Dieses Dokument ist lizenziert für Systemkennung HB- und WIWO-Archiv, uB46398v.
Alle Rechte vorbehalten. © Handelsblatt print. Download vom 18.11.2025 10:42 von archiv.handelsblatt.com.

Gary Gensler

„Die Unabhängigkeit der Fed hängt am seidenen Faden“

Nach Ansicht des ehemaligen Chefs der US-Börsenaufsicht hat die US-Regierung die Autonomie der Notenbank bereits untergraben. Die Folgen von Trumps Politik zeigten sich erst langfristig.

Herr Gensler, der S&P 500 hat trotz des Einbruchs im April etwa 15 Prozent zugelegt. Gibt es angesichts der hohen Bewertungen und der Rekorde eine Blase?
Die Bewertungen in den USA sind sehr hoch, und wir erleben einen Boom rund um Künstliche Intelligenz (KI). US-Konzerne geben allein für KI-Investitionen in diesem Jahr etwa 400 Milliarden Dollar aus. Man kann dies als Investition in die Zukunft betrachten, aber die gesamten Einnahmen der KI-nativen Unternehmen belaufen sich vielleicht auf 50 Milliarden Dollar oder weniger. Um in diese Kapitalausgaben hineinzuwachsen, müssen KI-Entwickler wie Anthropic oder OpenAI ihre Einnahmen in den nächsten vier oder fünf Jahren wahrscheinlich verzehnfachen.

Hinzu kommt: Tech-Unternehmen finanzieren ihre Investitionen zunehmend durch Schuldtitel. Ist das für Sie ein Grund zur Sorge?
Es sind nicht die großen Tech-Unternehmen, die mir am meisten Sorgen bereiten. Sie nehmen zwar einige Schulden auf, aber sie erwirtschaften weiterhin beeindruckende Gewinne. Wenn man nach potenziellen Belastungen im System sucht, betrachtet man in der Regel drei Faktoren zusammen: Verschuldung, Undurchsichtigkeit und Komplexität. Und im Moment sticht der Neo-Cloud-Bereich hervor.

Damit sind Firmen wie Coreweave gemeint, die Rechenleistung für Anbieter von KI-Modellen vermieten.
Das Netz aus miteinander verbundenen Strukturen von Neo-Cloud-Unternehmen, Anbieterfinanzierungen und Modellbetreibern ist weitaus undurchsichtiger – und es gibt deutlich mehr Schulden. Gleichzeitig gibt es eine erhebliche politische Unsicherheit, die sowohl aus dem Weißen Haus als auch aus einer Verschiebung des geopolitischen Gleichgewichts resultiert. Das führt zu höheren Risiken auf den Kapitalmärkten.

Bisher hat diese Unsicherheit den Aufschwung an den Aktienmärkten nicht gebremst. Woran liegt das Ihrer Meinung nach?
Das ist die grundlegende Frage. Ich denke, die US-Wirtschaft hat nach wie vor viele Stärken im Vergleich zu anderen Staaten, darunter ihr Unternehmertum und ihre Innovationskraft. Unsere Wirtschaft verfügt über eine bemerkenswerte Fähigkeit, Technologien wie KI kontinuierlich zu transformieren und zu revolutionieren. Angesichts all der Unsicherheiten könnte man jedoch meinen, dass sich die Märkte in einer anderen Lage befinden würden. Wir haben ein sehr hohes Haushaltsdefizit. Wir haben eine sehr regressive Steuer eingeführt, nämlich Zölle, die letztlich den Verbrauchern schaden. Und die Notenbank wird immer weniger unabhängig.

Eine unabhängige Notenbank gilt als Säule freier und erfolgreicher Finanzmärkte. Wie besorgt sind Sie über die Unabhängigkeit der Federal Reserve (Fed)?
Auch wenn die Regierung behauptet, sich nicht in die Geldpolitik einzumischen, äußern sich der Präsident und hochrangige Minister fast wöchentlich zu den Zinssätzen. Es ist Fed-Chef Jerome Powell hoch anzurechnen, dass er geldpolitische Entscheidungen so gut wie möglich vom Weißen Haus unabhängig trifft. Ich glaube jedoch, dass dies immer schwieriger werden wird. Und das sage ich unabhängig davon, wie der Oberste Gerichtshof im Fall der Fed-Gouverneurin Lisa Cook entscheiden wird. Die Unabhängigkeit der US-Zentralbank hängt wirklich am seidenen Faden.

US-Präsident Donald Trump warf Cook Hypothekenbetrug vor und entließ sie – ein Novum in der Fed-Geschichte. Der Oberste Gerichtshof muss nun über die Rechtmäßigkeit dieser Entlassung entscheiden. Was passiert mit dem seidenen Faden, wenn der Supreme Court sich auf die Seite des Weißen Hauses stellt?
Dann reißt der Faden. Aber die Veränderung findet unabhängig davon statt. Gouverneur Stephen Miran ...

... der ehemalige Vorsitzende des Wirtschaftsrates im Weißen Haus und einer der engsten Wirtschaftsberater von Trump, der im September zum Fed-Gouverneur ernannt wurde ...
... hat bereits in zwei aufeinanderfolgenden Sitzungen gegen die Mehrheitsentscheidung der Notenbanker gestimmt. Der Präsident und der Finanzminister äußern sich zu den Zinssätzen. Und im Mai steht die Nachfolge von Fed-Chef Powell an.

Welcher der Kandidaten, über die diskutiert wird, wäre Ihrer Meinung nach am schädlichsten für die Unabhängigkeit der Fed?
Das sind alles sehr talentierte Leute. Aber ich denke – egal wer gewählt wird – die Autonomie ist bereits erheblich untergraben. Die Regierung hat bereits die volle Kontrolle über die gesamte Regulierungspolitik der Fed übernommen, einschließlich ihrer Aufsicht über Bankkapital und Verschuldungsniveaus. Und egal, ob es sich um die Commodity Futures Trading Commission, die Federal Trade Commission oder die Securities Exchange Commission handelt – sie alle stimmen ihre Regelwerke nun mit dem Weißen Haus ab. Ich glaube, ich kann sagen, dass ich der letzte unabhängige Vorsitzende der US-Börsenaufsicht war.

Gebäude der Federal Reserve in Washington: „Die Autonomie ist bereits erheblich untergraben.“

20
Prozent
der Beschäftigten der US-Börsenaufsicht SEC mussten seit dem Amtsantritt von US-Präsident Donald Trump gehen.
Quelle: Gary Gensler

Können Sie näher erläutern, wie das Weiße Haus derzeit die Arbeit der SEC beeinflusst?
Ich bin zwar kein Insider mehr, aber die Behörde ist um etwa 20 Prozent geschrumpft, von 5000 auf 4000 Mitarbeiter. Jede wichtige Entscheidung muss mit dem Weißen Haus abgestimmt werden. Die Regierung behauptet zwar, dass die SEC dadurch rechenschaftspflichtiger wird, aber sie wird dadurch auch politischer. Das ist nicht auf die SEC beschränkt. Wir haben gesehen: Verschiedene Regulierungsbehörden sowie das Justizministerium werden als Instrumente genutzt, um Teile der Zivilgesellschaft zu beeinflussen, sei es im Vorgehen gegen Universitäten, Anwaltskanzleien oder gegen einzelne Unternehmen.

Wird dadurch die Funktionsweise der US-Finanzmärkte untergraben?
Ich denke, dass dies ein gewisses Risiko für das System darstellt. Die Vereinigten Staaten haben

© Handelsblatt GmbH. Alle Rechte vorbehalten. Zum Erwerb weitergehender Rechte wenden Sie sich bitte an nutzungsrechte@vhb.de.

Dieses Dokument ist lizenziert für Systemkennung HB- und WIWO-Archiv, uB46398v.
Alle Rechte vorbehalten. © Handelsblatt print. Download vom 18.11.2025 10:42 von archiv.handelsblatt.com.

Vita

Der Banker Gensler begann seine Karriere als Investmentbanker bei Goldman Sachs. Er leitete unter anderem den Handel mit festverzinslichen Wertpapieren und Währungen in Asien und war zuletzt verantwortlich für die weltweiten Controller- und Treasury-Funktionen der Bank. Seit seinem Rücktritt lehrt er am Massachusetts Institute of Technology.

Der Regulierer Unter Trumps Vorgänger Joe Biden leitete Gensler die US-Börsenaufsicht SEC. Unter dem damaligen Präsidenten Barack Obama war er Chef der Derivateaufsicht CFTC. Das Handelsblatt hat Gensler nun am Rande einer Investmentkonferenz des Vermögensverwalters Lupus Alpha in Frankfurt getroffen.

von ihrem starken Bekenntnis zur Rechtsstaatlichkeit stark profitiert. Die meisten Aufsichtsbehörden wurden zwischen 1910 und den 1930er-Jahren gegründet. Dieser institutionelle Rahmen ist Teil des amerikanischen Exzeptionalismus. In dem Maße, in dem wir diese Institutionen schwächen, werden wir niedrigere Wachstumsraten erzielen. Nicht kurzfristig, aber langfristig werden wir dies sehen.

Was sind die kurzfristigen Risiken für den Finanzmarkt?
Ich denke, das größte Risiko ist die hartnäckige Inflation. Wir bewegen uns um die 2,9 bis drei Prozent – deutlich über dem Zielwert der Fed. In Verbindung mit den wachsenden Haushaltsdefiziten und der eingeschränkten Unabhängigkeit der Notenbank könnte dies zu einer Entankerung der Inflationserwartungen und wahrscheinlich zu einer steileren Zinsstrukturkurve führen.

Eine steilere Zinsstrukturkurve würde einen Ausverkauf längerfristiger Anleihen und steigende langfristige Renditen bedeuten. Erwarten Sie weitere Auswirkungen?
Eine Entankerung der Inflationserwartungen ist eine Bedrohung für den Dollar. Wir haben lange Zeit von den Vorteilen der Dollar-Vorherrschaft profitiert, aber sie sollte niemals als selbstverständlich angesehen werden. Die Geschichte zeigt, dass für eine Währungshegemonie mehrere Dinge erforderlich sind: ein tiefer und liquider Kapitalmarkt, über den wir verfügen, sichere Anlagen wie US-Staatsanleihen und ein Offshore-Devisenmarkt, das heißt Dollar-Einlagen in anderen Ländern. In letzter Zeit haben wir jedoch einige dieser Faktoren untergraben.

Können Sie das näher erläutern?
Das Weiße Haus und das US-Finanzministerium haben beschlossen, Argentinien finanziell zu unterstützen. Der Präsident hat jedoch öffentlich erklärt, dass die USA diese Unterstützung je nach Ausgang der Regionalwahlen in Argentinien zurückziehen könnten. Internationale Devisenmärkte und internationale Zentralbanker haben dies zur Kenntnis genommen. Der Offshore-Dollar-Markt ist letztlich auf die Dollar-Swap-Linien der Fed mit anderen Zentralbanken angewiesen. Nun stellt sich die Frage, ob die Unterstützung der Fed für den Dollar auf internationaler Ebene potenziell von geopolitischen Strömungen abhängig ist.

Stellen die Zentralbanken die Verlässlichkeit dieser gegenseitigen Liquiditätshilfen aktiv infrage?
Ich würde sagen, es handelt sich um einen Unsicherheitsfaktor. Aber selbst wenn es nur eine kleine Unsicherheit gibt, dass die Dollar-Unterstützung unter den Zentralbanken je nach Ausgang einer Wahl einen „Ein"- oder „Aus"-Schalter hat, kann dies kleine Teile der Dollar-Vorherrschaft abbröckeln lassen.

Einige Experten argumentieren, dass Stablecoins, die von der neuen Regierung unterstützt werden, ein Instrument sein könnten, um dem entgegenzuwirken und stattdessen die Dollar-Dominanz zu fördern. Würden Sie dem zustimmen?
Das hängt von einer zentralen Frage ab: Steigern Stablecoins die Nachfrage nach Dollar? Der Wert der durch Dollar gedeckten Krypto-Token liegt bei etwa 300 Milliarden Dollar. Dem stehen 45 Billionen Dollar an Einlagen und Geldmarktfonds sowie 30 Billionen Dollar an US-Staatsanleihen gegenüber. Stablecoins sind also immer noch ein relativ kleiner Markt, und ich bin mir nicht sicher, ob sie wirklich Einfluss auf die Dollarnachfrage haben. Aber in dem Maße, in dem Stablecoins wachsen, könnten sie das Bankensystem umgehen.

Inwiefern?
Sie sind eine Form der regulatorischen Arbitrage, was keine gute Situation ist. Stablecoins unterliegen nicht denselben Vorschriften zur Bekämpfung von Geldwäsche und Sanktionsregelungen. Sie unterliegen auch nicht denselben Kapital- und Liquiditätsanforderungen wie Banken oder Geldmarktfonds. Tether zum Beispiel ...

... der größte Stablecoin-Emittent mit einer Marktkapitalisierung von etwa 180 Milliarden Dollar ...
... ist nur zu 80 Prozent durch Bargeld und kurzfristige US-Staatsanleihen gedeckt. In Krisenzeiten könnten Stablecoins daher anfällig für einen Run sein. Wenn Tether zudem Zinsen zahlen würde und die Konkurrenz nachzieht, könnte dies noch mehr Liquidität aus der traditionellen Bankenbranche abziehen. Die Entwicklungen erinnern mich an die sogenannte „Wildcat Banking Era". Das war eine Zeit im 19. Jahrhundert in den USA, als Banken ihr eigenes Papiergeld ausgeben konnten, oft ohne große Aufsicht oder Deckung, bevor eine nationale Papierwährung geschaffen wurde.

Die Familie des Präsidenten ist mit verschiedenen sehr lukrativen Unternehmungen stark in Stablecoins und die gesamte Kryptoindustrie involviert. Kritiker bezeichnen dies als „Krypto-Korruption". Wie gefährlich ist das?
Wissen Sie, zu diesen Themen wurde schon so viel geschrieben, dass ich mich lieber nicht dazu äußern möchte. Viel wichtiger ist das Gesamtbild: Haben wir das Vertrauen in unsere Kapitalmärkte geschwächt, und haben wir das Vertrauen in die Rechtsstaatlichkeit so vermindert, dass die US-Wirtschaft nicht mehr so außergewöhnlich ist?

Wie lautet Ihre Antwort auf diese Frage?
Die Wirtschaftsgeschichte lehrt uns, dass solche politischen Kurswechsel, bei denen man beginnt, die Rechtsstaatlichkeit zu untergraben und das Vertrauen in die Kapitalmärkte zu schwächen, sowie das Vertrauen darin, dass jeder fair behandelt wird und dass Insider keine Vorteile erhalten, tendenziell zu einer eher ausbeuterischen Wirtschaft und niedrigeren Wachstumsraten führen. Aber das zeigt sich meist erst etwas später.

Kann die Aushöhlung der Rechtsstaatlichkeit rückgängig gemacht werden?
Auch hier lehrt uns die Geschichte, dass es lange dauern kann, bis Schäden wieder behoben sind. Derzeit hängt viel vom Obersten Gerichtshof ab. Bislang hat der Supreme Court dieser Regierung viel Spielraum eingeräumt. Wenn er weiterhin zugunsten der Regierung entscheidet, würde dies viel Macht vom Kongress auf den Präsidenten verlagern. Und es würde Jahrzehnte dauern, bis solche Entscheidungen möglicherweise rückgängig gemacht werden könnten.

Herr Gensler, vielen Dank für das Interview.

Die Fragen stellten Jakob Blume und Astrid Dörner.

Bloomberg, Privat, Markus Kirchgessner

© Handelsblatt GmbH. Alle Rechte vorbehalten. Zum Erwerb weitergehender Rechte wenden Sie sich bitte an nutzungsrechte@vhb.de.