the market
NZZ

MEINUNG

America First!

Die USA sind erschöpft, weshalb Trump den Umbau des Welthandels über Zölle diktiert. Asien und Europa müssen ihre merkantilistischen Wirtschaftsmodelle anpassen. Das überregulierte Europa wird deutlich zurückgestuft werden, während sich die Asiaten schneller anpassen. Die Aktienmärkte werden ihre Achterbahnfahrt fortsetzen.

Felix W. Zulauf

13.08.2025, 01.29 Uhr

Nach dem Fall der Berliner Mauer ging die bipolare Weltordnung fliessend in eine unipolare über mit dem Hegemon Amerika. Es folgte eine Zeit der Überheblichkeit der USA mit unnötigen Kriegen und einer Expansion ihrer Militärbasen bis an die Grenze Russlands unter dem Mantel der Nato. Das war alles möglich, weil die Checks und Balances in der Welt fehlten.

Dann ist mit China eine zweite Grossmacht entstanden, industriell, handels- und geopolitisch sowie militärisch. Sie nimmt nicht alles hin, was die USA dem Rest der Welt diktieren. Die USA befürchten, von China überholt zu werden und wollen nun diesen Rivalen zurückbinden.

Im Gegensatz zu Trump, der ein starkes Amerika in einer multipolaren Weltordnung sieht, wollen die neokonservativen US-Geostrategen («Neocons») weiterhin eine US-zentristische, unipolare Weltordnung und versuchen diese zu verteidigen. Sie wollen China und Russland schwächen.

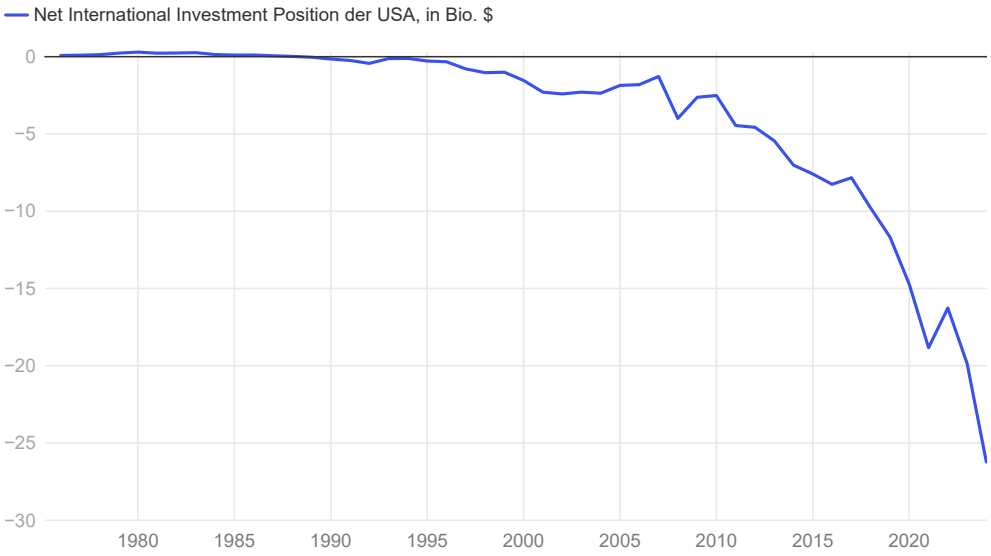
Trump hat in seiner Kampagne wie in seinem bemerkenswerten Referat in Saudi-Arabien im Mai dieses Jahres eine multipolare Weltordnung begrüsst. Allerdings entsprachen dann seine Manöver bezüglich der Ukraine und dem Angriff auf Iran nicht mehr immer diesen Worten, sondern dem Denken der Neocons. Wir wissen noch nicht, wohin Trump zielt, denn er wird von den Neocons umgarnt und beeinflusst, um ihre Linie zu vertreten. Die Risiken sind grösser, als viele denken, denn historisch herrschte in einer unausgewogen multipolaren Weltordnung zu 85% der Zeit Krieg.

Erschöpftes Amerika

Die Volkswirtschaft der USA ist zwar immer noch die grösste der Welt, aber kaufkraftbereinigt wurde sie von China längst überholt. Zudem leben die USA seit Jahrzehnten über ihre Verhältnisse, weil sie chronisch den Konsum stimulieren und die Ersparnisse entsprechend vernachlässigen. Die nationale Sparrate beträgt noch 1%; damit können die Amerikaner ihre eigene Volkswirtschaft nicht mehr selbst finanzieren.

Betrugen die Staatsschulden zum BIP der USA 1975 noch 25%, so stehen sie heute bei 123%, Tendenz steigend; ein Mitglied im Club der überschuldeten Nationen. Nimmt man die zukünftigen Verpflichtungen umgelegt auf den Gegenwartswert hinzu, dann sind das nochmals über 600% des BIP. Auch die internationale Investitionsposition (Investitionen im Ausland minus fremde Investitionen im Inland) hat sich dramatisch verschlechtert. Vor dreissig Jahren war diese Bilanz noch ausgeglichen, vor zehn Jahren bereits bei minus 7,5 Bio. $ und heute bei minus 26 Bio. $.

Ausländer halten US-Assets von netto über 26 Bio. $



Grafik: themarket.ch, MD • Quelle: St. Louis Fed

Hinzu kommt, dass mit einem chronischen Haushaltsdefizit von rund 6% des BIP langfristig die Schulden relativ zur Wirtschaftsleistung steigen. Der Zinsdienst beträgt bereits 12% der Staatseinnahmen.

Gemäss Carmen Reinhart & Kenneth Rogoff («This Time is Different», 2011) verliert eine Volkswirtschaft ein Drittel ihres Wachstumspotenzials, sobald die Staatsschulden 90% des BIP übersteigen. Das ist in den USA und auch in der EU bereits der Fall. Gemäss dem Historiker Niall Ferguson beginnt der Abstieg eines Imperiums, wenn die Ausgaben für den Zinsdienst die Ausgaben für die Verteidigung überschreiten. Auch das trifft heute in den USA zu.

Die USA sind immer noch die grösste Militärmacht mit 800 Militärbasen rund um die Welt. Aber diese Ausdehnung ist finanziell nicht mehr tragbar. Deshalb hat Trump Europa – durchaus berechtigt – dazu gezwungen, endlich die Kosten für die eigene Verteidigung zu tragen. Die USA sind dazu nicht mehr in der Lage. Weitere Länder in anderen Regionen werden ebenfalls die Kosten der US-Verteidigung für ihr Territorium übernehmen müssen.

Nach dem Zweiten Weltkrieg waren die Vereinigten Staaten die mächtigste Nation mit Überschüssen im Aussenhandel, ausgeglichenem Staatshaushalt; sie waren die grösste Gläubigernation der Welt mit der stärksten Währung und der stärksten Armee. Heute schreiben sie chronisch grosse Defizite in den Aussenbilanzen und im Staatshaushalt; zudem sind die USA heute die grösste Schuldnernation der Welt.

Die USA waren einmal der Leuchtturm für andere Nationen mit ihrer starken, im Gleichgewicht stehenden Volkswirtschaft, einer starken Währung, einer funktionierenden Demokratie mit leistungsfähigen Institutionen, einem starken und wohlhabenden Mittelstand und einer verantwortungsvollen Regierung. Diese USA gibt es nicht mehr – sie sind schwach geworden, nicht erst unter Trump. *Pax Americana* ist Geschichte.

Mit anderen Worten sind die USA am Punkt, wo sie diverse Trends korrigieren müssen. Sonst riskieren sie, zu verarmen und in eine grosse Krise zu geraten. Trump wurde vom Volk als Präsident gewählt, um diverse Schwächen anzugehen – und er macht dies als «Störenfried» für die Welt und völlig undiplomatisch.

Trump diktiert Umbau des Welthandels

1975 verzeichneten die USA letztmals einen Überschuss in ihrer Handelsbilanz. Seither haben sich die Defizite laufend vergrössert. Mit der Globalisierung und der Einbindung Chinas in die Welthandelsorganisation WTO haben US-Firmen vermehrt im günstigeren Ausland produzieren lassen, besonders in China und Südostasien. China ist vom mausarmen Entwicklungsland zu einem industriellen Giganten gewachsen, der heute über die modernsten und effizientesten industriellen Kapazitäten der Welt verfügt. Mit modernster Infrastruktur kann China günstige und qualitativ gute Produkte aller Art produzieren, von Autos über Waschmaschinen bis zu Mobiltelefonen.

Dagegen haben die USA ihre industrielle Produktion immer mehr ausgelagert und damit die Fähigkeit verloren, die wichtigsten Güter, auch für die eigene Sicherheit, selbst herzustellen. Während im Zweiten Weltkrieg ein B-24-Bomber in wenigen Tagen aus US-Teilen zusammengebaut wurde, produzieren sie heute F-35-

Kampfjets, deren Produktion zwei Jahre braucht und die viele chinesische Teile enthalten. Auch werden 90% der Antibiotika für die USA im Ausland produziert. Das sind nur zwei Beispiele.

Die Ungleichgewichte sind so gross geworden, dass Trump schon in seiner ersten Amtsperiode versuchte, dies zu korrigieren; aber niemand hat hingehört. Zwar haben die Chinesen ihre Lieferketten geografisch diversifiziert, so dass sie heute anteilmässig nur noch die Hälfte von früher direkt in die USA exportieren. Aber andere asiatische und lateinamerikanische Volkswirtschaften haben einen Teil dieser Arbeiten übernommen; ihre Volkswirtschaften profitieren entsprechend.

Derzeit beläuft sich das Leistungsbilanzdefizit der USA auf 1,37 Bio. $, während die Überschüsse für China 550 Mrd. $ und für die Eurozone 383 Mrd. $ betragen. Vor etwa drei Jahrzehnten waren die Bilanzen für die USA und China noch weitgehend ausgeglichen und diejenige Deutschlands sogar negativ (Wiedervereinigung). Die Veränderungen in diesem Zeitraum sind gigantisch. Trumps USA nehmen das nicht mehr einfach hin.

Ich bin überzeugt, dass Trump so lange mit Zöllen die US-Aussenbilanzen steuern wird, bis er Erfolg hat. Diese Veränderung wird Jahre dauern. Was bedeutet das für den Rest der Welt?

Für Europa wird es düster

Erstens kann das grosse Defizitland USA so verfahren, weil ein Einbruch des Welthandels es viel weniger trifft als die Überschussländer. Bei den USA wären es weniger Importe, also weniger Kosten, während es bei den Überschussländern weniger Ausfuhren wären, also auch weniger Einnahmen. Natürlich werden auch in den USA Probleme auftreten, weil in den Lieferketten Löcher klaffen werden. Die Konsumenten in Amerika werden mehr für ihre Güter bezahlen müssen.

Das heisst, dass Europa weniger produzieren und exportieren kann, was wiederum weniger Arbeitsplätze, Steuereinnahmen und Wohlstand bedeutet. Das Gleiche gilt für Asien. Aber Asien ist ein junger Kontinent im Aufschwung und kann das durch innerasiatischen Handel weitgehend wettmachen.

Für Europa rächt sich die seit der Vertiefung der EU zunehmend protektionistische Haltung. Zudem haben die exzessive Regulierung und die Sozialkosten den Faktor Arbeit massiv verteuert. Dazu kommt, dass Europa seit der Energiewende die teuerste Energie der Welt hat. Und da die EU sich im Ukraine-Krieg gegen Russland engagiert, werden die Europäer lieber weiterhin teure Energie aus den

USA importieren und an Wettbewerbskraft verlieren als die Beziehung zu Russland zu normalisieren. Dass Katar nun sogar droht, keine Energie mehr an die EU-Länder zu liefern wegen eines überzogenen Lieferkettengesetzes, zeigt, wie sehr die Moralapostel in Brüssel unsere Wirtschaft beschädigt haben.

Es ist eine selbstverschuldete Krise, die nun auf Europa einbricht. Dazu kommt, dass sich der Euro in den letzten zehn Jahren gegenüber den effizienten Konkurrenten aus Asien 20% aufgewertet hat. Es würde erstaunen, wenn Europa in den nächsten Jahren noch wachsen würde. Rezession und Krise sind wahrscheinlicher.

Es hilft wenig, wenn unsere Experten und Medien Trump kritisieren, anstatt zuerst die Fehler in der eigenen Region einzugestehen. Europa wie auch die Schweiz haben Fehler gemacht. Europa braucht in allen wichtigen Hauptstädten neues Führungspersonal, das der Aufgabe auch gewachsen ist. Eine Verschlankung des Staatshaushalts und umfassende Deregulierung sind nötig, um Europa vor dem Abstieg zu schützen. Das undemokratische Ausgrenzen von Oppositionsparteien schadet nicht nur politisch, sondern auch wirtschaftlich.

Unhaltbare Position der Schweiz

Auch die Schweiz hat grosse Fehler gemacht. Vor vielen Jahren, als die Exportquote unseres Landes knapp 50% betrug, erklärte ich einem damaligen Mitglied des Bundesrats, dass die Schweiz die falsche Strategie fahre. Immer mehr Zuwanderung mit immer höherer Exportquote (inzwischen über 70%), Dichtestress und Verwässerung des Schweizer Modells würden in Zukunft zu grösserer Verwundbarkeit unserer Volkswirtschaft führen. Es wurde nicht verstanden, selbst dann nicht, als das Volk mittels Abstimmung eine Änderung verlangte.

Parlament, Bundesrat und Wirtschaftsverbände wie Economiesuisse haben falsch gespielt – gegen das intelligentere Volk. Jetzt stehen wir da mit einer starken Währung, einer Nationalbank, welche ohne Grund die Zinsen auf null gesenkt hat, und einem Exportüberschuss, der uns bei Trump in Teufels Küche bringt.

Die Zeit des extremen Merkantilismus ist auch für die Schweiz vorbei. Es wird in Europa und auch in der Schweiz ein Ausscheidungsrennen im internationalen Wettbewerb geben, wobei wir kürzere Spiesse haben als die protektionistischen Amerikaner. Diverse Unternehmen werden auf unserem Kontinent schliessen müssen mit Konsequenzen für den Arbeitsmarkt und die Steuereinnahmen, was in den öffentlichen Haushalten auf Jahre hinaus tiefrote Zahlen nachziehen wird.

Multinationale Konzerne werden Teile ihrer Produktion in die Verkaufsregionen verschieben.

Was als gut beginnt, aber in den Exzess getrieben wird, ist schlecht, denn jeder Exzess trägt den Samen der Trendumkehr in sich. Das gilt auch für den Welthandel und das merkantilistische Wirtschaftsmodell der Schweiz.

Die Theorie der Globalisierung ist an der Realität gescheitert. Natürlich ist Trumps Verhalten unredlich, aber er ist Präsident einer Grossmacht und spielt die Macht des Stärkeren gnadenlos aus. Tatsache bleibt, dass exzessive Ungleichgewichte früher oder später korrigiert werden, wenn nicht durch die Märkte, dann durch die Politik.

Jene, die jetzt das Heil darin sehen, dass sich die Schweiz gesetzgeberisch der EU unterstellt, liegen falsch, denn wir würden das erste Problem mit einem zweiten potenzieren. Die EU ist eine Regulierungskrake und würgt Wettbewerb, Freiheit und Wohlstand ab. Die Wirtschaft der Eurozone wächst schon seit fünf Jahren praktisch nicht mehr und hat sich wegen überzogenen Regulierungen weitgehend aus dem internationalen Wettbewerb gepreist. Leider versteht das die Mehrheit des Bundesrats und unseres Parlaments nicht und zieht in die falsche Richtung.

Wir würden das einzigartige Modell der direkten Demokratie, das uns weitsichtige Vorfahren geschustert haben, aufgeben und uns einem Gesetzgeber unterstellen, der seit Jahren vieles falsch macht und seine Wirtschaft teilweise ruiniert hat. Unser Modell hat uns Wohlstand und Freiheit gebracht, mehr als anderswo, auch sehr viel mehr als in der EU.

Vermutlich werden die US-Zölle gegen Produkte aus der Schweiz nicht bei 39% bleiben, sondern am Ende tiefer liegen. Trotzdem wird unsere Exportwirtschaft nicht darum herumkommen, einen Teil ihrer Produktion in die USA auszulagern und Arbeitsplätze in der Schweiz abzubauen. Trump hat vorerst gewonnen.

So traurig dies für einzelne Schicksale ist, so normal sind Schocks und wirtschaftliche Anpassungsprozesse an neue Gegebenheiten. Auch werden unsere Regierungen mit Geld sehr viel haushälterischer umgehen müssen, denn es wird weniger Geld vorhanden sein. Der breite Wohlstand wird abnehmen, aber die Welt wird nicht zu Ende gehen, Rezessionen hin oder her.

Die Folgen für Kapitalanlagen

Grundsätzlich hat die von Trump vorangetriebene Umstellung des Welthandels einen deflationären Einfluss auf Europa und Asien sowie einen inflationären auf die USA. Dies heisst für die Bondmärkte, dass die Anleiherenditen in den USA tendenziell mehr Aufwärtsdruck haben werden als in Europa und Asien, ceteris paribus.

Wann sich die weltwirtschaftliche Lage wieder normalisieren wird, bleibt offen. Ich gehe davon aus, dass die nächsten zwei bis drei Jahre ausserordentlich schwierig werden, mit anhaltend rezessiven Tendenzen insbesondere in Europa. Aber auch in den USA ist die Wachstumsphase vorbei. Und China bleibt in seinem deflationären Anpassungsprozess.

Der Umbruch des Welthandels wird unerfreuliche Spuren in der Buchhaltung zahlreicher Unternehmen sowie auch bei den Staatsfinanzen hinterlassen. Solange diese Situation sich nicht normalisiert hat, werden binnenorientierte Unternehmen zu den relativen Gewinnern an den Finanzmärkten zählen, während die Aktienkurse von exportorientierten Unternehmen entsprechend schlechter abschneiden.

Es ist davon auszugehen, dass die Regierungen überall so agieren werden wie immer, d.h. dass sie bei schwächerer Konjunktur unterstützende Massnahmen treffen werden, etwa durch Zinssenkungen und, wo es Spielraum gibt, durch erhöhte Staatsausgaben. Der fiskalpolitische Spielraum bleibt jedoch eng, denn die Staatsfinanzen sind fast überall aus dem Lot, weil die meisten Regierungen in den guten Zeiten nicht sorgsam und weitsichtig gewirtschaftet haben. Vermutlich wird es deshalb zu einem weiteren starken Aufbau von staatlichen Schulden kommen, der schliesslich von den Notenbanken direkt oder indirekt akkommodiert wird. Der an vielen Orten überzogene Wohlfahrtsstaat und das Asylwesen werden früher oder später redimensioniert werden müssen.

Im Grundsatz erwarte ich in den nächsten Jahren deshalb vor allem wieder erhöhte Geldschwemmen, was die Vermögenswerte, insbesondere Aktien und Edelmetalle, unter grosser Volatilität zu weiteren Exzessen treiben kann, wobei sich die Ertragslage unter den Firmen sehr unterschiedlich entwickeln wird.

Für die nächsten Monate hingegen erwarte ich grössere Ausschläge nach unten als nach oben. Die Anleger sind wieder sehr optimistisch geworden, und es ist zweifelhaft, ob dieser Optimismus angesichts unerfreulicher politischer und wirtschaftlicher Realitäten angebracht ist. Die Geldillusion kann möglicherweise noch einige Zeit aufrechterhalten werden, bis sie platzt und die Märkte dann auf dem harten Boden der Realität aufschlagen. Die Achterbahnfahrt an den Aktienmärkten wird deshalb weitergehen.

Felix W. Zulauf

Felix W. Zulauf ist Gründer und Inhaber der Zulauf Consulting in Baar, die Beratung für Kunden weltweit anbietet. Seine Laufbahn führte ihn zunächst bei UBS in Zürich durch verschiedene Positionen, unter anderem als globaler Anlagestratege und Leiter des institutionellen Portfoliomanagements. Dazwischen dienten ihm Auslandeinsätze in New York und Paris zur Vertiefung der Fachkenntnisse globaler Finanzmärkte. 1990 gründete er Zulauf Asset Management, um seine Anlagephilosophie frei von konventionellen institutionellen Restriktionen umsetzen zu können.