

# Kaum Warnzeichen zu sehen – noch

Zwar können die Aktienkurse dank der exzessiven Geldschöpfung weiter steigen, doch wenn Konjunktur und Unternehmensgewinne nachlassen, kann selbst Gelddrucken eine Baisse nicht stoppen. **FELIX W. ZULAUF**

Die gängige Meinung der führenden Investmenthäuser lautet etwa so, dass die Weltwirtschaft zwar lahmt, aber immerhin wächst und Inflation wie Zinsen noch lange nicht steigen werden. Mit historisch einmalig niedrigen Renditen für Anleihen gebe es für Investoren deshalb nur Aktienanlagen. Die chronische Geldschöpfung der Notenbanken treibe Aktienkurse unaufhörlich in die Höhe, da andere Alternativen ausfallen und das Geld Anlage sucht. Die Prognose von Dow Jones 100 000 und SMI 20 000 machte bereits vor einiger Zeit die Runde. Es lohnt sich manchmal, einen Blick in die Zukunft zu riskieren, um auszuloten, ob die gängige Meinung nur eine rückwärtsgerichtete, dem aktuellen Zeitgeist unterliegende Momentaufnahme mit linearer Trendextrapolation nach vorne ist oder tatsächlich eine zukunftsgerichtete Analyse.

Die Entwicklung der vergangenen zehn Jahre verlief jedenfalls völlig anders, als die damalige Konsensmeinung prognostiziert hatte. Nur ganz wenige hatten damals auf ihrem Radar, dass langlaufende Obligationen über die nächsten zehn Jahre einen mehrfach höheren Anlageertrag abwerfen würden als Aktien. Jedenfalls ist mir kein renommiertes Investmenthaus bekannt, das damals eine solche Prognose abgegeben hatte. Selbst die namhaftesten Experten verpassten die grosse Hausse von Anleihen, weil sie aus Angst vor der nächsten Inflation nur kurze Laufzeiten hielten. Aktienindizes haben über diese zehn Jahre wahrhaftig nicht gegläntzt – mit wenigen Ausnahmen stehen sie heute noch auf ähnlichem Niveau wie damals. Erstens kommt es anders und zweitens, als man denkt.

## Experimente haben Folgen

Trendextrapolationen sind besonders riskant, wenn sich politisch und wirtschaftspolitisch so viel verändert wie in dieser Zeit. Die gefährlichen Experimente unserer Behörden werden kaum ohne Folgen für die Zukunft bleiben. Wenn bekannte Ökonomen wie Kenneth Rogoff oder Larry Summers für die Abschaffung des Bargelds optieren, dann hat es die Expertenzunft wirklich weit gebracht. Offensichtlich ist Freiheit, immerhin die Voraussetzung für freie Märkte, in diesen Überlegungen ein Fremdwort und wird bei diesen «Experten» ersetzt durch Manipulationen schlimmster Art. Selbstüberschätzung ist offenbar grenzenlos. Aus der Vergangenheit haben wir doch einige Erkenntnisse, die man auch heute anwenden kann. Exzessive Geldschöpfung hat langfristig keinen positiven Einfluss auf das reale Wirtschaftswachstum, sondern bewirkt das Gegenteil.

Die «Bestrafung» von Sparern durch eine unsinnige Geldpolitik führt zu weniger Investitionen in der Realwirtschaft und schwächt Produktivität, Effizienz und damit Wohlstand. Zunehmender Staatsinterventionismus bremst Volkswirtschaften. Je mehr die Behörden intervenieren, desto grösser werden die Ungleichgewichte

und desto grösser die nachfolgenden Verwerfungen in der Real- und der Finanzwirtschaft.

Das Lahmen der Weltwirtschaft zeigt sich am besten im Welthandel. Sein Anteil am globalen Bruttoinlandsprodukt ist von 1970 bis 2007 von 27 auf rund 60% gestiegen, doch seither stagniert der Welthandel und tendiert in jüngster Zeit schwächer. Die Führungsriege unserer Gesellschaft in den Industrieländern haben es verpasst, die Weichen für die Zukunft auf Wachstum und



*«Je mehr die Behörden intervenieren, desto grösser werden die Ungleichgewichte.»*

Prosperität zu stellen, und stattdessen in kurzfristigen Hauruckübungen alle Probleme lediglich in die Zukunft verschoben und damit noch vergrössert. Eine zunehmende Zahl von Bürgern spürt, dass ihr Wohlstand erodiert oder gefährdet ist und nur wenige von der Politik der letzten Jahre profitiert haben.

Wenn die unzufriedene Bevölkerung aber von der etablierten Politik nicht ernst genommen und diese Politik als alternativlos dargestellt wird, dann mündet die Unzufriedenheit in eine Protestbewegung. Auch die Missachtung des Volkswillens züchtet bloss weitere Protestwähler. Auf der politischen Bühne steht deshalb das Establishment zunehmend unter Druck. Diese Protestbewegung kann nicht mehr in ein Links-rechts-Schema eingeordnet werden, denn sie rekrutiert sich aus allen Schichten und dem ganzen politischen Spektrum.

Erfreulich ist, dass sich daraus auch positive Entwicklungen ergeben, wie etwa der Austritt der Briten aus der fehlgeleiteten EU. Viele Fehlentwicklungen werden durch schmerzhaftere Vorgänge umgekehrt, solange man die Demokratie spielen lässt. Andererseits besteht das Risiko, dass neue politische Persönlichkeiten an die Macht kommen, die versuchen, die Unzufriedenheit mit falschen Massnahmen zu besänftigen. Bereits jetzt sieht man nationalistische protektionistische Tendenzen, die sich verstärken könnten. Solche Entwicklungen wirken einerseits preistreibend und andererseits wachstumsschwächend. Als Folge vorheriger Fehler werden vermutlich neue Fehler dazukommen und den Wohlstand der Massen weiter einschränken.

Die grossen Exportnationen aus Asien und Europa dürften von einer Verstärkung dieser Tendenzen besonders getroffen werden. Es ist zudem zu vermuten, dass sich die Fehlkonstruktion Euro in dieser Form nicht hal-

ten kann. Die Ungleichgewichte innerhalb Europas werden weiter zunehmen, und die Protestbewegungen der wettbewerbsschwächeren Länder werden so lange Druck machen, bis die Änderung kommt. Konstrukte gegen natürliche wirtschaftliche Kräfte und Vernunft haben nur begrenzte Haltbarkeit. Die europäische Elite hat wohl in guter Absicht einen Jahrhundertfehler begangen, der nur unter grossen Schmerzen korrigiert werden kann. Achtzehn Monate und 1 Bio.€ neu geschaffenes Geld später sehen wir, dass die verzweifelten Versuche, die schwächeren Volkswirtschaften der Eurozone auf diese Art zu stärken, nichts fruchten.

Es ist deshalb fraglich, ob die wirtschaftlichen und politischen Entwicklungen der nächsten Jahre die gegenwärtig optimistische Konsensmeinung für Kapitalanlagen auch wirklich stützen können. Kritiker werden sagen: Die Finanzkrise 2008/09 war einmalig, und deshalb haben wir seither einige Jahre Probleme, die sich aber mit der Zeit verflüchtigen. Nun, Krisen treten dort am ehesten auf, wo Ungleichgewichte lange Zeit und exzessiv gewachsen sind und durch eine fehlgeleitete Wirtschaftspolitik zudem gefördert wurden. In diesem Sinn sind im Lauf der Jahre viele kleine graue Schwäne durch eine unverantwortliche Politik unbewusst in unserem System ausgesetzt worden, und der eine oder andere wird eines Tages unangemeldet als grosser schwarzer Schwan wieder auf die Weltbühne treten.

## Auf der Angebotsseite aufräumen

Die Aufarbeitung der Probleme müsste von der Angebotsseite angepackt werden, mit einer abnehmenden Rolle des Staates, mit Abbau unnötiger und bremsender Gesetze und Vorschriften. Mit einer Reduktion staatlicher Leistungen auf das Notwendigste und besonders im sozialen Bereich mit Fokussierung auf die wirklich Bedürftigen. Gleichzeitig müssten die faulen Kredite im System ausgemistet und restrukturiert werden, auch wenn dies für einige Jahre eine befristete Verstaatlichung einzelner Banken bedeuten würde. Die Liste, was alles zu tun ist, ist lang, doch nirgends sind Entscheidungsträger sichtbar, die das erkennen.

Natürlich können Aktienkurse dank einer exzessiven Geldschöpfung weiter steigen. Wenn aber die Konjunktur in unruhiges Fahrwasser kommt und die Unternehmenserträge sich abzuschwächen beginnen, dann wissen wir aus historischer Erfahrung, dass selbst Gelddrucken eine nachfolgende Baisse nicht mehr aufhalten kann, besonders wenn die Bewertungen hoch sind. Noch wirkt die Welt ruhig, und es sind nur wenige Sturmzeichen am Horizont zu sehen. Doch es ist zu erwarten, dass sich im Laufe der nächsten Quartale die Sturmzeichen mehren werden.

*Felix W. Zulauf ist Inhaber von Zulauf Asset Management und Co-CIO von Vicenda Asset Management.*