

## WELT DER WIDERSPRÜCHE

Politische Unsicherheit und grosse Verlustängste, stürmische Innovation und boomende Finanzmärkte – wir leben in Zeiten des Umbruchs. Anleger müssen mit allem rechnen, doch längst nicht alles ist düster.

«**S**chockmomente» – unter diesem Titel analysiert der namhafte Wirtschaftshistoriker Harold James in seinem 2022 erschienenen Werk die Weltgeschichte von Inflation und Globalisierung von 1850 bis heute. Vor diesem Hintergrund ordnete James kürzlich an einem Vortrag in Zürich die aktuell von vielen als besonders gefährlich empfundenen Zeiten ein. In den Mittelpunkt seiner Ausführungen stellte er ein Zitat von Winston Churchill aus dem Jahre 1936, der angesichts der wachsenden Unsicherheit ein allgemein paradoxes Schwanken zwischen gefühlter Allmacht und sichtbarer Ohnmacht diagnostizierte. Damals, so die Botschaft des Historikers, sei eine Zeit von Orientierungslosigkeit und Widersprüchen gewesen, ebenso wie heute. Die offensichtlichen Umbrüche in Wirtschaft und Politik verunsichern die Menschen, Gespräche sind oft von düsteren Vorahnungen geprägt. Der Niedergang des Westens, Krieg und Chaos erscheinen als ausgemacht. Gleichzeitig scheint der tatsächliche Lebenswandel in den westlichen Wohlstandsgesellschaften für weite Teile der Bevölkerung bislang von alledem nicht fundamental tangiert zu sein.

### Ist die Lage besser als die Stimmung?

«They go on in strange paradox» – das gilt auch für die offensichtliche Diskrepanz zwischen trüber Stimmung und den Zahlen zum Wirtschaftsgang in den meisten Volkswirtschaften des Westens. Von der lange angekündigten globalen Rezession ist noch immer nichts zu sehen (schon im Sommer 2023 sprachen wir von «Warten auf Godot») und vielerorts werden weiterhin ordentliche Wachstumsraten verzeichnet, allen voran in den USA, wo die Wirtschaft 2024 mit 2 bis 2,5 Prozent wachsen sollte. Die Arbeitslosigkeit ist in vielen Ländern auf historisch niedrigen Niveaus. Sogar in Deutschland, das derzeit als kranker Mann des Westens gilt, liegt sie bei etwas unter 6 Prozent. Nicht zuletzt ist die Inflation, das grosse Sorgenkind der letzten Jahre, praktisch überall wieder auf niedrige einstellige Raten zurückgegangen. Zwar liegt sie ausser in der Schweiz nirgends unter der magischen Grenze von 2 Prozent, doch hat sich die (berechtigte) Aufregung um hohe Inflationsraten zumindest vorerst weitgehend gelegt. Konjunkturelle Warnzeichen gibt es einzig bei den auf Umfragen basierenden Einkaufsmanagerindizes («PMI»), die in vielen westlichen Industrieländern eine nachlassende Wirtschaftsaktivität signalisieren. Dies tun sie allerdings seit weit über einem Jahr, ohne dass es (mit der Ausnahme von Deutschland) bisher zu einer echten Abschwächung gekommen wäre.

Die Finanzmärkte sind nicht nur ein wesentliches Element der Wirtschaft, sie spiegeln vor allem die Erwartungen für die Zukunft. Dabei spielt die



vermutete Zinsentwicklung eine zentrale Rolle, insbesondere in Bezug auf die Geldpolitik der weltweit führenden US-Zentralbank Fed. Wie unsere Grafik zeigt, haben die Märkte seit der Rückkehr der Inflation 2021 die Zinsanstiege in den USA in Höhe und Dauer systematisch und konstant unterschätzt. Grundsätzlich gilt, dass steigende bzw. dauerhaft hohe Zinsen schlechte Nachrichten für die Finanzmärkte bringen. Dies zeigte sich vor allem 2022, doch spätestens seit Herbst 2023 scheinen sich zumindest die Aktienmärkte von den Zinserwartungen abgekoppelt zu haben. Also auch hier ein Paradox – die Zinssenkungen werden vertagt, doch die Märkte steigen: Die MSCI-Indices für die USA und Japan liegen seit Anfang 2024 in Lokalwährung mit 15 bzw. 20 Prozent im Plus, Europa (MSCI EMU) und die Schweiz (SLI) bei 9 bzw. 12 Prozent. Und sogar der deutsche DAX hat über 8 Prozent zugelegt.

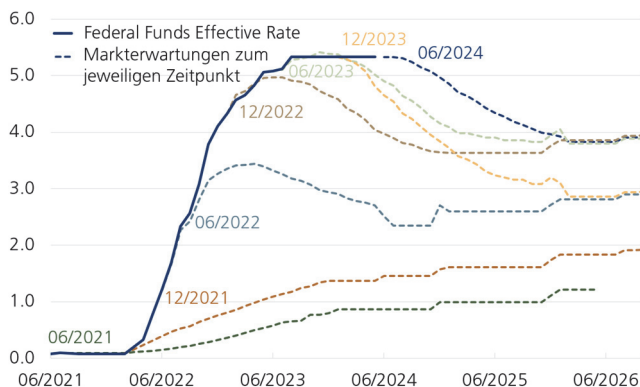
## Alle Augen auf KI

Man reibt sich also die Augen: Die Aktienmärkte, vor allem in den USA, eilen in Zeiten von grosser Unsicherheit und adverser Zinsentwicklung von Allzeithoch zu Allzeithoch. Das einfache Ausbleiben der Rezession dürfte als Begründung nicht genügen. Zwar mag es eine etwas gar simple Erklärung sein, doch im Rückblick fällt auf, dass ein wesentlicher Wendepunkt für die Finanzmärkte zeitlich mit der Einführung und Verbreitung von Chat GPT Ende 2022 zusammenfällt. Seither ist der Boom von Firmen, die künstliche Intelligenz (KI) entwickeln und die entsprechende Infrastruktur zur Verfügung stellen, kaum zu stoppen – NVIDIA, Microsoft, Alphabet, Apple, Amazon, aber auch ASML, SAP und andere sind in aller Munde. Wer sich angesichts der schon seit einer Weile stattlichen und meist auch stattlicher werdenden Bewertungen aus Engagements in diesen Firmen verabschiedet hat, muss sich zumindest vorläufig beim Blick auf die Kurstableaus ärgern.

Kann das so weitergehen? Der Wirtschaftshistoriker Harold James hält eine interessante These bereit: In seiner monumentalen Untersuchung macht er seit 1850 sieben grosse Krisen aus, die Wirtschaftsordnung und Gesellschaft fundamental verändert haben. Viele dieser Krisen – mit der bedeutenden Ausnahme des ersten Weltkrieges mit der nachfolgenden Hyperinflation und Weltwirtschaftskrise – haben aufgrund der enormen Anpassungsfähigkeit der Wirtschaftsakteure eine Transformation mit positiven Folgen für den Wohlstand der Menschen ausgelöst. James nennt dabei unter anderem die grosse Inflation der 1970er Jahre sowie die Finanzkrise von 2008. Schockmomente als Lernmomente mit transformativem Charakter, so die optimistische Sicht auf besonders unsichere Zeiten. Dies gilt vor allem dann, wenn beim Angebot plötzliche Knappheiten entstehen und/oder neue Technologien die relativen Preise in kurzer Zeit stark verändern. Vor diesem Hintergrund macht James den grossen Lockdown von 2020-2021 als jüngste transformative Krise aus, deren Auswirkungen wir heute sehen. Demnach hat der Covid-Schock die Entwicklung und Verbreitung von neuen Technologien im Bereich IT

### ZINSERWARTUNGEN UND ZINSENTWICKLUNG IN DEN USA

#### SYSTEMATISCH UNTERSCHÄTZT



Quelle: Bloomberg. US Federal Funds Effective Rate; 30 Day Federal Funds Futures Curves. 30.06.21-31.05.24.

Boomende Börsen trotz Enttäuschungen an der Zinsfront – und trotz der allgemeinen Verunsicherung und geopolitischer Wirren. Möglicherweise ist also die Lage tatsächlich besser als die Stimmung, zumindest vorläufig. Das heutige Zinsniveau ist offenbar kein Problem, solange die Wirtschaft gut läuft und es nicht zu Pleitewellen oder Staatsschuldenkrisen kommt. Hier liegt angesichts der hohen und steigenden Schuldenstände in Europa, aber auch in den USA, ein nicht zu unterschätzendes Risiko, dass uns in nächster Zeit noch beschäftigen könnte.

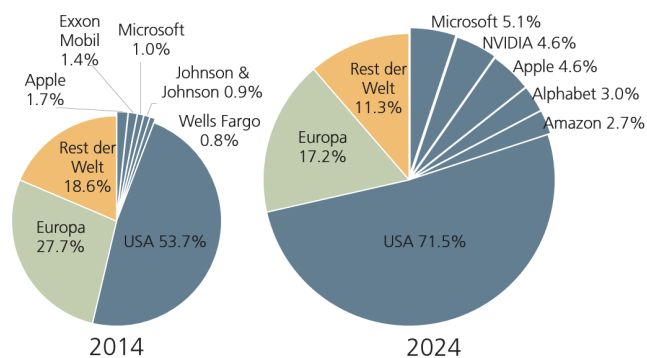


und künstlicher Intelligenz enorm begünstigt und beschleunigt. Dies könnte sogar – entgegen der aktuellen Ängste vor einer fortschreitenden Deglobalisierung – einen neuen Globalisierungs- und Wachstumsschub auslösen.

Die Entwicklung der künstlichen Intelligenz erfordert enorme Anstrengungen und Investitionen. Es scheint, dass die USA als grosser, offener und finanzstarker Markt hier einen ausgeprägten Vorteil haben. Laut der Universität Stanford beliefen sich die privaten KI-Investitionen 2023 in den USA auf 67,2 Milliarden US-Dollar, mit grossem Abstand gefolgt von China mit 7,8, Grossbritannien mit 3,8, und Deutschland mit 1,9 Milliarden. Die Dominanz der USA zeigt sich auch an den Märkten: Wie unsere Grafik zeigt, besteht der globale Aktienindex von Bloomberg inzwischen zu knapp 72 Prozent aus amerikanischen Firmen, 2014 waren es noch 54 Prozent. Der grosse Absteiger ist Europa, das von knapp 28 auf 17 Prozent geschrumpft ist.

ANTEILE AM WELTAKTIENMARKT 2014 UND 2024

### US-DOMINANZ, KONZENTRIERT



Quelle: Bloomberg. Marktkapitalisierung des Bloomberg Developed Markets Large & Mid Cap Index am 24.06.2014 bzw. 24.06.2024. Die Grösse der Kreise reflektieren in etwa das Grössenverhältnis der Marktkapitalisierung (2014: USD 32.9 Billionen, 2024: USD 65.3 Billionen).

Wie in jeder technologischen Revolution nimmt auch die Konzentration auf jene Firmen zu, die an der Spitze der Veränderungen stehen. Im Wochentakt lesen wir Schlagzeilen, dass IT-Giganten aus Amerika einzeln mehr wert sind, als der gesamte schweizerische oder deutsche Aktienmarkt. Bis auf weiteres lautet die Devise also: «The winner takes it all», mit allen Chancen und Risiken.

### Das Glas ist halbvoll

Stürmische technologische Entwicklungen, eine ansehnliche Hausse an den Märkten, hohe Unsicherheiten in der Politik und ausgeprägte Verlustängste vor allem in Europa – so stellt sich die Welt vor den grossen Wahlen in Frankreich, Grossbritannien und den USA dar. Ist in dieser paradoxen Welt nun das Glas halbvoll oder halbleer? In der durchaus zuversichtlichen Interpretation von Harold James befinden wir uns mitten in einem dieser historischen Schocks, mit guten Chancen für eine neue, positive Dynamik. Dies ist seit anderthalb Jahren wohl auch die Lesart der Finanzmarktakteure. Vorläufig gilt somit: Es könnte durchaus noch eine Weile lang so weitergehen.

Auch düstere Szenarien sind denkbar, aber sicher nicht so zwingend, wie oft kolportiert. Gefahren drohen dennoch: Die hohe Konzentration auf KI in den USA birgt beträchtliches Enttäuschungspotenzial. Noch gefährlicher wäre es, wenn die USA angesichts hoher Schulden plötzlich mit Vertrauensverlust und einem Rückzug der Geldgeber konfrontiert würde – bekanntlich ist China der bei weitem grösste Gläubiger der USA. Und in Europa drohen schliesslich die Ausweitung der russischen Aggression und sonstige Instabilitäten aller Art.

In widersprüchlichen, unsicheren Zeiten gilt es für Anlegerinnen und Anleger, mit allem zu rechnen. Das bedeutet in erster Linie eine konstante Überprüfung der eigenen finanziellen Möglichkeiten, der Verpflichtungen und der Risikoneigung. Und es bedeutet eine intelligente Streuung der Anlagen, auch über unterschiedliche Anlageklassen hinweg. Ebenso sollte klar sein, dass bei Aktien nicht nur in die Vorreiter der KI, sondern auch in solide Firmen investiert werden sollte, die aus der Gunst der Anleger gefallen sind – Beispiele sind derzeit die schweizerischen Schwergewichte Nestlé und Roche. Nach allem, was wir wissen, ist man so für gute und für schlechte Zeiten gewappnet. Und sollten die Zeiten trotz aller Zuversicht wirklich düster werden, bleibt uns der letzte Satz im Buch von Harold James als Anker: «Wir lernen am meisten, wenn die Gegenwart am düstersten ist.»

—  
IA, 30.06.2024



## EIGENTUM UNTER DRUCK

“Wo soll ich fliehen hin?» – so lautet der Titel eines Vokalwerks von Johann Sebastian Bach, dem der Verfasser dieser Zeilen bekanntlich besonders zugeneigt ist. Die barocke Sprache bringt manchmal Dinge besser auf den Punkt als unsere heutige geschliffene Ausdrucksweise. Keine Zuflucht haben, heimatlos werden, schlimmstenfalls verfolgt: Das sind keine Lebensziele. Genau das droht aber jenen, die Vermögen geschaffen haben, vorsichtig damit umgehen, erfolgreich investieren, kurz, zu «den Reichen» gehören.

Die Hatz auf Vermögen bzw. gegen die Vermögenden liegt in der Luft. Weshalb? Weil überall öffentliche Kassen nicht nur ohne Not geleert, sondern darüber hinaus derart hohe Schulden eingegangen wurden, dass die künftige Zinsenlast die Fischen dieser Welt jeglicher Handlungsfreiheit beraubt. Die Altersvorsorge von demographisch schrumpfenden Gesellschaften ist obendrein oft nicht korrekt verbucht. Es gibt also Finanzierungsbedarf. Naheliegenderweise versucht man, das Geld dort zu holen, wo es angeblich herumliegt, nämlich bei den Vermögenden.

### Am meisten Sorgen bereitet die Erosion des Eigentums als Pfeiler des Rechtsstaats und einer funktionierenden Zivilgesellschaft.

Es entspricht mehr als einem Gerücht, dass bei der OECD Arbeiten im Gange sind, um eine möglichst breite Kampagne zur globalen Vermögensbesteuerung in Gang zu setzen. Denn man weiss dort natürlich, dass Kapital flüchtig ist und schlecht koordinierte Initiativen kaum zusätzliches Steuersubstrat generieren, sondern lediglich Territorien begünstigen, welche sich dem Pariser Steuerkartell (zumindest vorläufig) entziehen können.

Eine zweite, brutālere Art des staatlichen Zugriffs auf Vermögende ist die Kriminalisierung von Besitz und Besitzenden. Meist stehen ehrbare, legitime Gründe dabei Pate, etwa der Kampf gegen Terrorismus oder Drogen, ja, die Sorge, dass Günstlinge

von blutrünstigen Autokraten in den Genuss der Vorzüge der freien Kapitalmärkte gelangen könnten. Diese Sorgen sind berechtigt, der Kampf notwendig. Er hat aber auch krass diskriminierende Nebenwirkungen. Völlig unbeteiligte und harmlose Menschen wie Du und ich, können auf diese Weise ausgeschlossen, ja enteignet werden. Beispiel: Nicht jeder vermögende Russe war und ist ein Putinverstehler.

Am meisten Sorgen bereitet aber die dritte Art des Zugriffs auf Vermögen: Die Erosion des Eigentums als Pfeiler des Rechtsstaats und einer funktionierenden Zivilgesellschaft. An die unzähligen Beschränkungen von Baurecht bis Klimaschutz haben wir uns schon so gewöhnt, dass gar die klassische Rechtslehre heute von einer expliziten «Sozialpflichtigkeit» des Eigentums ausgeht. Es kommt aber noch schlimmer: So postuliert eine Volksinitiative der schweizerischen Jungsozialisten eine konfiskatorische Erbschaftssteuer von 50 Prozent auf Vermögen über 50 Millionen Franken. Die Mittel sollen in die (auch bei uns hochverschuldete) Altersvorsorge fliessen; die Besteuerung soll rückwirkend auf den Zeitpunkt der Volksabstimmung greifen. Der Schritt von der subtilen Beschränkungsenteignung zur handfesten Wegnahme ist zumindest geistig getan.

«Wo soll ich fliehen hin?» Grossbritannien wird 2025 den sogenannten «No-Dom»-Status abschaffen, bislang eine formidable Fluchtburg für reiche Ausländer aus aller Welt. Es wird ein Exodus von Tausenden Vermögenden prognostiziert. Dubai? Singapur? Hong Kong ist schon vorbei.

Nun, aus meiner Sicht kann man, falls betroffen, vorerst noch in der Schweiz bleiben. Denn die Immunreaktion des zuallermeist besonnenen Schweizer Stimmbürgers dürfte klar ausfallen. Längerfristig braucht es allerdings, und das nicht nur bei uns, sondern auch im restlichen Europa, in London, in den USA, eine Rückbesinnung auf die vielbeschworenen «westlichen Werte», zu denen das Eigentum als Institut zweifelsfrei gehört. Sonst wäre der so wohlstandsfördernde Kapitalismus am Ende.

—

KH, 30.06.2024

