

DISRUPTIVE KRÄFTE

Zollshock, technologische Revolution, China-Schocks – es scheint, als würde die Welt politisch und ökonomisch auf den Kopf gestellt. Doch grosse Veränderungen bringen auch Opportunitäten. Dies sehen zumindest die Märkte so.

Prometheus und Pandora – diese beiden Gestalten der griechischen Mythologie bewegen die Menschheit seit der Antike. Prometheus, zu Deutsch der «Vorausdenkende», schenkte den Menschen das Feuer, das er heimlich von den Göttern stahl. Das Feuer steht dabei für Fortschritt, Wissen, Zivilisation und Macht, die der oberste Gott, Zeus, den Menschen vorenthielt. Die von Prometheus entfesselten Kräfte liessen sich nicht mehr einfangen, der Zorn des Zeus war entsprechend gross. Ein Arsenal an göttlichen Strafen folgte. Eine davon war die Schaffung der schönen Pandora, der «Allesgeberin», die mit einer speziellen Kiste in die Welt gesetzt wurde, die sie nicht öffnen sollte – andernfalls würden alle denkbaren Übel in die Welt entweichen, und auch alle Hoffnung. Natürlich öffnete Pandora in ihrer unshuldigen Neugier die Büchse, konnte sie aber nur noch so schliessen, dass die Hoffnung blieb.

Seit der Antike werden die Geschichten von Prometheus und Pandora in unzähligen Varianten neu erzählt. Sie stehen für das Spannungsfeld zwischen disruptiven Entwicklungen einerseits und den damit unweigerlich einhergehenden Risiken

und Nebenwirkungen andererseits. Das macht sie trotz der etwas archaischen Begleitmusik gerade in unseren Zeiten wieder besonders aktuell.

Disruption ist wohl auch der erste Begriff, der uns beim Rückblick auf das vergangene Jahr in den Sinn kommt. Disruption zunächst in der Handelspolitik: Mit dem «Zollshock» Anfang April 2025 wurde klar, dass es den USA mit einem merkantilistischen und sicherheitspolitischen Umbau der Welt ernst ist. Wir meinen, dass die Ursachen hier nicht zuletzt im Aufstieg Chinas liegen und es sich nicht einfach um eine Laune eines wild gewordenen US-Präsidenten handelt. Somit sollte uns das wohl auch nach einem potenziellen Wechsel in der US-Administration beschäftigen. Disruption vor allem aber auch bei Technologie und künstlicher Intelligenz, inzwischen mit realen, tiefgreifenden Folgen für Wachstum, Arbeitsmärkte und Inflation. Es scheint, als würde die Welt politisch und ökonomisch auf den Kopf gestellt. Fundamente wanken, die Verunsicherung ist ausgeprägt.

Resiliente Märkte, fragiles Fundament

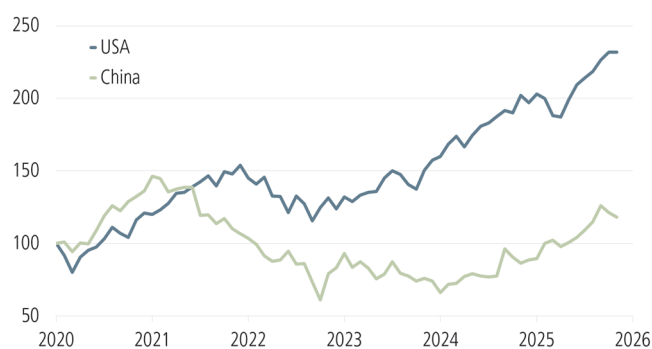
Bereits vor drei Monaten haben wir uns unter dem Titel «Zeiten der Extreme» mit dem Spannungsfeld zwischen spektakulärem Fortschritt und einer mancherorts befürchteten Apokalypse auseinandergesetzt. Und schon da stellten wir fest: Die Finanzmärkte haben sich in dem anspruchsvollen Umfeld bislang bemerkenswert resilient gezeigt. Sichtbar wurde das fragile Fundament im letzten Jahr dennoch, etwa beim Einbruch der Märkte



nach dem Zollschock, beim ausgeprägten Wertverlust des US-Dollars oder beim nochmals beschleunigten Höhenflug des Goldpreises. Angesichts robuster Konjunkturdaten, fallender Zinsen und hoher Erwartungen an die transformative Kraft der künstlichen Intelligenz haben sich Aktien jedoch gut entwickelt, angetrieben von den grossen Technologiewerten. So hat der MSCI-Aktienindex USA das Jahr 2025 in Dollar mit 17.8% im Plus abgeschlossen – in Euro gerechnet waren es allerdings dann nur noch 3.8% und in Franken 2.9%.

MSCI USA UND MSCI CHINA INDEX 2020-2025, IN USD

WACHSENDE KLUFT



Die aktuelle technologische Revolution wird bekanntlich aus den USA getrieben. US-Firmen machen inzwischen bis zu 70% der globalen Aktienmärkte aus. Der US-Aktienmarkt wiederum setzt sich zu etwa einem Drittel aus Unternehmen im Technologiesektor zusammen, mit einer starken Konzentration auf ein paar grosse Firmen. Seit 2020 hat der US-Aktienindex in Dollar und inklusive Dividenden kumuliert um 130% zugelegt – die Angst vor einer Technologieblase zirkuliert, auch wenn es dafür möglicherweise noch etwas zu früh ist.

Vergleicht man diese Entwicklung mit China, dem anderen Schwergewicht der globalen Wirtschaft, so fällt zumindest bei den Aktienmärkten eine seit dem Ende der Corona-Pandemie wachsende Kluft auf. Seit Anfang 2020 hat der chinesische Aktienmarkt kumuliert nur etwas mehr als 8% zugelegt, seit Anfang 2021 ist die Bilanz sogar negativ (siehe Grafik). Die Differenz zu den USA ist überdeutlich, auch wenn Aktienmärkte natürlich nur einen Teil der Wirklichkeit abbilden können.

Ein zweiter China-Schock

Unter anderem wegen der enttäuschenden Entwicklung chinesischer Aktien geriet das Reich der Mitte in den letzten Jahren etwas aus dem Fokus der Finanzmarktakteure. Dabei ist klar, dass China als zweitgrösste und zweit-bevölkerungsreichste Wirtschaft den Gang der globalen Konjunktur ganz wesentlich mitprägt. Der beispiellose Aufstieg Chinas seit der Öffnung unter Deng Xiaoping 1978 ist einer der bedeutendsten Trends unserer Zeit. Ein wichtiger Meilenstein in der Entwicklung zur Weltmacht ist die Aufnahme des Landes in die Welthandelsorganisation WTO im Jahr 2001. Dies ebnete den Weg für einen sogenannten China-Schock, der vor allem die USA traf. Gemäss Analysen der Ökonomen David H. Autor, David Dorn und Gordon H. Hansen führte der starke Anstieg chinesischer Importe nach 2001 zu Deindustrialisierung und einem Verlust von Millionen von Arbeitsplätzen in vormals blühenden Industrieregionen der USA. Dies bereitete nicht zuletzt den Boden für den Aufstieg der protektionistischen Politik der Administration Trump in Washington.

Europa wurde über lange Zeit von den Schocks aus China verschont. Der alte Kontinent konnte Präzisionsmaschinen, Spezialchemie, Luxusgüter und Automobile liefern und so vom Wachstum des Riesenreichs profitieren. Hinzu kam ein Immobilienboom nach der Finanzkrise von 2008, der für eine Reihe europäischer Firmen zur Bonanza wurde. China hatte mit planwirtschaftlichen Methoden gewaltige Mittel in den Ausbau der Infrastruktur investiert. Dies führte unweigerlich zu enormen Fehlallokationen, Verzerrungen und Überkapazitäten. Inzwischen befindet sich das Land seit einigen Jahren in einer massiven Immobilienkrise, sicher eine der Ursachen für die enttäuschende Performance der Aktienmärkte und den verblassten Glanz der chinesischen Wirtschaft.

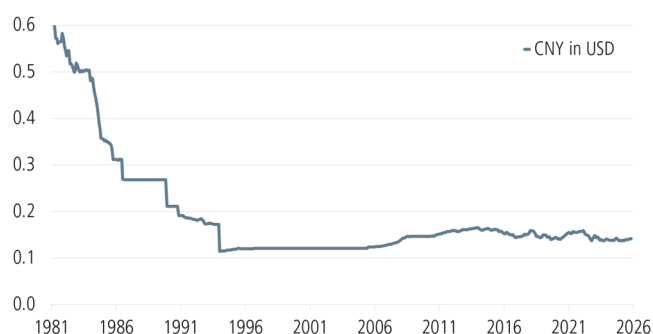
In jüngster Zeit macht allerdings der Begriff eines zweiten China-Schocks die Runde. Dieser trifft, wie der Journalist Mark Dittli von «The Market» kürzlich in einer lesenswerten Analyse ausführte, vor allem Europa. Schon seit einiger Zeit findet in Peking eine folgenreiche Neuorientierung statt. Die Grundlagen dafür wurden bereits 2015 in einem Strategiepapier «Made in China 2025»



gelegt. Im Fokus einer neuen Industriepolitik stehen demnach nicht mehr Infrastruktur und Immobilien, sondern sogenannte Schlüsseltechnologien wie Elektromobilität, Robotik, Bahntechnik, Biotechnologie oder IT. Spätestens seit 2020 werden massive Finanzmittel in diese Industrien gelenkt. Die Folge: China überschwemmt die Weltmärkte mit Produkten, die das Land früher importieren musste. Die globalen Auswirkungen sind disruptiv, diesmal auch in Europa, wie an der deutschen Automobilindustrie exemplarisch zu sehen ist.

AUSSENWERT DES RENMINBI GEGENÜBER US-DOLLAR SEIT 1981

NICHT FREI



Quelle: Bloomberg. Die Grafik stammt aus dem Papier «Vom Umgang mit Amerika» von Ivan Adamovich und Konrad Hummler, 2025, S.31.

Wo China den Raum betritt, entstehen massive Überkapazitäten, die Gewinne verschwinden. Da ist einerseits das schiere Volumen dieser riesigen, bevölkerungsreichen Volkswirtschaft. Andererseits basiert das chinesische Modell weiterhin auf billiger Arbeit, billiger Energie, und einer billigen Währung. In einer freien Welt hätten chinesische Löhne und die Währung angesichts des enormen Wachstums über Jahrzehnte stark zulegen müssen. Doch die chinesische Regierung sorgt dafür, dass sich der Renminbi nicht aufwertet (siehe Grafik). Nicht überraschend wird ihr massive Währungsmanipulation vorgeworfen. Die Folge: Vorteile im Aussenhandel, auch auf Kosten der internationalen Kaufkraft für das chinesische Volk. Selbst wenn man, wie wir, diese Entwicklung für falsch hält, gibt es keine Anzeichen dafür, dass sich die Verzerrungen und Ungleichgewichte in absehbarer Zeit in Luft auflösen werden. Für Politik, Firmen und Investoren gilt es, damit umzugehen.

Veränderung birgt auch Chancen

Wie sollen Investoren mit China umgehen? Das Reich der Mitte ist in der globalen Wirtschaft ein Riese, an den Finanzmärkten aber ein Zwerg. Der chinesische Yuan ist noch immer nicht konvertibel, die Liquidität ist generell stark eingeschränkt, chinesische Anlagen gehören in Indizes für Schwellenländer, die demographische Entwicklung ist eine Zeitbombe. Die Sicherheit von Eigentum ist bestenfalls unklar: Es kann vorkommen, dass die kommunistische Partei unvermittelt und ohne Rücksicht in privates Eigentum oder Firmen eingreift, wie etwa bei Alibaba im Jahr 2020 geschehen.

Vor diesem Hintergrund halten wir uns bisher mit direkten Engagements in chinesischen Anlagen zurück. Wir fokussieren uns auf Firmen aus relativ rechtssicheren Ländern, die selbst mehr oder weniger stark in China engagiert sind. Diese kennen und managen die Chancen und Risiken ihres Geschäfts am besten. Dennoch ist Aufmerksamkeit angesagt. Mit Blick auf einen potenziellen zweiten China-Schock gilt es besonders, auf Überkapazitäten und disruptive Entwicklungen in einzelnen Sektoren und bei exponierten Firmen gerade auch in Europa zu achten. Allenfalls müssen bisherige Gewissheiten hinterfragt werden.

An Herausforderungen im neuen Jahr wird es also nicht mangeln. Disruptive Kräfte sind am Werk, in China, in den USA, in der Technologie. Hinzu kommt die Nonchalance, mit der praktisch überall weiter an der Schuldenschraube gedreht wird – mit der Schweiz als einer der wenigen Ausnahmen. Man fragt sich, ob der nächste Aufruhr nicht bei den Staatsanleihen lauert, auch wenn derzeit kaum jemand wirklich besorgt zu sein scheint. Wachsamkeit ist auch hier angesagt.

Ganz allgemein bringen grosse Veränderungen immer auch Opportunitäten. Prometheus und Pandora sind die Zwillinge der Disruption: Grosse Chancen auf Fortschritt einerseits, grosse Risiken für alle möglichen negativen Folgen andererseits. Verbunden sind sie durch die Hoffnung – und diese scheint an den Finanzmärkten zu überwiegen. Das ist die gute Nachricht für den Start ins Jahr 2026.

—

IA, 31.12.2025



PAUKENSCHLAG DER BESONDEREN SORTE

Die Zeiten sind verwirrt, ohne jeden Zweifel. Alles scheint in Bewegung gekommen zu sein. Grossstaaten greifen Schwächere an, als ob es kein Völkerrecht mehr gäbe. Russland die Ukraine, die USA Venezuela. Die Gründe sind wohlfeil. In Europa werden einzelne Bürger wegen Meinungsäusserung unter Sanktionen gestellt. Ohne Anzeige, ohne Gericht, ohne Rechtsmittel, ohne diplomatischen Schutz ihres Heimatlandes. Als ob es keine Individualrechte mehr gäbe. Die USA machen Anstalten, Europa zu verlassen. Als hätte es die Nachkriegsordnung nicht gegeben, als wäre sie nicht extrem erfolgreich gewesen. Die Nato wankt, die EU könnte implodieren. Derweil reiben sich Autokraten rund um den Erdball vernehmlich die Hände. Indonesische Insulaner dürfen den Zementkonzern Holcim verklagen, als gäbe es einen direkten Kausalzusammenhang zwischen der Zementproduktion und angeblichen Schäden im Pazifik. Die Benutzer von Betonstrassen und -häusern kommen ungeschoren davon, als hätten sie mit alldem nichts zu tun. Die Aktienmärkte, Gradmesser wirtschaftlichen Wohlbefindens, verzeichnen da und dort Höchststände. Derweil ist das Barometer für Unsicherheit, der Goldpreis, in bisher unerlangte Höhen gestiegen.

Kein Befehl eines Autokraten, kein Urteil eines abgehobenen Gerichts, keine Verordnung einer bürgerfernen Kommission: Eine «Bottom-up-Befreiung», ein Ablassen von Dampf, wie es eben nur die direkte Demokratie kennt.

Wahrlich ein Durcheinandertal (Dürrenmatt)! Wenig scheint mehr gewiss zu sein, alles droht zwischen den Händen zerrieben zu werden. Doch halt. An einem Ort der Welt wurde im Jahr 2025 Klarheit geschaffen. Unmissverständlich. Wo? In der guten alten Schweiz, dem vielfach geschmähten und bald einmal totgesagten Idealstandort für die Verwaltung von Vermögen privater Anleger.

Am letzten Novemberwochenende durfte das Schweizervolk nämlich über eine Volksinitiative abstimmen, die es in sich hatte. Unter dem Vorwand des Klimaschutzes wollten die Initianten nämlich die kleine Gruppe jener, die über 50 Millionen Vermögen besitzen, enteignen. Indem man ihnen, nur ihnen, eine Erbschaftssteuer von 50% aufgebürdet hätte. Beabsichtigt war erst noch rückwirkende Rechtskraft auf den Abstimmungstermin hin.

Geplante Wegnahme also, so wie Russland vielleicht einmal im Baltikum oder die USA vielleicht einmal in Grönland. Der Initiativtext war verführerisch. Er war im eigentlichen Sinn populistisch. Denn über 99% der Bevölkerung wäre von der neuen Steuer nicht direkt betroffen gewesen. Eine einzige der schweizerischen Regierungsparteien, die sozialdemokratische, unterstützte das abstruse Vorhaben der Jungsozialisten. Doch das Volk sagte nein. Deutlicher, als das sämtliche Prognostiker vorausgesagt hatten. Mit fast 80%.

Die Antwort der Schweizerinnen und Schweizer war gleichermassen pragmatisch wie prinzipiell. Pragmatisch, weil die neue Erbschaftssteuer die reiche Minderheit schlicht aus dem Land vertrieben hätte. Zum Schaden aller. Prinzipiell, weil das Schweizervolk an der Eigentumsgarantie festhalten will. Es ahnte, dass eine solche Spezialsteuer für Superreiche nur der Anfang gewesen wäre. Am Ende wären auch Durchschnittsbürger in der einen oder andern Form enteignet worden, so die Befürchtung.

Die Abstimmung war ein Paukenschlag der besonderen Sorte. Nämlich von unten. Kein Befehl eines Autokraten, kein Urteil eines abgehobenen Gerichts, keine Verordnung einer bürgerfernen Kommission. Vielmehr eine «Bottom-up-Befreiung», ein Ablassen von Dampf gegen alle Übergriffigkeit, wie es eben nur die direkte Demokratie kennt. Und die gerade deshalb nach wie vor die beste Garantin ist für den Standort eines Finanzplatzes, wo Eigentum auch Eigentum bleiben soll.

—

KH, 31.12.2025

