

ZEITEN DER EXTREME

Weltuntergang, ökonomischer Herzinfarkt, stürmischer Fortschritt, spektakuläres Wachstum – alles scheint heute möglich. Doch Alarmismus ist fehl am Platz. Anlegerinnen und Anleger sollten auf alles gefasst sein, aber gelassen bleiben.

“2028 geht die Welt unter». So prangte es unlängst auf der Frontseite des Sonntagsblatts der Neuen Zürcher Zeitung – und darunter, etwas kleiner, «oder noch früher». Es folgt eine Aufzählung der grössten Sorgen unserer Zeit: Ein Krieg gegen Russland und China, eine Erderwärmung von mehr als 1,5 Grad, eine globale Finanzkrise, eine ausser Kontrolle geratene künstliche Intelligenz, ein Aufstieg der autoritären Rechten. Die Stimmung im Herbst 2025 ist in der Tat etwas angespannt: In Frankreich ist schon wieder eine Regierung daran gescheitert, die aus dem Lot geratenen Staatsfinanzen nicht noch schlimmer werden zu lassen, und in Deutschland macht angesichts von politischer Unzufriedenheit und ökonomischer Verunsicherung die Frage nach einem «Plan B» die Runde – für den Fall, dass alle Stricke reissen. In Amerika schliesslich lässt einer der bekanntesten Gurus an der Wall Street, Ray Dalio, mit der Prognose aufhorchen, dass in ein bis fünf Jahren der Schuldenkollaps anstehe, in den USA, aber auch in vielen anderen Ländern. Er legt seine These in einem neuen Buch namens «How Countries go Broke» mit historischen und

aktuellen Beispielen ausführlich dar. Entscheidend, so Dalio, sei der Schuldendienst, der bei hoher Verschuldung untragbar und schliesslich zum ökonomischen «Herzinfarkt» führen würde.

An den Finanzmärkten allerdings, und das haben wir in letzter Zeit schon einmal festgestellt, ist bislang nicht viel von Weltuntergangsstimmung zu spüren. Als Ökonomen schauen wir gerne auf die an Märkten tatsächlich bezahlten Preise – sie erscheinen uns zuverlässiger als Umfragen oder Medienberichte. Entsprechend sehen wir bei Aktien generell eine Art fragiles, aber positives Momentum. Die wichtigsten Indices sind seit Jahresbeginn mehr oder weniger deutlich im Plus, wenn auch nur in den jeweiligen Lokalwährungen. Und auch die meisten Anleihenmärkte signalisieren sinkende oder stabile Zinsen und erwarten vorläufig keinen Anstieg der Inflation. In Summe scheinen die Akteure an den wohl grössten und effizientesten Informationsverarbeitungsmaschinen für Wirtschaft und Politik somit auch weiterhin nicht besonders besorgt zu sein: Im Aggregat bleiben sie investiert oder kaufen punktuell zu.

Schuldenimplosion?

Aktuell senden die wichtigsten und liquidesten Märkte der Welt also keine klaren Warnsignale aus, vielleicht mit Ausnahme des US-Dollars, der seit Anfang 2025 um deutlich mehr als 10 Prozent nachgegeben hat. In gewissen Bereichen gibt es jedoch bemerkenswerte Entwicklungen. Auffallend ist bekanntlich der Goldpreis, der traditionell als



Krisenindikator gilt. Dieser ist seit Anfang 2024 in US-Dollar um rund 80 Prozent gestiegen (in CHF und EUR: + 70%), seit Januar 2025 um rund 40 Prozent (in CHF und EUR: +25%). Der Goldmarkt umfasst allerdings geschätzt kaum mehr als ein Prozent des globalen Volumens an Aktien und Anleihen.

Einiges an Aufmerksamkeit ist in den letzten Wochen einem anderen Markt zuteil geworden, der sonst eher von Spezialisten beobachtet wird: 30-jährige Staatsanleihen. Wie unsere Grafik zeigt, sind die Renditen in den USA, Frankreich und Deutschland entgegen dem langfristigen Trend und bei aktuell eher fallenden Inflationszahlen deutlich gestiegen. Auffällige Ausnahme sind die 30-jährigen Obligationen der Eidgenossenschaft.

RENDITE 30-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN 2007-2025

SCHWINDENDES VERTRAUEN?



Quelle: Bloomberg. Renditen der jeweiligen Indices für 30-jährige Staatsanleihen von Januar 2007- Ende August 2025.

Steigende Renditen für Staatsanleihen signalisieren zunächst einmal eines: Anlegerinnen und Anleger verlangen eine höhere Risikoprämie für Geld, das sie verleihen. Der naheliegendste Grund wäre mangelndes Vertrauen in die Fähigkeit oder den Willen des Staates, den Kredit dereinst zurückzuzahlen. Angesichts der inzwischen in fast allen grossen Volkswirtschaften enormen Verschuldung überrascht es nicht, dass die Angst vor einem offenen Schuldenschnitt oder schleichender Inflationierung und finanzieller Repression zunimmt. Dennoch sei erwähnt, dass es auch andere Gründe für steigende Renditen (bzw. Zinsen) geben kann, etwa die Erwartung eines stark erhöhten Investitionsbedarfs aufgrund der digitalen Revolution und damit steigenden Knappheiten beim Kapital.

Wachstumsexplosion?

Das Bild einer Welt mit einem massiv höheren Investitionsbedarf und der Perspektive von entsprechend deutlich ansteigenden Zinsen wurde unlängst in einem Spezialbericht des britischen Wirtschaftsmagazins «Economist» gezeichnet. Hintergrund ist die Vorstellung, dass der technologische Fortschritt eine sogenannte künstliche allgemeine Intelligenz (AGI) hervorbringen könnte. Dabei handelt es sich um Computerprogramme, die jede intellektuelle Aufgabe des Menschen lernen und ausführen können. Wenig überraschend löst eine solche Vorstellung multiple Ängste aus. Doch es lohnt sich, diese insbesondere im amerikanischen Silicon Valley stark verbreitete Idee einmal rein ökonomisch durchzudenken.

Die von Robert Solow im letzten Jahrhundert entwickelte klassische Wachstumstheorie in der Ökonomie basiert auf drei Inputfaktoren: Kapital, Arbeit und Technologie. Über Jahrhunderte war die Arbeit der wesentliche und alles limitierende Faktor für die Entwicklung der Wirtschaft. Ergebnis war eine weitgehende Stagnation – bis zur Erfindung der Dampfmaschine Anfang des 18. Jahrhunderts. Die zunehmende Bedeutung von Technologie und Kapital führte dazu, dass die globale Wirtschaft im 20. Jahrhundert durchschnittlich mit 2,8 Prozent pro Jahr wuchs. Dies bedeutete eine Verdoppelung der Produktion alle 25 Jahre und erzeugte den Wohlstand, den wir heute kennen.

Dies könnte sich jedoch noch dramatisch beschleunigen. In einer Ende 2023 erschienenen Studie stellt der in San Francisco beheimatete Think Tank Epoch AI die These auf, dass die künstliche allgemeine Intelligenz eine Explosion an Ideen und Produktionsmöglichkeiten auslösen könnte. Innovationsprozesse würden enorm beschleunigt werden, menschliche Arbeit als limitierender Faktor in der Produktionsfunktion praktisch wegfallen. Benötigt würde ausser Innovation viel Kapital, um genügend Energie und Infrastruktur bereitstellen zu können. Das Wirtschaftswachstum würde buchstäblich explodieren, von jährlichen Wachstumsraten zwischen 20-30 Prozent ist die Rede. So könnte eine konstante technologische Innovation das gesamte Koordinatensystem der Wirtschaft neu kalibrieren: «Heureka, den ganzen Tag lang».



Epoch AI schätzt, dass die Automatisierung von einem Drittel aller Tätigkeiten in einem ersten Schritt ein BIP-Wachstum von 20 Prozent generieren könnte. Die Autoren weisen zwar auf eine Reihe von Faktoren hin, die einer solchen Entwicklung entgegenstehen. Dennoch gilt: Wenn auch nur ein Bruchteil davon eintreten sollte, könnte es an den Finanzmärkten in nächster Zeit durchaus auch die ein oder andere positive Überraschung geben. Ist es das, was die Aktienmärkte bewegt und dafür sorgt, dass die Bewertungen in den USA erneut auf dem höchsten Stand seit der Finanzkrise von 2007-2009 stehen (siehe Grafik)?

KURS-GEWINN-VERHÄLTNISSSE 2007-2025

ZU HOCH BEWERTET?



Quelle: Bloomberg, Daten für Januar 2007- Ende August 2025. Gezeigt wird die Forward PE Ratio, die auf dem Verhältnis zwischen erwarteten Gewinnen der Unternehmen und aktuellem Preis basiert.

Zweifellos signalisieren die Kurse am US-Markt hohe Erwartungen in Bezug auf zukünftige Gewinne der Unternehmen. Dennoch sind sie weit davon entfernt, die oben beschriebene Wachstums-explosion einzupreisen. Die Bewertungen sind hoch, aber nicht alarmierend. Mag sein, dass bei der einen oder anderen Firma eine gewisse Phantasie in den Kursen steckt. Anders als in der «Dot-com-Blase» Anfang der 2000er Jahre verdienen die heutigen Treiber der Innovation jedoch gutes Geld. Firmen wie Apple, Google, Microsoft oder auch die deutlich höher bewertete Nvidia weisen satte Gewinnmargen von über 20 Prozent aus. Sie verfügen über ein funktionierendes Geschäftsmodell, solide Zahlen und ordentliche Wachstumsraten. Kurz: Noch scheinen längst nicht alle Investoren die kühnen Visionen aus Silicon Valley zu teilen.

Aufmerksamkeit und etwas Gelassenheit

Weltuntergangssängste einerseits, stürmischer Fortschritt andererseits. Zwischen den Extremszenarien erscheint in der heutigen Zeit alles möglich, Prognosen wären vermessen und eine unzulässige Anmassung von Wissen. Nicht einmal der derzeit weitherum erwartete Trend fallender (oder zumindest stagnierender) Zinsen erscheint vor diesem Hintergrund in Stein gemeißelt. Was also tun?

Fakt ist zunächst, dass die Staatsverschuldung fast überall aus dem Ruder gelaufen ist. Dies hat in der Vergangenheit oft zu finanzieller Repression geführt, in der Schulden durch eine Kombination von niedrigen kurzfristigen Zinsen und einer etwas höheren Inflation schleichend abgebaut werden sollen – im Extremfall sogar in Kombination mit Kapitalverkehrskontrollen. Das kann lange dauern. So hat die Publikation «The Market» unlängst darauf verwiesen, dass sich die USA zwischen 1945 und 1980 in einer solchen finanziellen Repression befunden haben. In solchen Phasen boten Realwerte wie Aktien, Gold oder Immobilien Schutz – allerdings unter der Voraussetzung, dass Investoren mit hohen Schwankungen umgehen konnten.

Fakt ist wohl auch, dass die Welt sich derzeit in einem enormen Innovations Schub befindet, dessen Auswirkungen sich noch kaum abschätzen lassen. Getrieben werden solche Innovations Schübe von Unternehmen. Wer an den Chancen einer solchen Entwicklung partizipieren möchte, kommt auch hier nicht um Aktien herum – nochmals vorausgesetzt, man ist bereit und finanziell in der Lage, damit einhergehende Risiken zu ertragen. Denn der Schumpeter'sche Prozess der kreativen Zerstörung ist unerbittlich, aber auch unvermeidlich. Aber wer soll besser durch anspruchsvolle Zeiten navigieren als gut geführte Unternehmen?

«Nur Alarmismus?» – so lautete der Titel des eingangs zitierten Sonntagsblatts zum Jahr 2028. Wir meinen: Ja, Alarmismus. Zwar muss man in Zeiten der Extreme auf alles gefasst sein. Aber man sollte sich nicht auf ein Szenario versteifen, egal ob positiv oder negativ. Aufmerksamkeit ist angesagt, aber sicher auch etwas Gelassenheit.

—

IA, 30.09.2025



VOM UMGANG MIT MODEWÖRTERN

Wem das Privileg zukommt, über Jahrzehnte hinweg die Wirtschaft beobachten und kommentieren zu können, der lässt sich durch neue Modewörter und Trends nicht so rasch aus der Ruhe bringen. Gewiss, künstliche Intelligenz (KI) ist enorm bedeutsam. Doch in einigen Jahren wird man sich auch daran gewöhnt haben, und die Welt wird weder untergegangen noch viel besser sein als zuvor.

Meine persönliche Erinnerung reicht in die Zeit zurück, als das «Konglomerat» die Lösung sämtlicher Probleme versprach: möglichst grosse, komplexe Unternehmen mit inhärentem Risikoausgleich. Siemens, IBM, General Motors usw. Bald darauf begann der Siegeszug der völlig unkomplexen Ein-Themen-Unternehmung, weil man dank Portfoliotheorie herausgefunden hatte, dass der Risikoausgleich ausserhalb der Unternehmungen, nämlich in den privaten und institutionellen Vermögen, viel effizienter erfolgt. Zu Beginn der 2000er Jahre folgte die erste Internetrevolution unter dem Namen «Dot-com» und der entsprechenden Blase, deren Bersten wüste Spuren in den Depots allzu frohgemuter Investoren hinterliess. Anstatt Einthemenfirmen in genügender Diversifikation zu halten, hatte man sich auf ein einziges Thema eingeschworen.

Technologischer Fortschritt kann Strukturen aufbrechen, aber oft nicht primär dort, wo man es am ehesten erwarten würde.

Vor ziemlich genau zehn Jahren schrieb ich zum ersten Mal über die «Sharing Economy» und versuchte deren künftige Wichtigkeit zu erfassen. Wenn ich den Text heute noch einmal lese, dann muss ich zugeben, dass ich mich vom Phänomen ein wenig blenden liess. Uber und Airbnb hatten es mir als Idee angetan. Mich faszinierte die konsequente Umsetzung der dank Technologiefortschritt deutlich gesunkenen Informations- und Transaktionskosten in Plattformen jeglicher Art. So sagte ich unter anderem voraus, dass sehr rasch das weitgehend

ungenutzte Humankapital von immer älter und gesünder werdenden Pensionierten in den Arbeitsmarkt geworfen werde. Mit disinflationären Folgen, versteht sich, und der Lösung des Fachkräftemangels. Schön wär's. Nicht alles, was denkbar oder sogar logisch wäre, findet auch wirklich statt.

Die «Sharing Economy» fand ihre Grenzen an den bestehenden Regulierungen und in den darauf basierenden gesellschaftlichen Kartellen. Über existiert zwar, ja floriert in Teilen der Welt, aber aus dem volkskapitalistisch anmutenden Kleinstunternehmertum der Überfahrer ist vielerorts nicht viel geworden. Arbeitsrechtliche und steuerliche Hindernisse verhinderten einen echten Siegeszug. Airbnb hat sich neben der Hotellerie ihren Platz erobert, die Preise haben sich erwartungsgemäss angeglichen. Doch Mieterschutz und enge Baureglements haben bisher die grosse Kapazitätsrevolution im Wohnungsmarkt aufgehalten.

Die wahre Revolution der «Sharing Economy» fand dort statt, wo das Publikum weniger hinschaut: in Industrie und Handel. Lagerhaltung und Distribution haben sich über die letzten zehn, fünfzehn Jahre völlig verändert. Kein Schiff auf dem Meer, das nicht gleichzeitig auch Lagerhaus für eine Vielzahl von Abnehmern wäre. Kaum ein Lagerhaus auf den ehemals grünen Wiesen rund um Autobahnkreuze, das lediglich von einer Partei genutzt würde. Überall wird geteilt, «ge-shart» eben.

Quintessenz: Ja, technologischer Fortschritt kann Strukturen aufbrechen, aber oft nicht primär dort, wo man es aufgrund der Publizität am ehesten erwarten würde, sondern dort, wo still und leise und ohne viel behördliche Einmischung wirtschaftliche Effizienz gesucht und gefunden wird. Die Blockchain-Währungen wie Bitcoin und Ethereum faszinieren, die Blockchain-Technologie ganz generell ist aber, viel belangreicher, längst Teil moderner industrieller Prozesse geworden. So verhält es sich auch mit KI: Sie hat sich schon tüchtig in vielfältigste Abläufe hineingefressen und wird dort bleiben.

—

KH, 30.09.2025

