

# Von Burggräben und Quantensprüngen

Im Börsenjahr 2023 erlebten wir eine Mischung aus wirtschaftlichem Optimismus, geopolitischen Spannungen und bedeutenden Fortschritten. Beflügelt von der Euphorie um künstliche Intelligenz, sind Technologiefirmen erneut als Gewinner hervorgetreten.

Mit einem Plus von 6 Prozent verzeichnete der Schweizer Aktienmarkt im vergangenen Jahr eine solide Performance. Die europäischen und amerikanischen Leitindizes erzielten jedoch deutlich höhere Wertzuwächse. Dies unterstreicht die strukturellen Unterschiede zwischen dem nationalen Markt und den internationalen Indizes. Der Swiss Performance Index (SPI) besitzt eine defensive Branchenstruktur mit einem grossen Gewicht in den Sektoren Gesundheit und Basiskonsumgüter. Während diese Sektoren in volatilen Zeiten eine gewisse Sicherheit bieten, weisen sie in Wachstumsphasen eine geringere Dynamik auf als technologieelastige Indizes wie der «Nasdaq Composite» oder der «S&P 500».

Die jüngsten Entwicklungen verdeutlichen die Relevanz einer internationalen Diversifikation. Durch die Streuung von Investitionen über verschiedene Märkte, Branchen und Währungen hinweg reduzieren Anleger ihre Abhängigkeit von lokalen Risiken. Dies trägt zu einer besseren Verteilung des Risikos bei und kann langfristig zu stabileren Renditen führen.

## «Moats» schützen Marktanteile

Für langfristig orientierte Investoren spielt neben der internationalen Diversifikation die Marktmacht eines Unternehmens eine zentrale Rolle. Häufig wird in diesem Zusammenhang von einem Burggraben (englisch «Moat») gesprochen, was für einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil eines Unternehmens steht. Je breiter und tiefer dieser Graben ist, desto besser können Konkurrenten ferngehalten und Marktanteile gesichert werden. Dadurch können solche Unternehmen einen beträchtlichen Teil ihrer Gewinne verteidigen und langfristig eine bessere Rendite für ihre Aktionäre erwirtschaften.

Ein Beispiel für einen solchen Burggraben ist die Markenidentität. Hierbei handelt es sich um besondere Merkmale, die ein Produkt deutlich von Konkurrenzprodukten abhebt. Weil die Markenidentität kurzfristig nur schwer imitiert werden kann, profitieren Unternehmen mit einer fest etablierten Marke von einer stärkeren Kundenbindung und sind deswegen teilweise vor Wettbewerbsdruck geschützt. Das ist einer der Gründe, warum Apple seit Jahren die Preise erhöhen kann, ohne dabei Kunden zu verlieren. Dies trägt zur

## Grafik 1:

DALL-E 3 von OpenAI



Der mit künstlicher Intelligenz geschaffenen Hauptsitz des fiktiven Burggraben-Unternehmens Moat Inc.

eindrucksvollen Profitabilität des Unternehmens bei und hat Apple zu einer der wertvollsten Marken der Welt gemacht. Ein weiterer Burggraben ist die Grösse eines Unternehmens. Sie stärkt die Verhandlungsmacht gegenüber Lieferanten und erzeugt positive Skaleneffekte. Indem sie gleichbleibende Fixkosten auf eine grössere Menge verteilen, sind Grossunternehmen in der Lage, ihre Produkte kostengünstiger anzubieten. Hohe Wechselkosten sind ebenfalls ein Wettbewerbsvorteil, weil mit höheren Wechselkosten auch die Kundenbindung steigt. Beispielsweise müssten Unternehmen, die ihre Systeme schon lange mit Microsoft-Software betreiben, hohe Kosten tragen, um zu einem anderen Anbieter zu wechseln.

Die positiven Auswirkungen dieser Wettbewerbsvorteile verdeutlicht der «Morningstar Wide Moat Focus»-Index, der ausschliesslich US-amerikanische Unternehmen mit soliden Burggräben enthält. In US-Dollar gerechnet hat dieser Index den ebenfalls gleichgewichteten «S&P 500» in den letzten zehn Jahren um 85 Prozentpunkte übertroffen, was einer jährlichen Überrendite von 3 Prozent entspricht (siehe Grafik). Entsprechend der hauseigenen Anlagestrategie sind stets hochqualitative Aktien aus verschiedenen Wirtschaftsräumen und Sektoren zu empfehlen, wobei Burggräben eine entscheidende Rolle spielen. Die höhere Profitabilität von Burggraben-Unternehmen spiegelt sich in einer hohen Kapitalrendite, einer hohen Gewinnmarge sowie einem stabilen Gewinnwachstum wider, was wesentliche Faktoren zur Beurteilung der Qualität eines Unternehmens sind.

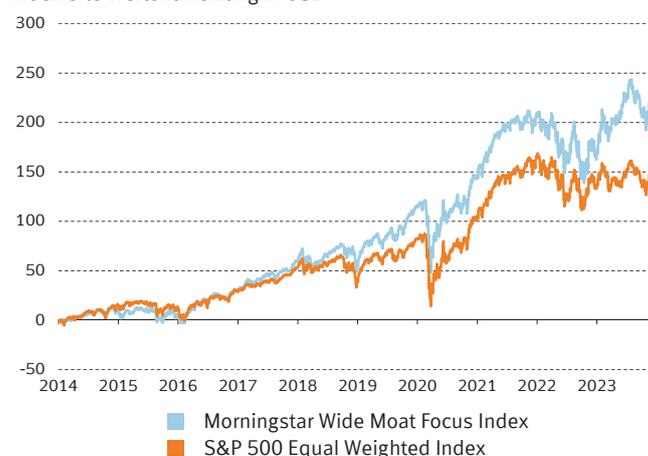
## Wachstumstreiber Innovation

Patente und Technologien stellen für Unternehmen eine weiteren Wettbewerbsvorteil dar. Im wirtschaftlichen Kontext ist Technologie entscheidend für die Umwandlung von Inputfaktoren wie Rohstoffe, Arbeit und Kapital in Produkte und Dienstleistungen. Technologischer Fortschritt ermöglicht Effizienz- und Produktivitätssteigerungen, um mit gleichem oder geringerem Input mehr oder besseren Output zu erzeugen. Für das Wirtschaftswachstum ist der technologische Fortschritt deshalb ein wesentlicher Faktor, der neben Effizienzsteigerungen auch neue Produkte, Dienstleistungen und ganze Industriezweige hervorbringen kann. Folgende vier Phasen werden unterschieden:

- Zu Beginn ihres Lebenszyklus ist eine neue Technologie meist unerprobt und experimentell. In dieser Innovationsphase konzentriert man sich auf die Grundlagenforschung. Es gibt nur wenige praktische Anwendungen. Heute befinden sich beispielsweise Quantencomputer in dieser Phase.
- In der darauffolgenden Wachstumsphase wird die Technologie verbessert und es werden erste Anwendungen entwickelt, die bereits von einigen Anwendern genutzt werden. Beispielsweise die Technologie rund um Generative Pretrained Transformers (GPTs) kann dieser Phase zugeordnet werden.
- Die Reifephase ist gekennzeichnet durch eine zunehmende Verbreitung und Anwendung, aber auch durch eine steigende Anzahl von Anbietern, was zu einem verstärkten Wettbewerbsdruck führt. Cloud-Computing und Data-Centers befinden sich derzeit in diesem Stadium.
- Die Rückgangphase markiert das Ende des Technologie-Lebenszyklus. In dieser Phase werden bestehende häufig von neueren Technologien abgelöst. Manche Technologien bleiben jedoch auch ohne grössere Innovationen über Jahrzehnte hinweg relevant. Ein Beispiel dafür ist das Internet. Obwohl es im Laufe der Zeit Weiterentwicklungen und neue Protokolle wie das World Wide Web (www) gab, ist die grundlegende Funktionsweise des Internets im Wesentlichen gleichgeblieben.

## Grafik 2:

Indexierte Wertentwicklung in USD



## KI-Modell auf der Überholspur

Eine Technologie, die aktuell viel Aufmerksamkeit erregt und erhebliche Produktivitätssteigerungen verspricht, ist künstliche Intelligenz (KI). Insbesondere Generative Pretrained Transformers haben aufgrund von Diensten wie ChatGPT von OpenAI grosse Beachtung gefunden. Diese Modelle sind in der Lage, Texte, Bilder und Computercodes zu interpretieren und zu generieren. Allerdings ist es wichtig zu betonen, dass diese Modelle nicht wie ein Mensch verstehen, sondern ihre Antworten auf einem wahrscheinkeitsbasierten Verfahren beruhen. Es ist daher umso bemerkenswerter, dass KI-Modelle bereits heute in einigen Aufgaben menschliche Fähigkeiten übertreffen können.

Obwohl KI-Modelle auf breite Akzeptanz stossen und ChatGPT schon zwei Monate nach der Veröffentlichung über 100 Millionen monatliche Nutzer hatte, wird voraussichtlich einige Zeit vergehen, bis die erwarteten Produktivitätssteigerungen realisiert werden können. Ähnlich wie beim Internet, das viele Jahre benötigte, um sein Potenzial auszuschöpfen, wird KI eine kontinuierliche Weiterentwicklung und Anpassung erfordern, bevor die volle Wirkung sichtbar wird.

Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Das vorliegende Dokument dient zu Informations- und Werbezwecken.

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers  
Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz  
Telefon +41 61 286 66 66  
contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

Verantwortung für Ihr Vermögen.

© Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers