

# Der vergessene Faktor «F»

bergsicht



KAPITEL 1

## Verfehlter Applaus

Von der bevorstehenden Zinswende ist derzeit die Rede. In den letzten Tagen und Wochen ist Unruhe an den Finanzmärkten aufgekommen, nachdem über mehr als sieben Monate die Aktienkurse an den meisten Börsen der Welt munter und ziemlich stetig angestiegen waren. Zwar sind es zunächst äussere Ereignisse wie die Strassenschlachten in Istanbul oder eine weitere der notorisch inhaltsarmen Reden des japanischen Ministerpräsidenten Abe, welche Kursstürze auslösen. Hinter den Episoden steckt aber offensichtlich eine weitergehende, allgemeine Befürchtung der Marktteilnehmer, dass die Zeit des billigen Geldes – de facto des Geldes zum Nulltarif – vorbei sein könnte. Da und dort ziehen die Renditen für langfristige Obligationen etwas an. Da und dort fällt eine Inflationsrate etwas höher aus als erwartet oder erhofft. Und wie immer, wenn es um den Preis für Geld geht, verfallen die Finanzmärkte in einen antagonistischen Modus: Negative Wirtschaftsmeldungen, zum Beispiel eine höhere Arbeitslosenrate in den USA, werden mit Applaus aufgenommen, weil solche auf die mögliche Fortsetzung der bisherigen Geldpolitik hinweisen. Dann freuen sich die Bondmärkte, was man noch halbwegs verstehen kann, denn die Fortsetzung der akkommodativen

Geldpolitik gefährdet die Preise für Obligationen (noch) nicht. Aber es freuen sich auch die Aktienmärkte, denn damit bleibt die Konstellation der relativ höheren Attraktivität der Aktien gegenüber Bonds (vorderhand) bestehen.

Wenn Negatives, und dazu gehören schlechtere Arbeitslosenzahlen gewiss, an den Märkten zu positiven Reaktionen führen, dann gibt dies Anlass zum aufhören und nachdenken. Denn eine solche Widersprüchlichkeit kann ja nicht von Dauer sein. Irgendwann muss die Zeit kommen, da Positives an den Aktienmärkten positiv bewertet wird und da schlechtere Aussichten sich auch in tieferen Kursen niederschlagen. Sprich eine Zeit, in der die realen Bedingungen über die künstlich geschaffenen Verzerrungen obsiegen müssen. Wer Vermögen bewirtschaftet, steht vor dem sozusagen säkularen Problem, dass ein Paradigmenwechsel unausweichlich bevorsteht und tiefgreifende Folgen nach sich ziehen wird. Tiefstzinspolitik, Überschuldung von öffentlichen (und teilweise auch privaten) Haushalten, unterkapitalisierte Banken, absurd überhöhte Managergehälter, verzerrte Risikoprämien, aufgeblähte Notenbankbilanzen: Irgendwann wird das alles out sein. Die Frage ist nicht, ob der Paradigmenwechsel kommt, und für jene, die Zeit haben, auch nicht, wann. Vielmehr: Was gilt es vorzukehren?

Darüber nachzudenken ist der Zweck dieses Kommentars. Dazu müssen ein paar Grundlagen erarbeitet werden. Zunächst gilt es, einige Elemente der realen Wirtschaftsbedingungen der Welt in Erinnerung zu rufen. Sodann stellen wir zwei, drei theoretische Grundlagen der Geld- und Fiskalpolitik bereit. Dann ist die – entscheidende – Frage zu beantworten, weshalb die Politik des übermässig billigen Geldes nicht richtig funktioniert, das heisst weit unterdurchschnittliches Wachstum auslöst, und deshalb zu Ende

gehen muss. Schliesslich denken wir darüber nach, welches die vorstellbaren Verhaltensweisen sind, um die von hohen Unsicherheiten geprägte Phase des Paradigmawechsels so schadlos wie möglich zu überstehen.

## KAPITEL 2

### Deflatorische Kräfte am Werk

Versetzen wir uns kurz in die Zeit vor 1989 zurück. Die Welt war dreigeteilt. Es gab den hochindustrialisierten, wirtschaftlich äusserst vitalen Westen. Es gab den immer mehr der Agonie zusteuernenden, kommunistisch ausgerichteten Osten. Und es gab die sich als «blockfrei» bezeichnenden Entwicklungs- und Schwellenländer, politisch oft dem Osten zuneigend, um so einen Hebel gegenüber dem reichen Westen ausspielen zu können. Sie waren allesamt infolge von globalen Handelsbeschränkungen und trotz (oder wegen?) Entwicklungshilfe insgesamt mausarm, ohne wirkliche Hoffnung auf Besserung. Das riesige Land China, ein träger Koloss, erwachte eben erst aus seinem künstlichen Koma.

Dann kam die Wende, dieses weltgeschichtliche Wunder der gewaltlosen Implosion der Sowjetunion und ihrer Verbündeten im Warschauerpakt und im Comecon, dem «Rat für gegenseitige Wirtschaftshilfe». Die Welt begann sich neu zu formieren. Boden und Arbeitskraft, nebst Kapital zwei wesentliche Produktionsfaktoren, vermehrfachten sich auf dem nunmehr zu einer einzigen Wirtschaftswelt zusammengeschmolzenen Globus. In einzigartiger Geschwindigkeit verlagerte sich die Produktion von vielen Gütern aus dem Westen in die neu hinzugekommenen Weltgegenden, vergleichbar mit dem Fluten eines neuen Staubeckens. Und innerhalb kürzester Zeit entstand eine neue Arbeitsteilung zwischen den Weltregionen: Produktion von Gütern mit tiefer Wertschöpfung im Neuen Osten, Fertigung von Gütern mit hoher Wertschöpfung und entsprechend dahinter steckendem hohem Know-how im Alten Westen, Übergang zur Dienstleistungsgesellschaft daselbst.

Im Zuge dieser Entwicklung profitierte der westliche Konsument von wesentlich tieferen Preisen für Güter des Alltagsgebrauchs. Hemden, Hosen, Blusen, Socken wurden zu Verbrauchsartikeln. Immer mehr weitete sich der Segen billiger, aber qualitativ immer besserer Ware in den ganzen Konsumgüterbereich aus: Fotoapparate, Mobiltelefone, Fernseher, Radios sind mittlerweile sozusagen ausschliesslich von «östlicher» Provenienz. Wer den Konsumgüterbereich kennt, weiss, dass man seit Jahren im Grunde genommen immer einen noch billigeren Produzenten findet. Dank westlichem Know-how und westlichen Maschinen konnte die Produktivität in den Schwellenländern massiv gesteigert werden, und auch anspruchsvolle Güter wie Automobile, ja in zunehmendem Masse auch Investitionsgüter, brauchen den Vergleich mit westlicher Ware nicht mehr zu scheuen.

«Immer noch billigere Produzenten finden», und das bei sich annäherndem Qualitätsniveau: Da kann,

Geldpolitik hin oder her, keine Inflation aufkommen! Aus Gründen der realen Veränderungen der Welt waren über die letzten 20 Jahre die Zusammenhänge zwischen Geldpolitik und Güterpreisen ausser Kraft gesetzt. Etwas salopp gesagt hätten die Notenbanken tun können, was sie wollten, aber eines wäre kaum entstanden: Inflation der Konsumgüterpreise. Diese ausserordentliche reale Situation entspricht in der Sprache der Ökonomen einem «exogenen Schock», dessen besondere Eigenschaft jedoch darin besteht, während nunmehr 20 Jahren anzuhalten.

Kommt die technologische Entwicklung hinzu, die praktisch zeitgleich laufend weitere Elemente zur Deflation hinzusteuerte. Am Anfang der Neunzigerjahre des letzten Jahrhunderts verfügte nur eine ganz geringe Zahl besonders Neugieriger über ein Mobiltelefon. Von Internet sprach noch niemand. Der PC war erst gerade von seinen Kinderkrankheiten genesen, grosse Standards wie MS-DOS etablierten sich – an «freeware» und «open source»-Technologie dachten erst wenige. Von der praktisch lückenlosen globalen Abdeckung des Festlandes mit Sendern und Empfängern für Telefonie- und Datenverbindungen wagte man noch nicht zu träumen.

Inzwischen haben wir uns an den Technologiesprung gewöhnt und gehen völlig selbstverständlich mit den neu geschaffenen Möglichkeiten um. Neue Chancen ergeben sich, neue Geschäftsmodelle lassen sich entwickeln; Startup-Unternehmungen mit immer neuen Businessmodellen entstehen am laufenden Band (und gehen teilweise auch wieder unter). Kein gesellschaftlicher Bereich von Vereinen über Gewerkschaften bis zu den Kirchen, der sein «Geschäftsmodell» nicht den neuen Gegebenheiten angepasst hätte. Auch hier gilt: Wir stecken mitten in einem exogenen Schock. Er dauert ebenfalls seit 20 Jahren an. Da, ökonomisch gesprochen, im wesentlichen die sogenannten *Informations- und Transaktionskosten* reduziert bzw. eliminiert werden, herrscht auch hier Deflation. Zwischenhändler verschwinden, andere mit deutlich tieferen Kostenätzen tauchen auf, Anbieter, von denen bis vor kurzem noch nie jemand gehört hatte, etablieren sich im Nu als Marktführer.

Neben Globalisierung und Technologiesprung dritter deflationär wirkender Dauerschock: die Sozialisierung des Wissens. Der Stand der Erkenntnisse, ein bis anhin in kartellistischer Manier von westlichen Universitäten und Unternehmungen gehüteter Schatz, hat sich über die ganze Welt ergossen wie ein fruchtbringender Sommerregen über dürrstende Felder und Auen. Bildungshungrige Jugendliche, milliardenfach vorhanden in den Schwellen- und Entwicklungsländern, kommen heute zu erschwinglichen Kosten an Wissen heran. Und sie nutzen dies auch! Produzenten in Schwellenländern kümmern sich einen Deut um die immateriellen Güterrechte westlicher Firmen und werden so zu kostendrückenden Konkurrenten der bisherigen Know-how-Träger im Westen.

Zusammengefasst: Die Vervielfachung der Kapazitäten bei den Produktionsfaktoren Boden und Arbeitskraft, die Verringerung, teilweise Elimination von

Informations- und Transaktionskosten sowie die Entkartellisierung des Wissens haben die westliche Welt in einen deflationären Dauerzustand versetzt. Es gibt global einen Überhang an Kapazitäten in beinahe allen Bereichen, einen sogenannten «output gap». Aber ist das grundsätzlich schlimm? Ist weltgeschichtlich oder technologisch induzierte Deflation etwas Schlechtes *per se*? Gewiss nicht, im Gegenteil! Denn kostengünstigere Güter für alle und eine höhere Beteiligung bisher Benachteiligter sind gleichbedeutend mit einer Steigerung des allgemeinen Wohlstands. Und selbst für die relativen Verlierer – uns verwöhnte Leute im Westen – müsste die Entwicklung nicht negativ sein. Vorausgesetzt, man wäre nicht verschuldet.

### KAPITEL 3

## Verschuldung als Kern des Problems

Wenn Dinge billiger werden, wäre es grundsätzlich kein Problem, nominell weniger zu verdienen oder nominell weniger zu besitzen. Real gesehen ist man ja immer noch gleich vermögend, ja kann sich wegen tieferer Preise vielleicht sogar noch mehr leisten. Aber der Vorgang der Deflation birgt die Gefahr in sich, dass über eine bestimmte Zeit auf Konsum verzichtet wird, da allenthalben erwartet wird, dass über- oder überübermorgen alle Dinge noch billiger sein werden. Daraus könnte sich konjunkturell so etwas wie eine Deflationsspirale ergeben, wird argumentiert. Aus der naheliegenden Idee, eine solche befürchtete Deflationsspirale verhindern zu wollen, entspringen die makroökonomischen Steuerungsmodelle, wie sie John Maynard Keynes (1883–1946) entworfen hatte. Es geht im wesentlichen darum, die befürchtete Nachfrageflaute infolge von deflationärer Preisentwicklung durch Aufträge der öffentlichen Hand, einhergehend mit stabilem Einkommen und stabilen Vermögensverhältnissen der Konsumenten, zu unterlaufen. «Aufrechterhaltung des Konsums» heisst die Devise des Keynesianismus. Die beiden Stellschrauben dafür sind fiskalische Aktivität und geldpolitische Grosszügigkeit, sprich: tiefere Zinsen.

Keynes ging davon aus, dass die öffentliche Hand in guten Zeiten spart, damit sie über genügend finanziellen Handlungsspielraum in Krisenzeiten verfügt. Keynesianismus ist ein perfekt kontrazyklisch funktionierendes makroökonomisches System. Wenn alle Bürger zum Sparen neigen, soll der Staat nicht dasselbe tun. Insofern ist das Modell idealistisch oder, wenn man so will, ideologischer Natur. Es unterstellt einen weisen Staat mit weisen, uneigennützigen Lenkungsorganen. Eine etwas wagemutige Voraussetzung. Dass besagter Staat hochverschuldet in die Krise starten würde, gehört nicht zur keynesianischen Rezeptur.

Darin liegt aber genau das Problem. Schulden sind nominelle Grössen und müssen in der ursprünglichen Höhe zurückbezahlt werden. *Hohle Schulden* zu Beginn einer Krise haben eine *negative antizipatorische Wirkung*. Das Publikum vermutet oder weiss, dass der finanzielle Handlungsspielraum der öffentlichen Hand

gering ist und dass er sich voraussichtlich noch verringern wird – die fiskalischen Aktivitäten müssen ja finanziert werden, Steuererhöhungen kommen in dieser wirtschaftlich prekären Situation kaum in Frage, also bleibt nur eine zusätzliche Verschuldung der öffentlichen Hand. Diese wird nun aber zunehmend als Bedrohung wahrgenommen, als Bedrohung der eigenen Generation und mitunter sogar der künftigen. Es ist kein Zufall, dass Stichwörter wie «fiscal child abuse» die Runde machen. Das dumpfe Wissen um die Unumgänglichkeit einer früher oder später einsetzenden Sanierung der Staatenwelt dämpft die Lust, durch Arbeitsaufnahme und zusätzliche Anstrengungen zu mehr und neuem Wohlstand zu gelangen.

Wir schätzen den negativen konjunkturellen Effekt des Vorhandenseins einer hohen Vor-Krisen-Schuld höher ein als die möglichen positiven Auswirkungen des fiskalischen und geldpolitischen Keynesianismus. Wer unterstellt, dass sich das Publikum irreführen lässt und dass keine antizipatorischen Enteignungsängste die Gefühle steuern, der kann selbstverständlich, wie dies der Nobelpreisträger Krugman mit viel Verve tut, laufend zusätzliche fiskalische Programme fordern. Paul Krugman vergisst (oder verdrängt, wenn man so will), was wir in der Fortsetzung den Faktor «F» nennen. «F» steht für «Freiheit». Zunächst sei «Freiheit» hier einmal als Freisein *von* Angst vor künftigen Enteignungsereignissen gemeint. Wir kommen darauf zurück und werden noch eine zweite Dimension des Faktors «F» einführen.

Doch zunächst eine Klärung des Begriffs der «fiskalischen Aktivitäten» und ihres Verhältnisses zur staatlichen Verschuldung. Es wäre nämlich etwas vorschnell und durchaus auch verfehlt, Aktivitäten des Staates und eine allfällige Verschuldung *per se* als unrichtig zu bezeichnen, ja sie zu verteufeln. Das tun nur Voodoo-Liberale. Es gibt nun einmal eine Anzahl öffentlicher Güter und Werke, für deren Bereitstellung die öffentliche Hand naheliegend ist. Weil nämlich der Ge- oder Verbrauch kollektiver Natur und deshalb die Finanzierung gesellschaftlich über einen Zwangsmechanismus sehr praktikabel ist. Überdies: Es gibt öffentliche Güter und Werke, die so teuer und so langfristig angelegt sind, dass die Finanzierung über die laufende Rechnung unsinnig wäre. Für Investitionen in Jahrhundertwerke im infrastrukturellen Bereich darf man ruhig Schulden eingehen, vorausgesetzt, diese Jahrhundertwerke sind vernünftige Projekte mit absehbarem Nutzen für die Öffentlichkeit und vorausgesetzt, man könnte sie auch vorzeitig abbrechen, falls dem nicht so wäre.

Mit anderen Worten: Ohne qualitative Beurteilung dessen, *wie* sich die öffentliche Hand verhält, kann die Diskussion über fiskalischen Aktivismus und Verschuldung nicht geführt werden. In diesem Zusammenhang ist auf die umfassende Darstellung der Thematik durch die amerikanischen Ökonomen Kenneth Arrow und Mordecai Kurz hinzuweisen (K. J. Arrow & M. Kurz (1970), *Public Investment, the Rate of Return, and Optimal Fiscal Policy*. Johns Hopkins). Wir vermuten das Hauptproblem der gegenwärtigen Wirtschaftssituation nicht so sehr im Schuldenstand westlicher

Staaten als vielmehr im Umstand, dass das viele Geld für Projekte verwendet wurde, deren positive Effekte bereits verbraucht und verbrannt sind. Dass die Mittel also lediglich umverteilt wurden. Transferzahlungen gehören gewiss zur staatlichen Tätigkeit, sind aber kein Projekt mit Zukunftswirkung im Sinne von Arrow & Kurz, sondern die laufende Bewältigung eines gesellschaftlichen Strukturproblems. Umverteilung ist eine konsumptive staatliche Tätigkeit und gehört, streng genommen, auch nicht zu den von Keynes gemeinten fiskalischen Aktivitäten. Diese sollen ja gerade ausserordentlicher und nicht laufender Natur sein! Noch schlimmer ist selbstverständlich, wenn diese konsumptive Tätigkeit der Umverteilung nicht mehr durch den laufenden Haushalt gedeckt werden kann und so hoch ausfällt, dass für echtes investives Verhalten kaum mehr Spielraum übrig bleibt, sondern vielmehr Lasten für künftige Generationen produziert werden. «Verbraucht und verbrannt»: solcherart erscheinen uns viele Haushalte von westlichen Staaten. Auf der Passivseite hohe Schulden, auf der Aktivseite wenig oder nichts.

Umverteilung muss übrigens nicht zwingend von Reich zu Arm erfolgen. So vermuten wir, dass ein guter Teil der heutigen Schulden westlicher Staaten auf die Sanierungsmanöver zugunsten des Bankensystems nach der Finanzkrise von 2008/09 zurückzuführen sind, zugunsten eines Systems also, das ebenfalls einer Deflationierung ausgesetzt ist. Auf Seite der Staaten bleiben die nominellen Schulden. Ausser der Tatsache, dass man auf diese für die Allgemeinheit teure Art und Weise das System stabil gehalten (und im Zuge dessen die Überkapazitäten aufrechterhalten) hat, hinterlassen diese Sanierungsübungen keine spürbaren positiven Effekte auf der Aktivseite, sondern nur hohe Verbindlichkeiten auf der Passivseite. Solches drückt zurecht aufs Gemüt.

#### KAPITEL 4

### Tiefe Zinsen als Aphrodisiakum?

Nun wird wohl eingewendet, eine gedrückte Gemütslage dürfte es gar nicht geben angesichts der vielen Zinssenkungen, welche man ja vor allem zugunsten der Konsumenten und der Eigenheimbesitzer und ganz allgemein zur Besänftigung deflationärer Kräfte veranstaltet habe. Ja, selbst die hohe Staatsverschuldung sei doch gar kein Problem, denn angesichts tiefer Zinsen seien die Betreffnisse durchaus finanzierbar. Und es zeige sich: In den USA sei der Konsum nie ganz eingebrochen beziehungsweise habe sich recht gut erholt; selbst der in der Finanzkrise arg strapazierte Immobilienmarkt habe sich wieder stabilisiert. Stimmt. Aber es trifft *auch* zu, dass trotz rekordhoher geldpolitischer Stimulation statistisch nach wie vor 7.6 Prozent der Amerikaner arbeitslos sind, in Tat und Wahrheit vermutlich weit über 10 Prozent. In Europa, mit ähnlicher Geldpolitik, verzeichnen wir in den robusten Ländern wie Deutschland 6.8 Prozent Arbeitslose. In den angeschlagenen Peripherieländern im Süden Europas

liegt die Arbeitslosigkeit weit über 20 Prozent, und Jugendliche finden ohnehin kaum mehr einen Job. Das Wirtschaftswachstum ist jenseits des Atlantiks zwar immerhin bei knapp 2 Prozent (übers Jahr) angelangt, in früheren Aufschwüngen nach einer Rezession lag es aber meistens etwa 3 Prozent höher. Europa schrumpft seit einem Jahr real. So sieht ein freudiger Aufschwung nicht aus. Die Zinssensitivität des Wirtschaftswachstums ist also erstaunlich tief. Das Aphrodisiakum schlägt nicht an.

Erstaunlich? Nein. Die intellektuelle Konzentration vieler Ökonomen auf die Konsumseite ist eben falsch. Konsum allein ist nicht hinreichend, um einen Aufschwung zu begründen. Vor allem dann nicht, wenn die durch aufrechterhaltenen oder erhöhten Konsum induzierten Investitionen nicht im eigenen Land, sondern am andern Ende der Welt erfolgen. Was bringt es, wenn die Amerikaner pro Jahr anstatt durchschnittlich zwei nun wieder sechs Blue Jeans kaufen? Freude herrscht bei Bloomingdale, Freude herrscht aber vor allem bei den Produzenten in China. Was bringt es, wenn ein Franzose einen Hyundai erwirbt? Den Automobilhändler und den Importeur freut's, vor allem aber den Produzenten in Korea. Womit keinesfalls dem Protektionismus das Wort geredet sei. Es ist gewiss richtig, wenn anstatt der Franzosen die Koreaner Autos bauen, wenn sie den Franzosen komparativ überlegen sind. Was wir vielmehr meinen: Ohne genügend handfeste Anreize zu Investitionen wird, tiefe Zinsen hin, tiefe Zinsen her, eben doch kein Aufschwung stattfinden. Fiskal- und Geldpolitik sind keine hinreichenden Instrumente, um den Aufschwung zu induzieren. Worauf es wirklich ankommt, ist die Bereitschaft, auf eigenes Risiko und in eigener Verantwortung zu investieren und so den Kapitalstock der Volkswirtschaft zu öffnen.

Konsum ist Gegenwart und rasch einmal vorbei. Investition ist Zukunft, Erwartung, Hoffnung. Konsum kann sozusagen per Knopfdruck ausgelöst werden, genauso wie in einem Schweinestall die Fütterung der Säue erfolgt. Sie grunzen und quietschen vor Hunger und Begierde und schlafen nachher befriedigt ein. Investitionstätigkeit ist demgegenüber nicht auf Befehl erhältlich, sondern ist eine Frage der realexistierenden regulatorischen Hindernisse und vor allem des *Vertrauens in die Zukunft*. Vertrauen darauf, dass sich die Investition, falls erfolgreich, lohnen wird. Dass man nicht unter einem Vorwand um den Erfolg gebracht werden wird. Die Komponente «Vertrauen» ist es, an welcher es dies- und jenseits des Atlantiks fehlt. Der Vertrauensmangel nährt sich aus der bedrohlich hohen Staatsverschuldung, aus dem impliziten Wissen um die mangelnde Handlungsfähigkeit der Staaten zu echter, sinnvoller fiskalischer Investitionstätigkeit und aus der immer deutlicher sichtbar werdenden Unverfrorenheit der Politiker, sich am Eigentum der Bürger, unter welchem Rechtstitel auch immer, zu vergreifen.

## Der vernachlässigte Sparer

Konsumieren ist das eine, Sparen das andere. Sparen ist aufgeschobener Konsum, so das volkswirtschaftliche Lehrbuch und die volkswirtschaftliche Rechnung. Wir alle sind Konsumenten und Sparer zugleich, so die volkswirtschaftliche Realität. Entscheidend ist, wieviel wir sparen oder konsumieren. Im Extremfall ist, wenn wir uns für den Konsum verschulden, unsere Sparquote negativ. Normalerweise gibt es in jedem Haushalt eine zumindest implizite Balance zwischen Konsumieren und Sparen.

«Spare in der Zeit, dann hast du in der Not»: stimmt natürlich. Aber nicht nur. Nicht jedes Sprichwort trifft den Nagel wirklich auf den Kopf. Denn Sparen ist bedeutend mehr als nur Vorsorge. Vielmehr gilt: Der Sparer ist der kleine Bruder des Investors. Beim Sparen geht es nicht wie beim Konsum um die Gegenwart, sondern um die Zukunft. Sparen lohnt sich nur, wenn man erwarten darf, dass das Ersparte wenigstens ein bisschen Ertrag bringt und dass man nicht um das Ersparte, unter welchem Vorwand auch immer, gebracht werden wird. Sparen (und Investieren) hat mit dem Vorhandensein des Faktors «F» zu tun, mit der durch Sparen (und Investieren) gewonnenen höheren künftigen Handlungsfreiheit. Es geht mit anderen Worten um die zweite Dimension von Freiheit, nämlich um die Freiheit *zu* etwas. Spare in der Zeit, dann kannst du später einmal in die Ferien fahren. Spare in der Zeit, dann können deine Kinder einmal studieren. Spare in der Zeit, dann kannst du dir einmal ein Häuschen leisten, ohne vor Hypothekarzinsen Angst haben zu müssen oder auf Eigenheimförderungsprogramme angewiesen

zu sein. Spare in der Zeit, dann wirst du einmal Investor. Spare in der Zeit, dann werden deine Kinder oder Enkel einmal Investoren.

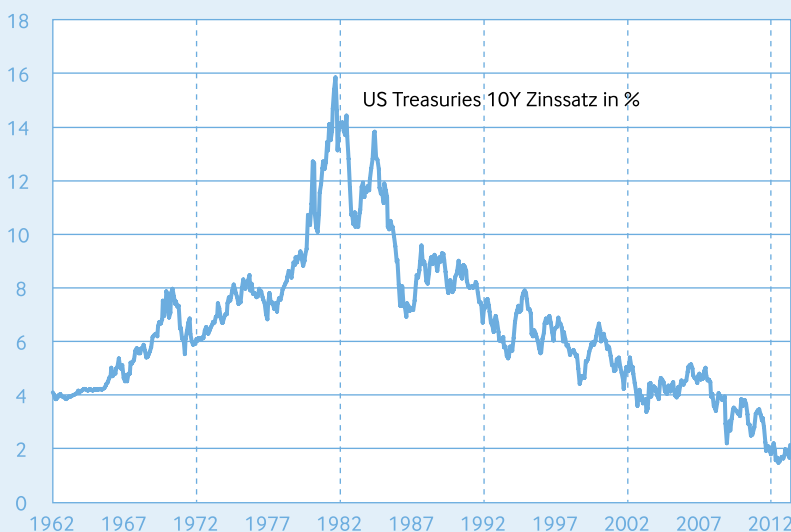
Der Faktor «F» des Sparers ging über die letzten Jahre immer mehr vergessen. Seit Ende 1981 sinken die Zinsen in den wichtigen Währungen der westlichen Industrieländer. Dies zunächst, unter Federal Reserve Gouverneur Volcker, als Folge der erfolgreichen Bekämpfung der zuvor hohen Inflation sowie als Folge der Deregulierungen im Finanzbereich unter Präsident Reagan. Seit dem Amtsantritt von Alan Greenspan im Jahr 1987 wird eine aktive Zinssenkungspolitik verfolgt. Wir kennen die realen Hintergründe, weshalb die konsequente Verfolgung einer Politik des billigen Geldes möglich war und vielleicht auch sinnvoll und nötig. Aber es gibt eben auch hier keinen «free lunch». Den Preis für die über die letzten 25 Jahre verfolgte Geldpolitik hat der Sparer bezahlt, und er bezahlt ihn immer noch. Er wurde immer weniger entschädigt, aktuell wird er es gar nicht mehr. Man könnte von einer 25 Jahre dauernden, *systematischen Entmutigung* des Sparers sprechen. Der Faktor «F» für Freiheit und Freude an Vorsorge und Eigenverantwortung wurde geschändet. Der Aufbau des Kapitalstocks in den westlichen Ländern geriet immer mehr ins Hintertreffen gegenüber einer auf laufende Konsum-Strohfeuer ausgerichteten Geld- und, so will es uns scheinen, allgemeinen Politik.

Keine reale Krise, die nicht umgehend mit Zinssenkungen beantwortet wurde. Ob 1998 (Asien-/Russlandkrise), 2001 (9-11), 2002/03 (Technologieblase) oder 2008/09 (Immobilien- und Bankenkrise): Die geldpolitische Antwort billigeren Geldes liess nie auf sich warten. Nochmals: Wir behaupten hier nicht, dass das falsch war. Wir sagen nur, dass das seinen Preis hatte und immer noch hat: Die Tiefzinspolitik entspricht

einer gigantischen Umverteilung vom Sparer zum Schuldner. Wenn die «finanzielle Repression», das heisst die Politik realer Negativzinsen und mithin die ultimativ tiefste Tiefzinspolitik, von den Notenbanken weiterhin verfolgt wird, dann resultieren nicht nur Ertragseinbussen beim Sparer, sondern auch Verluste an der gesparten Substanz.

Sichtbar wird dieser Preis, den es für die herrschende Geldpolitik zu zahlen gilt, an der Notlage, in welcher viele Pensionskassen, nicht nur der Schweiz, derzeit stecken. Die Unterdeckungen sind teilweise von katastrophalem Ausmass. Das führt, vorderhand noch zumeist hinter den Kulissen, zu Verteilungskämpfen zwischen Arbeitgebern

### Sinkende Zinsen seit über dreissig Jahren



Quelle: Bloomberg

und Arbeitnehmern. Besondere Sorge bereitet die zu meist noch ausgeprägtere Schieflage öffentlicher Pensionskassen. Für deren (gewiss notwendige) Sanierung ist der Rückgriff auf den Steuerzahler vorprogrammiert. Der Spielraum für echte fiskalische Investitionsprojekte wird dadurch erneut eingengt.

## KAPITEL 6

### Schweinefütterung als Zeitgeist

Der Begriff der «Äufnung des Kapitalstocks» wurde vorhin vielleicht etwas leichtfertig hingeworfen. Er steht in Zusammenhang mit dem Phänomen, dass trotz aller fiskalischer und geldpolitischer Massnahmen weder in Japan noch in den USA noch in Europa ein wirklicher Aufschwung in Gang kommen will. Es geht um die volkswirtschaftlich zentrale Frage, wie denn eigentlich Wohlstand entsteht, wie sich Wohlstand vermehrt und wie er sich optimal in der Gesellschaft verteilt. Unter «Kapitalstock» versteht man die Summe der Aktiva, die es in einer Volkswirtschaft gibt. Also private und öffentliche Liegenschaften, Autos, Lokomotiven, Staudämme, Laptops, Bürostühle, Drehbänke – schlicht alles, was zur Produktion tagein, tagaus notwendig ist. Arme Länder verfügen über einen tiefen, reiche Länder über einen höheren Kapitalstock. Was verbraucht oder verbrannt wird oder was nutzlos herumliegt und so dem Arbeitsprozess entzogen wird, gehört nicht zum Kapitalstock. Kapitalstock, Arbeit und Produktivität bedingen sich gegenseitig.

Der Kapitalstock muss finanziert werden. Das können, wie dies in der Gründerzeit und zu Beginn des 20. Jahrhunderts der Fall war, einige wenige Private sein, die dann auch die entsprechenden Prämien einsacken und sich als Firmenmagnate in der Gesellschaft nicht eben beliebt machen. Für das gesellschaftliche Einvernehmen deutlich günstiger ist die Äufnung des Kapitalstocks durch das breitere Publikum der Sparer und Vorsorger. Damit das geschieht, müssen aber die Anreize richtig gesetzt sein. Das heisst, eine auf die Pflege des Kapitalstocks ausgerichtete Wirtschafts- und Geldpolitik darf den Sparer nicht einfach ausklammern. Wenn Sparen nichts mehr bringt, da Geld nicht mehr knapp gehalten wird und keinen Preis mehr aufweist, dann sind die Anreize mit Sicherheit falsch gesetzt. Wenn man Gefahr läuft, durch Sparen am Ende um die Früchte seiner Arbeit geprellt zu werden, da direkt oder indirekt, durch finanzielle Repression nämlich, Enteignung droht, dann verzichtet man irgendwann auf seinen Beitrag zur Äufnung des Kapitalstocks.

Uns will scheinen, dass sich über die letzten zwanzig, dreissig Jahre, vermutlich parallel zum allgemeinen Trend der Zinssenkungen, eine Hinwendung des Zeitgeistes weg von der Produktion der Gesellschaft hin zum Verbrauch ergeben hat. Viele Phänomene, die uns immer mehr zu denken geben, lassen sich nur mit dieser säkularen Veränderung des Zeitgeistes erklären. So fällt beispielsweise auf, dass sich heutzutage kaum mehr eine politische Kraft in unserem Land

wirklich um bessere Voraussetzungen für die Produktion kümmert. Die weit überwiegende Mehrzahl der Debatten dreht sich darum, wie der vorhandene Kuchen anders verteilt werden kann. Dabei ist die politische Couleur eigentlich unwesentlich. Wesentlich ist lediglich, welche Mehrheiten man zusammenbringen kann, um Umverteilungsaktionen zu orchestrieren. Die angeblich legitimen Rechtstitel dafür und die allfällige moralische Begründung sind in dem von diesem Zeitgeist geprägten medialen Umfeld ohnehin wohlfeil.

Das alles hat selbstverständlich seine Logik. Denn der Sparer, der sich durch den Faktor «F» vom System emanzipiert, sich unabhängiger macht, ist letztlich der politischen Sichtweise suspekt. Wer in Umverteilungskategorien denkt, dem liegt die Befriedigung der Konsumenten näher, dem ist die Schweinefütterung per Knopfdruck lieber.

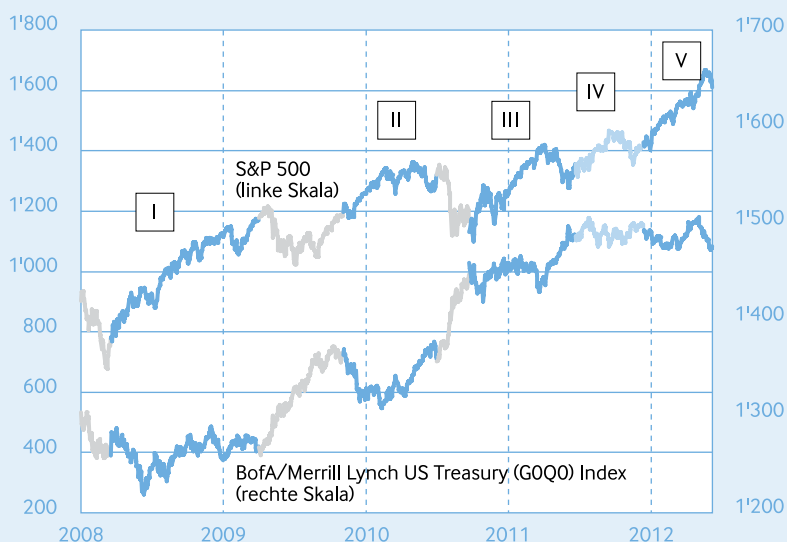
Besonders augenfällig kam für uns die beschriebene Hinwendung des Zeitgeistes am diesjährigen Deutschen Evangelischen Kirchentag (1. bis 5. Mai 2013) zum Ausdruck. Unter dem Motto «Soviel wir brauchen» versammelten sich, nach Angaben der Veranstalter, über 100'000 Gläubige und Interessierte in Hamburg. Zunächst ist mit «Soviel wir brauchen» selbstverständlich Genügsamkeit gemeint. Dagegen kann man gewiss nichts einwenden. Wer aber genauer hinhörte, der merkte bald einmal, dass «brauchen» auch mit «Anspruch haben auf» gleichgesetzt wurde. Die Stichworte Minimallohn und existenzsicherndes Einkommen fielen mehrfach, nur von etwas war nicht die Rede: von Fleiss, Pünktlichkeit, Zuverlässigkeit, Arbeit und Produktivität, geschweige denn – eben – von der notwendigen Voraussetzung dazu, der Äufnung des Kapitalstocks. Unglaublich, wie weit sich der deutsche Protestantismus von der Max Weber'schen Nähe zum Kapitalismus entfernt hat! Und unglaublich, wie nahe an überwunden geglaubten Gesellschaftsmodellen (die just die Äufnung des Kapitalstocks dem Kollektiv vorbehalten) man sich in unserem nördlichen Nachbarland immer wieder bewegt. Jedem seinen VW-Käfer, jedem seinen Trabi, soviel wir brauchen...

## KAPITEL 7

### Der Umgang mit Verzerrungen

Nun aber zurück aus den Höhen der Debatten um Zeitgeist und ideologische Prägungen zu den eher praktischen Fragen, welchen der Sparer, welcher Größenordnung auch immer, gegenübersteht. Die Ausgangslage ist (leider) relativ einfach. Geld hat keinen Preis. Geldanlagen bringen keinen Ertrag. Real gesehen, das heisst unter Einberechnung einer unter Umständen doch vorhandenen, stillen und leisen Geldentwertung, geht ebenso still und leise Substanz verloren. Ähnlich sieht es mit Anlagen in festverzinslichen Werten aus. Wenig, sehr wenig Rendite, keine sichtbare Entschädigung für das übernommene Zinsrisiko und das Bonitätsrisiko des Schuldners. Obligationen sind furchtbar asymmetrisch geworden: Sie bringen kaum

## QE Manöver sorgen für Stimmung



Quelle: Bloomberg; Die grauen Linien zeigen Phasen ohne geldpolitische Intervention. Die Nummerierung bezieht sich auf die vier QE-Programme plus Operation Twist.

Ertrag, im Kurs können sie nicht mehr steigen; falls der angekündigte Paradigmawechsel über Nacht kommt, steht ein Blutbad bevor.

Und Aktienanlagen? Unsere Bevorzugung der Finanzinstrumente, welche Eigenkapital repräsentieren, ist notorisch. Der Grund dafür liegt in der historischen Erkenntnis, dass Unternehmungen – und damit auch die verbrieften Eigentumsanteile daran – schwierige und ruppige Phasen meistens besser überstanden haben als alle anderen Instrumente. Geld kann verwässert, entwertet, abgeschafft werden. Bankkonti können (teil-) enteignet oder gesperrt werden. Eine Währung kann von aussen unter Druck geraten. Obligationen können, wie das jüngst an Griechenland vorexerziert worden ist, einem «freiwilligen» oder erzwungenen (Teil-) Verzicht der Gläubiger unterworfen werden. Der Besitz von Gold kann verboten, die Banksafes, in welchen es liegt, beschlagnahmt werden. Alles schon vorgekommen. Der reale Gehalt der Aktie, der Eigentumsanteil an Produktionsmitteln also, ist es, der die Aktie auch in schwierigen Zeiten werthaltig erhält. Denn vor der rechtlichen Zerstörung von Produktionsmitteln, die immer auch mit dem Vernichten von Arbeitsplätzen verbunden wäre, schrecken die Machthaber selbst in tiefen Krisen in der Regel zurück.

Dies im Gedächtnis, müssen bezüglich der Bewertung von Aktien derzeit doch einige Fragezeichen gesetzt werden. Bereits unter normalen Umständen – positiven Renditen auf Geldanlagen und Obligationen also – gibt es einen Substitutionseffekt zwischen Aktienanlagen und Festverzinslichen. Das Ausmass der beobachteten Substitution, beziehungsweise ihr Verlauf über die Zeit, wird von gewissen Analysten sogar als Indikator für die relativen Kurserwartungen verwendet. (Es handelt sich um das sogenannte «Fed Modell», bei

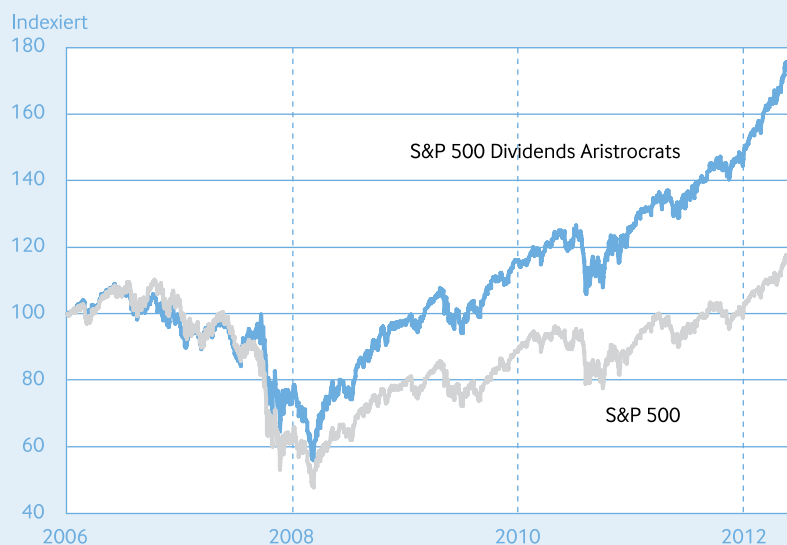
welchem die Gewinn-/Kursrendite von Aktien mit der Bondmarktrendite verglichen wird.) Wie hoch die zusätzliche Nachfrage nach Aktien bei Erreichen des Nullpunkts für Geldanlagen und fast nicht mehr zu unterbietenden Renditen bei Obligationen zu veranschlagen ist, kann kaum genau bestimmt werden. Aber zweifelsohne gibt es so etwas wie eine «Flucht in Aktien», was gleichbedeutend ist mit einem verzerrenden Effekt, der zur Folge hat, dass sich der Aktienkurs vom inneren Wert der Unternehmung nach oben entfernt hat.

Die nebenstehende Grafik zeigt die Parallelität des Verlaufs der Obligationen- und Aktienkurse über die letzten fünf Jahre in Funktion geldpolitischer

Massnahmen auf (und bestätigt mithin die These des «Fed Modells», dass Aktien- und Obligationenmärkte längerfristig in einem Equilibrium stehen). Die relative Verminderung der Nachfrage nach Obligationen aufgrund des genannten Substitutionseffekts wurde durch das «quantitative easing» (QE) des Fed aufgefangen. Rund die Hälfte des Volumens an neu emittierten Treasury Bills wird bekanntlich bis auf weiteres durch die amerikanische Notenbank aufgekauft. Oder anders gesagt: Indirekt fliesst das QE unter Gleichgewichtsbedingungen in den Aktienmarkt. Ohne Zweifel sind somit sowohl die Obligationen- als auch die Aktienmärkte durch das billige Geld verzerrt, das heisst, sie notieren zu hoch. Rückschläge sind also vorprogrammiert; wer auf einen bestimmten Zeitpunkt fixe Verpflichtungen hat und Aktien in seinem Portefeuille deutlich übergewichtet hat, tut gut daran, sich durch derzeit nicht übermässig teure Absicherungen Ruhe zu verschaffen.

Im übrigen muss jedoch nüchtern folgendes konstatiert werden: Aufgrund der Situation, dass der vorherrschende Pseudokeynesianismus unter Missachtung des Faktors «F» zu wenig und zu spät positivere Wachstumswahlen erzeugen wird, bleiben die Chancen für eine Fortsetzung der erfolglosen Politik intakt. Es könnte durchaus sein, dass aufgrund dessen die Finanzmärkte, analog einem Drogenabhängigen, weiterhin das süsse Gift zusätzlicher Liquidität höher gewichten als die langfristig miesen Perspektiven, welche die Fortsetzung der aktuellen Geld- und Fiskalpolitik schafft. Deshalb kann ein völliges Abseitsstehen und eine vorsorgliche Parkierung der Mittel in Geldmarktfonds und auf Bankkonti – die ihrerseits ja auch nicht ungefährdet sind – ebenfalls nicht die richtige Antwort sein. Was bleibt?

## Dividententitel sind gefragt



Quelle: Bloomberg; S&P 500 Dividends Aristocrats setzt sich aus S&P 500 Unternehmen zusammen, die seit 25 Jahren die Dividendenausschüttungen jedes Jahr erhöhen.

### KAPITEL 8

## Die ewig gleiche Strategie

Was bleibt, ist der ökonomisch ohnehin einzig vertretbare, weil nicht auf überlegenem (Vor-) Wissen beruhende, alte Grundsatz der Diversifikation. Je höher die Unsicherheiten punkto Eintreffen des Paradigmawechsels, punkto Verzweiflungstaten bedrängter (Geld-)Politiker angesichts des Nichteintreffens längst versprochener Wirtschaftserholung, punkto Währungsturbulenzen, punkto zu erwartender Unternehmensgewinne, punkto Rekapitalisierungen im Bankensektor, punkto Wirtschaftswachstum in China und den Schwellenländern, desto höher muss der Diversifikationsgrad ausfallen.

Die meisten Vermögen sind bei weitem zu wenig diversifiziert. Deshalb ist der Rat zur vermehrten Diversifikation auch keineswegs trivial. Wir alle leiden unter einem ausgesprochenen «home bias», finden beispielsweise Europa mit seinen 400 Millionen Einwohnern, denen eine lichte Zukunft dank Zentralisierung und Harmonisierung vorgegaukelt wird, bei weitem sicherer und attraktiver als, sagen wir, Indonesien mit seinen rund 250 Millionen Einwohnern, die in der überwiegenden Mehrzahl fleissig daran sind, den Kapitalstock ihres mehrkontinentalen Landes zu äpfeln. Wer von uns ist, seien wir ehrlich, wenigstens zu 1 Prozent in Indonesien investiert? Der Welt-BIP-Anteil liegt bei 1,5 Prozent, Tendenz steigend.

Im Zuge der laufenden Überprüfung, ob Anlagen bezüglich geographischem Schwerpunkt, Währungen, Wirtschaftssektoren, Charakteristik (Festverzinsliche oder Eigentumsanteile) wirklich gut verteilt sind, gehören auch bisherige Erfolgspositionen. So wurde bei-

spielsweise vor zwei Jahren zurecht geraten, anstelle von nichtrentierenden (Staats-) Obligationen Aktien mit satter Dividendenrendite zu wählen. Naheliegenderweise blieben wir mit diesem Rezept nicht alleine. Und so haben denn genau die Kurse dieser Dividenden-Aktien auch übermässig zugelegt, was zu Beginn eines Aufschwungs übrigens eher untypisch ist, sind es doch sonst zumeist die kleineren und mittleren Unternehmen, welche als frühe Schwalben vom nahenden Frühling künden. Ohne den Teufel an die Wand malen zu wollen: Die Normalisierung eines allfälligen Übergewichts im Bereich von Dividendenaktien wäre vermutlich auch nicht falsch. Es gibt weltweit genügend

Ausweichmöglichkeiten in Titel von Unternehmen, deren Kapitalisierung und deren innerer Wert weniger weit auseinanderklaffen.

Bleibt noch eines: eine eindringliche Warnung vor Propaganda. Wir haben über Verzerrungen berichtet. Über fragwürdige, aber mit viel Überzeugung vertretene Vorgehensweisen zur Bekämpfung der Krise. Über Staatshaushalte, welche noch mehr in Bedrängnis geraten. Über Zinsen, die nicht mehr weiter sinken können. Alles scheint an Grenzen zu stossen, und nur noch Stossgebete helfen vermeintlich, das Bisherige zu perpetuieren. Stossgebete sind gleichbedeutend mit Propaganda im öffentlichen Raum. Inhaltlich bedeutungslos, vielleicht falsch und bewusst oder unbewusst unwahr. Wer heute die Zeitung liest oder irgendwelche elektronischen Medien zu Rate zieht, tut gut daran, sich immer wieder zu fragen, weshalb jemand nun genau dieses oder jenes sagt. Uneigennützig Verlautbarungen sind selten geworden. Sozusagen alles ist heute Propaganda. Weil alle in Bedrängnis sind.

*bergsicht* ist der Idee der Skepsis verpflichtet. Wir glauben niemandem. Wir trauen allen alles zu. Uns beeindrucken Fakten mehr als Meinungen. Ohne Anspruch auf letzte Wahrheiten versuchen wir mit dieser Haltung, für Sparer und Investoren einen Mehrwert zu schaffen.

KH, 17. JUNI 2013

M1 AG  
Postfach 344, Museumstr.1  
9004 St.Gallen – Schweiz  
Telefon +41 (0) 71 242 16 16  
Telefax +41 (0) 71 242 16 17  
info@m1ag.ch

Abonnieren: [www.bergsicht.ch](http://www.bergsicht.ch)