

Vermögensverwalter Felix Zulauf

"Zerfall der gesamten Finanzarchitektur"

[Frank Doll](#)

Der Schweizer Vermögensverwalter über das Harakiri der Politik, haarsträubende Fehler der Notenbanken und die schleichende Enteignung der Bürger Europas.

Felix W. Zulauf, 61, zählt zu den weltweit renommiertesten Vermögensverwaltern. Mit seinen Prognosen zur Entwicklung der Finanzmärkte liegt er selten falsch. Zulauf nimmt seit mehr als 20 Jahren teil am alljährlichen Börsen-Roundtable des US-Anlegermagazins "Barrons". Der ehemalige UBS-Fondsmanager gründete 1990 die Vermögensverwaltung Zulauf Asset Management mit Sitz in Zug.

WirtschaftsWoche: Herr Zulauf, stirbt der Euro?

Zulauf: Vermutlich ja, weil er von Beginn an eine Fehlkonstruktion war. Der Euro ist ja nicht aus wirtschaftlichen Überlegungen gegründet worden. Es war eine politische Erpressung Deutschlands durch die Franzosen. Der Euro ist der Preis Deutschlands für die Zustimmung zur Wiedervereinigung. Es fehlten wichtige Voraussetzungen für eine Währungsunion. Die wichtigste wäre eine Fiskalunion gewesen. Währungsunionen sind in der Geschichte immer gescheitert, wenn es keine Fiskalunion und keine politische Union gegeben hat. Ich habe damals gesagt, dass der Euro die kürzeste Währungsunion der Geschichte sein wird, wenn man sich an die Spielregeln hält. Nach wenigen Jahren hat man die Spielregeln gebrochen. Deutschland und Frankreich waren die ersten. Man hat geschummelt, etwa als man Griechenland aufgenommen hat, und mit allen Tricks gearbeitet, um dieses Projekt am Leben zu erhalten.

Der Rettungsfonds soll auf 1500 Milliarden Euro aufgestockt werden und auch Staatsanleihen kaufen dürfen. Da gibt es keinen großen Unterschied mehr zu Eurobonds. Ist das nicht de facto schon eine Fiskalunion?

De facto ja, aber de jure noch nicht.

Was passierte, wenn die Bundesregierung zu einer Fiskalunion ja sagte?

Irgendwann müssen Parlament und Verfassungsgericht darüber entscheiden. Dann müsste man den Bürgern reinen Wein einschenken. Dann kann der Bürger mal hochrechnen, was für Belastungen auf ihn zukommen. Dann würde klar, dass nicht Luxemburg und Finnland die Rechnung für die Peripherie bezahlen werden, sondern Deutschland – und zwar in einer Größenordnung von mindestens 700 Milliarden Euro, vermutlich gar mehr. Das wäre für den Bundeshaushalt nicht mehr tragbar. Es ist schon erstaunlich: Da schafft man es nicht, sieben Milliarden Euro Steuererleichterungen durchzusetzen, aber man geht Verpflichtungen über Hunderte von Milliarden Euro ein für Verfehlungen, die an anderen Orten entstanden sind. Da wird der Bürger irgendwann nicht mehr mitmachen. Wenn die Bundesregierung einer Fiskalunion zustimmen sollte, dann gehe ich davon aus, dass es Neuwahlen geben wird. Die Regierung Merkel würde fallen. Eine neue Regierung würde gewählt mit dem Auftrag, keine Fiskalunion einzugehen.

Die D-Mark gibt es nicht mehr, aber Bundesanleihen werden gekauft wie wild. Ist das nicht eine gewaltige Blase?

Sollte Deutschland offiziell ja sagen zu einer Fiskalunion, würde das die Kreditwürdigkeit

Deutschlands natürlich sofort massiv verschlechtern und die Renditen deutlich in die Höhe gehen. Ich gehe aber nicht davon aus, dass eine deutsche Regierung das machen wird. Gut, Frau [Merkel](#) sagt vielleicht noch ja. Aber die neue deutsche Regierung würde das dann nicht mitmachen.

Was sind die Alternativen zur Fiskalunion?

Es gibt zwei Varianten. Entweder die Europäische Zentralbank (EZB) sammelt all diese Ramschpapiere ein, druckt also Geld so wie es die Amerikaner und Briten tun. Dann stürzte der Euro massiv ab gegenüber anderen Währungen. Der Euro wäre eine strukturelle Schwachwährung mit deutlich steigenden Zinsen und Inflationsraten, sowie fortgesetzter Misswirtschaft auf lange Sicht. Aber auch das wird langfristig nicht gut gehen.

Und die zweite Variante wäre?

Dass die Eurozone zerbricht, also einzelne Länder treten aus. Die einen, weil sie die Lasten nicht tragen wollen, also Deutschland. Die anderen, weil sie die furchtbaren Schmerzen der Sparpolitik nicht mehr ertragen können.

Wer geht zuerst, wir oder die Griechen?

Der Austritt Deutschlands ist politisch nicht gewollt. Wahrscheinlicher ist der Austritt Griechenlands. Aber es wird nicht bei Griechenland bleiben, andere Staaten werden folgen.

Woher soll das Geld für den Rettungsfonds eigentlich kommen, wenn es gebraucht wird? Das Geld ist überhaupt nicht da, nicht einmal budgetiert?

Richtig. Das sind bisher nur abgegebene Garantien. Bisher hat es die einzelnen Regierungen sehr wenig gekostet. Doch sobald sich Griechenland für zahlungsunfähig erklärt – was ohne jeden Zweifel passieren wird –, dann wird die Deutsche Bundesbank ziemlich rasch 100 bis 150 Milliarden Euro Verlust haben. Dann muss das Eigenkapital ersetzt werden. Das zahlt dann auch der Steuerzahler. Die EZB mit einem Eigenkapital von zehn Milliarden Euro und Reserven von gut 70 Milliarden wäre auch pleite und müsste rekapitalisiert werden. Das gesamte System ist bankrott.

Gilt das nur für die Eurozone?

Nein, das ist ein grundsätzliches Problem in den Volkswirtschaften der Industrieländer, von Amerika, über Europa, bis nach Japan. Wir haben zu viel Schulden angehäuft und über unsere Verhältnisse gelebt. Jetzt kommen wir mit dem Schuldenberg nicht mehr klar. In Europa wird das Problem verschärft, weil sich die EZB nach wie vor an der Philosophie der Bundesbank orientiert und sagt: Wir wollen stabiles Geld und werden nicht um jeden Preis Geld drucken. Die Amerikaner und Engländer sagen dagegen: Ach was, wir wollen, dass die Wirtschaft über die Runden kommt. Was mit der Währung passiert, ist uns egal. Wir drucken einfach Geld.

Ist die Stabilitätsphilosophie tatsächlich noch verankert in der EZB?

Ja, anders lässt sich die jüngste Zinsanhebung nicht erklären. Die EZB fordert ja auch, den Stabilitätsfonds auf 1500 Milliarden Euro zu verdoppeln. Die EZB will, dass die Regierungen das Problem lösen und nicht die Notenbank. Damit hat sie auch recht.

Die EZB will ihre Schrottanleihen loswerden. Dann hätte sie wieder Luft, um italienische und spanische Staatsanleihen zu kaufen.

Und woher nimmt die EZB das Geld? Wer soll ihr die Schrottanleihen überhaupt abkaufen? Und wie finanziert die EZB die Abschreibungen, die notwendig wären?

Aus der Notenpresse.

Das tut sie ja nicht. Sie müsste das Geld dafür aus den Staatshaushalten der Mitgliedsländer bekommen. Nur die einen können nichts geben, die andere wollen nichts geben. Zudem wäre dann ja auch Deutschland pleite. Am Schluss müssten die Deutschen alles bezahlen. Aber dass sich Deutschland zusätzlich verschuldet mit 1000 Milliarden Euro, wird nicht möglich sein. Dann

haben sie nämlich Revolten in Berlin. Da würden selbst die Grünen und die SPD auf die Barrikaden gehen.

Dann ist der Sprung zum Gelddrucken nicht mehr weit.

Das ist die entscheidende Frage. Ich glaube auch, dass die Wahrscheinlichkeit für einen Kurswechsel der EZB recht hoch ist, deutlich über 50 Prozent. Aber das Problem löst sich nicht, wenn man Geld druckt. Die Schulden sind nach wie vor da. Außerdem wird Geld drucken die Wettbewerbsfähigkeit der Peripherie nicht verbessern. Somit wäre die eigentliche Ursache der Fehlkonstruktion Euro nicht wirklich gelöst. Die Lösung des Problems wird mit der Notenpresse nur verschoben. Nur wird das Problem immer größer und irgendwann holt es uns ein. Die Politik in unseren Demokratien kann mit diesem Problem nicht umgehen.

Woran liegt das?

Weil unser politisches Führungspersonal keinen ökonomischen Sachverstand hat. Weder der deutsche Finanzminister noch die Bundeskanzlerin verstehen die Tiefe der Euro-Problematik, weil sie glauben als gute Europäer den Euro gar nicht in Frage stellen zu dürfen.

Sie waren sich schon vor Monaten ziemlich sicher, dass Italien als nächster Kandidat ins Visier der Märkte gerät. Was hat Sie so sicher gemacht?

Ich habe gesehen, dass sich die Situation des italienischen Banksystems laufend verschlechtert hat. Das Einlagenwachstum ging dramatisch zurück. Und es war mir klar, dass die Einlagen von Sommer an schrumpfen werden. Jetzt sind wir in dieser Schrumpfungsphase. Das ist ein klassischer Bank-Run, die Kunden ziehen Gelder ab. Italien ist nach Irland und Griechenland das dritte Land, wo das passiert. Das bedeutet, dass die italienischen Banken, selbst wenn sie wollten, kaum mehr Kredite vergeben können. Die italienischen Banken haben in der Vergangenheit 60 bis 90 Prozent des Staatshaushaltes finanziert, indem sie die Staatsanleihen gekauft haben. Und das können sie jetzt nicht mehr. Damit wird die Finanzierung des italienischen Staates, der hoch verschuldet ist, sehr problematisch. In diesem Monat müssen 50 Milliarden Euro refinanziert werden, im nächsten Monat etwa 70 Milliarden Euro. Wenn man das nicht finanzieren kann, dann gehen die Zinsen nach oben. Und wenn die Zinsen nach oben gehen, dann trifft das die gesamte Volkswirtschaft. Die vorlaufenden Indikatoren deuten darauf hin, dass Italien spätestens im nächsten Quartal wieder in der Rezession steckt – Spanien übrigens auch. Wenn die Wirtschaft schrumpft, dann ist das mörderisch, weil man in eine deflationäre Spirale gerät.

Die sich verschärft durch von außen auferlegte Sparprogramme.

Ja. Italien hat zwischen 1979 und 1995 die Lira 13 mal abgewertet, insgesamt um 50 Prozent. Weil mit dem Euro das Ventil der Währungsanpassung wegfällt, muss man das jetzt über die Realwirtschaft machen – also muss man Deflationieren. Die griechische Volkswirtschaft ist gegenüber 2007 um zehn Prozent geschrumpft. Das ist eine Depression.

Wie lange hält das eine Gesellschaft aus?

Bis es zu Revolten kommt und das Volk nicht mehr mitmacht. Dann kommt eine neue Regierung und sagt: Wir wollen wieder unsere Drachme, unseren Escudo, unsere Peseta oder unsere Lira haben - und die Schulden zahlen wir nicht mehr.

Könnte dieser Tag X schon bald kommen?

Das wird im Laufe der nächsten drei Jahre passieren, kann aber auch recht zeitnah eintreten. Jetzt ist Italien vom Strudel erfasst worden. Der italienische Staatsanleihenmarkt ist der drittgrößte der Welt nach dem japanischen und amerikanischen und größer als die Staatsanleihenmärkte von Spanien, Irland, Portugal und Griechenland zusammen. Das ist jetzt eine ganz andere Dimension. Weil die Politik sich nicht eingestehen will, dass der Euro eine Fehlkonstruktion ist, arbeitet sie in die falsche Richtung. Auch wenn man immer schneller rennt, kommt man nicht zum Ziel, wenn man in die falsche Richtung springt.

Sehen Sie auf kurze Sicht noch Chancen, dass die Politik die Märkte einfangen kann?

Die Märkte sind frei von Emotionen politischer Art. Die Märkte drängen auf eine Lösung hin. Weil die Politik in Demokratien schmerzhaft, aber notwendige Entscheidungen nicht trifft, wird sie durch Finanzmarktkrisen zu Entscheidungen gezwungen. Nur waren die bisherigen Entscheidungen die falschen, eben die falsche Richtung.

Wird sich das ändern?

Viel Hoffnung habe ich nicht. Die Politik hat nicht begriffen, was die eigentliche Ursache des Problems ist. Die politische Führung will die Notenbank jetzt zum Gelddrucken zwingen - ein Schritt, der auf lange Sicht unvernünftig ist. Die EZB wurde von der Politik schon zur Genüge vergewaltigt. Sie musste soviel Ramsch aufkaufen, obwohl sie das nicht wollte. Das ist unglaublich.

Wird die EZB widerstehen können?

Ich fürchte nein. Es ist vielleicht nur noch eine Frage von Wochen, bis die EZB zur Kursumkehr gezwungen wird. Wir haben in allen Industrieländern eine miserable politische Führung. Diese Politiker agieren nur noch populistisch.

Ist das ein grundsätzliches Problem von Demokratien?

Das ist dann ein Problem in einer Demokratie, wenn die Systeme schwach werden. Die ganze Finanzarchitektur in der westlichen Industrieländerwelt ist derart schwach. Wir haben ein Bankensystem, das viel zu dünn kapitalisiert ist und die entsprechenden Abschreibungen nicht machen kann, die es machen müsste und so als Stoßdämpfer wirken könnte.

Wer hat das verbockt?

Die Regulierungsbehörden haben es seit 2008 verpasst, den Banken einen langfristigen Weg vorzugeben zu einer höheren Eigenkapitalausstattung. Stattdessen hat man der Bankenlobby nachgegeben, weil man auch befürchtet hat, dass die Volkswirtschaften sofort wieder einbrechen würden. Wir sind konfrontiert mit einer Finanzarchitektur, die immer wackelt. Das führt zu einer dummen politischen Entscheidung nach der anderen. Zudem setzt die Regulierung Anreize, damit die Banken den öffentlichen Schuldenberg finanzieren, weil Staatsanleihen nicht mit Eigenkapital unterlegt werden müssen.

Ist die Entscheidung über eine nächste Runde quantitativer Lockerung nicht längst gefallen?

QE2 war kontraproduktiv, aber es wird trotzdem wieder gemacht werden. Mit der Struktur, die wir haben, auch in Amerika mit der Überschuldung der privaten Haushalte und dem fehlendem Grundpfand, das für die Kreditschöpfung im privaten Bereich gebraucht wird, kann sich eine Volkswirtschaft praktisch nur noch stagnationsmäßig entwickeln. Man erreicht nicht mehr die Wachstumsraten, um die Probleme unter Kontrolle zu halten oder gar zu beseitigen. Unsere Volkswirtschaften sind wie ein großer Flieger, der zu tief fliegt und sein Tempo verlangsamt...

...bis es zur Bruchlandung kommt.

So ist es. Wir stehen vor dem Zerfall der gesamten Finanzarchitektur unseres Systems.

Was bedeutet das für den Anleger?

Im Prinzip kann man in diesem Umfeld nur spekulieren oder versuchen, das Geld irgendwie zu sichern. Etwas anderes gibt es nicht mehr. Eine vernünftige Anlagepolitik, wie sie vor 15, 20, 25 Jahren noch möglich war, funktioniert heute nicht mehr. Wir leben in einem Umfeld, das hat es so in den letzten 70 Jahren nicht mehr gegeben. Der risikolose Zins, sagen wir von einem fünfjährigen Papier eines erstklassigen Schuldners, liegt tiefer als die Inflationsrate. Dann kommt noch der Steuerabzug – es bleibt real nur ein Verlust. Das ist die Tatsache. Und der nominelle Jahreszins ist so gering, dass sie ihn in einer Tagesschwankung am Markt verlieren können. Das sind keine Voraussetzungen, um langfristig Geld anzulegen. Wir stehen am Anfang von gewaltigen Gewitterstürmen mit Blitzen, Überschwemmungen und Bergstürzen. Nass werden wir alle werden. Da kommt keiner trocken durch. Entscheidend ist, dass man nicht dort steht, wo der Blitz

einschlägt, die Überschwemmung kommt oder der Bergsturz erfolgt.

Also die Goldquote erhöhen?

Ja, aber selbst Gold ist nicht hundertprozentig sicher. Wenn Sie einen Schlaumeier treffen, der genau weiß, was man machen müsste und man das Richtige tatsächlich machen würde, dann garantiere ich ihnen, dass nachher die Regierung kommt und diese Gewinne abschöpft. Dass man Geld anlegen kann, um eine vernünftige Rendite zu erzielen, das können Sie heute vergessen.

Wie hoch sollte der Goldanteil sein?

Das ist Geschmackssache. Zwischen zehn und 25 Prozent halte ich für sinnvoll. Gold ist der einzige ungebrochene Bullenmarkt. Das ist eigentlich keine gute Nachricht für die Welt.

Wie sichern Sie Ihr Geld noch?

Neben Gold mit kurzlaufenden Anleihen erstklassiger Industrieunternehmen im Land der eigenen Währung und Immobilien an guten Standorten. Man kann noch ein bisschen in Fremdwährungen gehen, denn der Euro muss schwach werden, um überhaupt eine Überlebenschance zu haben. Ich als Schweizer bleibe natürlich im Schweizer Franken.

Ist der Schweizer Franken nicht in Gefahr, in Sippenhaft genommen zu werden durch die Abhängigkeit der Schweiz vom restlichen Europa?

Sie haben natürlich recht, dass die Schweiz und der Schweizer Franken auch Makel haben. Aber unter den Blinden ist der Einäugige König. Es geht nur um das Relative. Schauen Sie Japan an. Die Wirtschaft dort stagniert oder schrumpft seit Jahren, die Staatsverschuldung ist die höchste auf der Welt und der Yen bleibt einfach bockfest, obwohl die Verzinsung in Yen die tiefste der Welt ist.

Warum ist das so?

Unternehmen aus Japan wie auch aus der Schweiz haben über Generationen weitsichtig im Ausland investiert. Da gibt es durch Dividenden, Zinseinnahmen und Gewinne einen natürlichen Kapitalfluss zurück ins Heimatland. Das führt zu strukturellen Ertragsbilanzüberschüssen. Die D-Mark wäre auch so eine Währung, aber die hat man Ihnen ja weggenommen.

Es ist eben nichts ist in Stein gemeißelt.

Das stimmt schon. Es wird der Punkt kommen, wo Länder mit einer zu festen Währung Probleme bekommen und dann viel eigene Währung schaffen, um der eigenen Volkswirtschaft zu helfen. Dann gibt es für eine gewisse Zeit eine Schwäche.

China, Russland, Indien und zuletzt Mexiko – immer mehr Schwellenländer stocken ihre Goldreserven auf. Warum?

Sie vertrauen den großen Reservewährungen nicht mehr. Ich vermute, wir werden in eine Welt schlittern, die den freien Kapitalfluss nicht mehr zulässt. Man wird nicht die Ursachen bekämpfen, sondern die Symptome. Man wird sich abschotten. Die Globalisierung schaltet dann den Rückwärtsgang ein. Wir sind an einem ganz gefährlichen Punkt.

Die logische Folge wäre Krieg.

Gut, der hat natürlich irgendwie schon begonnen. Was sich in Nordafrika und im Mittleren Osten abspielt sind natürlich schon Vorboten von großen Auseinandersetzungen, bei denen es um Ressourcen geht. Ich will keinen großen Krieg beschwören, aber die politischen Risiken nehmen natürlich zu bei instabiler wirtschaftlicher Lage. Und mit Ausnahme von China haben wir praktisch überall eine sehr schwache politische Führung. In China steuern sie ihr Schiff viel besser.

Hat sich Ihr Blick auf China gewandelt?

Nein. China hat gewiss viele Exzesse im System. Es wird dort eine konjunkturelle Abkühlung geben und zu Verwerfungen kommen, die viel stärker sein werden, als die meisten erwarten. Aber die Chinesen werden mit diesen Problemen besser fertig als wir mit unseren. In China kommt es vielleicht zu einer tiefen Rezession, bei uns kann es ein Systembruch werden. Das sind zwei ganz verschiedene Größen.

Wohin geht die Reise dann bei uns?

Wir bewegen uns in Richtung einer unfreien Staatswirtschaft. Was das bedeutet, können die Bundesbürger, die in der DDR gelebt haben, gut nachvollziehen. Staatswirtschaft geht immer pleite. Nur wenn das in der westlichen Industrieland heute passiert, ist kein großer Bruder mehr da, der einem nach dem Zusammenbruch wieder gratis eine schöne Plattform hinstellt.

Wäre die Rückkehr zum Goldstandard eine Lösung?

Wir können einen Goldstandard erst bekommen, nachdem das System zusammengebrochen ist, wenn Schulden gestrichen worden sind oder was auch immer. Es muss erst die Bereinigung erfolgt sein. Man muss mit einer gesunden Basis beginnen. Wenn man auf einer überschuldeten Basis den Goldstandard einführt, wäre das das sofortige Todesurteil für das System.

9sep2011

<http://www.wiwo.de/finanzen/zerfall-der-gesamten-finanzarchitektur-473546>