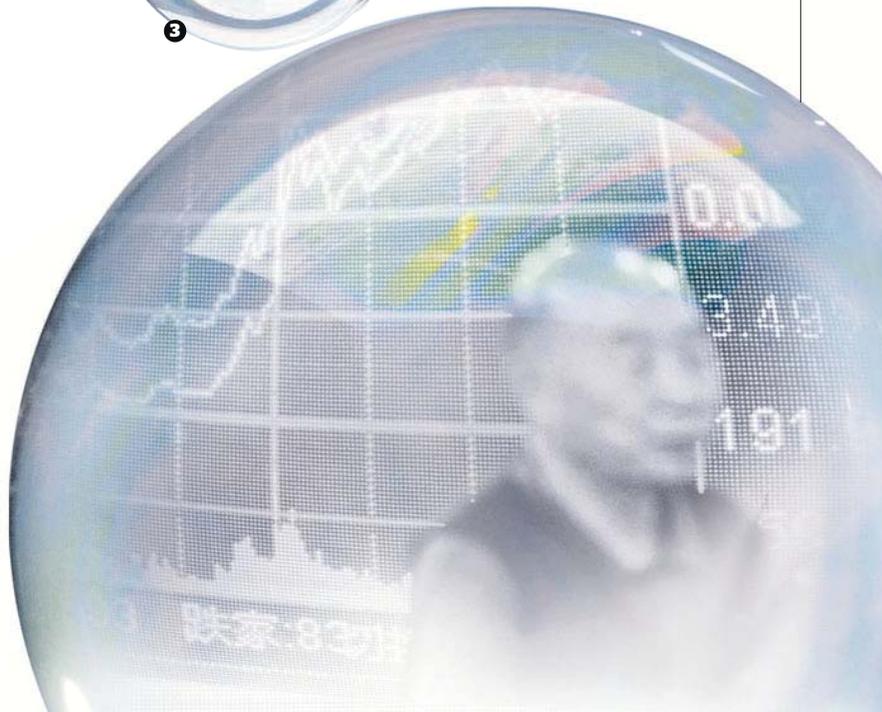


TRENDS



MUTTER ALLER BLASEN

FINANZMÄRKTE Die Welt steuert auf den Crash zu. Selbst die Zentralbanken wissen keinen Ausweg mehr.



Nur manchmal schaut William White (72) noch bei seinem ehemaligen Arbeitgeber vorbei. Lieber genießt der Ex-Chefvolkswirt der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) sein Leben als gut bezahlter Vortragsreisender in Sachen Makroökonomie. Sein Ruf ist exzellent, sein Rat weltweit gefragt. Als Krisenorakel hat White Legendenstatus, seit er 2006 vor dem Systemkollaps warnte. Der wurde 2008 mit der Lehman-Pleite bittere Realität, kaum dass er bei der „Bank der Zentralbanken“ ausgeschieden war.

Ende Juni war es wieder so weit. Der Kanadier, der in der Nähe seiner alten Wirkungsstätte wohnt, stattete den ehemaligen Kollegen einen Besuch ab. Und was er im Baseler BIZ-Turm, der den Charme eines 19-stöckigen Parkhauses verströmt, zu hören bekam, war ähnlich gruselig.

Vor allem die Ausführungen von Claudio Borio sorgten für ein Déjà-vu. Der heutige Chefökonom der BIZ warnt vor einem auf Schulden basierenden Wachstumsmodell, das immer instabiler wird, wie ein Kartenhaus.

Die lockere Geldpolitik der Zentralbanken und der Liquiditätsüberfluss heizen laut Borio einen gefährlichen Finanzboom an, der durch Wechselkurse und Kapitalverkehr weit über die Industrieländer hinausreiche. Im Klartext: Mit Niedrigzinsen und billionenschweren Wertpapierkäufen vergiften die Notenbanker die Weltwirtschaft.

Das Fatale: Aus der Krisenpolitik aussteigen können die Zentralbanken nicht, ohne viele Schuldenstaaten zu zerreißen. Einfach so weitermachen ist allerdings auch keine Option: Dann würden die Blasen, die nicht platzen dürfen, immer größer, und alles würde irgendwann in einer Katastrophe münden.

Whites Resümee: „Die niedrigen Zinsen lenken das Kapital in die falschen Investments. Die Spekulationsblasen sind so gewaltig, dass es beinahe schon egal ist, welche zuerst platzt.“

Schulden, Spekulation, Boom – Bust? Historisch betrachtet ist die Lehman-Pleite

nur einen Wimpernschlag her. Dennoch geht schon wieder die Angst um, dass entfesselte Finanzmärkte die Weltwirtschaft erneut in den Abgrund reißen.

Risiken, wohin man schaut: von den aufgepumpten Anleihemärkten, jahrzehntelang ein Hort von Stabilität und Langeweile, bis zu Chinas Zockerbörsen, die so gefährlich sind wie noch nie.

Wie irre der Anlagedruck ist, zeigt der Hype um US-Tech-Start-ups, die mühelos Milliarden einsammeln. Das Geschäftsmodell kann noch so trivial sein: Die Angst der Anleger, das nächste Google, Amazon, Facebook oder Apple zu verpassen, ist gewaltig. Beim Rennen um die künftigen Monopole will jeder dabei sein. Egal was es kostet.

Im Schatten der Griechenland-Krise, die die Aufmerksamkeit der Europäer vollends absorbiert, hat sich rund um den Globus ein gefährliches Gemisch aus billigem Geld und der verzweifelten Suche nach ein bisschen Rendite zusammengebraut. Wann und wo es explodiert, weiß niemand.

Im Ernstfall droht eine Kettenreaktion, die die Lehman-Pleite zur Randnotiz werden lassen könnte.

„Kontrolliert ist das nicht mehr lösbar“, glaubt Thomas Mayer, Leiter des Kölner Flossbach von Storch Research Institute und einst Deutsche-Bank-Chefvolkswirt.

Besonders prekär ist die Lage in Asien. China und Japan kämpfen einen verzweifelten Abwehrkampf, trotz unterschiedlicher Ideologien mit ähnlichen Waffen. „Ein Funke reicht, um alles in Brand zu setzen“, sagt Marc Faber (69), der die Crashes von 1987, 2000 und 2008 sowie die Japan-Baisse 1990 prophezeit hat.

Der Börsenguru mit Wohnsitz Thailand genießt seinen Ruf als „Contrarian“, der gegen den Mainstream schwimmt und auf Konventionen pfeift. Ist er auf Heimatvisite in Zürich, empfängt er Besucher im ranzigen „Hotel Regina“, das im Rotlichtbezirk liegt und zur Hälfte von Freudenmädchen bewohnt wird.

Seinen Blick auf die Märkte trübt das schummrige Ambiente nicht. Seine Einschätzung, dass ein Grexit beherrschbar wäre und von China

größere Gefahr ausgeht, ist inzwischen mehrheitsfähig. Die Börsen in Shanghai und Shenzhen, an denen fast ausschließlich heimische Kleinanleger zocken, erlebten kürzlich die größten Kursverluste seit Juni 2008.

Die Schulden privater Spekulanten bei Chinas Brokern haben sich 2015 auf mehr als 300 Milliarden Dollar verdoppelt. Das sind locker 3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) und mehr als irgendwo sonst. Auch die Unternehmensschulden sind die höchsten der Welt. Die Chinesen kopieren die Fehler des Westens, so scheint es, nur in viel gewaltigerem Ausmaß.

Wochenlang steuerten Zentralbank und Aufsicht erfolglos gegen den Börsencrash. Mit abenteuerlichen Maßnahmen pumpen sie Geld in den Markt. Die Blase nährt die Blase, nur damit sie nicht platzt.

Auch wenn der Absturz vorerst gebremst scheint: Der Glaube an Pekings Versprechen – Märkte liberalisieren, überhitzte Kreditmärkte abkühlen, Binnen- nachfrage stärken und bei all dem das Volk nicht im Stich lassen – ist zutiefst erschüttert. Chinas Wachstumsstory nähert sich ihrem Ende.

„Der Abschwung gefährdet die Weltwirtschaft“, orakelt Faber. Für die meisten Länder ist inzwischen die Volksrepublik, nicht Amerika, der wichtigste Handelspartner. Das macht ein lokales Ereignis wie das Kursmassaker in Shenzhen zur Nachricht, die die Welt schockiert. Faber: „Das System ist höchst fragil, wie eine inverse Pyramide.“

Die Folgen der Assetpreisblase sind bereits deutlich spürbar. So wächst die Kluft zwischen den wenigen Reichen, die von steigenden Immobilien- und Aktienpreisen profitieren, und den vielen Normalverdienern, die mit Tagesgeldsätzen am Gefrierpunktniveau kalkulieren. Allein deutschen Sparern entgehen bis 2020 gut 200 Milliarden Euro an Zinsen, hat das Frankfurter Center for Financial Studies errechnet.

Von einer „20/80-Gesellschaft“ spricht Felix Zulauf (65). Der Schweizer, der im Steuerparadies Zug von einem unscheinbaren Büro



1 ANLEIHEN Den Staatsschulden gebietet niemand Einhalt

2 NOTENBANKEN Die Bilanzen platzen aus allen Nähten

3 AKTIEN Der ETF-Markt schwillt immer mehr an

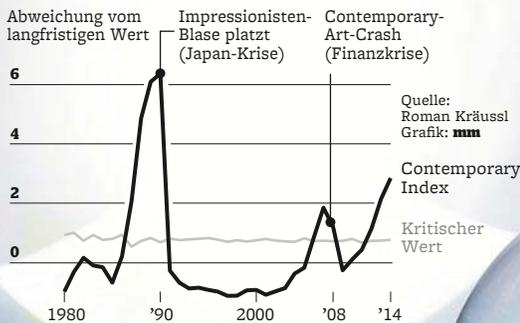
4 IMMOBILIEN Luxuswohnungen wie in New Yorks „One57“-Turm gehen zu Höchstpreisen weg

5 CHINA Die Aktien-Hausse basiert auf Pump

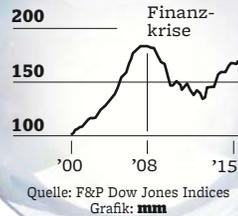
6 KUNST Bei Auktionen werden ständig neue Rekorde aufgestellt

7 M&A Das Fusionsgeschäft läuft heiß

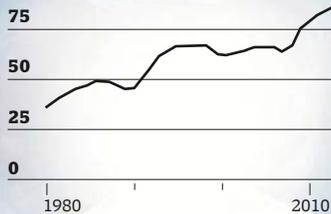
mm-Kunstpreisindex



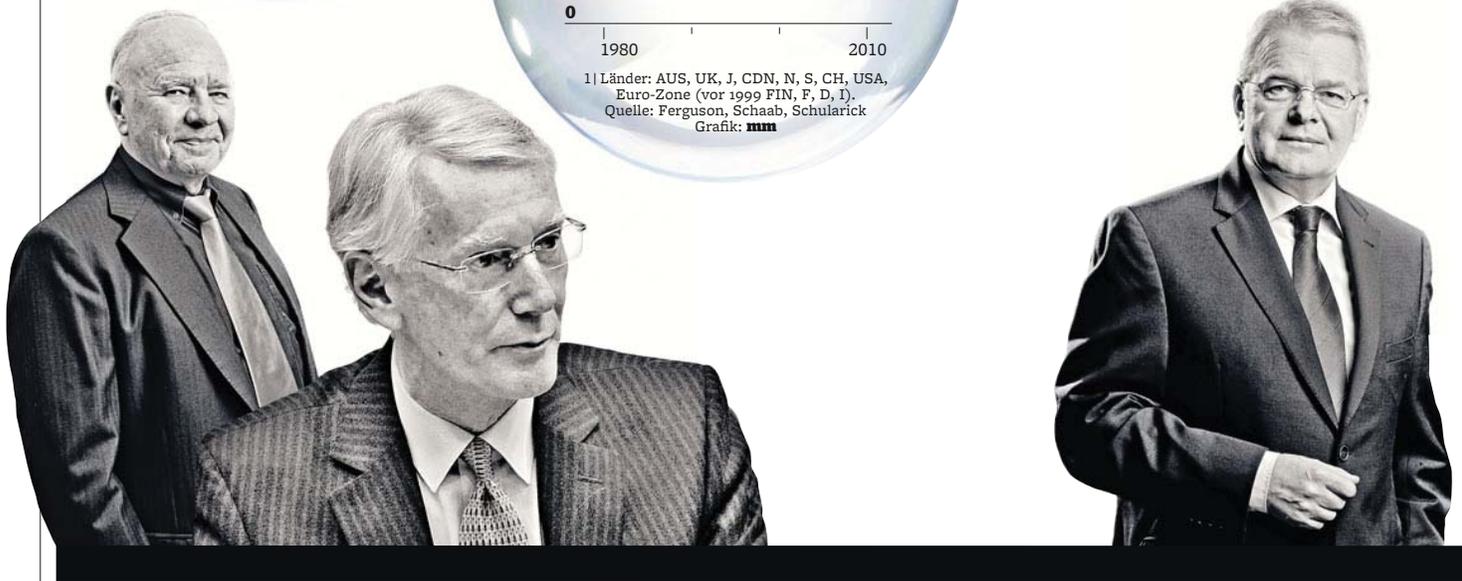
US-Eigenheimpreise, S&P/Case-Shiller Index



Schulden der öffentlichen Hand in Prozent des BIPs¹



1) Länder: AUS, UK, J, CDN, N, S, CH, USA, Euro-Zone (vor 1999 FIN, F, D, I).
Quelle: Ferguson, Schaab, Schularick
Grafik: mm



in Bahnhofsnahe aus seinen eigenen Hedg-fonds betreibt, ist einer der renommiertesten Geldverwalter Europas und gewiss kein Sozialist. Die Wohlstandsdrift aber macht auch ihn wütend. Mehrere Monate im Jahr verbringt er in seiner zweiten Heimat Florida. Die wachsende Ungleichheit werde zum Tophema im US-Wahlkampf, glaubt Zulauf. Auf seiner Seite weiß er Granden wie OECD-Chefökonomin Catherine Mann oder Kenneth Jacobs, Boss der Investmentbank Lazard.

Wie ernst die Situation selbst in der Wohlühloase Deutschland ist, machte Ende Juni der Ausschuss für Finanzstabilität klar. Das Gremium, dem Vertreter von Bundesbank, Finanzministerium und Bafin angehören, warnte vor einer „kreditgetriebenen Überhitzung am Immobilienmarkt“. Zusätzliche Eingriffsrechte – höhere Eigenkapitalquoten, Mindesttilgung – sollen Exzesse verhindern.

Alle sind in Alarmbereitschaft. „Wir müssen vorbereitet sein, wenn es darauf ankommt“, sagt Bafin-Präsident Felix Hufeld. Und schiebt nach: „Sind alle Risiken angemessen preist? Sicher nicht.“

„Die Situation ist schlimmer als 2007“, sekundiert William White. Das Jahr vor der Lehman-Pleite dient Bankern und Ökonomen inzwischen als Referenzpunkt, wenn sie den gefährlichen Nexus zwischen Finanzmärkten und Konjunktur beschreiben.

Das ist so ziemlich das Gegenteil dessen, was die Weltpolitiker im Sinn hatten, als sie die Lehren aus dem Lehman-Desaster zogen. Auf ihren Gipfeln in London und Pittsburgh 2009 vereinbarten die wichtigsten Industrie- und Schwellenländer, ihre Volkswirtschaften zu stützen und den Finanzsektor zu domestizieren.

Machtlose Regierungen

Beides gelang leidlich – allerdings mit gravierenden Zweitrundeneffekten. So hat sich weltweit der Schuldenstand der öffentlichen Hand seit Ende 2007 auf mehr als 60 Billionen Dollar verdoppelt.

Das Wachstum auf Pump wird sich rächen. Wenn es knallt, können die Regierungen kaum mehr gegensteuern. „Wir leben in einer Scheinwelt mit vielen faulen Assets“, sagt Fondsmanager Zulauf.

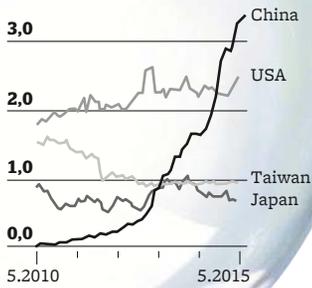
Die Banken wiederum sind sicherer geworden. Dass sie den nächsten Crash verursachen, ist eher unwahrscheinlich. „Dafür sind sie zu stark reguliert“, sagt Hufeld.

Vieles, was früher üblich war, wird heute viel kritischer beäugt, wie außerbilanzielle Zweckgesellschaften. Derivate müssen mit mehr Eigenkapital abgepuffert und oft über Clearingstellen gehandelt werden, um Klumpenrisiken früh zu erkennen. Absolute Sicherheit garantiert das nicht; aber die mageren Gewinnmargen sprechen dagegen, dass die Banken neue Killerprodukte im Arsenal haben.

Stattdessen wuchert der Schattenbankensektor – noch immer weitgehend unreguliert. 75 Billionen Dollar werden dort verwaltet, fast dreimal so viel wie 2002.

Welche Risiken von den Kapitalsammelstellen ausgehen, ist noch nicht endgültig erforscht. Ihre schiere Größe allerdings verstärkt das Herdentriebisiko. Das gilt vor allem für Exchange-Traded Funds (ETF), die immer öfter als möglicher Brandbeschleuniger genannt werden.

Dabei sind die börsengehandelten Fonds, die ihr Volumen bis 2020 auf 4,5 Bil-

Anteil kreditfinanzierter
Aktienkäufe, in ProzentQuelle: Bloomberg, Wind,
Macquarie Research
Grafik: **mm**Anzahl und Volumen
globaler ETFs¹ (in Mrd. Dollar)1 | Börsengehandelte Indexfonds;
2 | bis Mai. Quelle: ETFGI.com
Grafik: **mm**

MAHNER UND WARNER Investoren-
legende **Marc Faber** (L.), Ex-BIZ-
Chefökonom **William White** (M.)
und Fondsmanager **Felix Zulauf**
fürchten die zerstörerische Kraft
der Zentralbankpolitik

lionen Euro verdoppeln könnten, im Prinzip echte Langweiler. Sie bilden detailgetreu Indizes wie den Dax ab, indem sie die dort gelisteten Aktien halten. Sogenannte synthetische ETFs dürfen auch in illiquide Assets und Swaps investieren.

Ihr stumpfes Simulationsverhalten aber birgt Gefahren. Geht der Dax in die Knie, müssen auch ETFs verkaufen, was wiederum neue Verkaufsprogramme auslöst – ein unkalkulierbarer Multiplikatoreffekt.

„Wenn alle zum Ausgang wollen und ETFs verkaufen, dann knallt's“, glaubt Zulauf. Er vergleicht ETFs mit den Portfolio-Insurance-Programmen vor 30 Jahren. Seinerzeit hatten Investmentbanken Profianlegern über Terminkontrakte Schutz gegen Börsenverluste verkauft, durch paralleles Abstoßen von Aktien und Futures aber den Wall-Street-Crash vom Oktober 1987 heraufbeschworen.

Heute klammern sich alle an die Allmacht der Zentralbanken, vor allem die angsterstarteten Politiker. Ihre Bilanzsummen haben sich vervielfacht, ihre Aufgaben die Mandatsgrenzen weit überschritten. Sichtbar wird das am Anleihe-

markt, der größten Assetklasse überhaupt. Bonds europäischer Staaten und halb staatlicher Emittenten landen fast ausschließlich bei der Europäischen Zentralbank (EZB), die ihr 1,1 Billionen Euro schweres Kaufprogramm seit März gnadenlos durchzieht.

Der paradoxe Effekt: Trotz Liquiditätsschwemme trocknet der Markt aus. Neue Anleihen, sagt der CEO einer deutschen Landesbank, könne er quasi direkt bei der EZB einliefern. „Die Pflege normaler Investoren ist gar nicht mehr möglich.“

Das verzerrt die Preise, die Ausschlänge werden immer wilder. Wie Ende April, Anfang Mai, als der Kurs der Bundesanleihen binnen Tagen plötzlich so heftig einbrach, dass sich ihre Rendite verfünffachte und viele kalt erwischt. Auch weil die Banken durch die Regulierung ihre „Market Maker“-Funktion eingebüßt haben und bei erratischen Preissprüngen nicht mehr eingreifen können. „Wir tanzen auf dem Vulkan“, so der Landesbank-Chef.

Die EZB schaltet den Markt aus

Das Szenario von Anfang Mai kann sich jederzeit wiederholen. Etwa wenn Investmentfonds, die in Europa bereits ein Viertel aller Unternehmensanleihen halten, auf Druck verängstigter Kunden zum Verkauf gezwungen sind. Die EZB darf ihnen die Papiere (noch) nicht abnehmen, andere Abnehmer gibt es kaum. Dann droht der Kursverfall.

Immer heißer wird auch das Fusionsgeschäft. 2007 wurden Mergers für 4,5 Billionen Dollar ausgehandelt, per Ende Juni 2015 waren es bereits 3,2 Billionen.

Die Begleitumstände ähneln sich. „Seit Monaten beobachten wir hohe Überzeichnungen bei Neuemissionen bekannter Firmen mit guter Bonität. Das hat teils extreme Formen angenommen“, sagt Holger Achtnitz, der bei der Citigroup das deutsche Devisengeschäft leitet. Wie locker das Geld sitzt, zeigt das Beispiel Total: Als Europas drittgrößter Ölkonzern im Februar für fünf Milliarden Euro Hybridanleihen verkaufen wollte, stürmten die Profis die Ladentheke. Total hätte 20 Milliarden Euro einsacken können.

Sogar riskante Covenant-Light-Strukturen, die Gläubigern kaum Rechte einräumen, sind wieder en vogue. Dabei sind zunehmend Schattenbanken unter den Kreditkonsorten. Kürz-

„ES WIRD KRIEGE GEBEN“ Jim Rogers malt schwarz

LEGENDE Angst vor steilen Thesen hat Jim Rogers (72) nie gehabt und oft recht behalten. Der Amerikaner, der Anfang der 70er mit George Soros den Hedgefonds Quantum gründete, sich später als Rohstoffinvestor selbstständig machte und heute in Singapur lebt, schwärmt von Russlands Börse und würde gern in Nordkorea anlegen – das stalinistische Land mache gerade einen enormen Wandel durch. Ansonsten versprüht er Endzeitstimmung: Die lockere Geldpolitik der Zentralbanken werde in einem gewaltigen Crash enden.

MM Herr Rogers, die Märkte scheinen die Griechenland-Krise gut zu verdauen, viele Vermögensklassen boomen. Sie aber malen schwarz und warnen, dass die Zentralbanken für Spekulationsblasen sorgen. Warum so pessimistisch?

JIM ROGERS Weil die Leute denken, dass die Zentralbanken schon wissen, was sie tun. Aber das ist total falsch. Deren Politik führt nur dazu, dass sich ständig neue Blasen bilden. Das ganze Geld fließt hauptsächlich in Staatsanleihen und Zinsprodukte.

Ist die Situation so heikel wie vor 2008?

Gefährlicher. Dieses Mal ist das komplette System in Gefahr. Nie zuvor waren die Zinsen so niedrig, obwohl die Schuldenberge immer größer werden. Regierungen werden stürzen, Währungen zusammenbrechen, sogar ganze Staaten. Es wird Hungersnöte, soziale Unruhen und Kriege geben.

Was sollten die Zentralbanken denn tun?

Sich auflösen! Das wird natürlich nicht passieren. Aber die Welt hat schon existiert, bevor es Zentralbanken gab. Jetzt führen sie uns direkt in die Katastrophe.

Wie müssen wir uns dieses Katastrophenszenario vorstellen?

Die Notenbanken werden noch mehr Geld drucken und außer Staatsanleihen auch Aktien kaufen. Am Ende werden die Börsen unter staatliche Kontrolle gestellt, Rentenfonds und Bankkonten konfisziert. Es geht immer noch schlimmer. ■

KASSANDRA Jim Rogers prophezeit einen Megacrash



lich lieh die Blackstone-Tochter GSO dem maroden US-Ölproduzenten Linn Energy 500 Millionen Dollar – ein Deal, der den Banken zu heiß war.

Oft ist es schiere Verzweiflung darüber, keine andere Verwendung für den Cashflow zu haben, die CEOs in Übernahmen treibt. Das gilt auch für die Private-Equity-Szene: Allein Europas Finanzinvestoren haben 250 Milliarden Euro Kapitalüberhang. Selbst ohne frische Mittel ließen sich damit zwei Jahre lang Buy-outs finanzieren.

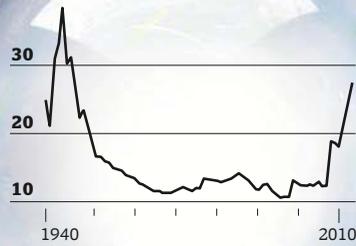
Das alles heizt die Bewertungen an. Bei Übernahmen wird mehr als das 11-Fache des Jahresgewinns gezahlt, fast so viel wie 2007. Trotz gesünder Bilanzen lassen sich solche enorme „Multiples“ nur schwer verdienen. Denn die Zentralbankliquidität kommt in der realen Wirtschaft kaum an.

Und neue Wachstumsdynamik ist nicht in Sicht. Dagegen spricht schon die Demografie. Europa schrumpft und altert gleichermaßen. Ein Rentnerparadies wird nicht zum Tempomacher.

Ähnlich sieht es vielerorts in Asien aus. Allein in den Vereinigten

NIPPONS DR. BUNSEN Japans Premier Shinzo Abe erinnert mit seinen „Abenomics“ an den experimentierfreudigen Wissenschaftler aus der „Muppet Show“

Zentralbankbilanzen als Anteil des BIPs¹, in Prozent



1 | Banken der Euro-Zone (vor 1999 FIN, F, D, I), AUS, UK, J, CDN, N, S, CH, USA. Quelle: Ferguson, Schaab, Schularick. Grafik: mm

Staaten sorgen Einwanderer für steten Zufluss an Humankapital, allerdings meist im Niedriglohnssektor. Das drückt Löhne und Kaufkraft.

Es droht eine neue Asien-Krise

Schulden, Lohndruck, anämisches Wachstum: Wo soll da bloß ein bisschen Inflation herkommen, um mit kleinen Zinserhöhungen aus den Schulden herauszuwachsen und sanft die Luft aus den Spekulationsblasen zu lassen? Vor allem der EZB sind die Hände gebunden. Jeder Basispunkt mehr könnte der Peripherie den Garaus machen. Dass in Deutschland ein Zinsanstieg dagegen dringend nötig wäre, zeigt nur, wie zerrissen die Euro-Zone ist.

Doch auch die Federal Reserve schreckt bisher davor zurück, ihre Leitzinsen erstmals seit 2006 zu erhöhen. Womöglich zieht Fed-Chefin Janet Yellen im September die Zügel ein wenig straffer.

Vor allem in Asiens Schwellenländern, die auf

hohen Dollar-Schulden sitzen, hoffen sie allerdings inständig, dass Yellen abermals zögert. Denn steigt der Greenback, wird es blutig. „Das wäre wie bei der Asien-Krise 1997“, fürchtet White. Schon als Yellens Vorgänger Ben Bernanke 2013 ankündigte, die Anleihekäufe einzustellen, flohen die Anleger in Panik aus den Emerging Markets.

Möglich, dass ihre Gebete erhört werden. Zumal Yellen neben der Angst um die Konjunktur ein Problem plagt, das bis vor Kurzem niemand auf dem Schirm hatte: die Staatspleite von Puerto Rico.

Um dessen Kommunalanleihen hatten sich jahrelang selbst konservative Anleger gerissen. Jetzt aber kann die Karibikinsel, die den USA assoziiert ist, ihre Schulden nicht

mehr bedienen. Das Problem: Spezielle Anleiheversicherer (Monoliner) garantieren die Topratings der hochspekulativen Puerto-Rico-Bonds. Senken die Ratingagenturen den Daumen, müssen die Monoliner zahlen. Zinserhöhungen wären da kontraproduktiv.

Das Phänomen ist nicht neu. Auch 2007 standen die Monoliner im Rampenlicht, weil sie mit US-Hypothekendarlehen gedeckte Kreditderivate versichert hatten. Im Subprime-Debakel gerieten sie selbst in Not und setzten eine tödliche Abwärtsspirale in Gang.

Wie also soll sich die Welt aus ihrem Dilemma befreien? Viele Hoffnungen konzentrieren sich auf Japan, das seit 25 Jahren stagniert und ein wirtschaftspolitisches Experiment mit ungewissem Ausgang durchzieht. Die „Abenomics“ von Premier Shinzo Abe sind der für westliche Staaten brutalste Versuch, ein Land mit staatlicher Intervention flottzukriegen.

„Japan ist Europas Labor“, sagt Didier Saint-Georges vom Pariser Vermögensverwalter Carmignac. Wie besinnungslos kauft die Bank of Japan Anleihen und mittlerweile sogar Aktien auf, um Konsum und Inflation zu stimulieren. Hohe Etatdefizite sind erwünscht. Ein schwacher Yen soll dem Export helfen, die Reform des Arbeitsmarktes die Binnenwirtschaft ankurbeln.

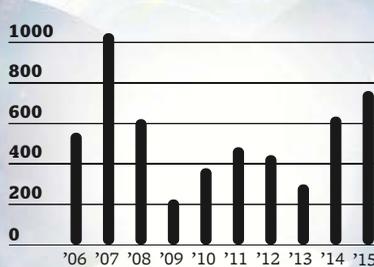
Die Erfolge nach gut zwei Jahren sind überschaubar. Die Unternehmensgewinne steigen, der Nikkei-Index hat sich fast verdoppelt. Konsum und Teuerung indes ziehen noch nicht an, die Staatsschuldenquote übersteigt griechisches Niveau.

Immerhin hat die extrem niedrige Arbeitslosigkeit den Boden für Lohnerhöhungen bereitet.

Falls Abes riskante Abwertungsstrategie aufgeht, wären andere Länder gezwungen nachzuziehen. Klassische „Beggary neighbor“-Politik, die zu noch größeren Spekulationsblasen führen dürfte.

Die Welt steckt also im Teufelskreis. Und der mögliche Ausgang ist alles andere als attraktiv. Großinvestor Zulauf: „Die Folgen der Exzesse sind klar: mehr Regulierung, weniger Markt. Das läuft in Richtung DDR light.“ **Tim Bartz**

Grenzüberschreitende Übernahmen, in Mrd. Dollar¹



1 | Jeweils erstes und zweites Quartal. Quelle: Thomson Reuters. Grafik: mm

