

# Das Einmaleins der Weltwirtschaft erklärt ...

Felix Zu



# ... Felix Zulauf.

Seine Analysen finden seit Jahrzehnten international grosses Gehör. So schätzt er die Lage aktuell ein.

INTERVIEW: PETER MANHART  
BILDER: BRAD TRENT

**Der Aktienmarkt erlitt in den vergangenen Wochen eine deutliche Korrektur – grosse Indizes gaben in der Spitze 15 und mehr Prozent nach. Sie prognostizierten einen Rückschlag an den Finanzmärkten spätestens im Herbst dieses Jahres – war das nun das angekündigte Gewitter?**

Felix Zulauf: Ich habe das so erwartet. Wir haben aber alle Anzeichen eines wichtigen kurzfristigen Tiefpunktes mit allen dazu notwendigen Charakteristiken gesehen.

**Kommt es zu einer Erholung?**

Nach solchen extremen Ausschlägen nach unten folgt in den kommenden Wochen meist ein Erholungsversuch. Danach werden die Tiefstände mindestens noch einmal getestet, wenn nicht sogar leicht unterschritten. Ob danach eine Wiederaufnahme der positiven Grundtendenz erfolgt – mit neuen Höchstständen im nächsten Jahr – oder ob nach der temporären Erholung eine neue Abwärtsbewegung einsetzt, wird von der fundamentalen Verfassung der Konjunktur und der Unternehmen abhängen.

**Und was erwarten Sie diesbezüglich?**

Es ist wichtig, zu verstehen, was da eigentlich für ein Prozess in der Weltwirtschaft im Gang ist. Dafür müssen wir den Blick zurück auf die letzten Jahrzehnte richten. Strukturprobleme wie die Überalterung in den westlichen Gesellschaften, die Überschuldung der Volkswirtschaften, die Überregulierung der Wirtschaft, aber auch die Globalisierung bremsten das Wirtschaftswachstum. Und weil die Regierungen nicht mehr wissen, was zu tun ist, hat die Geldpolitik begonnen, das System mit

Geld zu überschwemmen, um die Nachfrage zu stimulieren.

**Wer hat damit begonnen?**

Alan Greenspan. Er hat die Situation in den 1990er-Jahren allerdings völlig falsch eingeschätzt. Er befürchtete eine grosse Deflation in den USA. Damals sank die Inflationsrate der Güterpreise wegen massenhaft günstiger Arbeitskraft in China. Also hat Greenspan die Geldpolitik sehr expansiv gestaltet. Das führte zu einem massiven Kapitalfluss aus dem Dollar in diejenigen Regionen, welche hohes Wachstum versprochen. Die Währungen von Schwellenländern wie China, Korea, Malaysia, Singapur oder Brasilien tendierten als Folge immer fester.

**Das dürfte diesen aufstrebenden Wirtschaftsnationen nicht gefallen haben ...**

Die wollten ihre kompetitiven Vorteile nicht verlieren und die lokalen Zentralbanken haben am Währungsmarkt interveniert, um die eigenen Währungen zu schwächen. Damit tätigten sie eine enorme Geldschöpfung im eigenen Land.

**Was war die Folge?**

Ein langjähriger Boom und zu eine dramatisch hohe Verschuldung, insbesondere der Unternehmenswelt. Gesamthaft nahmen die Schwellenländer mehr als 6000 Milliarden Dollar Schulden auf. Das sind zumindest die jüngsten Zahlen aus der Statistik der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich. Im Prinzip stellen diese Kredite eine «Short-Position» im Dollar dar. Denn als sich eine Stabilisierung der Konjunktur beziehungsweise der Beginn einer Normalisierung der Geldpolitik in den USA abzeichnete, tendierte der Dollar fester. Das wiederum drückte auf

die Schuldenlast der Unternehmen in den Schwellenländern, die nun wiederum Dollar kauften, um ihr Schuldenrisiko abzudecken.

**Das klingt nach einem Teufelskreis.**

Ein festerer Dollar führt im Prinzip zu schlechterer Liquidität der gesamten Weltwirtschaft. Das ist traditionell so. Der Dollar ist das Herz der Liquiditätsschöpfung. Mit der Erstarkung des Dollars endete der Boom in den Schwellenländern.

**Wie ordnen Sie den Boom in China ein?**

Es ist der grösste Investment- und Kreditboom, den die Geschichte je erlebt hat. Doch der ist inzwischen abgeflaut und auf einen Boom folgt immer eine Bereinigung. Wir stecken mitten in diesem mehrjährigen Prozess.

**Wen wird diese Bereinigung besonders hart treffen?**

Zuallererst China selbst, und das strahlt dann aus. Ich erwarte etwa in Singapur und Hongkong Banken Krisen. Die Bilanzen der dortigen Banken haben sich in den vergangenen fünf Jahren dramatisch aufgebläht und spiegeln den Immobilien- und Kreditexzess in China und in jener Region.

**Blickt man auf die offiziellen Statistiken, scheint der Boom noch nicht zu Ende zu sein ...**

Die ausgewiesenen Wachstumsraten Chinas sind Unsinn. Chinas Volkswirtschaft kann nicht um 7 Prozent pro Jahr wachsen. Die Rate betrug einst 10 Prozent und heute sind wir bei rund 2 Prozent. Der Industriesektor befindet sich zudem in einer Rezession. Chinas Funktion als Wachstumsbringer für Asien und die übrige Welt dreht sich jetzt um. Gleichzeitig hat die eigentliche Anbindung des Yuan an den Dollar zu einer Überbewertung der chinesischen Währung geführt, die korrigiert werden muss.

**Was sind die Konsequenzen aus diesem Prozess?**

Ein gewaltiger Kapitalabfluss aus China. Dabei muss man wissen: Um Kapital



#### LEBENS LAUF

## Orakel vom Zugersee

Felix W. Zulauf ist einer der bekanntesten Vermögensverwalter der Schweiz. Die Zulauf Asset Management verwaltet nur noch eigenes Geld. Die Zahlen sind privat und werden nicht publiziert. Gemeinsam mit seinem Sohn teilt er sich bei der Investmentboutique Vicenda die CIO-Rolle. Die Vicenda ist im Asset Management und im Management von Real Assets tätig. 8 Mitarbeiter werden beschäftigt. Seit mehr als 20 Jahren ist er zudem Mitglied des viel beachteten Barron's Roundtable.



auszuführen, braucht es eine Bewilligung der Regierung. Exporteure oder Importeure können jedoch auch mit falschen Rechnungen Kapital ins Ausland verschieben. Wir schätzen, dass in den vergangenen fünf Quartalen ein Abfluss zwischen 500 und 800 Milliarden Dollar stattgefunden hat. Damit ist die Zahlungsbilanz von China, die durch die grossen Handels- und Ertragsbilanzüberschüsse seit langer Zeit immer positiv war, plötzlich negativ geworden.

**Zur Stärkung der Exportwirtschaft wollten die Chinesen den Yuan wohl abwerten. Beschleunigt das nicht den unerwünschten Kapitalabfluss?**

Die Abwertung des Yuan war kein freiwilliger Entscheid und es handelt sich auch nicht um einen einmaligen Schritt, sondern um einen Regimewechsel. Wenn die Zahlungsbilanz wegen Kapitalabflüssen negativ wird, fällt der Kurs der Währung. Die Chinesen wollen natürlich das Gesicht wahren und tun so, als hätten sie das Heft in der Hand. Die Interventionen sind so zu deuten. Aber mit den Interventionen entziehen sie dem eigenen Kreditsystem Liquidität, was Gift für die Konjunktur ist. Deshalb werden diese Massnahmen zeitlich begrenzt sein.

**Wie weit wird der Yuan gegenüber dem Dollar noch abgewertet werden?**

Ich veranschlage den nächsten Zwischenhalt auf 6,80. Später wird der Yuan wohl auf einen Kurs zwischen 7,00 und 8,00 sinken.

**Wird China jetzt zum Deflationsexporteur?**

Die global handelbaren Güterpreise werden weiter unter Druck kommen. In Dollar ausgedrückt sind sie bereits jetzt 10 Prozent tiefer als im Vorjahr. Das betrifft Rohstoffe, Halbleiterbestandteile, Textilien und so weiter. Da der Druck vom weltgrössten Exporteur ausgeht, müssen alle anderen Länder mitziehen. Es wird ähnlich sein, wie wenn ein Geschäft an einer Ladenstrasse beginnt, die Preise zu senken.

**Kann sich dem kein Land entziehen?**

Dieser Prozess könnte vermutlich noch ein bis drei Jahre dauern. Dann sollte der Yuan nicht mehr überbewertet sein und dadurch kommt die Zahlungsbilanz von China wieder ins Gleichgewicht. Dabei handelt es sich um ein zyklisches Phänomen. Exzesse schlagen eben auf beide Seiten aus.

**Gibt es Profiteure der deflationären Tendenzen?**

Während Produzenten die Verlierer sind, werden die Konsumenten zu Gewinnern – sofern sie ihren Job behalten können.

**Welche Auswirkungen hat ein deflationäres Umfeld auf die USA und Europa?**

Der deflationäre Druck bewirkt, dass die Zinsen am kurzen Ende tief bleiben werden und auch am langen Ende eigentlich nicht gross steigen können, also werden auch die Renditen von qualitativ erstklassigen Schuldnern tief bleiben. Es kann sogar sein, dass diese kommenden Jahr nochmals sinken.

**Somit bleibt der Anlagenotstand bestehen. Gibt es keine Alternativen zu Aktien?**

Doch. Bargeld zum Beispiel. Aber ich plädiere nicht dafür, 100 Prozent Bargeld zu halten. Cash ist heute eine attraktive Alternative zu Aktien, wenn Kurseinbrüche erwartet werden. Sie müssen unter dieser Annahme auch keine Opportunitätskosten bezahlen. Bargeld wirft zwar keinen Zins ab, ist aber wertbeständig. Wenn die Aktienkurse tatsächlich erneut fallen, können später zu tieferen Preisen Positionen aufgebaut werden. Anleger werden nicht um Aktienanlagen herumkommen. Selbst wenn diese zeitweise grosse Kurseinbrüche verzeichnen, sind sie wohl sehr langfristig noch immer die beste Anlage.

**Aktien aus welchen Sektoren erwarten Sie unter den Gewinnern, falls sich die Börsen erneut aufbäumen?**

Als Anleger sollten Sie nicht das kaufen, was schlecht lief, einfach nur, weil die Bewertung billiger geworden ist. Ein Bullenmarkt gleicht einem Ausscheidungsrennen – ein Segment nach dem anderen kippt. Man muss bis am Schluss bei den Gewinnern bleiben, weil diese am besten abschneiden. Dazu zählen nicht-zyklische Sektoren wie Gesundheit und Nahrungsmittel, aber auch ausgewählte Unternehmen der Internetwirtschaft.

#### **Wann wird der Bullenmarkt enden?**

Für die meisten Titel ist er wohl schon zu Ende. Aber ich schliesse nicht aus, dass Notenbanken wieder übertreiben und die Anleger, konditioniert durch die Vergangenheit, dazu animieren, erneut Aktien zu kaufen. Irgendwann wird der Markt aber erkennen, dass die Weltwirtschaft sich nicht so positiv wie erhofft entwickelt und Chinas Abwertung deflationär für die übrige Welt wirkt. Die Erwartungen für die Unternehmensgewinne werden spätestens dann deutlich gesenkt werden müssen. Eine Baisse gehört zu einer Hausse wie die Nacht zum Tag, das sind völlig normale Wechsel.

#### **Gelingt es nicht, unsere Selbst-erneuerungskräfte zu aktivieren und neues Wachstum zu schaffen?**

Die Frage ist, ob wir unsere Systeme jemals bereinigen können. Wir haben unsere Wirtschaftsgrundlagen kaputtgemacht mit einer überbordenden Verschuldung, einer Überregulierung, dem Abschieben von Verantwortung an den Staat. Sehen wir der Wahrheit ins Auge – unsere Systeme sind erschöpft.

#### **Wäre eine grosse Krise nicht zugleich auch eine Chance, dass die Marktkräfte eine Bereinigung erzwingen?**

Ich befürchte eher das Gegenteil, nämlich ein massives Eingreifen des Staates im Fall einer neuen Krise. Falls das geschieht, würden wir uns wohl bald in einer Art «DDR light» wiederfinden. Damit würden wir auf eine Welt zusteuern, die nicht nur für die Wirtschaft viel weniger Freiheiten bieten würde, sondern auch für die Bürger. Bürokratie, Verwaltung und Regierung

## «Wenn wir so weitermachen und per Dekret Wohlstand erhalten wollen, gehen wir pleite.»



beschlossen dann, wie die Welt zu sein hat. Damit würde die Marktwirtschaft ausser Kraft gesetzt.

#### **Dagegen würde sich doch bestimmt massiver Widerstand formieren?**

Da bin ich nicht überzeugt. Dazu fehlt der politische Wille, weil die Bürger die Konsequenzen eines solchen Eingriffs nicht verstehen.

#### **Der Staat übernimmt doch aber auch sehr wichtige und sinnvolle Aufgaben?**

Ich bin nicht gegen den Staat, er soll nur auf ein vernünftiges Mass reduziert werden. Es würde wohl helfen, wenn für jedes neue Gesetz ein altes oder besser zwei gestrichen werden müssten.

#### **Was schlagen Sie vor?**

Eigenverantwortung muss wieder einen höheren Stellenwert erhalten. Der Privatsektor braucht mehr Raum zum Atmen, dann gedeiht auch das Unternehmertum. Machen wir das nicht, wird der Wohlstand sinken. Wir haben in der Schweiz insofern Glück, als wir die Dummheiten der Regierung über die direkte Demokratie teilweise korrigieren können. Verstehen sie das nicht falsch, ich halte Politiker nicht für schlechte Menschen. Nur glauben sie, eine von ihnen erhobene Welt per Dekret oder Manipulation zu schaffen zu müssen.

#### **Manipulation – was meinen Sie damit?**

Wir haben selbst auf den internationalen Handelsplätzen keine freien Märkte mehr. Die Notenbanken haben in den vergangenen fünf, sechs Jahren neues Geld im Wert von 12 Billionen Franken geschöpft und mit diesem Geld Wertpapiere gekauft. Das ist die grösste Manipulation in der Geschichte.

#### **Gibt es überhaupt noch einen Ausweg aus der unkonventionellen Geldpolitik der Notenbanken?**

Wenn man einmal mit Manipulieren begonnen hat, erzwingt das immer neue Eingriffe. Wenn es wirklich besser werden soll, dann müssen Unternehmen und auch Staaten bankrott gehen dürfen.

#### **Sie spielen auf Griechenland an?**

Nicht nur. Die Griechen, die EU und alle Beobachter wissen, dass Griechenland nur Schulden zurückzahlen kann, wenn es immer wieder neues Geld bekommt. Dieses Spiel wird einfach weitergespielt, anstatt dass gesagt wird: Ihr seid pleite und wir bereinigen das jetzt.

#### **Weshalb geschieht das nicht?**

Weil dann die deutsche Regierung ihren Bürgern erklären müsste, dass sie 150 Milliarden Euro veruntreut hat. Geld, das eigentlich der Bevölkerung gehört. Die deutsche Regierung hat keinen Anreiz, das zu tun. Unterstützung bekommt die Regierung Merkel von Frankreich, ebenfalls einem Schuldnerland, welches das Gläubigerland Deutschland braucht. Die Franzosen haben keinen Anreiz, einen Schuldner im Regen stehen zu lassen. Sonst droht ihnen eines Tages dasselbe Schicksal. Solange wir so wirtschaften – das ist die einzige Prognose, die ich mit 100 Prozent Garantie geben kann – wird es nicht besser. 