

Schlechte Stimmung in der Realwirtschaft und Euphorie an den Finanzmärkten – Ein Widerspruch von Dauer?

Die Prognostiker der Weltwirtschaft sind mit viel Hoffnung in das neue Jahr gestartet. Die globale Wirtschaft erholte sich von den aussergewöhnlichen Schocks des vergangenen halben Jahrzehnts erstaunlich schnell. Auch die Inflationszahlen waren auf dem Weg des Zwei-Prozent-Zieles. Die Kapitalmarktteilnehmer setzten auf fallende Notenbankzinsen.

Diese optimistische Perspektive wurde mit dem koordinierten Angriff der USA und Israels auf den Iran arg enttäuscht. Der sogenannte «Blitzkrieg» endete in einer veritablen globalen Energiekrise. Die Angreifer haben schlicht übersehen, dass Iran mit der Meerenge von Hormus über eine strategische Position verfügt, die auch mit der stärksten Armee der Welt nicht einfach überwunden werden kann. Die Schliessung dieser Meerenge hat zu einem neuerlichen globalen Angebotsschock geführt, der es notwendig macht, die globalen Inflations- und BIP-Wachstumsraten zu korrigieren. Das Ausmass der Veränderung ist jedoch stark von der Dauer der Schliessung der Meerenge abhängig. Aber bereits jetzt ist offensichtlich, dass der Kaufkraftverlust für die amerikanischen Konsumenten so gross ist, dass die Regierung mit beträchtlichen Verlusten bei den Novemberwahlen rechnen. Trump hat deshalb einen grossen Anreiz, die Übung Iran so schnell wie möglich abubrechen. Nur ein Vertrag, der als offensichtliche Kapitulationsurkunde interpretiert werden könnte, dürfte ihn veranlassen, den Krieg zu eskalieren. Wir halten dies für eher unwahrscheinlich, da er es versteht, Niederlagen als Siege zu kommunizieren.

Anders sieht die Situation an den Aktienmärkten aus. Sie haben, nach einem kurzen Einbruch nach Kriegsbeginn, wieder neue Höchstwerte erreicht. Verschiedene Faktoren haben dazu beigetragen. An erster Stelle ist die Künstliche Intelligenz (KI) zu erwähnen. Anleger sind bezüglich der Leistungsfähigkeit dieser neuen Technologie euphorisch. Dies zeigt sich auch bei der Bewertung von KI-Unternehmen, die an die Börse gehen. So erreichte Space X einen Börsenwert von über 2 Billionen Dollar und dies bei einem Umsatz 2025 von einem Hundertstel (20 Mrd. \$) und einem Verlust von rund 5 Mrd. \$. Es sind jedoch nicht nur die hohen KI-Zukunfts-erwartungen, die auf die anderen Firmen positiv ausstrahlen. Es sind vor allem die hohen Investitionsausgaben, die die KI-Firmen bereits heute für energie- und chipintensive Rechenzentren tätigen. Das Investitionsvolumen der fünf grössten KI-Firmen wird für 2025/26 auf gegen eine Billion Dollar geschätzt.¹ Dieser Investitionsschub hat die negativen Folgen der Zoll- und Militärpolitik der amerikanischen Regierung zu einem guten Teil kompensiert. Zudem erwarten die Anleger von den KI-Anwendungen nicht nur

¹ BIS, Annual Report 2026, S.22

einen höheren Output, sondern auch höhere Margen, da sie tendenziell auch Arbeit ersetzen können. Die gilt noch ausgeprägter für die generative KI, die in einer späteren Phase verspricht, auch kreative und innovative Leistungen des Menschen substituieren zu können. Damit könnten sich die Ertragspotentiale für das Kapital weiter verbessern. Schwieriger dürfte es für den Produktionsfaktor Arbeit werden. Er dürfte seinen Anteil am BIP kaum halten können.

Noch eine Besonderheit der KI-Innovationen gilt es zu beachten. Sie sind äusserst kapitalintensiv. Dies im Gegensatz zu den Innovationen der letzten 30 Jahre, die vor allem auf Wissen aufgebaut waren. So benötigte die Evolution der Computer, des Internet, der sozialen Netzwerke und der Plattformen viel Programm- aber wenig Kapitalinvestitionen. Aus ökonomischer Sicht lassen sich die KI-Investitionen viel eher mit den Erfindungen der Dampfmaschine, der Eisenbahn, der Elektrizität vergleichen. Letztere haben enorme volkswirtschaftliche Wohlstandsgewinne gebracht, aber den Investoren auch grosse Verluste beigelegt. Kapitalintensive Innovationen sind meist durch Skalenerträge charakterisiert, so dass auf eine Phase der Überinvestitionen ein langjähriger Selektionswettbewerb stattfindet, der viele Opfer fordert, so dass am Schluss nur wenige oder gar nur einer übrigbleibt. Diese These scheint auch die KI-Investoren zu motivieren. Sie nehmen über die Börse, den Kapitalmarkt und die stark wachsenden privaten Märkte so viel Kapital auf, dass sie möglichst bald die führende Position einnehmen können. Deshalb stellt sich bereits heute die Frage nach der Nachhaltigkeit dieser Investitionssummen. Sollten darüber Zweifel aufkommen, wären die Korrekturen an den Börsen - angesichts deren hohen Bewertungen – gewaltig. So weit sind wir noch nicht, aber das Risiko muss im Auge behalten werden.

Gefahr droht zudem nicht nur von der Angebotsseite. Auch die Nachfrage könnte für die Investoren zum Stolperstein werden. In dem Ausmasse wie KI menschliche Arbeitskraft ersetzen kann, wird auch das Lohneinkommen weniger als der Output ansteigen. Damit würde die volkswirtschaftliche Nachfrage generell sinken und die Renditen der Investitionen fallen lassen. Sollten sich diese Risiken zu einem späteren Zeitpunkt materialisieren, wäre mit beträchtlichen volks- und finanzwirtschaftlichen Schäden zu rechnen.

Ein weiter Faktor, der die Aktien stützt, hängt mit der Deregulierung in den USA zusammen. Mit dem Entscheid des Obersten Gerichtshof der USA vom 30. Juni 2026, dem Präsidenten die Kompetenz einzuräumen, Chefs von Regierungsbehörden ohne Begründung entlassen zu können, stellt einen Bruch mit einer einhundertjährigen Tradition dar. Derart exponierte Personen, die mit ihren Behörden vielen Bürgern und Unternehmen auf die Füsse treten müssen, geniessen in den meisten westlichen Demokratien einen besonderen Schutz und zwar unabhängig von ihrer politischen Zugehörigkeit. Man denke nur an die Behörden, die für den Umweltschutz, den Wettbewerb, den Gesundheitsschutz usw. verantwortlich sind. Mit der Auswechslung dieser strategischen Positionen, dürfte sich der Freiraum für unternehmerische Aktivitäten ausweiten und sei es nur, dass behördliche Vorschriften sich viele ungeliebte Vorschriften weniger aktiv kontrolliert und umgesetzt werden. Mit dieser Massnahme dürfte das jahrzehntelange Bemühen jener Ordnungspolitiker, die die externen Kosten in die Marktwirtschaft zu integrieren versuchten, schrittweise rückgängig gemacht werden.

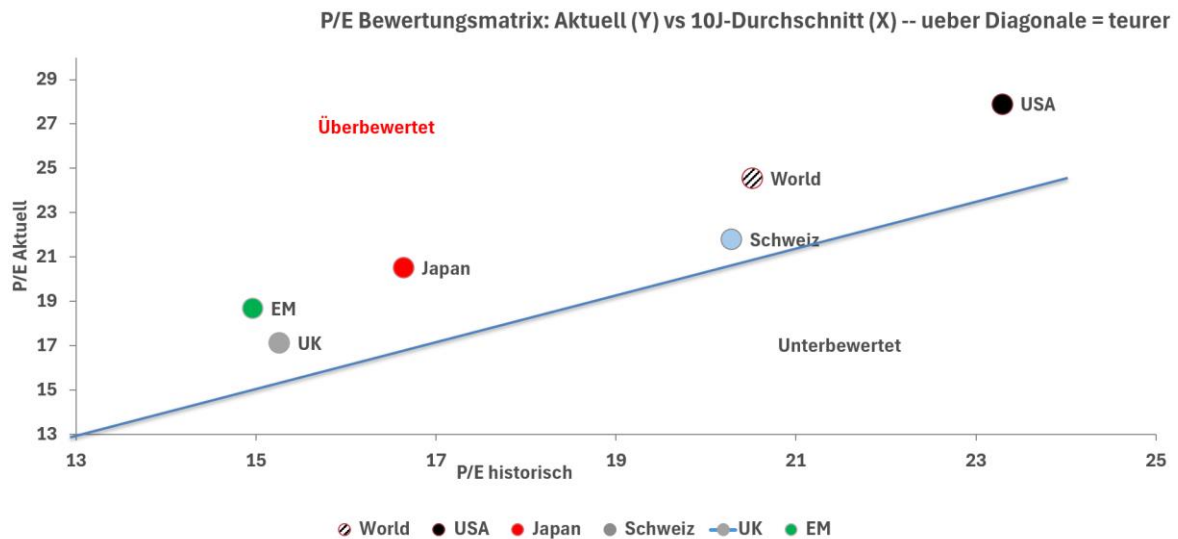
Nimmt man weiter an, dass der US-Präsident alles Interesse hat, den Konflikt mit dem Iran nicht eskalieren zu lassen und die Strasse von Hormus offen zu halten, was immer der Preis sein dürfte,

sinkt auch das Risiko, dass sich die Inflation verfestigt. Damit kann spätestens anfangs 2027 wieder mit fallenden Zinsen gerechnet werden.

Mit dem Irankrieg hat auch der Dollar wieder an Wert zugelegt. Wer jedoch auf eine dauerhafte Trendwende hofft, dürfte wohl schon bald wieder enttäuscht werden. Denn die strukturellen Faktoren, die den Dollar belasten, haben sich nur unwesentlich verändert. Die Zölle auf Importwaren lösen das grundsätzliche Problem des Ungleichgewichtes zwischen Sparen und Investieren nicht. Mit dem hohen Budgetdefizit von rund 5 Prozent des BIP wird dieses Ungleichgewicht noch vergrößert. Damit wächst die Auslandverschuldung der USA weiter an. Es ist deshalb eine Frage der Zeit bis wieder Zweifel aufkommen, ob die USA auch gewillt sind, ihren Verpflichtungen nachzukommen. Mittelfristig spricht auch die konjunkturelle und monetäre Entwicklung nicht zugunsten des Dollars. Europa und Asien haben unter der Sperrung der Meerenge von Hormus besonders gelitten. Sie weisen ein höheres Rekuperationspotenzial auf als die USA. Dies dürfte zu einer Verringerung der Zinsdifferenz zwischen den USA und Europa führen, wobei Europa das neutrale Niveau der Kurzfristzinsen kurzfristig und vorsorglich verlassen dürfte, während die USA noch deutlich restriktiver positioniert sind.

Angespannt bleibt jedoch die Situation der staatlichen Finanzen, da kaum Raum für die nötige Konsolidierung gegeben ist. Im Gegenteil: An der Erhöhung der Militärausgaben – insbesondere in Europa – führt im laufenden Jahrzehnt kein Weg vorbei. Der Handlungsspielraum für die Geldpolitik bleibt damit eingeschränkt. Allfällige Zinserhöhungen würden die fiskalische Situation weiter verschlechtern und dem Druck der Regierungen aussetzen. Befürchtungen, der neue Chef des FED, Kevin Warsh, könnte dem Druck Trumps nach tieferen Zinsen Folge leisten, haben sich bisher nicht bestätigt. Im Gegenteil. Er hat in Aussicht gestellt, die von ihm vertretenen Thesen zur Geldpolitik durch Analyseteams bearbeiten zu lassen. Das wird dauern. Wir erwarten deshalb keine Konzeptänderungen vor Ende Jahr.

Insgesamt stützt der von den USA ausgehende Trend Richtung Externalisierung von Kosten der Unternehmen auf die Allgemeinheit den Wert der Unternehmen. Vielversprechend sind auch die Innovationen im KI-Bereich. Sie dürften die Wachstumsraten der Weltwirtschaft auf ein höheres Niveau anheben oder gar – im Falle der generativen KI – exponentiell ansteigen lassen. Kapital wird dabei der grosse Gewinner sein. Es dürfte seinen Anteil am BIP deutlich erhöhen. Diese hohen Erwartungen sind jedoch in den aktuellen extremen Bewertungen der KI-Unternehmen bereits eingebaut.



Bereits kleine Revisionen der Erwartungen könnten schnell zu grossen Korrekturen führen. Auch neue Schocks in der Weltwirtschaft oder eine Eskalation der laufenden Kriege, die zu Lieferengpässen und einer neuerlichen Inflationswelle führten, würden - über das Bremsmanöver der Notenbanken - zu einem Einbruch an den Aktienmärkten führen. So weit sind wir noch nicht. Erhöhte Wachsamkeit ist aber angezeigt. Eine Änderung der langfristigen Strategie drängt sich aber nicht auf. Überbewertungen können nämlich ein langes Leben haben.

So viel zu den grossen Linien.

Mit herzlichen Grüssen

Prof. Dr. Josef Marbacher





Anlagestrategie 3. Quartal 2026

sensusPLUS

Anlagesitzung vom: 17.06.2026

		Anlagestrategie							
Anlagekategorie		Einkommen	+/-	Ausgewogen	+/-	Wachstum	+/-	Kapitalgewinn	+/-
Defensiv	Liquidität	8%	0%	7%	0%	5%	0%	5%	0%
	Festverzinsliche Anlagen inkl. Obligationenfonds	60%	0%	35%	0%	15%	0%	0%	0%
Offensiv	Aktien inkl. Aktienfonds + ETF	25%	0%	50%	0%	70%	0%	85%	0%
	Andere Anlagen Immobilien, Rohstoffe, Gold, strukturierte Produkte usw.	7%	0%	8%	0%	10%	0%	10%	0%
		100%		100%		100%		100%	

Weitere Rahmenbedingungen

Referenzwährung:

Schweizer Franken (CHF)

Währungsanteile:

CHF min. 50 %
EUR max. 20 %
USD max. 20 %
GBP max. 15 %
Übrige max. 20 %
(pro Währung max. 10 %)

**Bei den Anlagekategorien
sind Abweichungen von
+/- 5 % möglich.**

Die wirtschaftlich negativen Auswirkungen vom Iran-Konflikt und Störungen im Energiehandel sind eher überraschend im Q2-26 begrenzt geblieben. Die Investitionen in Verteidigung, Lieferketten und der boomende Aufbau der KI-Infrastruktur werden auch im zweiten Halbjahr für das Wachstum und anhaltende Kapitalnachfrage sorgen. Die Kehrtwende in der Geldpolitik lässt aktuell auf keine Zinssenkungen hoffen.

Aktuell gibt es für uns keine Gründe unsere Aktienquoten zu verringern. Eine strenge Diversifikation ist weiterhin angebracht. Durch eine attraktive Bewertung und sinkende Energiepreise gelten europäische und asiatische Werte als aussichtsreiche «Nachzügler». Substanzwerte statt reine Wachstumsaktien rücken wieder etwas mehr in den Vordergrund.

Die US-Dollarstärke dürfte wohl nicht nachhaltig sein und ist mit Vorsicht zu betrachten.

«Wer starr an der Börse im Sommer aussteigt, verpasst die fortlaufende Dynamik»