

### **Weltwirtschaftliche Schocks haben das vergangene halbe Jahrzehnt geprägt. Können wir von der zweiten Hälfte mehr erwarten?**

Die Welt hat in der ersten Hälfte des Jahrzehnts eine beispiellose Kaskade von Schocks erlebt.

Zuerst die globale Pandemie, die viele Arbeitskräfte gehindert hatte, am Arbeitsplatz zu erscheinen. Dann folgte ein Nachfrageboom, mit dem der erzwungene Konsumverzicht während der Pandemie kompensiert werden sollte. Danach der Ukrainekrieg mit gravierenden Folgen für die Energiemärkte. Europa wurde davon besonders heftig betroffen, da die Energielieferungen aus Russland schlagartig zum Erliegen kamen.

Rückfälle bei der Bekämpfung der Pandemie führten zu grossen Unterbrüchen bei den Lieferketten. Sie hatten weitreichende Produktionsausfälle in fast allen Branchen zur Folge. Das fehlende Angebot erlaubte es den Firmen, die Margen und die Preise deutlich zu erhöhen. Ein Sachverhalt, der sich sowohl in den USA als auch in Europa in Inflationszahlen nahe dem zweistelligen Bereich zeigte. Dies veranlasste insbesondere die amerikanische Notenbank zu einem schockartigen Bremsmanöver, dem auch die Europäische Zentralbank folgte.

In der Zwischenzeit hat sich die weltweite Produktion wieder erholt und die Inflationszahlen sind auf das gewünschte Niveau von 2% zurückgekehrt. Einzig in den USA hat der Zollschock des letzten Jahres die Inflation auf gegen 3% gehalten.

Insgesamt haben die 5 Schocks zu hohen volkswirtschaftlichen Kosten geführt. So hat die Pandemie nicht nur zu überdurchschnittlich hohen Todesfällen und hohen Produktionsausfällen geführt, sondern die Staaten sahen sich auch gezwungen, beispiellose Hilfspakete zu schnüren, um einen Kollaps der Wirtschaft zu verhindern. Dadurch ist die Verschuldung der OECD-Staaten von rund 95% auf 100% des BIP angestiegen. Ein Spitzenwert in Friedenszeiten. Eine Last auch, die den Handlungsspielraum der Staatengemeinschaft stark einschränken dürfte. Zu den Verlierern der Schocks gehört auch die Mehrheit der Bevölkerung, die ihre Ersparnisse auf Bankkonten und in Obligationen angelegt hat. Sie verloren real gegen 20% ihres Vermögens, da die kumulierte Inflation in der OECD in den letzten 5 Jahren über 20 % betrug (Schweiz rund 8%). Auf der Gewinnerseite standen all jene, die Hypotheken besaßen, die sich im Ausmass der Inflation entwertet haben. Am meisten profitiert haben jedoch Unternehmen, die die Schocks mittels Margenerhöhung ausschöpfen konnten und die in der Regel zudem mit Fremdkapital finanziert sind. Dies erklärt auch, weshalb Aktien über die letzten 5 Jahre überdurchschnittliche Renditen erzielten. Zu diesem glänzenden Resultat haben aber auch die positiven Schocks jener Innovationen beigetragen, die unter dem Begriff der «Künstlichen Intelligenz» zusammengefasst sind. Die Anbieter dieser Technologien versprechen hohe

Produktivitätsgewinne für nahezu alle Branchen. Aufgrund der hohen Anfangsinvestitionen, werden nur wenige Anbieter in der Lage sein, ein qualitativ hohes Angebot bereitzustellen. Dieser begrenzte Wettbewerb lässt hohe Gewinnraten erwarten. Die heutigen Kurse dürften ihnen aber mehr als Rechnung tragen.

Dieser kurze Rückblick zeigt jedoch, dass globale Schocks für viele verlustreich oder gar tragisch verlaufen können, andererseits auch viele Gewinner kennt. Vor allem die Aktionäre haben über höhere Gewinne von den Angebotsverknappungen profitieren können. So hat sich der amerikanische Aktienindex in den vergangenen fünf Jahren nahezu verdoppelt.



## 2026 beginnt wieder mit einem Paukenschlag.

Auslöser ist der vor Kurzem von der amerikanischen Regierung herausgegebene Strategiebericht zur Nationalen Sicherheit («National Security Strategy», Nov. 2025).

Der deutsche Historiker, Andreas Rödder, bezeichnet die darin skizzierte Strategie als «Paradigmawechsel». Im Kern geht es dabei um den Souveränitätsbegriff eines Staates. Seit über 100 Jahren definiert die amerikanische Regierung diesen Begriff, wie er in den meisten Verfassungen und im Europäischen Völkerrecht festgehalten ist. Nämlich als Letztentscheidungsrecht innerhalb des Staates und nach aussen als Unabhängigkeit und Unversehrtheit eines Staates innerhalb der Staatengemeinschaft. Kein Stärkerer soll das Recht haben, einen Schwächeren zu überfallen und in Besitz zu nehmen, wie dies im Falle Iraks geschehen ist, als Saddam Hussein Kuwait überfiel und annektierte. Zurecht argumentierte Bush damals, dass die «Herrschaft des Rechts, das Gesetz des Dschungels» ersetzen müsse.<sup>1</sup>

Die neue Administration verwirft diesen Souveränitätsbegriff und postuliert ausdrücklich, dass nur souverän ist, wer die Macht besitze, diese auch zu garantieren. Staaten haben diese neue Realität zu beachten. Sie bewegen sich in einem Umfeld, das nicht mehr durch internationale Absprachen gekennzeichnet ist, sondern durch die Prinzipien der Evolution.

Im Strategiebericht wird ausdrücklich festgehalten, dass es keiner anderen Macht gelingen soll, die Führung in der Welt zu übernehmen. Unbestrittene Führung soll in den Bereichen Militär, Industrie und Energie sichergestellt werden.<sup>2</sup>

Zugleich wird der Einflussbereich der USA neu definiert. Im Zentrum steht dabei «die westliche Hemisphäre», die auch den Pazifik und den Atlantik umfasst. In diesem Bereich gilt die Dominanz der USA als uneingeschränkt. Es wird keiner anderen Macht mehr gestattet, Positionen aufzubauen, die

<sup>1</sup> Andreas Rögger, NZZ, 21. Dez 2025, S.24

<sup>2</sup> Strategiebericht, S.3

für die Entfaltung der USA ein Hindernis darstellen könnte. (Strategiebericht, S. 15: “We will deny non-Hemispheric competitors... to own or control strategically vital assets, in our Hemisphere. This “Trump Corollary” to the Monroe Doctrine is a common-sense and potent restoration of American power...”

Die Umsetzung der neuen Strategie wird zügig an die Hand genommen. So ist Venezuela, das Land mit den weltweit grössten Erdölreserven, anfangs Januar 2026 «vorübergehend von den USA übernommen worden», Ein Sachverhalt, der von der NZZ am Sonntag wie folgt gewertet worden ist: « Das ist eine enorme Ansage. Die USA wollen wieder gleichsam Kolonialmacht in der westlichen Hemisphäre sein.»<sup>3</sup>

Die Ausschöpfung dieser Potenziale soll voraussichtlich über die Vergabe von Bohr-Lizenzen an amerikanische Ölfirmen erfolgen. Die amerikanischen Bürger werden dies zu schätzen wissen, denn tiefere Energiepreise sind erklärtes Ziel der neuen Strategie.

Auch für Europa sieht der Bericht eine Kehrtwende zur Strategie der letzten Jahrzehnte dar. Er muss als eigentliche Scheidungsurkunde interpretiert werden. Folgeschwer dürfte der Hinweis sein, dass Europa in Zukunft für die eigene Sicherheit zu sorgen habe. Damit ist nicht nur die konventionelle, sondern auch die nukleare Verteidigungsbereitschaft Europas gefährdet. Es werden in den nächsten Jahrzehnten enorme Anstrengungen erforderlich sein, um die Souveränität Europas wieder herstellen zu können.

Eine weitere Strategieänderung dürfte zu Zielkonflikten mit Europa führen, nämlich die Absage an internationale Vereinbarungen und die gleichzeitige Betonung nationalen Gedankenguts.<sup>4</sup>

Europa wähnt er ausdrücklich auf dem falschen Weg,<sup>5</sup> wenn festgehalten wird, dass der Integrationsprozess der EU die Nationen an ihrer Entfaltung hindere.<sup>6</sup> Zudem wird gleich erklärt, was die USA wünschen: Nämlich die Abkehr vom eingeschlagenen Weg.<sup>7</sup> Oder wie Andreas Bernath es formuliert: «Trumps USA wollen deshalb Gleichgesinnte in Europa unterstützen.

Im Klartext: antipluralistische Rechtsausserparteien und illiberale Demokratien wie Ungarn.»<sup>8</sup> Zudem darf sich Europa nicht an feindliche Staaten anlehnen, um die Sicherheitsinteressen der USA nicht zu

---

<sup>3</sup> Andreas Bernath, NZZaS, 4.1.2026, S. 20

<sup>4</sup> “We stand *for* the sovereign rights of nations, *against* the sovereignty-sapping incursions of the most intrusive transnational organizations...” (Sicherheitsbericht, S. 9)

<sup>5</sup> Wenngleich sie (die Autoren, d. Verf.) keine Staaten nennen, die Amerika bedrohen könnten, konzentrieren sich die Autoren auf eine feindliche Ideologie. Nicht auf den chinesischen

Kommunismus, nicht auf die russische Autokratie oder den islamischen Extremismus, sondern auf die europäische liberale Demokratie. Das ist es, wovor diese radikale Fraktion wirklich Angst hat:

Menschen, die von 'Intransparenz, Rechenschaftspflicht, Bürgerrechten und Rechtsstaatlichkeit sprechen. (Anna Appelbaum, NZZ, 5. Jan. 2026, S.19)

<sup>6</sup> “The larger issues facing Europe include activities of the European Union and other transnational bodies that undermine political liberty and sovereignty, migration policies that are transforming the continent and creating strife, censorship of free speech and suppression of political opposition, cratering birthrates, and loss of national identities and self-confidence.” (Sicherheitsbericht, S.25)

<sup>7</sup> “Our goal should be to help Europe correct its current trajectory. We will need a strong Europe ... to prevent any adversary from dominating Europe.” (Sicherheitsbericht, S.26)

<sup>8</sup> Andreas Bernath, NZZaS, 7. Dez. 2025, S. 22

gefährden. Gemeint ist dabei China, zu dem der Kongress im November einen weiteren Bericht<sup>9</sup> ausgearbeitet hat, der China als grössten Herausforderer der US bezeichnet.<sup>10</sup>

Im Moment ist es schwierig zu skizzieren, wo der Machtrausch Trumps ein Ende finden könnte. Nimmt man das Machtgefälle, das zwischen den USA und den meisten anderen Staaten besteht, ist für asymmetrische Deals fast keine Grenze gesetzt. Angedacht sind bereits Gebietsansprüche gegenüber mehreren Nachbarstaaten. Ökonomen bezweifeln zudem, dass mit den Zöllen das Handelsbilanzdefizit der USA dauerhaft beseitigt werden kann. Einen grossen Hebel zu Vermögensverschiebungen besitzt die Regierung auch bei den extrem hohen Schulden. Deren Umschuldung könnte für die nationale Sicherheit als unabdingbar bezeichnet werden. Dies umso mehr als die Handelsbilanz-Überschussländer für die hohe Aussenverschuldung der USA verantwortlich gemacht werden könnten.

Wie die Staatengemeinschaft auf diesen Machtmissbrauch reagieren wird, ist völlig offen. Im Moment scheinen alle blockiert zu sein. Wie in den meisten Fällen, wo Gewalt zur Anwendung gelangt, herrscht vorerst eisiges Schweigen. Jeder duckt sich vor dem Gewaltanwender, da Aufbäumen nur neue Schläge provoziert. Über kurz oder lang, werden sich die betroffenen Staaten zusammenraufen müssen und dem wohlstandsschädigenden Verhalten ein Ende setzen. Vorerst wohl durch moralische Missbilligung und in einer zweiten Phase mit kollektivem sicherheits- und wirtschaftspolitischem Handeln. Zumindest die EU ist in dieser Hinsicht gefordert. Der erste Test könnte sich bereits ergeben, wenn Trump europäisches Territorium annektieren sollte.

Gefahren gehen jedoch von der Geldpolitik aus. Da Trump weder Verfassungsregeln noch institutionelle Regeln der guten Regierungsarbeit akzeptiert, müssen wir auch annehmen, dass er nichts mit dem intellektuellen Konzept der «Unabhängigkeit der Notenbank» etwas anfangen kann. Wir müssen deshalb davon ausgehen, dass der Nachfolger von Powell ein loyaler Trumpanhänger sein wird, der die Wünsche des Präsidenten vom Mund ablesen wird. Und die sind längst bekannt: nämlich tiefere Zinsen. Zusammen mit der expansiven Fiskalpolitik könnte sich somit ein gefährlicher Cocktail entwickeln.

Den demokratie- und aussenpolitisch fragwürdigen Trends stehen aber wirtschaftspolitische Sachverhalte gegenüber, die anlagepolitisch von erheblicher Bedeutung sind.

Erstens hat Trump verschiedentlich gezeigt, dass er seine Entscheidungen immer auch am Gradmesser der Börse beurteilen lässt. So hat er seine zweite Kandidatur für das Präsidentenamt unter anderem mit dem guten US-Börsenverlauf begründet. Auch den Zoll-Paukensschlag vom April des vergangenen Jahres hat er sofort wieder zurückgenommen, nachdem die Investoren die weltweiten Aktienkurse um rund 20% haben einbrechen lassen. Wir gehen deshalb davon aus, dass er alles in seiner Macht stehende tun wird, um allfällige Börsenverluste ausgleichen zu können.<sup>11</sup>

Zweitens hat die Regierung ein Fiskalpaket verabschiedet, das wesentliche Erleichterungen für Unternehmen vorsieht und ihre Gewinnchancen entsprechend erhöht. Auch die auf importierten Gütern erhobenen Zölle erhöhen den Preissetzungsspielraum für einheimische Anbieter. Preis- und Margenerhöhungen werden die Folge sein. Drittens hat die Abkehr von der Energiewende zu einem eigentlichen Boom bei den fossilen- und nuklearen Produktionsanlagen in Gang gesetzt und die Energiepreise stark fallen lassen. Damit hat sich die Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Industrie wesentlich verbessert. Mit diesem Schritt ist ein Jahrzehnt langer Kampf zur Internalisierung externer Kosten (Krankheits- und Umweltschäden) ins marktwirtschaftliche System abrupt rückgängig gemacht worden.

Viertens werden viele Behörden mangels Personals und reduzierter Kompetenzen ihre Aufsichts- und Kontrolltätigkeit nur mehr begrenzt ausüben können. Das gibt Freiräume für die unternehmerische Tätigkeit aber auch mehr Verantwortung und Risiken für die Konsumenten und Arbeitnehmer.

---

<sup>9</sup> U.S.-China Economic and Security Review Commission: 2025 Report to Congress, Nov. 2025 (China-Review)

<sup>10</sup> "Taken together, these actions form a coordinated strategy to prepare China for the possibility of potential conflict while steadily seeking to erode U.S. deterrence and the resilience of allied security networks" (China-Review, S.19)

<sup>11</sup> Ökonomen sprechen deshalb zu Recht von einem Trump-Put.

Fünftens hält diese Regierung wenig vom marktwirtschaftlichen Wettbewerb. Unternehmen haben jetzt grössere Freiheiten, monopolistische Strukturen und Kartelle hochzufahren. Grosskonzerne werden von Regierung gar gefördert, da sie in der Lage sind, Monopolrenten auch im Ausland abzuschöpfen. Ausländischen Staaten, die versuchen, solche Gebilde auf ihrem Territorium zu regulieren, werden gar mit Sanktionen bedroht.

Dieselben Unternehmen haben auch die volle Unterstützung der Administration bei der Entwicklung der Strategie für die künstliche Intelligenz (KI), sei es für die Beschaffung von Land, Energie, Verflechtungsverträge und Lizenzen.

Insgesamt kann man wohl festhalten, dass diese Administration den Regierungsapparat weitgehend in den Dienst der Unternehmen stellt.

Viele dieser Gewinnchancen sind im letzten Jahr in die Bewertung amerikanischer Aktien geflossen. Sie sind jetzt deutlich höher bewertet als die Unternehmen in den anderen Regionen. Anlass sie stärker zu berücksichtigen, ist damit nicht gegeben, da die Risiken eines politischen Rückschlages für die Trump-Strategie mit den Zwischenwahlen im November nicht gering zu veranschlagen sind.

Für Europa und den Rest der Welt bedeutet der Systemwechsel der Amerikaner von der internationalen Rechtsordnung zu einer machtorientierten Ordnung, dass sie alle viel Geld in die Hand nehmen müssen, um ihre Souveränität wieder erlangen zu können.

Das wird zu grossen staatlichen Investitionsprogrammen führen, die die bereits hohe Verschuldung der meisten Staaten weiter ansteigen lassen. Für Obligationen sind das mittelfristig nicht die besten Aussichten. Da in solchen Phasen mit steigenden Inflationsraten und Zinsen zu rechnen ist, verlieren Nominalwerte wie Bankguthaben und Obligationen an Wert. So weit sind wir noch nicht, aber es empfiehlt sich, sich rechtzeitig darauf einzustellen. Hingegen reduzieren wir die amerikanischen Obligationen von neutral auf leicht untergewichtet. Damit soll dem Risiko Rechnung getragen werden, dass die USA die Halter ihrer Staatspapiere nicht voll abgelten.

Zudem ruft der geopolitische Paradigmenwechsel auch zu Vorsicht bei der Vermögensallokation auf. Da kleinere Staaten sich schlechter verteidigen können, sind sie auch leichter erpressbar. Deshalb kommt der breiten Diversifikation des Aktienvermögens grössere Bedeutung zu. Zu viele Portfolios sind immer noch mit einem zu grossen Anteil im Heimmarkt investiert. Das gilt es zu korrigieren.

Was wir mit diesen materiellen Vorsichtsmassnahmen nicht lindern können, ist der Schmerz, den der Verlust eines guten Freundes erzeugt, der sich von den gemeinsam verteidigten Idealen der Demokratie, der Freiheit, der Menschenrechte und Souveränität der Staaten verabschiedet und sie durch rohe Gewalt ersetzt.

Das dürfen wir jedoch nicht einfach so hinnehmen. Das verdient einen gewaltigen moralischen Aufschrei, wie ihn die Notenbanken kraftvoll vorgemacht haben.

So viel zu den grossen Linien.

Die Details der Vermögensallokation können Sie der folgenden Tabelle entnehmen. Die ausführliche Dokumentation, die dem Entscheidungsprozess zugrunde liegt, erhalten Sie über Ihren Berater.

Mit herzlichen Grüssen

Prof. Dr. Josef Marbacher



## Anlagestrategie 1. Quartal 2026

sensusPLUS

Anlagesitzung vom: 18.12.2025

		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 Weltwirtschaft dürfte auch in den kommenden beiden Jahren moderat wachsen. Regional wird das Wachstum dabei heterogener. Die Dynamik in den USA und China könnte sich verlangsamen und im Euroraum und der Schweiz eine Erholung einsetzen. Auch die Inflationsaussichten sind unterschiedlich. In Europa dürfte die Teuerungsrate auf niedrigem Niveau bleiben. Dagegen könnte für die USA die Inflation 2026 ansteigen und auf erhöhten Werten verharren.

Die Bewertung von Schweizer Aktien ist weiterhin interessant, auch gegenüber CHF-Obligationen. Die Gewinnerwartungen sind realistisch. Auch für Europa sehen wir wie bei den Aktien gute Anlagechancen.

Der Schweizer Franken wertet unseres Erachtens weiter auf, da auch der steigende Einfluss von der US-Regierung auf die Notenbank zunehmen wird und neben der hohen US-Inflation zu einer weiteren Dollarschwäche führen könnte.

In diesem Umfeld sind Realwerte, wie gewisse Aktien (Dividendentitel), Immobilien und Rohstoffe gesuchter. Auch im 2026 wird es sich lohnen, breit investiert zu bleiben.