am anderen Ende die Gewinne zogen, zeigt sich, wenn man die Aktienrenditen in ihre Komponenten zerlegt.

Die untenstehende Grafik visualisiert dies: Die schwarzen Punkte stehen für die Gesamtrendite der einzelnen Aktienregionen seit Jahresbeginn, die farbigen Balken für die Beiträge von Gewinnwachstum, Bewertungsveränderung, Dividenden und Wechselkurseffekte. Rasch wird deutlich: Das Gewinnwachstum war überall der dominante Treiber, während die Bewertung meist rückläufig war. Unter dem Strich überwog der Schub der wachsenden Gewinne den Gegenwind steigender Zinsen.

Im Einzelnen zeigt sich ein differenziertes Bild. In der Schweiz und in Europa fiel der Gewinnzuwachs im internationalen Vergleich moderat aus, vor allem aufgrund des geringen Gewichts der Technologie- und Halbleiterwerte. Nach dem Bewertungsrückgang blieben dennoch überdurchschnittliche, im Regionenvergleich aber weniger spektakuläre Halbjahresrenditen. In den USA lief der Gewinnmotor kräftiger und behielt trotz sinkender Bewertungen die Oberhand. Japan ist die einzige Region, in der die Höherbewertung selbst zur Rendite beitrug.

Am eindrücklichsten sind aber die Schwellenländer: Dort übertraf die Gewinndynamik jene aller übrigen

Unternehmen schreiben starke Gewinne



Quellen: Bloomberg, MSCI, eigene Darstellung (Stand: 22.06.2026)

Märkte bei Weitem. Sie ist getragen von den asiatischen Halbleiterproduzenten, deren Gewinne im Sog des weltweiten Ausbaus der Rechenzentren derzeit durch die Decke gehen. Die Bewertungsbremse wirkte hier zwar am stärksten, wurde aber deutlich überkompensiert.

Diversifikation und Disziplin zahlen sich aus

Nach etlichen Jahren mit insgesamt enttäuschenden Ergebnissen lieferten die Schwellenländer im ersten Halbjahr damit regional die stärksten Renditebeiträge. Dieses Beispiel führt vor Augen, weshalb es sich lohnt, ein Portfolio bewusst breit über Regionen zu streuen, statt allein auf die vertrauten Heimmärkte zu setzen. Wer den Schwellenländern in den vergangenen Jahren enttäuscht den Rücken gekehrt hatte, ging dieses Mal leer aus. Doch das Diversifikationsargument reicht weiter. Denn auch in den Schwellenländern nehmen die Konzentrationsrisiken zu. Der Gewinnschub wird von wenigen Halbleiterproduzenten dominiert, die mittlerweile kumuliert ein erhebliches Indexgewicht aufweisen. Auch hinter dem starken Gewinnwachstum in den USA stehen in erster Linie die schwergewichtigen Technologiekonzerne. Aufgrund dieser Konzentrationsrisiken droht eine einseitige Wette auf die künstliche Intelligenz. Besonders im aktuellen Marktumfeld verlangt die Diversifikation darum beides: die breite Streuung über Regionen und über Branchen hinweg.

Aus dem beschriebenen Seilziehen lassen sich hingegen keinerlei Kurzfristprognosen ableiten. Das Kräfteressen könnte in nächster Zeit durchaus anspruchsvoller werden. Über die lange Frist aber bestätigt sich eine verlässliche Regel: Die Entwicklung der Ertragskraft der Unternehmen wiegt schwerer als das Auf und Ab der Zinsen. Eine systematische und langfristige Beteiligung an dieser Wertschöpfung hat für unser Vermögensverwaltungshandwerk deshalb eine übergeordnete Bedeutung. Daraus abgeleitet ergibt sich ein Verzicht auf kurzfristiges Markt-timing. Wer versucht, dem Auf und Ab der Märkte mit Ein- und Ausstiegen zuvorzukommen, muss zweimal richtig liegen – beim Ausstieg und beim Wiedereinstieg. Es gibt in der Kapitalmarktforschung wenige Befunde, die so eindeutig sind wie dieser: Verlässliches Markt-timing gelingt fast niemandem. Dieser Frühling lieferte ein weiteres anschauliches Beispiel: Zwischen Eskalation und Waffenruhe lagen nur wenige Wochen, und wer in dieser Zeit den Schlagzeilen folgte und seine Aktienquote zurückfuhr, verpasste möglicherweise genau jenen Aufschwung, der das Halbjahresergebnis ausmachte. Schlagzeilen handeln vom Lärm des Tages, nicht von der Entwicklung der Ertragskraft der Unternehmen. Disziplin heisst darum, investiert zu bleiben, auch wenn die Nachrichtenlage dagegen-zusprechen scheint.

PORTFOLIO-IMPLIKATIONEN

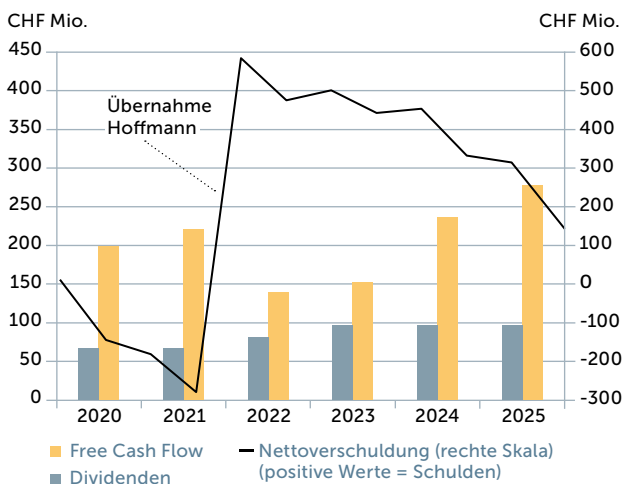
Gerne stellen wir Ihnen an dieser Stelle zwei Anlagemöglichkeiten vor, die unsere Selektionskriterien für ein diversifiziertes Wertschriftenportfolio erfüllen.

SFS

SFS zählt zu den Unternehmen, die der breiten Öffentlichkeit kaum ein Begriff sind, obwohl ihre Produkte allgegenwärtig erscheinen – verbaut in Fahrzeugen, Fassaden, Smartphones und medizinischen Instrumenten. Das Ostschweizer Unternehmen entstand 1928 als Eisenwarenhandlung und hat sich in einen weltweit führenden Anbieter von Befestigungssystemen und Präzisionskomponenten entwickelt. Das Spektrum reicht dabei von Präzisionsteilen für Bremssysteme und Smartwatches bis zu Schrauben für die Bauindustrie und Implantaten für die Medizinaltechnik. Basistechnologie im Fertigungsverfahren ist die sogenannte Kaltmassivumformung von Metallen.

2021 gab SFS die grösste Akquisition der Firmengeschichte bekannt, die den Charakter des Unternehmens massgeblich veränderte. Durch die Übernahme der Hoffmann SE, eines führenden internationalen Systempartners für Qualitätswerkzeuge, stieg der Umsatz schlagartig von 1.9 auf knapp 3 Milliarden CHF und die Belegschaft wuchs um 30 Prozent. Seither verbindet SFS

Bilanzreparatur aus eigener Kraft



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Fertigungskompetenz mit einem grossen, jedoch tiefmargigen Handelsgeschäft. Die Übernahme hinterliess deutliche Spuren in der Bilanz: Aus einer Netto-Cash-Position wurden Schulden in der Höhe von 600 Millionen CHF. Diese hat SFS dank der starken Cashflows aus eigener Kraft und ohne Dividendenkürzungen deutlich abgebaut und verfügt damit wieder über die gewohnt solide Bilanz.

Uns gefällt das vielseitige Produktportfolio, das die Abhängigkeit von den Konjunkturzyklen einzelner Branchen verringert. Gerade in Nischenmärkten ist SFS mit dem margenstarken Präzisionsgeschäft sehr gut positioniert. Trotz anhaltender Unsicherheiten in der Weltwirtschaft erachten wir SFS deshalb als attraktiven und anpassungsfähigen Portfoliobestandteil.

Toyota

Mit über 10 Mio. verkauften Fahrzeugen pro Jahr besetzt Toyota nach wie vor den ersten Platz als absatzstärkster Autobauer. Neben der Hauptmarke komplettieren Lexus (Premium- und Luxusautos), Daihatsu (Kleinstwagen) sowie die Nutzfahrzeugmarke Hino (Lastwagen und Busse) das Sortiment. In einer Branche, die sich wie kaum eine andere im Umbruch befindet, nimmt Toyota als Pionier der Hybridtechnologie eine Sonderstellung ein. Das Unternehmen verfolgt eine globale «Multi Path»-Strategie und entwickelt neben dem wichtigsten Standbein der Hybridantriebe auch neue, hocheffiziente Verbrennungsmotoren. Reine Elektrofahrzeuge runden das Angebot ab. Obwohl Toyota die Sparte der vollelektrischen Autos langsamer aufbaut als die Konkurrenz, spricht die mehrfach unter Beweis gestellte Innovationskraft für eine weiterhin starke Wettbewerbsposition. Toyota ist für seine schlanken Produktionsmethoden mit den kontinuierlichen Verbesserungen (Kaizen) bekannt und geniesst einen ausgezeichneten Ruf bezüglich Qualität und Zuverlässigkeit der Fahrzeuge. Mit dem Entscheid, weiterhin Fahrzeuge mit verschiedenen Antrieben zu bauen, sichert sich Toyota auch Absatzmärkte in weniger elektrifizierten Ländern. Uns gefällt ausserdem die äusserst solide Bilanz, die sich durch eine hohe verfügbare Liquidität und eine geringe Verschuldung auszeichnet. Das Unternehmen bietet finanzielle Stabilität und zahlt attraktive Dividenden. Die im Konkurrenzvergleich etwas höhere Bewertung widerspiegelt die starke Wettbewerbsposition; mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von unter 10 ist sie dennoch attraktiv.

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.