

STABILE INSTABILITÄT

Die Administration Trump in den USA reagiert bislang zuverlässig auf Signale der Finanzmärkte. Diese sind allerdings selbst im Umbruch. Beim Investieren gilt es, verstärkt auf Handlungsfähigkeit, Transparenz und Diversifikation zu achten.

“TACO – Trump Always Chickens Out». So lautet das neueste Motto an der nie um griffige Sprüche verlegenen Wall Street. Hintergrund ist das sogenannte «Chicken Game» oder «Feiglingsspiel» aus der Spieltheorie, das oft zur Analyse von Entscheidungssituationen genutzt wird. Dabei geht es um zwei Fahrzeuge, die mit hoher Geschwindigkeit aufeinander zurasen. Jenes Fahrzeug das ausweicht, verliert das Spiel. Weichen beide aus, endet es unentschieden; weicht keiner aus, sterben beide. Es ist ein Bild, das in Zeiten konfrontativer Politik rasch zur Hand ist.

Meilenstein und Sinnbild für unsere von Konfrontation geprägte Gegenwart war der Auftritt des US-Präsidenten Trump am 2. April 2025 in Washington, in dem er auf grossen Tafeln drastische Importzölle gegen Freund und Feind verhängte. Die Finanzmärkte reagierten sofort und heftig: Der US-amerikanische S&P 500 fiel in drei Tagen um über 10 Prozent und schaffte es damit fast unter die Top Ten der grössten Verkaufswellen für US-Aktien seit dem Zweiten Weltkrieg. Auffallend war auch die Reaktion am Markt für amerikanische Staatsanleihen, wo die

Zinsen für 10-jährige US-Treasuries in drei Tagen zeitweise um über 50 Basispunkte stiegen – für diesen eher trägen Markt ungewöhnlich und seit 2001 der stärkste Anstieg in so kurzer Zeit. Gleichzeitig begann der US-Dollar entgegen seinem Ruf als sicherer Hafen in turbulenten Zeiten deutlich zu fallen.

Offensichtlich veranlasste die heftige Reaktion an den Märkten das Team des US-Präsidenten Trump, einen Teilrückzug anzutreten und die angekündigten Importzölle für 90 Tage auszusetzen. Aufgrund der nachfolgenden Markterholung sprach der britische Journalist Robert Armstrong wenig später in der Financial Times vom «TACO-Trade» und prägte so das eingangs zitierte Motto: Man könne sich darauf verlassen, dass die Administration Trump wie bereits in der ersten Legislaturperiode immer dann nachgeben würde, wenn nur genügend Druck von den Finanzmärkten ausginge.

Nichts passiert?

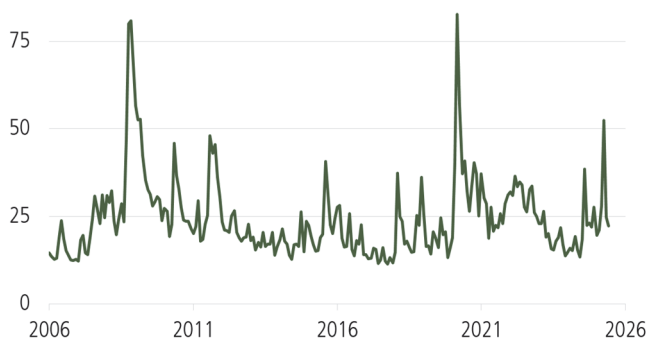
Heute, kurz vor Ablauf der 90 Tage nach dem sogenannten «Liberation Day» vom 2. April, hat sich die Lage fast überall beruhigt. Die Mehrheit der relevanten Akteure an den Finanzmärkten scheint auf «TACO» zu vertrauen. Mit Ausnahme des US-Dollars, der seit Anfang April gegenüber Euro und Schweizerfranken schon beinahe 10 Prozent und seit dem Amtsantritt des Präsidenten Trump gar noch etwas mehr verloren hat, haben sich die Kurse meist wieder vom Zollschock erholt oder



liegen gar darüber. Eine Beruhigung signalisiert auch der vom Chicago Board Options Exchange berechnete Volatilitätsindex VIX. Dieser gilt als das wichtigste «Angstbarometer» für die Finanzmärkte. Der VIX misst die erwartete Schwankungsbreite für den US-Leitindex S&P 500 in den kommenden 30 Tagen. Im Zuge der Zollankündigungen Anfang April war er auf über 50 Punkte hochgeschossen, liegt aber nun wieder nahe dem langjährigen Durchschnitt von etwa 20 Punkten. «Risk-Off» lautet das Signal (siehe Grafik).

VOLATILITÄTSINDEX USA, JANUAR 2006-JUNI 2025

RISK-OFF



Quelle: Bloomberg, Chicago Board Options Exchange Volatility Index.

Die relative Ruhe an den Finanzmärkten erscheint paradox und steht im Gegensatz zu den geopolitischen Entwicklungen. Auch abgesehen von den durch die Administration Trump verursachten handelspolitischen Herausforderungen herrscht ja kein Mangel an Problemen. Insbesondere wütet der Konflikt in der Ukraine unvermindert weiter und im Mittleren Osten führte zunächst Israel und dann auch Amerika offen Krieg gegen den Iran. Dies hätte noch vor einigen Jahren den Ölpreis explodieren lassen und die Märkte aus dem Lot gebracht. Doch inzwischen produzieren die USA ihr Öl selbst. Zudem ist die Weltwirtschaft stärker von Dienstleistungen geprägt und weniger abhängig von Öl. Fast scheint es, als wären die Märkte inzwischen immun gegen die Dauerkrise. «Krise... welche Krise?», heisst es. Und unter jüngeren Investoren macht seit einiger Zeit ein Meme die Runde – «Nothing ever happens». Das Motto: Nichts kann die Märkte stoppen, auf jede Korrektur folgt eine Gegenbewegung nach oben.

Neu verdrahtet

Täuschen sollte man sich allerdings nicht. Die Verhältnisse sind prekär, der Grat schmal. Die konfrontative Politik trifft auf ein sich rasch wandelndes Finanzsystem. So hat eine Reihe von Institutionen – etwa die Schweizerische Nationalbank SNB, die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich BIZ oder das Financial Stability Board FSB – in letzter Zeit nachdrücklich auf die Bedeutung des nicht durch die Bankenregulierung erfassten Finanzsektors hingewiesen. Diese heterogene Gruppe von Instituten wurde früher «Schattenbanken» genannt und heisst heute vornehmer «Nichtbanken-Finanzintermediäre (NBF)».

Unter besonderer Beobachtung stehen Nichtbanken, die bankenähnliche Tätigkeiten ausüben, etwa im Kreditbereich. Dazu gehören Finanzierungsgesellschaften, bestimmte Arten von Hedge- oder Private-Debt-Fonds, aber auch eine Reihe von Geldmarktinstrumenten. Gemäss dem letzten Bericht des FSB zur Entwicklung des Nichtbanken-Finanzsektors hat sich das Volumen in diesem «Narrow NBF» genannten Sektor zwischen 2013 und 2023 für die 29 bedeutendsten Volkswirtschaften auf rund 70 Billionen US-Dollar verdoppelt und repräsentiert rund 15 Prozent des gesamten Finanzsektors. Neuere Zahlen gibt es dazu noch nicht. Im Vergleich dazu ist der gesamte Finanzsektor inklusive Banken zwischen 2013 und 2023 um 70 Prozent gewachsen, das globale BIP dagegen nur um knapp 37 Prozent. Kurz: Das Finanzvolumen wächst stärker als die Wirtschaft und die Bedeutung von Nichtbanken nimmt zu.

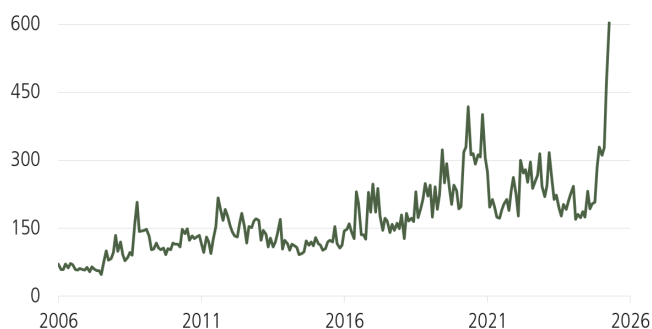
Die SNB weist in ihrem Mitte Juni 2025 erschienenen Bericht zur Finanzstabilität darauf hin, dass in letzter Zeit vielfach Nichtbanken bei Stressphasen im System involviert waren. Bekannt sind etwa die Fälle Archegos 2021 (Family Office), die «Gilt-Krise» in Grossbritannien 2022 (Pensionskassen) oder auch Signa (Private Credit) und die Silicon Valley Bank 2023, bei der Finanzintermediäre den Bank Run mitverursachten. Viel spricht dafür, dass Bankaktivitäten im Zuge von Finanzinnovationen und Regulierungsschüben nach der grossen Krise von 2007-2009 nun vielfach im Nichtbankensektor stattfinden. Gleichzeitig ist die Ansteckungsgefahr für Banken bei Krisen gross.



Auch der britische «Economist» befasste sich jüngst unter dem Titel «Neu, nicht getestet und gefährlich» mit den Veränderungen im Finanzbereich. Im Fokus: Die USA und der rasante Aufstieg von neuartigen Finanzakteuren wie Apollo, BlackRock, Blackstone, KKR, Citadel, Jane Street oder Millenium. Revolutioniert werden könnte auch das Zahlungs- und Geldsystem, zumal der US-Kongress jüngst die Rahmenbedingungen für die Herausgabe von Stablecoins auf der Blockchain festgelegt hat («Genius-Act»). Insgesamt werden grosse Teile des Finanzsystems neu verdrahtet – das bei steigender Unsicherheit und rasant wachsenden Staatsschulden. Der Economic Policy Uncertainty Index (siehe Grafik) zeigt: «Liberation Day», «Genius act», «One Big Beautiful Bill» und vieles mehr führen zu Verunsicherung und bergen einiges an Überraschungspotential an den Finanzmärkten.

ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY INDEX, JAN. 2006-JUN. 2025

RISK-ON



Quelle: Bloomberg. Der Index basiert auf der automatisierten Auswertung von Medien mit Blick auf die Unsicherheit in der Wirtschaft.

Fragt man erfahrene Regulatoren nach dem Ursprung der nächsten Finanzkrise, so lautet die Antwort: USA! Immerhin, die gute Nachricht ist, dass die Veränderungen auch im Nichtbankensektor genau beobachtet werden – das Problem scheint erkannt. Die schlechte Nachricht: Die Welt ist wegen der Dominanz der USA den amerikanischen Vermögenswerten stärker ausgesetzt als je zuvor. US-Staatsanleihen und der US-Dollar sind das Rückgrat des Weltfinanzsystems, die Tech-Giganten aus dem Silicon Valley der Motor der Weltwirtschaft. Ein Vertrauensverlust könnte fatale Folgen haben, die Fehlertoleranz ist klein.

Handlungsfähigkeit im Fokus

Die Signale sind also widersprüchlich: «Risk-off» einerseits, «Risk-on» andererseits. Kann es so weitergehen? Vermutlich nicht. Doch Prognosen sind aktuell mit besonderer Vorsicht zu geniessen. Analytisch-mathematische Modelle basieren auf Statistik und Trends aus der Vergangenheit und scheitern noch öfter als sonst. Vielfach stehen Wunschdenken und die eigene Meinung über «richtig» und «falsch» guten Entscheidungen im Weg. Deshalb wird in einem solchen Umfeld gerne mit Szenarien gearbeitet. Dies dient nicht zuletzt dem Zweck, sich nicht nur mit Wunschbildern, sondern auch mit potenziell unerwünschten Entwicklungen auseinanderzusetzen, um entsprechende Vorbereitungen treffen zu können. Die von Konrad Hummler und Ivan Adamovich kürzlich publizierte Analyse «Vom Umgang mit Amerika» wendet diese Technik für die Aktualität an.

Übersetzt in die Welt des Anlegens bedeutet das Denken in Szenarien zunächst optimale Diversifikation. Diese will sorgfältig überlegt sein und darf sich nicht nur auf Assetklassen beschränken. Geographie und Depotstellen sind ebenfalls relevant. In Zeiten voller Überraschungen ist zudem eine konstante Handlungsfähigkeit von zentraler Bedeutung. Das bedeutet Liquidität und sichere Handelbarkeit, Vorsicht bei der Verschuldung, grösstmögliche Transparenz für einen zuverlässigen Überblick, sowie klare Eigentums- und einfache Vertragsverhältnisse. Nur so können schnell und sicher Entscheidungen getroffen werden.

Doch bei aller Vorsicht gilt es, nicht zu vergessen: Zeiten des Umbruchs sind voller Chancen – auch und gerade in Bezug auf die Neuverdrahtung des Finanzsystems. Eine sorgfältige Anlagestrategie bedingt nicht zuletzt, investiert zu sein. Niemand kennt die besten Tage an den Märkten im Voraus und wer sie verpasst, verliert einen Grossteil der Rendite. So gesehen erscheinen die aggregierten Entscheidungen der Finanzmarktakteure rational: Möglicherweise ist der «TACO-Trade» gar nicht die schlechteste Strategie. Alles darauf wetten sollte man trotzdem nicht.

—

IA, 30.06.2025



HAUSAUFGABEN

Derzeit wird auf oberster Ebene viel gestritten. Streit, Täuschung, Drohung, handfeste Intervention sind an die Stelle von wortreicher Diplomatie getreten, die wenigstens einen Vorteil hatte: dass sie wenig bis nichts bewirkte. Nun scheint alles in Fluss geraten zu sein.

Was tun? Man kann sich selbstverständlich den Status Quo Ante zurückwünschen. Das tun all jene, für die der zugegebenermassen gewöhnungsbedürftige neue US-Präsident lediglich ein vorübergehendes Phänomen ist. «Die Zwischenwahlen werden's schon richten», lautet ihr Glaubenssatz. Kann sein. Was aber, wenn Donald Trump in anderthalb Jahren noch dazugewinnt? Andere vertrauen den amerikanischen Institutionen und darauf, dass diese letztlich unangreifbar bleiben – der oberste Gerichtshof, die Notenbank Fed, die Amtszeitbeschränkung, die (relative) Souveränität der Gliedstaaten, die (leider nicht so klaren) Sicherheitszusagen laut NATO-Vertrag. Was aber, wenn das eine oder andere doch zerbröselt, wegkippt?

Die grösste Bedrohung Europas ist nicht Russland, sondern das sanfte Regulierungsmonster Brüssel mit seinen Rüsseln und Tentakeln.

Ich meine, man sollte sich darauf einstellen, dass für eine Weile ein Disruptor am Werk ist und, wenn nicht dieser, dann ein nicht viel anders getakteter Nachfolger. Das heisst, man tut gut daran, damit zu rechnen, dass die Welt in ein, zwei Jahren eine ziemlich andere ist als zu Zeiten des greisen Joe Biden. Es hat sich diesbezüglich ja schon einiges getan.

Abseits von meines Erachtens unrealistischem Wunschdenken müsste man eigentlich auch die Gelegenheit ergreifen, vorsorglich das eigene Haus in Ordnung zu bringen. Ich denke dabei vor allem an Europa. Gewiss, man kann auf drohende Importzölle natürlich mit reziproken Massnahmen antworten. Gescheiter wäre es allerdings, wenn

man sich selber konkurrenzfähiger machen würde. Zum Beispiel ist die Energie in Europa bis zu drei Mal so teuer wie in den USA. Und das vor allem dank der superwirtschaftsfeindlichen Energiepolitik der früheren deutschen Regierungen. Innerhalb der EU herrschen, wenn man einer Studie des IMF Glauben schenkt, nichttarifäre Handelshemmnisse, welche durchaus das Niveau der von Präsident Trump angedrohten Zolltarife erreichen. Von einem echten Binnenmarkt kann deshalb in der EU keine Rede sein. Trotz der nunmehr bald dreissig Jahren bestehenden Einheitswährung präsentiert sich der europäische Kapitalmarkt als fragmentiert und im Vergleich zu amerikanischen Verhältnissen hoffnungslos illiquid – Reservewährung kann der Euro auf diese Weise niemals werden, selbst wenn die Amerikaner tüchtig am Ast der Welthandelswährung sägen.

Ohne Hinwendung zu mehr Konkurrenzfähigkeit bleiben alle übrigen Anstrengungen, zum Beispiel im sicherheitspolitischen Bereich, ziemlich illusionär, denn letztlich werden sie von einem demographisch schwindenden, wirtschaftlich absteigenden Kontinent nicht finanziert werden können. Die grösste Bedrohung Europas ist nicht Russland, sondern das sanfte Regulierungsmonster Brüssel mit seinen Rüsseln und Tentakeln.

Das Erledigen von Hausaufgaben ist aber auch im Mikrobereich der eigenen Familie und des Privatvermögens nicht falsch. Wenn's gefährlich wird in der Welt, dann tut man gut daran, die Kinder gut erzogen und ausgebildet zu haben, die Krisenfestigkeit des eigenen Standorts laufend überprüft und gegebenenfalls für Alternativen gesorgt zu haben. Auch sollte man nicht alles Geld in Anleihen angeschlagener Staaten investiert haben, sondern eher, schön über die Welt verteilt, in Aktien von Unternehmungen, die auch unter widrigen Bedingungen noch Cash-Flow erwirtschaften können. Und nicht zuletzt hilft es, wenn man da und dort über eine Handvoll echter Freunde verfügt.

—

KH, 30.06.2025

