N°1 | Mai 2026

s:fi KNOWLEDGE

Swiss Finance Institute Roundups

Risiko, Unsicherheit und die Grenzen der Marktpreisbildung

Editorial

Die moderne Finanzwelt beruht auf einer einfachen Annahme: Risiken lassen sich messen, bepreisen und übertragen. Doch die Grenze zwischen Risiko und reiner Unsicherheit ist nicht klar gezogen. Was die Märkte heute als Risiko einpreisen, kann sich morgen als Unsicherheit erweisen, etwa wenn sich bestehende Regime verändern, Korrelationen aufbrechen oder strukturelle Veränderungen historische Daten an Aussagekraft verlieren lassen. In diesem SFI Roundup untersuchen fünf Experten aus Wissenschaft und Praxis diese sich verschiebende Grenze. Sie erörtern, warum Risikoprämien existieren, wie delegierte Vermögensverwaltung das Eingehen von Risiken beeinflusst, weshalb Diversifikation sowohl unverzichtbar als auch unvollkommen ist und wie sich Anfälligkeiten in die weniger transparenten Bereiche des Systems verlagern. Ihr Austausch zeichnet das Bild eines Systems, das bekannte Risiken zunehmend differenziert bepreist und steuert, zugleich aber weiterhin mit jenen ringt, die sich einer Messung entziehen.

Wir wünschen Ihnen eine informative und zum Nachdenken anregende Lektüre.

Prof. François Degeorge
Managing Director

Experten

Yves Bonzon
Yves Bonzon ist Group Chief Investment Officer und Mitglied des Global Wealth Management Committee bei Julius Bär. Er war mehr als 25 Jahre bei Pictet tätig, wo er als Chief Investment Officer und Partner wirkte. Als Mitglied des Stiftungsrats des International Center for Monetary and Banking Studies in Genf verfügt er über umfangreiche Erfahrung in globalen Finanzmärkten und in der makroökonomischen Analyse. Er hat einen Abschluss in Volkswirtschaftslehre der Universität Lausanne.

Pierre Collin-Dufresne
Pierre Collin-Dufresne ist SFI Senior Chair und Professor für Finance an der EPFL, die Eidgenössische Technische Hochschule Lausanne. Seine Forschungsschwerpunkte umfassen Asset Pricing, Fixed-Income-Märkte und Derivate, mit einem Schwerpunkt auf Risikoprämien und Marktdynamiken. Er hatte Professuren an der Columbia University und der Haas School of Business der University of California, Berkeley inne und war als Senior-Portfoliomanager in der Quantitative Strategies Group bei Goldman Sachs Asset Management tätig. Er hat einen Doktortitel in Finance von der HEC Paris.

Renato Flückiger
Renato Flückiger ist Chief Investment Officer und Leiter Investments bei der Valiant Bank, wo er den Anlageausschuss präsidiert und die Bereiche Portfoliomanagement, Anlageberatung sowie externe Vermögensverwalter verantwortet. Er verfügt über mehr als 20 Jahre Erfahrung im Wealth und Asset Management mit Schwerpunkten auf Anlagestrategie, Asset Allocation und Multi-Asset-Portfolios. Vor seinem Eintritt bei Valiant war er in verschiedenen Funktionen im Portfoliomanagement bei UBS Wealth Management und Julius Bär tätig. Er ist CFA-Charterholder.

Pascal Froidevaux
Pascal Froidevaux ist Discretionary Portfolio Manager und Managing Director bei der Union Bancaire Privée. Er ist auf den Aufbau von Multi-Asset-Portfolios für Privatkunden spezialisiert, wirkt an globalen, regionalen und sektoralen Asset-Allocation-Entscheidungen mit und ist für die Auswahl Schweizer Aktien verantwortlich. Er ist gewähltes Mitglied des Stiftungsrats der Pensionskasse der Bank. Zuvor hatte er leitende Positionen bei Lombard Odier und der Credit Suisse inne. Er hat einen Doktortitel in Volkswirtschaftslehre der Universität Freiburg.

Amit Goyal
Amit Goyal ist SFI Senior Chair und Professor für Finance an der Universität Lausanne. Seine zentralen Forschungsgebiete liegen im Bereich empirisches Asset Pricing, Portfoliowahl und Renditeprognosen, insbesondere mit Blick auf institutionelle Anleger und Pensionskassen. Zuvor hatte er eine Professur an der Goizueta Business School der Emory University inne. Er hat einen Doktortitel in Finance von der University of California, Los Angeles.

Mai 2026 (Interviews per April 2026 und Datenstand per Mai 2026)

Die Beiträge in diesem Roundup basieren auf Einzelinterviews und wurden aus Gründen der Klarheit und des Stils redaktionell überarbeitet. Der Text stellt keine wortgetreuen Transkripte dar.

Diese Version ist die Übersetzung der Originalversion in englischer Sprache. Die Originalversion ist unter https://www.sfi.ch/ru-risk26 abrufbar.

1. Risiko tragen

Warum sind Investorinnen und Investoren bereit, Risiken einzugehen?

Amit Goyal: Im Wirtschaftsleben hat Risiko seinen Preis. Anlegerinnen und Anleger verlangen eine Entschädigung für das Eingehen von Risiken. Diese zeigt sich in Form einer höheren erwarteten Rendite. Würde Risiko keine Prämie nach sich ziehen, gäbe es kaum einen Grund, es einzugehen. Einige Wirtschaftsakteure versuchen, Risiken abzugeben, während andere bereit sind, mehr davon zu tragen, um dafür eine höhere Kompensation zu erhalten. Die Motorfahrzeug-Versicherungsmärkte liefern ein einfaches Beispiel: Autofahrer übertragen das finanzielle Risiko eines Unfalls mit ihrem Fahrzeug auf Versicherer, die das Risiko über Millionen von Verträgen bündeln und mithilfe von Diversifikation und Kapitalpuffern ihre aggregierten Verluste steuern. Finanzmärkte funktionieren nach einem ähnlichen Prinzip. Risiko wird nicht beseitigt; es wird übertragen, bepreist und umverteilt. Finanzmärkte existieren zu einem grossen Teil, um diesen Austausch zu ermöglichen.

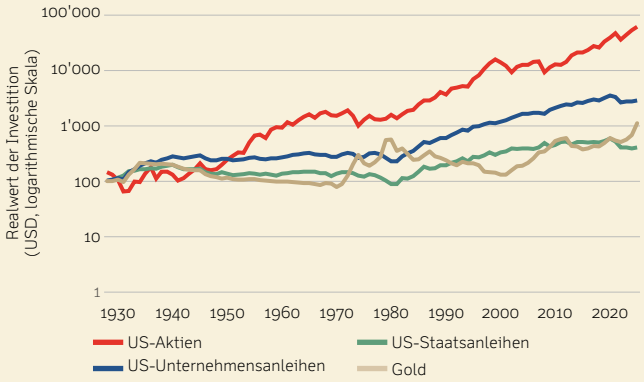
Renato Flückiger: Risiko bedeutet nicht für alle Investierenden dasselbe. Vieles hängt vom Anlagehorizont ab. Über kurze Zeiträume erscheinen Marktschwankungen gross und schwer vorhersehbar, weshalb sich Investierende häufig auf Volatilität konzentrieren. Über längere Horizonte verändert sich dieses Bild. Die sicherste Anlageform für die nächsten Monate mag Bargeld sein, doch auf lange Sicht, also 20 Jahre oder mehr, sind Aktien weitaus effektiver, wenn es darum geht, Vermögen zu erhalten und zu vermehren. Für langfristig orientierte Investierende geht es nicht nur darum, nominale Erträge zu erzielen, sondern die Kaufkraft über die Zeit zu sichern. Entscheidend ist letztlich die nach Inflation erzielte Rendite. Investierende nehmen daher Risiken in Kauf, wenn sie davon ausgehen, dass sie angemessen entschädigt werden, sei es durch Aktienprämien, Kreditspreads oder Liquiditätsprämien. Das Eingehen von Risiken ist untrennbar mit der Portfoliozusammenstellung und dem Ziel verbunden, das reale Vermögen über die Zeit zu schützen.

Welche Probleme entstehen, wenn Erträge einzelnen Akteurinnen und Akteuren zufliessen, während die Risiken von anderen getragen werden?

Pascal Froidevaux: Diese Frage wird oft im Zusammenhang mit Anreizstrukturen gestellt. Einige Vergütungsmodelle belohnen kurzfristige Performance stärker als ein umsichtiges Management langfristiger Risiken. Dies kann dazu führen, dass Managerinnen und Manager Risiken eingehen, deren Konsequenzen erst zu einem späteren Zeitpunkt sichtbar werden. Die entsprechenden Risiken tragen letztlich jedoch die Anlegerinnen und Anleger. Vor diesem Hintergrund verlangen Investierende zunehmend Transparenz darüber, wie ihre Portfolios konstruiert sind und wie Risiken gesteuert werden. Umso wichtiger ist die Ausrichtung der Anreize zwischen Anlegenden und Vermögensverwaltenden. Fehlt diese, kann das System schrittweise Positionen aufbauen, die kurzfristig profitabel erscheinen, sich jedoch über die Zeit als kostspielig erweisen.

Yves Bonzon: Auch die Anlegendenstruktur beeinflusst die Risikoverteilung. Die Verwaltung des eigenen Vermögens unterscheidet sich stark von der Verwaltung von Kapital im Auftrag anderer. Ebenso gibt es einen wichtigen Unterschied zwischen Wealth Management und institutionellem Asset Management. Privatkundinnen und -kunden richten ihren Fokus typischerweise auf den langfristigen Erhalt und das Wachstum ihres Vermögens, was ihnen grössere Flexibilität in Anlageentscheidungen ermöglicht. Institutionelle Investierende hingegen agieren im Rahmen formeller Mandate, regulatorischer Vorgaben oder reputationsbezogener Überlegungen, die ihre Portfolioentscheidungen beeinflussen. Diese Unterschiede können zu einer Diskrepanz zwischen dem führen, was aus rein finanzieller Sicht optimal erscheint, und dem, was tatsächlich umgesetzt wird. Wenn Anlageentscheidungen eher durch institutionelle Rahmenbedingungen oder die Erwartungen von Stakeholdern als durch langfristige Risiko-Rendite-Überlegungen bestimmt werden, kann die Risikoverteilung zwischen Investierenden von den Vorhersagen theoretischer Modelle abweichen.

Reales Wachstum einer Investition von 100 USD in wichtigen US-Anlageklassen im Jahr 1928



Anmerkungen: Die Abbildung zeigt die inflationsbereinigte Wertentwicklung einer hypothetischen Investition von 100 USD, die 1928 in die wichtigsten Anlageklassen getätigt wurde, bis zum Jahr 2025, unter der Annahme der Wiederanlage sämtlicher Ausschüttungen und Kapitalerträge. Die Aktienrenditen basieren ab 1957 auf dem S&P 500 Index und wurden für den Zeitraum vor 1957 anhand historischer Indizes von US-Grossunternehmen rückwirkend ergänzt. Die Renditen von Staatsanleihen werden anhand der Renditen von US-Staatsanleihen mit konstanter Laufzeit von 10 Jahren geschätzt. Die Renditen von Unternehmensanleihen basieren auf langfristigen US-Unternehmensanleihen. Die Goldrenditen basieren auf dem Goldpreis in US-Dollar und spiegeln nur Preisänderungen wider, da Gold keine Erträge generiert und bis Anfang der 1970er Jahre staatlicher Preisregulierung unterlag. Die jährlichen Renditen umfassen sowohl Kursgewinne als auch Barausschüttungen. Sämtliche Zeitreihen sind um die US-Verbraucherpreisinflation bereinigt. Die vertikale Achse ist logarithmisch skaliert.

Quelle: Datenbank von Aswath Damodaran

Pierre Collin-Dufresne: Finanzmärkte basieren weitgehend auf Delegation. Kapitaleignerinnen und -eigner vertrauen ihre Gelder professionellen Managerinnen und Managern an, die Informationen sammeln, verarbeiten und auf dieser Grundlage Entscheidungen treffen. Wären Märkte vollkommen effizient, gäbe es kaum einen Grund, Anlageentscheidungen zu delegieren. Das Halten eines breit diversifizierten Indexes würde ausreichen. Doch die Märkte werden in der Realität ständig von Schocks und neuen Informationen beeinflusst, wodurch eine Rolle für spezialisiertes Fachwissen entsteht. Die daraus resultierende Aufgabenübertragung führt zu einem Delegationsverhältnis zwischen Kapitalgebenden und Vermögensverwaltenden (Englisch: principal–agent relationship). Die Kapitalgebenden stellen das Finanzkapital bereit, während die Vermögensverwaltenden Humankapital in Form von Informationsbeschaffung, Analyse und Entscheidungsfindung einbringen. Managementkompetenz kann zwar Überrenditen generieren, doch Erfolg bringt eigene Einschränkungen mit sich. Eine starke Performance zieht in der Regel zusätzliche Mittelzuflüsse an und erhöht das verwaltete Vermögen. Mit zunehmender Fondsgrösse wird es jedoch schwieriger, Anlagechancen zu nutzen; der Erfolg, der Kapital angezogen hat, kann somit künftige Renditen verwässern. Über die Zeit erschweren Wettbewerb und Kapitalflüsse eine dauerhaft überdurchschnittliche Performance.

Renato Flückiger: Wenn die Verteilung von Erträgen und Risiken nicht mehr im Einklang steht, reichen die Konsequenzen über einzelne Portfolios hinaus. Risiken verschwinden selten. Stattdessen akkumulieren sie sich in Teilen des Finanzsystems, die nicht immer am besten in der Lage sind, sie zu tragen. In ruhigen Marktphasen bleiben solche verborgenen Risikokonzentrationen weitgehend unsichtbar. In Stressphasen verstärken sie jedoch die Instabilität der Märkte. Für Vermögensverwaltende ist es eine wichtige Aufgabe, sicherzustellen, dass die eingegangenen Risiken im Einklang mit den Interessen der Anlegenden stehen, die sie letztlich tragen.

Wie sollten Anlegerinnen und Anleger den Zusammenhang zwischen Risiko und Rendite beurteilen?

Amit Goyal: In der Theorie ist der Zusammenhang zwischen Risiko und Rendite klar. Diese Idee bildet den Kern der modernen Asset-Pricing-Theorie. Wenn Risiken korrekt gemessen und bepreist werden, sollte ein höheres Risiko mit höheren erwarteten Renditen einhergehen. In wettbewerbsintensiven Märkten dürften systematische Möglichkeiten für Überrenditen verschwinden, sodass eine dauerhaft risikobereinigte Überperformance nicht existieren sollte. Die empirische Evidenz ist jedoch weit weniger eindeutig. Märkte sind ein Umfeld, in dem konkurrierende Ansichten über Risiken und Renditen ständig auf die Probe gestellt werden. Phasen scheinbarer Überperformance befeuern immer wieder die Debatte darüber, ob Märkte vollständig effizient sind und ob Anlegerinnen und Anleger für aktives Management bezahlen sollten, oder stattdessen einfach breit diversifizierte Indexportfolios halten sollten. Einige Investierende gehen davon aus, durch bessere Risikoeinschätzung Fehlbewertungen erkennen zu können. Andere unterstellen, dass Märkte sämtliche verfügbaren Informationen bereits widerspiegeln. Im Laufe der Zeit führt der Wettbewerb zwischen diesen beiden Ansichten dazu, dass eine anhaltende Outperformance selten bleibt.

Pascal Froidevaux: Der Begriff der risikobereinigten Performance ist mitunter irreführend. Anlegerinnen und Anleger hoffen auf hohe Renditen bei geringem Risiko, doch in der Praxis lässt sich der Zielkonflikt zwischen Risiko und Ertrag nicht vermeiden. Eine Strategie, die das Risiko reduziert, schränkt zwangsläufig die Bandbreite der möglichen Ergebnisse ein, während höhere Renditeerwartungen die Akzeptanz grösserer Unsicherheit erfordern. In Gesprächen mit Kundinnen und Kunden bildet das angestrebte Renditeziel den Ausgangspunkt. Vermögensverwaltende versuchen anschliessend, einen Anlageansatz zu identifizieren, der dieses Ziel erreichen kann und gleichzeitig das Portfolio einem möglichst geringen Risiko aussetzt. Auch der Anlagehorizont spielt eine zentrale Rolle: Ergebnisse über kurze Zeiträume lassen sich nur schwer verlässlich beurteilen. Erst ein mehrjähriger Horizont, der einen vollständigen Marktzyklus von Risiko und Rendite umfasst, ermöglicht eine fundierte Einschätzung.

Pierre Collin-Dufresne: Eine grosse Schwierigkeit liegt in der Messung des Risikos selbst. Finanzielle Renditen lassen sich leicht beobachten und berechnen. Risiken sind viel schwieriger zu quantifizieren. Investorinnen und Investoren sind sich im Allgemeinen einig, wie realisierte Renditen zu berechnen sind, doch bei der Messung von Risiko besteht weit weniger Konsens – und noch weniger darüber, wie seltene oder unerwartete Ereignisse in eine Risikobewertung einbezogen werden sollten. Volatilität wird als praktischer Näherungswert verwendet, da sie relativ einfach zu berechnen ist. Allerdings misst sie die Schwankungsbreite der Renditen und nicht die Wahrscheinlichkeit erheblicher Verluste. Alternative Messgrössen wie Value-at-Risk, Expected Shortfall oder Stresstests versuchen, diese Einschränkung zu adressieren. Sie bleiben jedoch von Modellannahmen über Verteilungen, Korrelationen und die Stabilität historischer Zusammenhänge abhängig. Selbst wenn sich Investierende auf eine umfassende ex-post-Kennzahl für Risiko einigen könnten, entstehen fortlaufend neue Risiken, die in historischen Daten nicht sichtbar sind. Folglich hängt die Bewertung der risikobereinigten Performance zwangsläufig davon ab, wie das Risiko selbst definiert und modelliert wird.

Yves Bonzon: Die Herausforderung besteht nicht nur darin, Risiko zu messen, sondern auch die Risikoprämien zu vereinnahmen, die Märkte über lange Zeiträume bieten. Vielen Anlegerinnen und Anlegern gelingt dies nicht. Verhaltensverzerrungen (Englisch: behavioral biases), Selbstüberschätzung (Englisch: overconfidence), die Jagd nach Rendite und unzureichende Diversifikation führen zu suboptimalen Ergebnissen. Investierende trennen sich nach Phasen schwacher Performance von risikobehafteten Anlagen oder konzentrieren ihre Portfolios in vermeintlich günstigen Marktphasen auf nur wenige Positionen. Gängige Kennzahlen liefern zwar nützliche statistische Beschreibungen vergangener Schwankungen, bieten jedoch nur begrenzte Orientierung, wenn sich die Marktbedingungen selbst ändern. Der wahre Test einer Anlagestrategie besteht nicht darin, ob sie im letzten Zyklus eine optimale risikobereinigte Performance erzielt hat, sondern ob sie den nächsten überstehen kann. Die Vermeidung dauerhafter Kapitalverluste ist letztlich wichtiger als die Maximierung kurzfristiger risikobereinigter Renditen.

2. Die Ursprünge der Unterscheidung zwischen Risiko und Unsicherheit

Warum unterscheiden Ökonominnen und Ökonomen historisch zwischen Risiko und Unsicherheit?

Pierre Collin-Dufresne: Die Unterscheidung, die 1921 von Frank Knight geprägt wurde, trennt Fälle, in denen Ergebnissen Wahrscheinlichkeiten zugeordnet werden können – Risiko –, von solchen, in denen dies nicht möglich ist, weil die zugrunde liegende Wahrscheinlichkeitsverteilung selbst unbekannt ist – Unsicherheit. Knights Unterscheidung verdeutlicht eine wichtige Grenze der ökonomischen Modellierung: Sind Wahrscheinlichkeiten messbar, lassen sich Risiken bepreisen und steuern. Ist dies nicht der Fall, müssen Entscheidungen auf Einschätzung statt auf Berechnung beruhen. Spätere experimentelle Arbeiten bestätigten Knights Erkenntnis. Das 1961 eingeführte Ellsberg-Paradoxon zeigte, dass Individuen bekannte Wahrscheinlichkeiten systematisch solchen vorziehen, die mit Mehrdeutigkeit behaftet sind. Dieses Verhalten deutet darauf hin, dass Menschen nicht nur risikoscheu sind, sondern auch Mehrdeutigkeit meiden wollen. Auf den Finanzmärkten führt dies zu Modellunsicherheit. Selbst wenn Risiken messbar erscheinen, können Investierende unterschiedliche Auffassungen über die relevanten Verteilungen, Korrelationen oder strukturellen Annahmen haben. Die Schlussfolgerung ist nicht, dass Modelle nutzlos sind, sondern dass kein einzelnes Modell als abschliessend betrachtet werden kann.

Amit Goyal: Die Grenze zwischen Risiko und Unsicherheit ist selten fest. Mit zunehmender Informationsmenge werden Ereignisse, die zunächst nicht quantifizierbar erscheinen, allmählich messbar. Finanzmärkte wandeln Unbekanntes kontinuierlich in Risiken um, die modelliert und bepreist werden können. Selbst Vermögenswerte, die gemeinhin als "risikofrei" bezeichnet werden, wie beispielsweise Staatsanleihen, bergen verschiedene Formen von Unsicherheit, darunter Inflationsrisiken und politische Risiken im Zusammenhang mit der Fiskalpolitik. Diese Dynamik verdeutlicht die Rolle der Finanzmärkte als lernende Systeme. Während Anlegerinnen und Anleger neue Daten beobachten und ihre Modelle anpassen, werden einige Unsicherheitsquellen nach und nach in ihre Bewertungsrahmen integriert. Gleichzeitig entstehen unweigerlich neue Unsicherheitsquellen.

Yves Bonzon: Aus der Perspektive einer Investorin oder eines Investors mag die Unterscheidung konzeptionell klar sein, doch in der Praxis verschwimmt sie. Märkte verhalten sich häufig so, als liesse sich Risiko präzise messen, obwohl sich die zugrunde liegenden Rahmenbedingungen verändern. Wahrscheinlichkeitsverteilungen, die über lange Zeiträume stabil erscheinen, können sich bei Regimewechseln abrupt verschieben. Politische Entscheidungen, technologische Umbrüche oder Veränderungen in der globalen Wirtschaftsordnung können die Ertragsstruktur von Investitionen auf eine Weise verändern, die historische Daten nicht erfassen. Wenn dies geschieht, wird aus dem, was zuvor als messbares Risiko galt, plötzlich echte Unsicherheit.

Pascal Froidevaux: In der Praxis ist die Unterscheidung zwischen Risiko und Unsicherheit weniger zentral, als es in akademischen Diskussionen den Anschein hat. Kundinnen und Kunden erwarten von ihren Finanzberaterinnen und Finanzberatern eine Empfehlung, unabhängig davon, ob die Wahrscheinlichkeiten präzise quantifiziert werden können. Viele der Fragen, mit denen Anlegerinnen und Anleger heute konfrontiert sind, lassen sich nicht in klare Wahrscheinlichkeiten fassen. Ein Beispiel ist der langfristige Einfluss technologischer Entwicklungen wie künstlicher Intelligenz auf Unternehmensgewinne. In solchen Fällen spielen Urteilsvermögen und Erfahrung eine grössere Rolle als formale Modelle. Prognosen bleiben grundsätzlich mit Unsicherheit behaftet, und Investierende stützen sich in der Regel auf Erfahrung sowie auf vergleichbare Ereignisse aus der Vergangenheit, um sich ein Bild von der möglichen zukünftigen Entwicklung zu machen.

Welche Modelle werden heute am stärksten genutzt, um Risiken in Finanzmärkten zu identifizieren und zu bepreisen?

Amit Goyal: Die Antwort auf diese Frage hängt zum Teil von der Analyseebene ab. Auf einer übergeordneten theoretischen Ebene bilden konsumorientierte Modelle zur Preisbildung von Vermögenswerten (Englisch: consumption based asset pricing models) den konzeptionellen Massstab. Diese Modelle verknüpfen erwartete Renditen mit den Risiken, denen Anlegende im Laufe der Zeit in ihrem Konsum ausgesetzt sind. Obwohl elegant, sind diese Modelle schwer anzuwenden. Auf der Ebene einzelner Wertpapiere hat das Capital Asset Pricing Model (CAPM) die moderne Grundlage für die Preisbildung von Vermögenswerten geschaffen. Das CAPM stellt einen Zusammenhang zwischen erwarteten Renditen und der Exponierung einer Investorin oder eines Investors gegenüber systematischem Marktrisiko her, gemessen durch Beta. Empirische Befunde haben jedoch gezeigt, dass ein einzelner Faktor nicht ausreicht, um die Querschnittsverteilung der Renditen zu erklären. Multifaktormodelle, insbesondere der Fama-French-Ansatz, führen zusätzliche Quellen systematischer Variation ein, etwa Unternehmensgrösse, Substanzwerte (Englisch: value) und Momentum. Diese Modelle bleiben zentrale Instrumente, um zu verstehen, wie sich Risiken in erwarteten Renditen widerspiegeln.

Pierre Collin-Dufresne: Die Herausforderung besteht dabei nicht nur darin, zusätzliche Quellen systematischer Risiken zu identifizieren, sondern auch zu verstehen, wie sich diese Erkenntnisse auf die Anlageperformance auswirken. Beim Übergang von der Asset-Pricing-Theorie zum Asset Management wird das Bild differenzierter. Wie bereits erwähnt, ist eine dauerhaft überdurchschnittliche

Performance nur schwer nachzuweisen, dennoch fliessen kontinuierlich Mittel in Fonds, die zuletzt gut abgeschnitten haben. Um diesen scheinbaren Widerspruch zu erklären, berücksichtigen einige Modelle inzwischen Lernprozesse sowie abnehmende Skalenerträge. In solchen Ansätzen kann Managementkompetenz vorhanden sein, ist jedoch in ihrer Kapazität begrenzt. Erzielt eine Managerin oder ein Manager eine starke Performance, ziehen die entsprechenden Strategien zusätzliche Mittelzuflüsse an. Mit steigendem verwaltetem Vermögen wird es schwieriger, die Anlagechancen zu nutzen, die ursprünglich die Überrenditen hervorgebracht haben. Genau die Zuflüsse, die durch die gute Performance ausgelöst wurden, verwässern künftige abnormale Renditen. Im Gleichgewicht kann Managementkompetenz existieren, doch ihr statistischer Nachweis wird über längere Zeiträume hinweg immer schwieriger. Märkte sind möglicherweise nicht vollkommen effizient, doch ausreichender Wettbewerb sorgt dafür, dass Ineffizienzen weder gross noch dauerhaft sind. In diesem Sinne lassen sich Finanzmärkte als "effizient ineffizient" beschreiben.

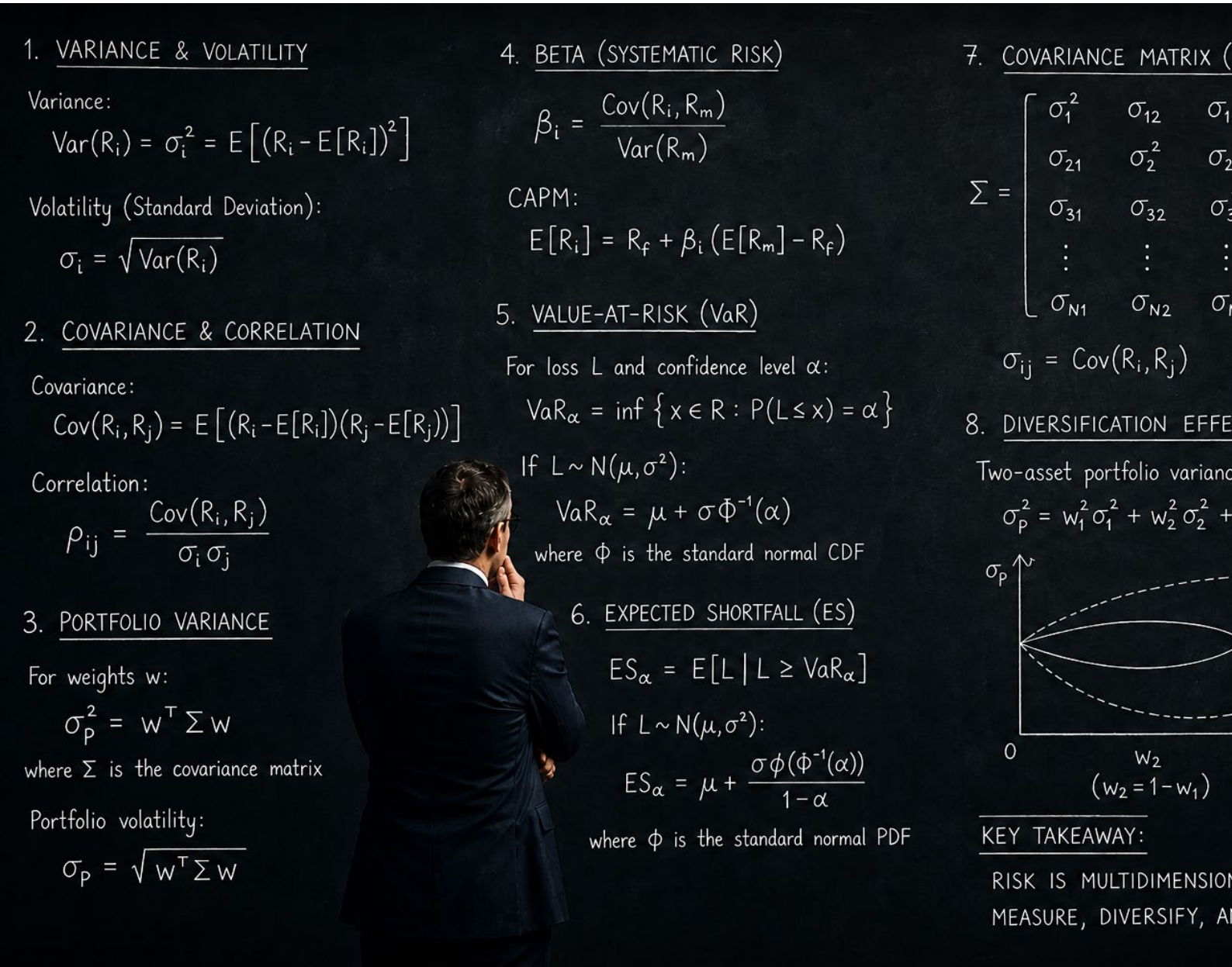
Yves Bonzon: Modelle zur Preisbildung von Vermögenswerten sind wertvoll, weil sie Disziplin auferlegen: Sie zwingen Investierende, klar zu formulieren, für welche Risiken sie eine Entschädigung erwarten. Gleichzeitig bleiben diese Modelle vereinfachte Darstellungen einer weitaus komplexeren Realität. Sie stützen sich zwangsläufig auf Annahmen wie stabile Korrelationen, kontinuierliche Liquidität und die Relevanz historischer Zusammenhänge. Das von den Modellen vermittelte Gefühl der Präzision kann gefährlich sein. Backtests sehen immer überzeugend aus. An historischen Daten kalibrierte Strategien erscheinen bemerkenswert robust – bis tatsächlich Kapital eingesetzt wird. Erst dann zeigt sich, dass Liquidität versiegen kann, sich Korrelationen verschieben und die Markttiefe deutlich geringer sein kann als angenommen. Das Problem liegt nicht darin, dass die Modelle mathematisch falsch wären, sondern darin, dass sich Märkte selten so verhalten, wie es die Modelle implizit unterstellen. Aus diesem Grund ergänzen erfahrene Investorinnen und Investoren Modelle durch eigene Einschätzungen, die auf langjähriger Erfahrung im Umgang mit Marktstress beruhen.

Glauben Sie, dass die Finanzmärkte zu viel Vertrauen in ihre Fähigkeit entwickelt haben, Risiken zu bepreisen?

Yves Bonzon: Kurz gesagt: Ja. Die Finanzmärkte zeigen ein hohes Mass an Vertrauen in ihre Fähigkeit, Risiken effizient zu messen und zu bepreisen. Einerseits sind Märkte breiter und komplexer geworden. Andererseits haben technologische Fortschritte und Verbesserungen in der Datenverarbeitung unsere Möglichkeiten zur Analyse historischer Daten erheblich erweitert. Anlegerinnen und Anleger könnten daher glauben, dass sie risikobereinigte Renditen auf Grundlage vergangener Beobachtungen optimieren und dass Märkte Risiken angemessen bepreisen. Die Schwierigkeit besteht darin, dass sich die zugrunde liegenden Rahmenbedingungen verändern. Die Geschichte zeigt, dass sich Zusammenhänge, die über lange Zeiträume stabil erscheinen, unerwartet verschieben können. Die Korrelation zwischen US-Staatsanleihen und Aktien veranschaulicht dies gut. Über weite Strecken von den frühen 2000er-Jahren bis in die frühen 2020er-Jahre entwickelten sich diese Anlageklassen tendenziell gegenläufig, was Staatsanleihen zu einem wirkungsvollen Instrument der Portfoliodiversifikation machte. Doch diese Beziehung war im Laufe der Zeit nicht konstant. Strukturelle Veränderungen in Inflationsregimen, der Geldpolitik oder den makroökonomischen Bedingungen verändern sie. Akademische Modelle sind ausserordentlich nützlich. Sich jedoch auf sie zu verlassen, als würden Märkte Risiken stets korrekt bepreisen, setzt ein Mass an Vertrauen voraus, das durch die Realität nicht gedeckt ist.

Pierre Collin-Dufresne: Die Ansichten darüber, inwieweit Finanzmärkte Risiken einpreisen können, haben sich im Laufe der Zeit erheblich gewandelt. In den 1960er- und 1970er-Jahren galten Finanzmärkte allgemein als hoch effizient. Später wiesen Forschungsarbeiten im Bereich der Verhaltensökonomie auf anhaltende Anomalien und Grenzen der Rationalität hin. In jüngerer Zeit hat sich der Fokus stärker auf die Marktstruktur und die Rolle grosser institutioneller Anlegende verlagert. Die heutigen Märkte werden von Institutionen dominiert, die über verschiedene Anlageklassen, Regionen und Finanzinstrumente hinweg agieren. Diese Investorinnen und Investoren sind in der Lage, grosse Informationsmengen zu verarbeiten und offensichtliche Preisabweichungen zwischen Märkten auszunutzen. Gleichzeitig ist ein Grossteil dieses Kapitals vergleichsweise träge, da es an Mandate, Benchmarks oder regulatorische Auflagen gebunden ist. Dadurch können bestimmte Preisverzerrungen über längere Zeit bestehen bleiben. Kapitalzuflüsse in hochliquide Märkte verstärken Kursbewegungen und konzentrieren Investitionen auf eine relativ kleine Zahl von Unternehmen – typischerweise solche, die in Benchmarks enthalten sind oder als wachstumsstark gelten. Die Risikopreisbildung wird somit sehr durch grosse Mittelzuflüsse in eine begrenzte Anzahl von Titeln beeinflusst, insbesondere in stark im Blickpunkt stehenden Marktsegmenten wie grossen Technologieunternehmen. Wenn sich die Erwartungen ändern, kehren sich diese Kapitalflüsse schnell um. Die Märkte mögen nicht vollkommen effizient sein, bleiben jedoch wettbewerbsintensiv. Daher ist es unwahrscheinlich, dass grosse und anhaltende Fehlbewertungen von Risiken von Dauer sind, auch wenn kurzfristig Verzerrungen auftreten können.

Amit Goyal: Es ist schwierig, diese Frage aus empirischer Sicht eindeutig zu beantworten. Klar ist jedoch, dass sich die Zusammensetzung der Marktteilnehmenden in den letzten Jahren deutlich verändert hat. Die Demokratisierung von Handelsplattformen hat die Eintrittsbarrieren gesenkt und die Beteiligung von privaten Anlegenden deutlich erhöht, insbesondere während der Covid-19-Pandemie. An einem Ende des Spektrums stehen langfristig orientierte Anlegerinnen und Anleger, die ihr Kapital über diversifizierte börsengehandelte Fonds (Englisch: exchange-traded funds or ETFs) anlegen. Am anderen Ende befinden sich kurzfristig orientierte Marktteilnehmende, die möglicherweise nur über begrenzte Finanzkenntnisse verfügen und sich auf einzelne Aktien oder Optionen konzentrieren. Gleichzeitig verwalten institutionelle Investierende Billionen von US-Dollar unter Verwendung immer ausgefeilterer Datensätze und algorithmischer Instrumente. Das Nebeneinander dieser sehr unterschiedlichen Typen von Anlegenden erhöht die Streuung im Marktverhalten. Entwicklungen wie der rasante Anstieg von Kryptowährungen veranschaulichen, wie grosse Kapitalmengen mobilisiert werden können, selbst wenn traditionelle Bewertungsanker schwach ausgeprägt sind. Ob diese Veränderungen die Markteffizienz und die Risikopreisbildung grundlegend verändert haben, bleibt eine offene Frage.



3. Wie Märkte versuchen, Risiken zu bepreisen

Auf welchen Annahmen basiert modernes Asset Pricing, die Investorinnen und Investoren möglicherweise unterschätzen?

Renato Flückiger: Viele Asset-Pricing-Modelle gehen von stabilen Korrelationen, kontinuierlicher Liquidität und der Existenz eines verlässlichen risikofreien Referenzwerts aus. Diese Annahmen sind fragil. Korrelationen zwischen Anlageklassen sind nicht konstant. In Stressphasen bewegen sich Märkte oft in "Risk-on"- oder "Risk-off"-Regimen, in denen sich viele Vermögenswerte in die gleiche Richtung bewegen. Wenn dies geschieht, bietet Diversifizierung weniger Schutz, als die Modelle vermuten lassen. Auch das Konzept eines risikofreien Vermögenswerts verdient gewisse Vorsicht. In der Schweiz bleibt der staatliche Rahmen strukturell solide. In Ländern wie Frankreich, Italien, Japan, dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten wird das Konzept eines tatsächlich risikofreien Vermögenswerts angesichts steigender Schuldenstände und anhaltender Haushaltsdefizite zunehmend relativiert. Investorinnen und Investoren müssen die fiskalische Tragfähigkeit und die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik berücksichtigen, wenn sie bewerten, was als risikofrei gelten kann.

Amit Goyal: Modelle sind nach wie vor äusserst nützlich, da sie Struktur und Disziplin schaffen. Sie helfen Investierenden zu erkennen, welche Risiken eingegangen werden und wie diese vergütet werden sollten. Neben diesen Modellen stützen sich Anlegende auf eine Reihe weiterer Instrumente, wie beispielsweise Discounted-Cashflow-Analysen und die in Unternehmensoffenlegungen und Geschäftsberichten enthaltenen Informationen. Dennoch vereinfachen all diese Ansätze zwangsläufig die Realität. Liquiditätsbedingungen, politische Entscheidungen und makroökonomische Rahmenbedingungen ändern sich im Laufe der Zeit. Daher sollten Modelle eher als Orientierungshilfen denn als präzise Abbildungen des tatsächlichen Marktverhaltens verstanden werden.

Unter welchen Bedingungen bepreisen Finanzmärkte Risiken effizient?

Amit Goyal: Markteffizienz lässt sich am besten als Massstab und nicht als Garantie verstehen. Finanzmärkte tendieren dazu, Risiken effizient zu bepreisen und zu verteilen, wenn Informationen breit verfügbar sind und Marktteilnehmende ohne übermässige Friktionen handeln können. Preise bündeln die verteilten Informationen, während Wettbewerb unter Investierenden dazu beiträgt, Fehlbewertungen im Zeitverlauf zu korrigieren. Doch selbst relativ einfache Bewertungsfragen können komplex werden. So sollten sich Veränderungen in den Diskontsätzen grundsätzlich in Anpassungen der Vermögenspreise niederschlagen. Allerdings sind Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Politik, wirtschaftlichen Wachstums oder der Inflation ebenso entscheidend wie die aktuellen Bedingungen. Die Preisbildung wird noch anspruchsvoller, wenn Ergebnisse schwer zu quantifizieren sind, wie etwa die langfristigen Auswirkungen des technologischen Wandels, der geopolitischen Fragmentierung oder des Klimawandels. Märkte sind in der Regel gut darin, Risiken zu verarbeiten, die messbar und vergleichbar sind. Sie tun sich jedoch schwer mit langfristigen strukturellen Veränderungen, deren wirtschaftliche Auswirkungen sich nur schwer quantifizieren lassen.

Renato Flückiger: Die Effizienz von Märkten hängt auch von ihrer Tiefe und Liquidität ab. In grossen und liquiden Märkten mit breiter Beteiligung, in denen Kapital frei fliessen kann und Arbitragemöglichkeiten begrenzt sind, spiegeln Preise die zugrunde liegenden Risiken vergleichsweise gut wider. In kleineren oder weniger liquiden Märkten können relativ geringe Kapitalflüsse erhebliche Preisbewegungen auslösen. Ein einfaches Beispiel ist der Unterschied zwischen dem Gold- und dem Silbermarkt. Der Goldmarkt ist tief und global gehandelt und verfügt über erhebliche Liquidität. Der Silbermarkt ist deutlich kleiner. Entsprechend haben ähnliche Kapitalflüsse bei Silber einen wesentlich stärkeren Einfluss auf den Preis als bei Gold.

Pascal Froidevaux: Märkte verteilen Risiken effizient, wenn zwei Bedingungen erfüllt sind. Erstens muss ausreichend Liquidität vorhanden sein, damit Investorinnen und Investoren ihre Positionen anpassen können, ohne die Preise zu destabilisieren. Zweitens müssen die Marktteilnehmenden die Konsequenzen ihrer Entscheidungen tragen. Wenn Investierende nennenswertes Kapital riskieren und mit langfristigen Horizonten agieren, bleibt die Disziplin der Preisbildung in der Regel gewahrt. Wird Kapital hingegen sehr kurzfristig eingesetzt oder stark fremdfinanziert, spiegeln Preise eher Kapitalflüsse und Positionierungen wider als den zugrunde liegenden wirtschaftlichen Wert.

Welche Rolle spielen Arbitrage, Liquidität und Wettbewerb bei der Disziplinierung der Risikopreisbildung?

Pierre Collin-Dufresne: Theoretisch sind Arbitrage und Wettbewerb für die Preisbildung von zentraler Bedeutung. Wenn Vermögenswerte von ihrem fundamentalen Wert abweichen, haben überzeugte Anlegerinnen und Anleger einen Anreiz, gegen diese Fehlbewertung zu handeln. Grosse institutionelle Investierende, die über verschiedene Anlageklassen und Regionen hinweg agieren, beschleunigen die Einbeziehung neuer Informationen in die Preise. Liquidität erleichtert diesen Prozess, indem sie es Investorinnen und Investoren ermöglicht, Positionen einzugehen, ohne übermässige Preiseffekte zu verursachen. Tiefe und gut integrierte Märkte verringern daher die Dauerhaftigkeit offensichtlicher Fehlbewertungen. Allerdings ist Arbitrage weder unbegrenzt noch friktionslos. Investorinnen und Investoren könnten zwar Fehlbewertungen erkennen, sehen sich aber dennoch Einschränkungen in Bezug auf Hebelwirkung,

Finanzierungsbedingungen, Risikolimits oder institutionelle Mandate gegenüber. Infolgedessen können Abweichungen vom fundamentalen Wert eines Vermögenswerts länger bestehen bleiben, als es die Theorie nahelegt, selbst in hochentwickelten Märkten.

Yves Bonzon: In der Praxis weichen die Marktdynamiken tatsächlich von der Lehrbuchdarstellung ab, insbesondere über kürzere Zeithorizonte. Ein erheblicher Teil der Handelsaktivität wird heute entweder von Privatanlegenden bestimmt, die auf Marktstimmungen reagieren, oder von systematischen Strategien, die nach vordefinierten Regeln ausgeführt werden. Kurzfristig werden Preise eher durch Kapitalflüsse und technische Faktoren beeinflusst als durch fundamentale Werte. Wie bereits erwähnt spielt auch die Liquidität eine wichtige Rolle. In tiefen Märkten mit breiter Beteiligung trägt Arbitragekapital zur Stabilisierung der Preise bei. In Stressphasen verschlechtert sich die Liquidität jedoch rasch. Preisanpassungen spiegeln dann eher die Notwendigkeit wider, Positionen anzupassen, als Veränderungen im fundamentalen Wert.

Amit Goyal: Auch die Marktinfrastruktur und regulatorische Rahmenbedingungen spielen eine wichtige Rolle bei der Aufrechterhaltung der Preisdisziplin. Transparente Handelsplätze, Offenlegungspflichten und ein fairer Zugang zu den Finanzmärkten tragen dazu bei, dass Informationen effizienter in die Preise einfliessen. In den letzten zwei Jahrzehnten hat sich der Zugang erheblich verbessert, insbesondere durch das Wachstum von ETFs und elektronischen Handelsplattformen. Ziel der Aufsichtsbehörden sollte es sein, die Integrität der Märkte zu wahren, indem sie fairen Zugang, Transparenz und das reibungslose Funktionieren der Handelsplätze sicherstellen. Die Regulierungsbehörden sollten das Verhalten der Investierenden nicht steuern und auch nicht versuchen zu bestimmen, welche Preise angemessen sind. Gut funktionierende Märkte beruhen auf Wettbewerb unter Investierenden, der zur Preisfindung und zur Allokation von Risiken beiträgt.

Pascal Froidevaux: Arbitrageure spielen eine wichtige Rolle für das Funktionieren der Märkte. Indem sie Vermögenswerte kaufen, die andere verkaufen wollen, und solche verkaufen, die andere kaufen möchten, stellen sie Liquidität bereit und tragen dazu bei, dass sich Preise schneller an die verfügbaren Informationen anpassen. Arbitragestrategien profitieren jedoch auch von Fehlern anderer Investorinnen und Investoren. Viele dieser Fehler sind verhaltensbedingt, wie zum Beispiel die Jagd nach Performance, emotionale Reaktionen auf Marktbewegungen oder das Verfolgen von trendigen Anlagethemen. Systematische Strategien und Hedgefonds sind darauf ausgerichtet, genau diese Verhaltensweisen auszunutzen. Darüber hinaus wickeln grosse Market Maker inzwischen einen erheblichen Teil der von Handelsplattformen an sie weitergeleiteten Aufträge von Privatanlegenden ab. So zahlt beispielsweise Citadel Securities jedes Jahr Hunderte Millionen US-Dollar, um einen erheblichen Anteil des Aktien- und Optionsauftragsvolumens von Robinhood auszuführen. Dieser Auftragsstrom von privaten Kundinnen und Kunden gilt als weniger gut informiert und ist daher besonders attraktiv für Gegenparteien.

Welche Rolle spielen Diversifikation und Risikoteilung in Finanzmärkten?

Amit Goyal: Diversifizierung und Risikoteilung bilden den Kern der modernen Portfoliotheorie. Diversifizierung wird oft als eines der wenigen "Free Lunches" (d. h. Vorteile ohne zusätzliche Kosten) in der Finanzwelt bezeichnet. Durch die Kombination von Vermögenswerten, deren Renditen nicht perfekt korreliert sind, können Investorinnen und Investoren die Gesamtvolatilität ihrer Portfolios reduzieren, ohne notwendigerweise die erwarteten Renditen zu verringern. Gleichzeitig bieten Finanzmärkte keine Möglichkeiten, sämtliche Risiken abzusichern. Derivatemärkte erlauben es, bestimmte Risikoexpositionen zu übertragen, doch solche Instrumente existieren nur für eine begrenzte Anzahl von Basiswerten und Risikotypen. Optionsmärkte sind gut entwickelt für Aktien, Indizes, Währungen und einige Rohstoffe. Für viele andere Risiken gibt es jedoch keine geeigneten Absicherungsinstrumente. Skigebiete können sich beispielsweise nur teilweise gegen das Risiko von Schneemangel absichern, und Landwirtschaftsbetriebe haben Schwierigkeiten, ihre Ernteerträge abzusichern, da diese von sehr lokalen Wetterbedingungen abhängen. Vor diesem Hintergrund bleibt Diversifikation über verschiedene Aktivitäten und Vermögenswerte hinweg die praktikabelste Form des Risikomanagements.

Renato Flückiger: Absicherung und Diversifikation dienen bei der Portfoliozusammenstellung unterschiedlichen Zwecken. Absicherungsstrategien ermöglichen es Anlegerinnen und Anlegern, bestimmte Risiken zu reduzieren. Ein gängiges Beispiel für Schweizer Anlegerinnen und Anleger ist das Fremdwährungsrisiko. Wenn sie internationale Vermögenswerte halten, können Schweizer Anleger sich dafür entscheiden, ihr Währungsrisiko abzusichern, um die Auswirkungen von Wechselkursschwankungen gegenüber dem Schweizer Franken zu verringern. Die Absicherung von Währungsrisiken ist jedoch nicht gleichbedeutend mit der Absicherung von Preisrisiken. Preisrisiken lassen sich in der Regel nicht eliminieren, ohne auf einen erheblichen Teil der mit dem jeweiligen Vermögenswert verbundenen Renditechancen zu verzichten.

Pierre Collin-Dufresne: Diversifikation erfolgt entlang mehrerer Dimensionen. Investorinnen und Investoren diversifizieren über Anlageklassen hinweg, wie Aktien, Anleihen und Immobilien. Sie diversifizieren geografisch über Regionen und Länder. Zudem

diversifizieren sie über Sektoren und wirtschaftliche Treiber hinweg, die unterschiedlich auf Veränderungen im Konjunkturzyklus reagieren. Diversifikation ist in all diesen Dimensionen ein wirkungsvolles Instrument zur Risikosteuerung, eliminiert Risiken jedoch nicht. Ihre Wirksamkeit hängt zudem von der Struktur der Märkte selbst ab. Aktienmärkte sind beispielsweise zunehmend konzentriert. Die Vereinigten Staaten machen mittlerweile rund zwei Drittel der globalen Aktienmarktkapitalisierung aus, und innerhalb des US-Marktes entfällt ein erheblicher Anteil des Indexgewichts auf eine kleine Gruppe sehr grosser Unternehmen. Die sogenannten "Magnificent Seven"-Unternehmen (die sieben dominierenden US-Technologiekonzerne) machen allein einen grossen Teil des S&P 500 aus. Dieses Phänomen ist nicht auf die Vereinigten Staaten beschränkt. In der Schweiz entfällt ein noch grösserer Anteil des heimischen Aktienmarkts auf wenige Unternehmen – insbesondere Nestlé, Novartis und Roche. Investierende könnten ihre Anlagen weiter diversifizieren, indem sie Kapital in weniger liquide Anlageklassen investieren. Der Zugang zu Anlagen ausserhalb der börsenkotierten Segmente ist jedoch komplexer und weniger zugänglich. In der Folge können Investorinnen und Investoren, die über Marktindizes ein breit diversifiziertes Portfolio zu halten glauben, dennoch erhebliche Exponierungen gegenüber einer relativ kleinen Anzahl von Unternehmen aufweisen.

Pascal Froidevaux: Diversifikation kann als Schutz vor Unwissenheit betrachtet werden. Da Investoren im Voraus nicht wissen können, welche Anlageklasse oder Strategie sich am besten entwickeln wird, reduziert eine Streuung über verschiedene Vermögenswerte die Auswirkungen unerwarteter Entwicklungen. Gleichzeitig begrenzt Diversifikation das Aufwärtspotenzial, weshalb ich sie nicht als "Free Lunch" bezeichnen würde. Stark diversifizierte Portfolios erzielen in der Regel Ergebnisse nahe dem Marktdurchschnitt. Anlegerinnen und Anleger, die eine Überperformance anstreben, benötigen daher ein gewisses Mass an Konzentration, typischerweise getragen von einer hohen Überzeugung. Der Aufbau eines Portfolios wird zu einem Balanceakt zwischen Diversifikation und Konzentration. Diversifikation hilft, mit Unsicherheit umzugehen, während Konzentration Überrenditen generieren kann. Diese Logik zeigt sich auch in den Marktindizes selbst. Nach Marktkapitalisierung gewichtete Indizes lenken Kapital verstärkt in Unternehmen, die den grössten Wert schaffen. Mit dem Wachstum erfolgreicher Unternehmen steigt ihr Gewicht im Index. In diesem Sinne spiegelt ein gewisses Mass an Marktkonzentration schlicht wider, wie der Markt seine Gewinnerinnen und Gewinner belohnt.

Marktkonzentration in den wichtigsten Aktienindizes

		MSCI ACWI		MSCI USA		MSCI Europe		MSCI Switzerland	
Indexmerkmale	Anzahl der Komponenten	2'514		537		403		40	
	Top 3	11.9%		18.7%		8.3%		41.8%	
	Top 10	24.6%		37.5%		20.3%		74.0%	
	Marktkapitalisierung (in Billionen USD)	98.8		62.6		14.0		1.6	
Grösste Indexpositionen	1	NVIDIA	4.9%	NVIDIA	7.7%	ASML	4.0%	Roche	14.4%
	2	Apple	4.0%	Apple	6.4%	HSBC	2.3%	Novartis	14.2%
	3	Microsoft	2.9%	Microsoft	4.6%	AstraZeneca	2.1%	Nestlé	13.1%
	4	Amazon	2.6%	Amazon	4.1%	Roche	2.0%	ABB	7.9%
	5	Alphabet A	2.3%	Alphabet A	3.6%	Novartis	2.0%	UBS	7.1%
	6	Broadcom	1.9%	Broadcom	3.0%	Nestlé	1.9%	Richemont	5.2%
	7	Alphabet C	1.9%	Alphabet C	3.0%	Shell	1.8%	Zurich	5.1%
	8	Taiwan Semiconductors	1.7%	Meta	2.1%	Siemens	1.6%	Swiss Re	2.4%
	9	Meta	1.4%	Tesla	1.7%	TotalEnergies	1.3%	Holcim	2.4%
	10	Tesla	1.1%	JPMorgan	1.4%	Banco Santander	1.3%	Lonza	2.2%

Anmerkungen: Die Abbildung zeigt die grössten Indexpositionen sowie ausgewählte Konzentrationskennzahlen des MSCI ACWI (All Country World Index; umfasst 23 entwickelte Volkswirtschaften und 24 Schwellenländer), des MSCI USA, des MSCI Europe (15 entwickelte europäische Volkswirtschaften) sowie des MSCI Switzerland per April 2026. Die MSCI-Indizes sind so konzipiert, dass sie rund 85% der streubesitzbereinigten Marktkapitalisierung des jeweiligen Marktes abdecken. Die Konzentrationskennzahlen umfassen die aggregierten Gewichte der drei bzw. zehn grössten Titel in jedem Index. Die Gewichtung der Unternehmen basiert auf der streubesitzbereinigten Marktkapitalisierung. Unterschiedliche Aktienklassen desselben Unternehmens werden separat ausgewiesen, sofern sie im jeweiligen zugrunde liegenden MSCI-Index separat enthalten sind.

Quelle: MSCI

4. Wenn Märkte Risiken falsch bepreisen

Welche Arten von Risiken werden von Finanzmärkten tendenziell am effektivsten bepreist?

Renato Flückiger: Kurzfristige Zinsbewegungen, die Volatilität breiter Aktienmärkte sowie Wechselkursschwankungen in hochliquiden Märkten sind Beispiele, bei denen die Preisbildungsmechanismen in der Regel gut funktionieren. Märkte bepreisen Risiken tendenziell zuverlässig, wenn häufig gehandelt wird und die Märkte selbst tief und liquide sind. Unter diesen Bedingungen handeln zahlreiche Marktteilnehmende fortlaufend, und Preise passen sich rasch an neue Informationen an. Wettbewerb unter Investorinnen und Investoren sowie die Möglichkeit, kleine Abweichungen durch Arbitrage auszunutzen, halten die Preise nahe an den zugrunde liegenden fundamentalen Werten. Die Effizienz der Preisbildung nimmt ab, wenn Märkte kleiner, weniger liquide oder stärker konzentriert sind. Dann können bereits relativ geringe Kapitalflüsse zu erheblichen Preisbewegungen führen.

Pierre Collin-Dufresne: Finanzmärkte bepreisen Risiken in der Regel gut, wenn diese beobachtbar sind, häufig auftreten und auf verlässlichen Daten beruhen. Kapital fliesst dann rasch in Anlagechancen, die falsch bewertet zu sein scheinen. Je intensiver Investierende eine bestimmte Risikoexposition analysieren, desto schwieriger wird es, dass offensichtliche Fehlbewertungen bestehen bleiben. Schwierigkeiten bei der Risikobepreisung entstehen insbesondere dann, wenn Risiken selten auftreten, nichtlinear sind oder mit strukturellen Veränderungen einhergehen. In solchen Fällen können Investierende nicht nur bei der Bewertung selbst, sondern auch hinsichtlich des zugrunde liegenden Modells zur Interpretation der Daten unterschiedliche Auffassungen haben. Wenn sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen verändern, wird die Preisbildung zwangsläufig unsicherer.

Welche Risiken werden tendenziell unter- oder überbewertet, und welche Unsicherheitsquellen werden weitgehend ignoriert?

Amit Goyal: Ein Bereich, in dem Märkte Schwierigkeiten haben, betrifft Risiken, die sich langsam entfalten und deren wirtschaftliche Auswirkungen nur schwer zu quantifizieren sind. Der Klimawandel ist ein gutes Beispiel. Investorinnen und Investoren erkennen zunehmend, dass Umwelt- und Klimarisiken den Wert von Vermögenswerten beeinflussen können, doch der genaue Zeitpunkt, das Ausmass und die geografische Verteilung dieser Effekte bleiben ungewiss. Da sich die Finanzmärkte tendenziell auf kürzere Zeithorizonte und gut beobachtbare Daten konzentrieren, werden Risiken, die sich nur allmählich materialisieren, häufig nur verzögert in die Preise einbezogen. Auch politische Massnahmen zur Eindämmung des Klimawandels entwickeln sich unvorhersehbar, was zusätzliche Unsicherheit hinsichtlich künftiger regulatorischer und wirtschaftlicher Rahmenbedingungen schafft.

Pierre Collin-Dufresne: Märkte stehen vor ähnlichen Herausforderungen, wenn technologischer oder struktureller Wandel eine ganze Branche umgestaltet. In solchen Situationen bieten traditionelle Bewertungsrahmen oft nur begrenzte Orientierung. Anfang der 2000er-Jahre wurde Amazon häufig als Beispiel für eine scheinbare Überbewertung angeführt. Das Unternehmen erzielte damals kaum oder gar keine Gewinne, was die Berechnung eines aussagekräftigen Kurs-Gewinn-Verhältnisses unmöglich machte. Für viele Anlegerinnen und Anleger stand die Bewertung in keinem Zusammenhang mit den Fundamentaldaten. Im Nachhinein sieht das Bild anders aus. Amazon nutzte das in Phasen optimistischer Bewertungen aufgenommene Kapital, um aggressiv in die Logistikinfrastruktur und später in Cloud Computing zu investieren. Was als überhöhte Bewertung erschien, spiegelte Erwartungen wider, die in den Finanzkennzahlen noch nicht sichtbar waren. Für Investorinnen und Investoren besteht die Schwierigkeit darin, solche Einschätzungen in Echtzeit treffen zu müssen. Erhöhte Bewertungen können auf unrealistische Hochrechnungen hindeuten – oder auf eine tatsächliche strukturelle Transformation.

Yves Bonzon: Risiken können auch dann falsch bewertet werden, wenn Finanzinnovationen zur Schaffung von Instrumenten führen, deren Komplexität es Investierenden erschwert, ihr zugrunde liegendes Risiko vollständig zu verstehen. Die vor der globalen Finanzkrise von 2008 angebotenen strukturierten Kreditprodukte sind ein anschauliches Beispiel dafür. Diese Wertpapiere schienen attraktive Renditen bei begrenztem Risiko zu bieten. In Wirklichkeit waren die in diese Produkte eingebetteten Risiken äusserst empfindlich gegenüber korrelierten Ausfällen und Liquiditätsbedingungen. Da solche Szenarien als unwahrscheinlich galten, wurde das Risiko zu günstig bepreist. Als sich die Marktbedingungen verschlechterten, wurde die wahre Natur dieser Risiken sehr schnell offensichtlich.

Renato Flückiger: Märkte neigen zudem dazu, das Risiko seltener, potenziell disruptiver Ereignisse zu unterschätzen. Diese Risiken sind schwer zu quantifizieren, da sie nur selten auftreten und nichtlineare Dynamiken beinhalten können. Investorinnen und Investoren weisen ihnen daher sehr niedrige Wahrscheinlichkeiten zu oder lassen sie in Standard-Risikomodellen ganz ausser Acht. Nicht völlig unvorhersehbare, aber in Zeitpunkt und Ausmass unsichere Ereignisse, im Englischen oft als "Gray Swans" bezeichnet, fallen in diese Kategorie. Ein bekanntes Beispiel ist die Entscheidung der Schweizerischen Nationalbank im Jahr 2015, die Untergrenze für den EUR/CHF-Wechselkurs aufzugeben. Zwar war die Möglichkeit einer solchen politischen Kursänderung bekannt, doch löste ihre plötzliche Umsetzung grosse und rasche Marktanpassungen aus.

Pascal Froidevaux: Finanzmärkte sind grundsätzlich effektiv darin, verfügbare Informationen in die Preise einzubeziehen. Das macht es äusserst schwierig, konsistent Vermögenswerte zu identifizieren, die nicht korrekt bepreist sind. Derzeit scheinen Risiken reichlich vorhanden zu sein, während die Entschädigung für deren Übernahme vergleichsweise begrenzt ist. Weltweit bleiben die Kreditspreads eng, und die Bewertungen an den Aktienmärkten sind in einigen Regionen erhöht. Das bedeutet nicht, dass es keine interessanten Anlagemöglichkeiten mehr gibt. Gegenwärtig lassen sich Chancen in bestimmten Marktsegmenten finden, etwa bei einzelnen Anlagen in Schwellenländern oder im Bereich gewerblicher Immobilien. Anstelle einer weit verbreiteten Fehlbewertung gibt es einige wenige Bereiche, in denen Risiko und Ertrag nicht im Gleichgewicht erscheinen. Ein Beispiel, das teilweise durch verhaltensbedingte Faktoren geprägt ist, betrifft die Duration im Fixed-Income-Bereich. Viele Marktteilnehmende investieren dort bevorzugt mit relativ kurzen Laufzeiten, obwohl sie gleichzeitig langfristigen Verpflichtungen ausgesetzt sind. Aus rein finanzieller Sicht wäre häufig das Gegenteil sinnvoll, nämlich in langfristige Anleihen zu investieren und sich kurzfristig zu refinanzieren.

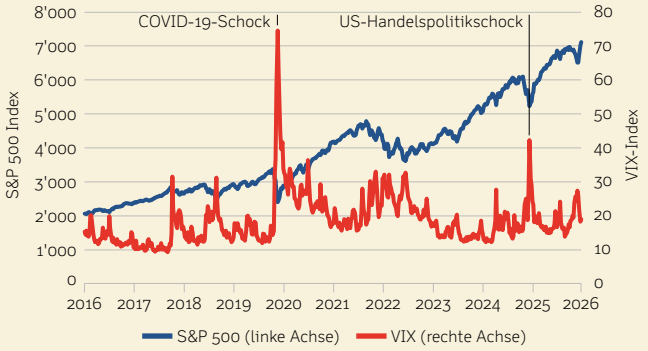
Warum werden bestimmte Anfälligkeiten oder Tail-Risiken von Anlegerinnen und Anleger unterschätzt?

Yves Bonzon: Ein Grund liegt darin, wie Risiken gemessen und gesteuert werden. Viele Anlagestrategien konzentrieren sich auf Ergebnisse, die innerhalb des 95- oder sogar 99-Prozent-Bereichs der erwarteten Szenarien liegen. Innerhalb dieser Bandbreiten erscheinen Märkte berechenbar und beherrschbar. Die eigentliche Schwierigkeit liegt jedoch in den verbleibenden Extremereignissen. Diese treten selten auf, haben aber unverhältnismässig grosse Auswirkungen. Aus Sicht der Kundinnen und Kunden zeigt sich der wahre Wert einer Finanzexpertin oder eines Finanzexperten nicht darin, in günstigen Marktphasen das Aufwärtspotenzial zu maximieren, sondern darin, das Kundenkapital zu schützen, wenn die Märkte stark fallen. Die Vermeidung grosser Verluste ist wichtiger als die Erzielung marginaler Gewinne. Diese Frage steht auch im Zusammenhang mit dem Begriff Alpha, der üblicherweise als eine Rendite verstanden wird, die über das hinausgeht, was angesichts des eingegangenen Risikos zu erwarten wäre. Anlagestrategien, die in stabilen Phasen scheinbar dauerhaft Überrenditen erzielen, können in Wirklichkeit versteckte Tail-Risiken akkumulieren. Wenn diese Risiken eintreten, machen die daraus resultierenden Verluste rasch mehrere Jahre scheinbarer Überperformance zunichte. Tail-Risiken entstehen häufig ausserhalb der Finanzmärkte selbst, etwa durch plötzliche Änderungen der steuerlichen oder regulatorischen Rahmenbedingungen. Da solche Risiken stark vom Wohnsitzland der Investorin oder des Investors abhängen, werden sie in der Portfoliokonstruktion oft unterschätzt.

Renato Flückiger: Phasen ruhiger Märkte können den Aufbau verborgener Anfälligkeiten im Finanzsystem begünstigen. Wenn die Volatilität über einen längeren Zeitraum niedrig bleibt, nimmt die Verschuldung tendenziell zu, und Investierende fühlen sich zunehmend wohl dabei, Positionen zu halten, die stabile Marktbedingungen voraussetzen. Die Turbulenzen im Markt für britische Staatsanleihen im Jahr 2022 zeigen, wie schnell sich solche Dynamiken umkehren können. Pensionskassen hatten sogenannte Liability-Driven-Investment-Strategien implementiert, die darauf ausgerichtet sind, ihre langfristigen Verpflichtungen abzubilden, und nutzten dabei häufig Hebel, um mit begrenztem Kapitaleinsatz eine umfangreiche Zinsposition aufzubauen. Als die Renditen britischer Staatsanleihen nach den fiskalpolitischen Ankündigungen der Regierung stark anstiegen, erforderten diese Positionen rasche Anpassungen bei den Sicherheiten. Die daraus resultierenden Zwangsverkäufe verstärkten die Kursbewegungen und führten zu erheblichem Stress im Markt für britische Staatsanleihen. Solche Episoden zeigen, wie Anfälligkeiten, die unter normalen Bedingungen beherrschbar erscheinen, bei veränderten Marktbedingungen schnell destabilisierend wirken können.

Pascal Froidevaux: Ein Grund dafür, dass Tail-Risiken nach wie vor unterschätzt werden, ist, dass lange Zeiträume ohne grössere Störungen ein Gefühl der Selbstzufriedenheit hervorrufen. Investorinnen und Investoren geben Absicherungsstrategien schrittweise auf, da diese Kosten verursachen und unnötig erscheinen. Nach einer Krise ist das Gegenteil der Fall, und Absicherungsmassnahmen werden plötzlich sehr beliebt – zum ungünstigsten Zeitpunkt. Absicherung erfüllt grundsätzlich eine klare Funktion, da sie Risiken auf andere Marktteilnehmende überträgt. Diese Übertragung ist jedoch mit Kosten verbunden. Absicherung reduziert einen Teil der erwarteten Portfoliorendite. Mit anderen Worten: Wer Risiken absichert, verzichtet auf einen Teil des Renditepotenzials. Aus diesem Grund eignen sich Absicherungsmassnahmen am besten für Risiken, für die keine Risikoprämie gezahlt wird, etwa für bestimmte Währungsrisiken.

Marktentwicklung und implizite Volatilität am US-Aktienmarkt



Anmerkungen: Die Abbildung zeigt die Entwicklung des S&P 500-Index und des CBOE Volatility Index (VIX) zwischen 2016 und Mai 2026. Der VIX misst die implizite Volatilität von S&P 500-Indexoptionen und wird gemeinhin als Mass für die erwartete Marktvolatilität und die Unsicherheit der Anleger interpretiert. Oft als "Angstbarometer" der Wall Street bezeichnet, werden Werte unter 20 im Allgemeinen mit relativ ruhigen Marktphasen in Verbindung gebracht, während Anstiege über 30 typischerweise mit erhöhtem Finanzmarktstress und ausgeprägten Marktverwerfungen einhergehen.

Quellen: Chicago Board Options Exchange und S&P Dow Jones Indices über die Federal Reserve Bank of St. Louis

5. Die wachsende Risikolandschaft

Wie haben Finanzinnovationen, Globalisierung und institutionelle Veränderungen die Quellen finanzieller Risiken und Unsicherheiten erweitert?

Yves Bonzon: Finanzmärkte werden zunehmend durch geopolitische Entwicklungen und Fragen der nationalen Sicherheit beeinflusst. Kapitalmärkte sind längst keine rein ökonomischen Arenen mehr, sondern werden vermehrt zu Instrumenten staatlicher Politik. Regierungen beschränken Technologietransfers, verhängen Sanktionen oder steuern den Zugang zu Kapital entlang strategischer Prioritäten und nicht ausschliesslich nach finanziellen Erwägungen. Geopolitische Fragmentierung wird neue Formen der Unsicherheit für Anlegende mit sich bringen. Lieferketten werden neu organisiert, technologische Systeme geraten unter Druck, und Unternehmen werden in einem Umfeld operieren müssen, in dem politische Entscheidungen wirtschaftliche Ergebnisse massgeblich bestimmen. Vor Jahrzehnten galt es als ausreichend, in eine relativ kleine Gruppe grosser multinationaler Unternehmen zu investieren, um am globalen Wachstum teilzuhaben. Heute ist die Weltwirtschaft deutlich komplexer. Selbst sehr grosse Unternehmen sind in spezifische technologische, regulatorische und geopolitische Ökosysteme eingebettet. Eine Diversifikation über eine Handvoll globaler Blue-Chip-Unternehmen bietet daher nicht mehr dieselbe Exponierung wie früher. Die jüngsten Spannungen in der Halbleiterindustrie veranschaulichen diese Dynamik. Unternehmen an der technologischen Spitze sehen sich zunehmend mit Beschränkungen konfrontiert, etwa durch Exportkontrollen, industriepolitische Eingriffe und strategischen Wettbewerb zwischen Staaten.

Amit Goyal: Finanzinnovationen und institutionelle Veränderungen haben die Bandbreite der Risiken, die Finanzmärkte bewerten müssen, erheblich erweitert. Nach der globalen Finanzkrise von 2008 haben die Regulierungsbehörden die Aufsicht über Banken durch höhere Eigenkapitalanforderungen und strengere Kontrollen deutlich verschärft. Diese Reformen haben das Bankensystem widerstandsfähiger gemacht, zugleich aber einen wachsenden Teil der Finanzintermediation auf Nichtbanken verlagert. Diese privaten Märkte sind stark gewachsen. Private Equity, Private Credit und andere Formen der nicht-bankbasierten Finanzierung stellen heute ein Marktsegment von mehreren Billionen US-Dollar dar. Finanzinnovationen haben zudem die Bandbreite der Risiken erweitert, die geschaffen und gehandelt werden können. Derivate, strukturierte Produkte und andere komplexe Finanzinstrumente ermöglichen es Investierenden, immer spezifischere Risiken zu isolieren und zu übertragen. Diese Entwicklungen verbessern die Fähigkeit der Märkte, Risiken zwischen den verschiedenen Marktteilnehmern zu verteilen, erhöhen aber auch die Komplexität des Finanzsystems insgesamt. Wenn Risiken über zahlreiche Institutionen und Märkte hinweg verteilt sind, wird es schwieriger zu erkennen, wo sich Anfälligkeiten letztlich konzentrieren. In der Folge können Risiken in Bereiche des Finanzsystems wandern, in denen Transparenz und Aufsicht eingeschränkter sind.

Wie führen Wechselwirkungen zwischen Märkten dazu, dass lokale Risiken und Unsicherheiten systemweite Dynamiken annehmen?

Pierre Collin-Dufresne: Finanzmärkte können sich in einer Weise verhalten, die an Koordinationsprobleme erinnert, bei denen individuell rationale Entscheidungen kollektiv zu instabilen Ergebnissen führen, wenn viele Marktteilnehmende gleichzeitig auf dieselben Signale reagieren. Eine anschauliche Analogie ist die Millennium Bridge in London bei ihrer Eröffnung im Jahr 2000. Die Ingenieure hatten die Brücke als strukturell stabil konzipiert. Als jedoch grosse Menschenmengen sie zu überqueren begannen, führten die durch ihre Schritte verursachten seitlichen Bewegungen zu kleinen Schwingungen der Konstruktion. Als die Brücke zu schwanken begann, passten die Fussgänger instinktiv ihre Schritte an, um das Gleichgewicht zu halten. Diese Anpassungen synchronisierten unbeabsichtigt ihre Bewegungen und verwandelten die anfänglichen Schwingungen in einen sich selbst verstärkenden Mechanismus, der die Bewegungen der Brücke zunehmend verstärkte, sodass sie kurz nach der Eröffnung wieder geschlossen werden musste. Finanzmärkte weisen ähnliche Dynamiken auf. Einzelne Investierende treffen Entscheidungen, die isoliert betrachtet rational erscheinen. Wenn jedoch viele Anlegerinnen und Anleger gleichzeitig auf dieselben Signale oder Anreize reagieren, verstärken ihre kollektiven Handlungen die Marktbewegungen. Verkäufe lösen weitere Verkäufe aus, Leverage erzwingt den Abbau von Positionen, und vergleichsweise kleine Preisänderungen können sich zu deutlich grösseren Anpassungen aufschaukeln. In der Folge fallen Preisbewegungen stärker und synchroner aus, als von den Investoren ursprünglich erwartet.

Renato Flückiger: Wechselwirkungen zwischen den Märkten entstehen auch durch Kapitalströme und Entscheidungen zur Portfolioallokation. Wenn Investorinnen und Investoren bereit sind, Risiken einzugehen, fliesst Kapital tendenziell in Anlagen mit höheren Renditen. Sie suchen dann eine breite Exponierung gegenüber Marktrisiken, etwa über Aktien, private Märkte oder andere Anlageklassen. Private Märkte veranschaulichen sowohl die Vorteile als auch die Grenzen dieses Prozesses. Einerseits stellen Private Equity und Private Credit wertvolles langfristiges Kapital bereit und dämpfen kurzfristige Marktvolatilität, da die Vermögenswerte nicht fortlaufend zum Marktwert bewertet werden. Andererseits erschwert das Fehlen häufiger Preisfeststellungen eine Risikobeurteilung in Echtzeit. Wenn sich die Marktstimmung ändert, kehren sich diese Kapitalströme um. Die Anpassung überträgt sich gleichzeitig auf mehrere Märkte, da Investorinnen und Investoren ihre Portfolios umschichten und ihre Risikoexponierung neu bewerten.

Warum verlagern sich Risiken und Unsicherheiten in unerwartete Teile des Finanzsystems, konzentrieren sich dort oder treten dort erneut auf?

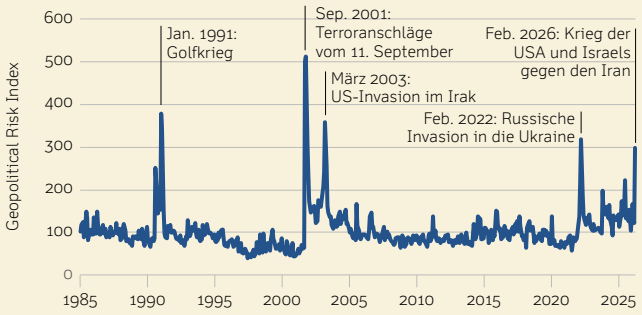
Yves Bonzon: Wenn Staaten unter fiskalischem Druck stehen, greifen sie mitunter zu Massnahmen, die die Finanzlandschaft so verändern, dass Risiken umgelenkt werden. Ein starkes nominales Wachstum gilt als Mittel zur Stabilisierung der öffentlichen Schulden, da ein höheres nominales BIP dazu beiträgt, die Schuldenquote zu begrenzen. Wenn sich Wachstum als schwer zu erzielen erweist, stützen sich Regierungen zunehmend auf finanzpolitische Massnahmen, die die Kapitalallokation beeinflussen. Finanzielle Repression, Änderungen im Steuersystem und Kapitalverkehrskontrollen beeinflussen allesamt, wo sich Risiken letztendlich ansammeln. Mit zunehmendem fiskalischem Druck suchen Anlegerinnen und Anleger nach Vermögenswerten, die ausserhalb des traditionellen Finanzsystems liegen. Geldpolitische Lockerung und Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der Staatsverschuldung führen zu einem erneuten Interesse an Vermögenswerten wie Gold, die als weniger anfällig für staatliche Eingriffe gelten. Finanzielle Risiken verlagern sich somit über die Bereiche hinaus, auf die Regulierungsbehörden und politische Entscheidungsträgerinnen und -träger abzielten. Bemühungen, einen Teil des Finanzsystems zu stabilisieren, können das Risiko unbeabsichtigt auf andere Bereiche verlagern.

Amit Goyal: Ein weiterer Faktor ist die rasante Entwicklung der Informationsflüsse. Soziale Medien und digitale Kommunikationskanäle spielen eine immer sichtbarere Rolle für das Verhalten von Investoren und die Dynamik der Märkte. Online-Communities wie WallStreetBets und StockTwits ermöglichen es Marktteilnehmenden, Informationen, Ideen und Narrative in bislang unerreichter Geschwindigkeit auszutauschen. Die Technologie selbst ist nicht die Ursache von Finanzinstabilität oder Bank Runs. Entscheidend sind die Informationen (oder Fehlinformationen), die über diese Netzwerke verbreitet werden. Wenn viele Investierende gleichzeitig reagieren, verlagert sich Kapital rasch zwischen Vermögenswerten und Sektoren. Diese Dynamiken verstärken Marktbewegungen, die andernfalls stärker lokal begrenzt geblieben wären.

Wie werden Risiken, die Märkte als messbar einschätzen, plötzlich wieder zu Unsicherheit, und wie wird Unsicherheit im Zeitverlauf erneut zu bepreisbarem Risiko?

Amit Goyal: Da Märkte nicht funktionieren können, wenn jede Unbekannte als unsicher klassifiziert bleibt, entwickeln Investoren fortlaufend Modelle, schätzen Wahrscheinlichkeiten und nutzen historische Daten, um unsichere Ergebnisse in quantifizierbare Grössen zu überführen, die bepreist werden können. Die Schwierigkeit entsteht, wenn sich die zugrunde liegenden Rahmenbedingungen in einer Weise verändern, die durch historische Daten nicht erfasst wird. Ein Risiko, das zuvor als gut verstanden galt, verhält sich plötzlich anders, weil sich die ökonomische Struktur selbst verschoben hat. In diesem Moment wird aus dem, was Investorinnen und Investoren für messbares Risiko hielten, erneut Unsicherheit. Mit der Zeit versuchen die Märkte, aus solchen Episoden zu lernen. Neue Daten werden verfügbar, Modelle werden angepasst, und Investoren beginnen wieder, das zuvor unsichere Phänomen als quantifizierbares Risiko zu behandeln. In diesem Sinne sind die Finanzmärkte ständig damit beschäftigt, Unsicherheit in Risiko umzuwandeln und diese Einstufung dann zu revidieren, wenn sich die Realität als komplexer erweist als erwartet.

Globales geopolitisches Risiko seit 1985



Anmerkungen: Die Abbildung zeigt die Entwicklung des Geopolitischen Risikoindex (GPR) zwischen 1985 und April 2026. Der Index basiert auf Artikeln aus 10 grossen englischsprachigen Zeitungen, die über negative geopolitische Ereignisse und Spannungen berichten, darunter Kriege, Terrorismus, militärische Konflikte und internationale Krisen. Der Index ist auf 100 normiert. Höhere Werte signalisieren Phasen erhöhten geopolitischen Risikos und erhöhter Unsicherheit.

Quelle: Caldara, D., & Iacoviello, M. (2022). Measuring geopolitical risk. *American Economic Review, 112*(4), 1194–1225.

6. Wo neue Schwachstellen im Finanzsystem entstehen könnten

Welche finanziellen Strukturen oder Marktmechanismen verstärken finanzielle Stressphasen, wenn Schocks auftreten?

Yves Bonzon: In längeren Phasen der Stabilität, in denen die Volatilität niedrig bleibt, neigen Investorinnen und Investoren dazu, den Einsatz von Leverage zu erhöhen und stärker konzentrierte Positionen einzugehen. Solange die Märkte weiter steigen, erscheint dieses Verhalten rational. Ändern sich die Rahmenbedingungen jedoch, kann sich der Prozess abrupt umkehren. Erzwungener Abbau von Leverage und Liquiditätsengpässe beschleunigen dann Kursrückgänge und übertragen Stress auf andere Märkte. Diese Dynamiken gewinnen zusätzlich an Bedeutung, wenn fiskalische Zwänge beginnen, die Geldpolitik zu beeinflussen. Setzt sich das Wachstum der Staatsverschuldung fort, könnten Märkte zunehmend infrage stellen, ob Zentralbanken Preisstabilität unabhängig von fiskalischem Druck gewährleisten können. In einem solchen Umfeld könnten sich Inflationsrisiken und finanzielle Instabilität gegenseitig verstärken.

Pierre Collin-Dufresne: Ein weiterer Verstärkungsmechanismus entsteht, wenn Risiken aus dem traditionellen Bankensektor abwandern. Vor der globalen Finanzkrise von 2008 hatte sich ein wachsender Anteil der Kreditintermediation in das sogenannte Schattenbankensystem verlagert. Aktivitäten wie Verbriefungen und strukturierte Kreditprodukte ermöglichten es Finanzinstituten, Risiken über ein komplexes Netz von Bilanzen zu verteilen. Diese Innovationen schienen zunächst zur Risikostreuung beizutragen, erschwerten jedoch zugleich die Identifikation von Konzentrationen von Anfälligkeiten. Als sich der Immobilienmarkt verschlechterte, breiteten sich Verluste in diesem Netzwerk auf schwer vorhersehbare Weise aus. Dieses Beispiel zeigt, wie Finanzstrukturen, die auf eine Verteilung von Risiken abzielen, Schocks verstärken können. Da sich die Kreditintermediation über Nichtbanken weiter ausdehnt, könnten ähnliche Dynamiken erneut auftreten. Risiken würden sich dabei in Bereichen des Finanzsystems ansammeln, die weniger transparent oder weniger streng reguliert sind.

Welche institutionellen Merkmale dämpfen finanzielle Instabilität und ermöglichen es Märkten, Schocks abzufedern?

Pascal Froidevaux: Grössere Marktkorrekturen werden in der Regel durch unerwartete Ereignisse ausgelöst. Per Definition sind solche Überraschungen unvorhersehbar – wären sie allgemein erwartet worden, hätten sie sich bereits in den Vermögenspreisen niedergeschlagen. Gleichwohl können neue Informationsquellen zusätzliche Signale liefern. Prognosemärkte, auf denen Teilnehmende auf zukünftige Ereignisse wetten, generieren kontinuierlich aktualisierte Wahrscheinlichkeiten. Plattformen wie Polymarket aggregieren die Einschätzungen Tausender Teilnehmender in Echtzeit, auch wenn ihr rechtlicher und regulatorischer Status in einigen Rechtsordnungen umstritten ist. Da die Teilnehmenden Kapital für ihre Einschätzungen einsetzen, können diese Märkte manchmal Informationen offenlegen, die sonst über viele Einzelpersonen verstreut bleiben. Für Investorinnen und Investoren stellen sie eine nützliche Ergänzung zu traditionellen Finanzindikatoren dar, da sie eine kontinuierlich aktualisierte Einschätzung der Eintrittswahrscheinlichkeiten politischer, wirtschaftlicher oder geopolitischer Ereignisse liefern. Abrupte Verschiebungen dieser Wahrscheinlichkeiten können gelegentlich auf entstehende Risiken hinweisen, noch bevor sie sich in klassischen Marktindikatoren widerspiegeln.

Pierre Collin-Dufresne: Die nach der globalen Finanzkrise von 2008 eingeführten regulatorischen Reformen haben die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors gestärkt. Höhere Eigenkapitalanforderungen und strengere Liquiditätsstandards haben die Fähigkeit der Banken verbessert, Verluste in Stressphasen aufzufangen. Diese Massnahmen beseitigen finanzielle Instabilität zwar nicht, verlangsamen aber die Ausbreitung von Schocks und verschaffen politischen Entscheidungsträgerinnen und Entscheidungsträgern und Marktteilnehmerinnen und Marktteilnehmern Zeit zu reagieren. Jüngste Ereignisse wie der Zusammenbruch der Silicon Valley Bank und der Kollaps der Credit Suisse zeigen, wie Behörden rasch eingreifen können, um ein Übergreifen auf das übrige Finanzsystem zu begrenzen.

Renato Flückiger: Eine der wichtigsten stabilisierenden Kräfte in modernen Finanzsystemen ist die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken. Unabhängige geldpolitische Behörden können auf finanzielle Stresssituationen reagieren, indem sie Liquidität bereitstellen und Erwartungen stabilisieren. Wenn die Märkte davon überzeugt sind, dass Zentralbanken entschlossen und ohne politische Einmischung handeln können, bleibt das Vertrauen in das System hoch. Die Schweiz ist ein gutes Beispiel dafür. Die Glaubwürdigkeit und Unabhängigkeit der Schweizerischen Nationalbank tragen in Verbindung mit der starken Haushaltsdisziplin des Landes zu der Wahrnehmung von Stabilität bei, die sich in der Stärke des Schweizer Frankens widerspiegelt. Würde diese Unabhängigkeit geschwächt, könnte es schwieriger werden, die Finanzstabilität aufrechtzuerhalten. Wenn Investoren den Eindruck gewinnen, dass die Geldpolitik durch fiskalischen Druck oder politische Erwägungen beeinflusst wird, leidet die Glaubwürdigkeit stabilisierender Massnahmen.

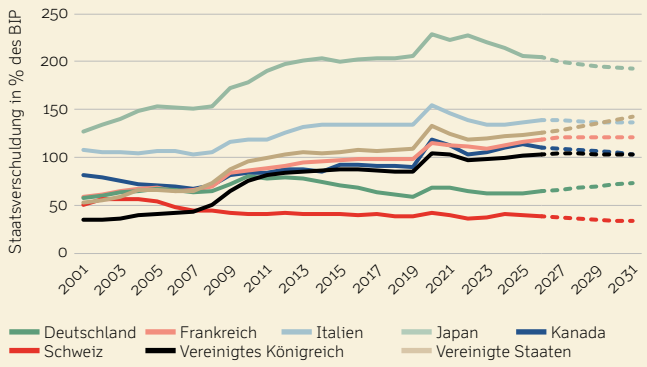
Wie könnten sich steigende Staatsverschuldung und sich wandelnde politische Rahmenbedingungen künftig auf die Finanzstabilität auswirken?

Amit Goyal: Die Staatsverschuldung ist in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften in den letzten Jahrzehnten deutlich gestiegen. Mit steigender Verschuldung wird das Zusammenspiel zwischen Fiskal- und Geldpolitik komplexer. Eine mögliche Entwicklung ist das Entstehen fiskalischer Dominanz, bei der Zentralbanken zunehmend unter Druck geraten, die Finanzierungskosten niedrig zu halten, um die Staatsfinanzen zu stabilisieren. In einem solchen Umfeld könnte die Inflation volatiler werden und die Geldpolitik an Berechenbarkeit verlieren.

Yves Bonzon: Solche Entwicklungen würden das Umfeld, in dem Investierende agieren, grundlegend verändern. Über viele Jahre hinweg sind Investierende davon ausgegangen, dass Zentralbanken sich in erster Linie auf Preis- und Finanzstabilität konzentrieren. Wenn fiskalische Zwänge zunehmend geldpolitische Entscheidungen beeinflussen, könnte diese Annahme nicht mehr gelten. Dies würde neue Formen von Unsicherheit in die Finanzmärkte bringen, insbesondere im Hinblick auf Inflationsdynamik und langfristige Zinssätze.

Pascal Froidevaux: Die steigende Staatsverschuldung wird in erster Linie als Quelle finanzieller Instabilität diskutiert. Ihre Auswirkungen unterscheiden sich jedoch erheblich von Land zu Land. Die Vereinigten Staaten bieten ein interessantes Beispiel. Trotz hoher und weiter steigender Verschuldung bleibt die US-Wirtschaft hochinnovativ und dynamisch, gestützt durch tiefe Kapitalmärkte und eine starke Wachstumsfähigkeit. Die institutionelle Ausgestaltung spielt dabei eine wichtige Rolle. Die Vereinigten Staaten fungieren als weitgehend integrierter Wirtschafts- und Fiskalraum, während der Euroraum eine Währungsunion aus mehreren souveränen Staaten mit unterschiedlichen fiskalischen Ausgangslagen bleibt. Ein weiterer wesentlicher Unterschied betrifft die geldpolitische Souveränität. Die US-Regierung emittiert Schulden in einer Währung, die von ihrer eigenen Zentralbank kontrolliert wird, und das Federal Reserve System verfügt über die Möglichkeit, im Markt für Staatsanleihen als Käufer letzter Instanz aufzutreten. Die internationale Rolle des US-Dollars bietet einen zusätzlichen Puffer. Da die Vereinigten Staaten die weltweit dominierende Reservewährung emittieren, bleibt die globale Nachfrage nach auf US-Dollar lautenden Vermögenswerten hoch. Regierungen im Euroraum hingegen verschulden sich in einer Währung, die sie nicht individuell kontrollieren, wodurch die Schuldentragfähigkeit stärker vom Vertrauen der Märkte abhängt. Diese strukturellen Unterschiede beseitigen die Risiken steigender Staatsverschuldung nicht, verzögern jedoch erheblich, wie und wann diese Risiken an den Finanzmärkten sichtbar werden.

Bruttoverschuldung des Staates in Prozent des BIP



Anmerkungen: Die Abbildung zeigt die Entwicklung der Bruttoverschuldung des Staates in Prozent des BIP für die G7-Staaten sowie die Schweiz zwischen 2001 und 2031. Die Bruttoverschuldung des Staates bezieht sich auf den Gesamtbetrag der vom Staat (einschliesslich Zentralstaat, Bundesstaaten/Länder/Kantone und Kommunalebene) ausgegebenen Schuldtitel, ohne Abzug staatlicher Finanzaktiva. Daten ab 2026 basieren auf Projektionen.

Quelle: Internationaler Währungsfonds (IWF)

Wo könnten künftig neue Quellen finanzieller Instabilität entstehen?

Pierre Collin-Dufresne: Wie bereits erwähnt, verschwindet Risiko selten; vielmehr verlagert es sich. Wenn Regulierung oder Marktdisziplin Anfälligkeiten in einem Teil des Finanzsystems reduzieren, taucht das Risiko an anderer Stelle wieder auf. Mit der Zeit sammelt es sich in Bereichen an, die weniger transparent oder weniger streng reguliert sind. Zu verstehen, wo sich Risiken als Nächstes aufbauen, bleibt eine zentrale Herausforderung für politische Entscheidungsträgerinnen und Entscheidungsträger sowie Investorinnen und Investoren.

Yves Bonzon: Phasen der Stabilität können die Voraussetzungen für künftige Instabilität schaffen. Wenn Märkte über längere Zeit ruhig bleiben, wie zuvor diskutiert, gehen Anlegerinnen und Anleger nach und nach grössere Risiken ein. Der starke Anstieg der Vermögenspreise seit 2020 zeigt, wie anhaltend expansive Geldpolitik die Risikobereitschaft über verschiedene Märkte hinweg fördert. Diese Zyklen zu erkennen und Sorglosigkeit in guten Marktphasen zu vermeiden bleibt eine der zentralen Herausforderungen im Risikomanagement.

Renato Flückiger: Letztlich beruht Finanzstabilität auf Vertrauen. Solange Investorinnen und Investoren davon ausgehen, dass Institutionen wie Zentralbanken, Aufsichtsbehörden und Finanzintermediäre wirksam auf Schocks reagieren können, bleibt das System widerstandsfähig. Nimmt dieses Vertrauen ab, erfolgen Anpassungen, die normalerweise schrittweise verlaufen würden, plötzlich und abrupt.

Pascal Froidevaux: Für die Weltwirtschaft könnte technologischer Wandel zu einer bedeutenden Quelle struktureller Risiken werden. Künstliche Intelligenz könnte deflationär wirken, indem sie bestimmte Tätigkeiten ersetzt und das Lohnwachstum dämpft. Während dies der Profitabilität von Unternehmen zugutekommt, könnte es zugleich die Nachfrage schwächen und die Ungleichheit erhöhen. Das Ergebnis könnte eine ausgeprägtere "K-förmige" Entwicklung sein, bei der einige Sektoren stark vom technologischen Fortschritt profitieren, während andere zurückfallen. Im Zeitverlauf könnte sich dadurch die Einkommensverteilung zugunsten von Kapital gegenüber Arbeit verschieben, mit erheblichen Folgen für Wirtschaftswachstum, Investitionsmöglichkeiten und nicht zuletzt für die Gesellschaft insgesamt.

Swiss Finance Institute

Mit Unterstützung seiner Gründer – der Schweizer Bankenbranche, der Schweizerischen Eidgenossenschaft sowie führender Schweizer Universitäten – fördert das Swiss Finance Institute (SFI) aktiv Forschung und Lehre auf Weltniveau im Bereich Banking und Finance in der Schweiz. Durch die Verbindung von akademischer Exzellenz mit Praxiserfahrung trägt das SFI zur Stärkung des Schweizer Finanzplatzes bei.

Herausgeber und Kontakt
Dr. Cyril Pasche
Senior Director Publications and Topic Development
+41 22 379 88 25
cyril.pasche@sfi.ch

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71
www.sfi.ch

Version 05/2026