

# Globale Verwerfungen

Jeden Monat fliessen mehr als 100 Mrd. \$ aus China ab; die Volkswirtschaft bewegt sich auf eine Zahlungsbilanzkrise zu. Das hat gravierende Konsequenzen für Weltwirtschaft und Finanzmärkte. **FELIX W. ZULAUF**

Die Weltbörsen haben das neue Jahr mit den grössten Kursabschlägen der Geschichte begonnen. Nach sechs Jahren angenehmer Hausse hat die grosse Schar der Anleger vergessen, dass sich die Weltwirtschaft und die globalen Finanzmärkte zyklisch und nicht linear entwickeln. So wie auf den Tag die Nacht folgt, beginnt nach einer konjunkturellen Expansion die Kontraktion. Und nach einer Hausse die Baisse.

Wer glaubt, eine exzessive Notenbankpolitik sei zum Nulltarif zu haben, der irrt gewaltig. China und die meisten anderen Schwellenländer werden die Geschichtsbücher um ein weiteres Beispiel von «Boom and Bust» bereichern. Doch davor verschliessen die meisten Exponenten der Investmentbranche heute noch die Augen: Sie haben noch immer nicht begriffen, dass sich China – und zahlreiche andere Schwellenländer – in einer schweren Zahlungsbilanzkrise befindet.

Was ist damit gemeint? Eine Zahlungsbilanzkrise läuft immer nach dem gleichen Muster ab: Zuerst zieht eine aufstrebende Volkswirtschaft aus guten Gründen Kapital an. Dies führt mit der Zeit zu einem Boom, in dem dann Exzesse – zu hohe Kapazitäten, hohe Verschuldung, zu viele Beschäftigte und zu hohe Löhne – aufgebaut werden. Sie müssen im nachfolgenden Abschwung eliminiert werden. Die Währung wertet sich dabei ab und überschiesst nach unten, während die Konjunktur in eine Rezession fällt.

## Zahlungsbilanz im Fokus

Das Gravitationszentrum des aktuellen Problems liegt in China. Die wenigsten Beobachter und «Experten» verstehen, was hier abläuft. Es wird argumentiert, China habe mit seiner wirtschaftlichen Entwicklung der letzten 25 Jahre doch klar bewiesen, dass eine autokratisch geführte Volkswirtschaft einer Demokratie überlegen sei. Unkritisch wird auf das Wachstum von 6 bis 7% und auf den jährlichen Überschuss in der Leistungsbilanz von rund 300 Mrd. \$ hingewiesen.

Bloss, wenn man die chinesischen Zahlen genauer analysiert und Plausibilitätskontrollen durchführt, dann zeigt sich heute bestenfalls noch ein Wachstum von 2%, verglichen mit mehr als 10% noch vor wenigen Jahren. Aber dies ist nicht das eigentliche Problem, sondern eine Kombination von anderen Faktoren, die zu einem gigantischen Defizit in der Kapitalbilanz Chinas und damit zu einer Zahlungsbilanzkrise führen.

China hat den grössten Boom der Geschichte erlebt. Ein Beispiel für das Ausmass der Exzesse: In den drei extremsten Boomjahren hat China so viel Zement verbraucht wie die USA in den letzten hundert Jahren. Ein Grossteil des Aufschwungs war mit Kredit finanziert, was eine gigantische Kreditblase bewirkte. Natürlich hat sich dadurch Reichtum angesammelt, und solange der Boom andauerte, gab es für die Wohlhabenden keinen Grund, international zu diversifizieren.

Jetzt aber ist der Boom in China vorbei. Nun haben Abschwung und Korrektur der aufgebauten Exzesse begonnen. Die Zinsen sind gefallen, ebenso die Immobilienpreise, die Börsenkurse und der Wert des Yuans. Entsprechend nimmt erstmals der Drang zur Diversifikation der Vermögen ins Ausland zu. Vergleiche mit anderen Volkswirtschaften in ähnlichen Phasen der Entwicklung führen zu einem geschätzten potenziellen Kapitalabfluss im Gegenwert von rund 3000 Mrd. \$. Dazu kommt, dass sich chinesische Unternehmen im Lauf der vergangenen Jahre mit über 1000 Mrd. in Dollar verschuldet haben. Fällt nun der Yuan, werden diese Schulden täglich grösser in der Bilanz der Unternehmen. Diese müssen nun Dollar kaufen und Yuan verkaufen.



*«In der Hausse haben die Anleger vergessen, dass die Finanzmärkte Zyklen unterliegen.»*

China wollte mit der Aufhebung der Kapitalverkehrsrestriktionen schrittweise zu einem frei schwankenden Wechselkurs übergehen, aber keinen Einbruch seiner Währung auslösen. Um eine schnelle Abwertung zu verhindern, stützt es seine Währung mit grossen Interventionen. Die Währungsreserven von ursprünglich rund 4000 Mrd. \$ sind deshalb bereits um 700 Mrd. \$ gefallen. Wenn man den Überschuss der Leistungsbilanz noch berücksichtigt, so sind gesamthaft in einem Jahr brutto 1000 Mrd. \$ an Kapital aus China abgeflossen.

Wenn in einer Volkswirtschaft mehr Kapital ab- als zufliesst, dann sinkt der Wert ihrer Währung. Das gilt auch für China. Von den verbleibenden Devisenreserven von 3300 Mrd. \$ sind geschätzt rund 1300 Mrd. illiquide. Mit anderen Worten verbleiben rund 2000 Mrd. \$, die beim aktuellen Tempo von über 100 Mrd. \$ Kapitalabfluss pro Monat in etwa achtzehn Monaten verbraucht wären. Will China das? Was für andere Optionen gibt es?

China könnte die Zinsen anheben, um die Währung attraktiver zu machen. Das aber würde die bereits angeschlagene Konjunktur weiter schwächen. China könnte auch den Abfluss von Kapital durch Restriktionen einschränken. Das würde aber angesichts der gegenwärtig starken Geldschöpfung zur Stützung des maroden Bankensystems zu einer erneuten Vermögensblase führen, was mit Verzögerung das aktuelle Problem verschärfen würde. Die einfachste Lösung ist deshalb, den Yuan laufen und den freien Markt entscheiden zu lassen, wo das Gleichgewicht für die Währung sein soll.

Was China blüht – ein Konjunkturabschwung mit einer sich weiter abschwächenden Währung –, durchläuft gleichzeitig die meisten anderen Schwellenländer. Deshalb werden ihre Währungen in diesem Jahr trotz bereits stark gefallen Kursen noch weiter sinken. In den meisten Fällen wird es zu einer Rezession kommen.

## Deflationärer Schock

Wenn jetzt also der Yuan gegenüber dem US-Dollar bspw. 20% fällt, dann hat dies für den Rest der Welt einschneidende Folgen. Andere Schwellenländerwährungen sinken im Trend mit. Dadurch werden dort die Importe verteuert, was die Nachfrage nach Importen schwächt und für den Rest der Welt schrumpfende Exporte bedeutet. Zugleich werden die Exporte der betroffenen Schwellenländer verbilligt. China ist der grösste Exporteur der Welt, Nordostasien ist der wichtigste Standort für global produzierte und gehandelte Güter, die damit deutlich günstiger werden. So entsteht Preisdruck auf Konkurrenten in anderen Regionen: ein deflationärer Schock für die ganze Welt. Über Zweit- und Drittrundeneffekte werden mit Kostensenkungen auch die Einkommen anderer Wirtschaftssubjekte gekürzt. Aus dieser Abwärts Spirale kann eine globale Rezession entstehen, obwohl vorher in unseren Breitengraden keine Überhitzung stattgefunden hat.

Darauf sind weder die voll investierten Anleger noch die Unternehmen vorbereitet. So haben etwa die US-Unternehmen im laufenden Zyklus aggregiert doppelt so viel Schulden aufgenommen wie im letzten. Sie haben den Grossteil des Geldes nicht ins Geschäft investiert, sondern zum Rückkauf eigener Aktien verwendet und so den Gewinn pro Aktie aufgepumpt. Angetrieben durch die ultraexpansive Geldpolitik weltweit ist der finanzielle Hebel – die kumulierte Verschuldung – der Weltwirtschaft heute deutlich höher als vor der letzten Krise.

Aber ist es nicht so, dass die Aktienkurse verlässlich steigen, wenn die Notenbanken Geld drucken? Das könnte sich als fataler Trugschluss erweisen. Als die Europäische Zentralbank im März 2015 beispielsweise ihr grosses Anleihenkaufprogramm (Quantitative Easing) begann, fiel der Dax in den darauffolgenden sechs Monaten um 25%. Heute verschlechtert sich die globale Liquiditätslage, die Expansion der Bilanzen des Fed und der Zentralbank Chinas ist bereits rückläufig. Noch expandiert die EZB ihre Bilanz, aber EZB-Chef Mario Draghi wurde von seinen Kollegen beim letzten Entscheid zurückgepfiffen, womit weitere Steigerungen der monetären Expansion vorherhand wohl vom Tisch sind.

Angesichts dieser Ausgangslage können die jüngsten Turbulenzen im Lauf des Jahres zum perfekten Sturm an den Weltbörsen führen. Darauf sind wohl die wenigsten Investoren vorbereitet.

*Felix W. Zulauf ist Inhaber von Zulauf Asset Management und Co-CIO von Vicenda Asset Management.*



**MARK DITTLI**  
Chefredaktor  
zum Thema  
Börsenturbulenzen

## Das Monster regt sich

**Wenn es an den Finanzmärkten in den Herbstmonaten so etwas wie eine allgemein akzeptierte Wahrheit gab, dann diese:** Die Zinserhöhung der US-Notenbank – notabene die erste seit neun Jahren – ist kein Problem. Sie sei an den Börsen längst eingepreist, sagten die Strategen der Banken unisono.

Es kam anders: Der US-Aktienmarkt hat seit der Fed-Zinserhöhung am 16. Dezember 10% verloren. Heftige Verkaufswellen erschüttern seit Jahresbeginn die Finanzmärkte von Shanghai bis São Paulo. Die Zeichen mehren sich, dass die Fed-Verantwortlichen die Lage falsch eingeschätzt haben; die Vorlaufindikatoren kündigen eine markante Abschwächung der US-Wirtschaft an.

Am Freitag begannen die Märkte, die nächste, für März erwartete Zinserhöhung des Fed in Zweifel zu ziehen. Könnte es sein, dass der Strafzinszyklus bereits abgebrochen werden muss? Es ist kein krasser Aussen-seiter mehr, wer mit einem baldigen weiteren quantitativen Lockerungsprogramm – QE4 – rechnet.

**Es hat sich in den vergangenen Jahren als verlässliches Muster in den Köpfen der Investoren festgesetzt:** Immer, wenn an den Finanzmärkten grosse Verluste drohen, eilt das Fed zu Hilfe. Mit dieser Konditionierung hat die US-Notenbank – begonnen unter Alan Greenspan, fortgesetzt unter Ben Bernanke und Janet Yellen – ein Monster erschaffen. Ein Monster, das akute Entzugerscheinungen erleidet, wenn die Liquiditätszufuhr abnimmt.

Was wird an den Märkten geschehen, sollte das Fed diesmal nicht zu Hilfe eilen? Oder die bedrückendere Frage: Was, wenn das Fed zurückkriecht, abermals die Schleusen öffnet, der pawlowsche Freudenreflex an den Börsen aber ausbleibt? Es wäre der Beginn vom Ende des Allmachts-Nimbus der Zentralbanken.

## Das andere China wählt

In Taiwan wächst die Skepsis gegenüber Peking. **ERNST HERB**

In der Präsidenten- und Parlamentswahl Taiwans vom Samstag zeichnet sich seit Monaten ein deutlicher Sieg von Tsai Ing-wen und ihrer Demokratischen Fortschrittspartei (DPP) ab. Mit der deutlichen Konjunkturabschwächung im Vorjahr ist auch die Popularität des seit 2008 regierenden, nach zwei Amtszeiten nicht mehr wählbaren Präsidenten Ma Ying-jeou in den Keller gerutscht.

Die Wahl könnte sich als historischer Wendepunkt herausstellen, der die Finanzmärkte erschüttern und auch die amerikanisch-chinesischen Beziehungen komplizieren könnte. Denn massgeblich zu Mas Popularitätsverlust beigetragen hat die von ihm und seiner Nationalen Partei – der Kuomintang – vorangetriebene Annäherung an die Volksrepublik China, von der Taiwan nicht nur durch die 180 km breite Seestrasse von Formosa getrennt ist. Die Republik China, so Taiwans offizieller Name, ist seit Ende des Bürgerkriegs vor 67 Jahren ein de facto unabhängiger Staat. In den Augen Pekings ist die Insel hingegen einfach eine abtrünnige Provinz, der für den Fall einer formalen Unabhängigkeitserklärung Krieg angedroht worden ist.

Ein solches Szenario ist heute, anders als noch vor wenigen Jahrzehnten, unwahrscheinlich. Das nicht nur, weil die Schutzmacht USA nicht in einen bewaffneten Konflikt hineingezogen werden will und daher ihre Verbündeten zur Mässigung anhält. Doch die DPP, die bereits zwischen 2000 und 2008 den Präsidenten stellte, hat in den vergangenen Monaten gerade deshalb Zulauf erhalten,

weil in ihrem Parteiprogramm das Ziel eines formal eigenständigen Staates steht.

Viele vor allem jüngere Bürger machen die weit fortgeschrittene wirtschaftliche Integration Taiwans mit China für das schwache Wirtschaftswachstum, die stagnierenden Löhne und die während Mas Amtszeit über 100% gestiegenen Häuserpreise verantwortlich. Bei dieser Schuldzuweisung mögen auch fremdenfeindliche Gefühle mitspielen. Immerhin gehen 40% aller Exporte der Insel nach China, das mittlerweile auch einer der wichtigsten Investoren ist.

Doch das Misstrauen eines wachsenden Teils der 18 Mio. Wahlberechtigten gegenüber dem mächtigen Nachbarn ist auch gut begründet. Taiwan, das bis Ende der Achtzigerjahre eine Militärdiktatur war, hat sich die Demokratie hart erkämpft. Viele Taiwaner befürchten, dass die bürgerlichen Freiheiten im Fall einer Wiedervereinigung verloren gingen. Die seit 1949 autoritär regierende Kommunistische Partei Chinas hat solchen Ängsten jüngst Auftrieb verliehen – durch eine härtere Gangart gegenüber unbehaglichen Bürgern und den Stillstand des politischen Reformprozesses in Hongkong.

Sollte Peking auf einen Wahlsieg Tsais und ihrer DPP mit Drohungen reagieren, würde das die Lage noch komplizieren. Eine weitere Annäherung der Nachbarn setzt voraus, dass die Volksrepublik China für die Bürger Taiwans ein attraktiverer Partner wird. Das wiederum erfordert eine politische Öffnung auf dem Festland, die derzeit aber nicht in Sicht ist.

## Noch ist Europa nicht verloren

Polens neue Regierung provoziert das EU-Establishment – das ist ganz gut so. **MANFRED RÖSCH**

Was aber immer man von Polens neuer Regierung halten mag: Sie bringt Leben in die Bude EU. Witold Waszczykowski, der frischgebackene Aussenminister, sagt un-diplomatisch, er möchte nicht, dass das Abendland im Allgemeinen und Polen im Besonderen aufgeht «in einem neuen Mix von Kulturen und Rassen, einer Welt aus Radfahrern und Vegetariern, die nur noch auf erneuerbare Energien setzen und gegen jede Form der Religion kämpfen».

Erfrischend ist nicht der Gehalt dieser grobschlächtigen Stammtischparolen, sondern der Kontrast zum Mainstream-Gesäusel, das gemeinhin etwa aus Brüssel oder Berlin zu vernehmen ist. Dagegen ist die «Political Incorrectness» aus Polen fast schon wohltuend. Waszczykowskis Holzhammer-Rhetorik ist jedenfalls nicht schlimmer als Denk- und Sprechverbote in der «alten» EU-West.

Etwa im Stil von Kanzlerin Merkel, die zarte Vorbehalte gegen schrankenlose Willkommenskultur kategorisch mit dem Spruch abwürgte, derlei sei «nicht mein Land». Oder à la Kölner Polizei, die zunächst die Silvesternacht am Bahnhof als passabel munter abhaken wollte, was von Verschweigen zu Belügen tendiert.

## Klartext statt Worthülsen

Europas Zivilisation ist gewiss nicht bedroht von agnostischen, Grünzeug fütternden Radfahrern exotischerer Teints, die auf dem Hausdach Solarpanels installiert haben. Aber auf seine raubeinige Art bringt Waszczykowski ein verbreitetes Unbehagen zum Ausdruck, das keine Regie-

rung auf die Dauer ungestraft unter dem Deckel hält. Eine tabulose Debatte über Zuwanderung ist nämlich kein Alptraum, sondern notwendig. Sonst kann von Demokratie keine Rede mehr sein.

*«Der Kontrast zum Mainstream-Gesäusel etwa aus Brüssel oder Berlin ist erfrischend.»*

Völker sind immer schon gewandert, Kulturen haben sich stets vermischt. Doch als Bedingung zu fordern, dass sich Neuankommende anzupassen und einzufügen haben, ist keine Volksverhetzung. Solcher Klartext ist jedenfalls zielführender als das ewige Leiern der Leerformel «Integration». Radeln ist gesund und ratsam, ein Salatbuffet desgleichen, doch «Nudging», obrigkeitliches Verhaltenslenken der nicht zweifelsfrei mündigen Bürger, ist eine Zumutung. Dass die Energiewende, die Deutschland und, sonderbar genug, auch die Schweiz durchzuzupfeitschen versuchen, lieber bejubelt als hinterfragt werden soll, ist schmerzlich bekannt.

Wenn gewichtige Länder wie Grossbritannien und Polen – das weitaus bedeutendste in der «neuen» EU-Ost – Tacheles reden, sich Sittendiktate verbitten und mehr nationale Selbstverantwortung verlangen, ist das nur zu begrüssen. In Polen erinnert man sich noch gut an die Breschnew-Doktrin von der eingeschränkten

Souveränität der sozialistischen Staaten; Ähnliches unter EU-Vorzeichen ist zu Recht unerwünscht. Drohungen an Polens Adresse sind da kein Triumph der Diplomatie, sie verhärten bloss die Position Warschaws. Der seinerzeitige Entrüstungsfeldzug gegen die ÖVP-FPO-Koalition in Wien lief auch ins Leere.

Dies alles gesagt, ist kritisch anzufügen: Es befremdet, welche Prioritäten die neue Regierung Polens setzt. Das Land hat sich bemerkenswert gut durch die Wirtschaft- und Finanzkrise der vergangenen Jahre manövriert und sich überhaupt beachtlich entwickelt – tut sich Warschau wirklich einen Gefallen mit rabiaten Eingriffen in die Medien und die Justiz? Werden die Menschen in Polen dadurch freier, wohlhabender, erhalten sie bessere Aussichten? Wird der Staat effizienter?

## Fragwürdige Aktionen

Im Wahlkampf hatte die nun an die Macht gekommene Partei PiS, die nationalkonservatives, christlichdemokratisches und populistisches Gedankengut vertritt, noch mit wirtschaftspolitischen Themen geworben, wobei keineswegs mit einer liberalen Stossrichtung gegläntzt. Der Feuereifer, mit dem sich die Regierung nun in sehr fragwürdige Aktionen stürzt, verheisst wenig Konstruktives und schafft kein Vertrauen.

Doch die Polen müssen selbst wissen, ob sie keine dringenderen Sorgen haben – sie können ihre Regierung bei nächster Gelegenheit abwählen. Dazu, und überhaupt, bedürfen sie keiner Belehrungen.