

DIE MEINUNG

Anschnallen – die Achterbahnfahrt beginnt bald

Die Weltwirtschaft kühlt sich ab, und das nicht bloss wegen des sino-amerikanischen Handelsdisputts. Gleichzeitig wird das Anlagekapital durch die Zinspolitik der Notenbanken in die Aktienmärkte getrieben. Das stellt Investoren vor grosse Herausforderungen.

Felix W. Zulauf 25.06.2019, 02.00 Uhr

Investoren sind mit einer herausfordernden Mischung von Trends konfrontiert. Während der Handelskonflikt zwischen den USA und China momentan Schlagzeilen macht, verkennen die meisten Marktteilnehmer, wie deutlich sich die Weltwirtschaft abkühlt. Derzeit stehen die Frühindikatoren der OECD auf dem niedrigsten Stand seit 2009, mit fallender Tendenz.

Erstaunlicherweise sind weder Anleger noch wirtschaftspolitische Entscheidungsträger beunruhigt. Die meisten glauben, die Abkühlung sei eine Folge des Handelsstreits. Aber diese Analyse ist falsch. Der Anfang 2014 gestartete Versuch der US-Notenbank, ihre ausgeweitete Bilanz zu schrumpfen, bedeutet nichts anderes als eine Verknappung der globalen Liquidität, die zu einem monetären Bremsmanöver mit weltweiten Konsequenzen wurde. Zudem sah sich China gezwungen, das Kreditwachstum zu drosseln, das Finanzsystem mit all seinen Exzessen zu restrukturieren und die überbordenden Investitionen zurückzufahren.



Felix W. Zulauf ist Gründer und Inhaber der Zulauf Asset Management in Baar. Seine Laufbahn führte ihn zunächst bei UBS in Zürich durch verschiedene Positionen, unter anderem als globaler Anlagestratege und Leiter des institutionellen Portfoliomanagements. Dazwischen diente ihm Auslandsinsätze in New York und Paris zur Vertiefung der Fachkenntnisse globaler Finanzmärkte. 1990 gründete er Zulauf Asset Management, um seine Anlagephilosophie frei von konventionellen institutionellen Restriktionen umsetzen zu können. Im Laufe des letzten Jahrzehnts hat Zulauf die Mehrheit seiner Firma verkauft und seine Minderheit als eigenständiges Unternehmen abgetrennt, das ihm primär als sein eigenes Family Office dient und Beratungen für Kunden weltweit anbietet.

Diese Bremsmanöver in den beiden grössten Volkswirtschaften haben die Weltwirtschaft abgekühlt. Und da China in den letzten Jahren direkt und indirekt für rund die Hälfte des Wachstums in Europa verantwortlich war, erstaunt die Abschwächung unserer Konjunktur keineswegs.

Einzelne Aktienindizes stehen gleichzeitig auf oder nahe historischen Höchstkursen. Primär sind das Indizes wie der SMI, der von nichtzyklischen Aktien wie Nestlé, Novartis und Roche getragen wird. Dagegen haben Titel von Unternehmen, die dem Konjunkturverlauf stärker ausgesetzt sind, zum Teil deutlich Boden verloren.

Das Bild am Aktienmarkt ist deshalb sehr viel gemischer, als es einige grosse Indizes vorgeben. Nichtzyklische Valoren wie Nestlé, Coca-Cola oder Procter & Gamble steigen, weil Anleger darin eine Alternative zu Anleihen sehen, deren Renditen im negativen Bereich liegen. Entsprechend flüchtet das Kapital in Aktien dieser Unternehmen, denen man zutraut, steigende Erträge und Dividenden zu erarbeiten. Dagegen reagieren die zyklischen Papiere auf die Abkühlung rund um den Globus.

Unkomfortable Lage für Trump und Xi

Nun kommt der Handelskonflikt zum Konjunkturproblem hinzu. Noch glauben die Märkte, dass es sich bloss um ein temporäres Scharmützel der zwei Giganten handelt, die sich aber aus wirtschaftlichen Interessen bald einigen werden.

Das ist naiv. China hat wie zuvor Japan und Korea den Export in merkantilistischer Art und Weise dazu benutzt, seine eigene Volkswirtschaft aufzubauen und weltweit Marktanteile zu sichern. Dabei ist Peking nicht vor unlauteren Methoden zurückgeschreckt, wie fehlende

Reziprozität, Diebstahl von Technologie und versteckte Subventionierung von strategisch wichtigen Unternehmen, um nur einige zu nennen.

Leider haben weder die Vorgänger von Donald Trump noch die europäischen Regierungschefs oder die Welthandelsorganisation WTO bei all diesen Problemen interveniert. Paradoxerweise sind es heute gerade sie, die Trumps Versuch kritisieren, wieder gleich lange Spiesse im Welthandel herzustellen. Allerdings liegen die Mehrheit der Amerikaner und auch die Demokratische Partei in diesem Punkt auf einer Linie mit dem Präsidenten.

Mit der jüngsten Attacke der US-Regierung auf den chinesischen Telecomriesen Huawei wird ein neues Kapitel im Konflikt der beiden Mächte eingeleitet. Von nun an sind Unternehmen Gefahren der Willkür ausgesetzt, wie die Welt dies lange Zeit nicht mehr kannte.

Obschon sowohl für Trump als auch für Xi Jinping eine Handelsvereinbarung willkommen wäre, haben sich beide taktisch in eine unkomfortable Lage gebracht. Trump hätte zuerst die Handelsprobleme mit Europa lösen und dann gemeinsam mit Europa China disziplinieren sollen, mit der WTO im Schlepptau. Dann hätte er China isolieren und Zugeständnisse erzielen können. Mit seinem Vorgehen riskiert er nun allerdings eher die Isolation der USA statt Chinas.

Xi auf der anderen Seite hat eine sehr aggressive Ansage gemacht, die völlig überflüssig war. Er rief aus, dass China die wirtschaftliche Nummer eins werden und auch geopolitisch seinen Einfluss in der Welt wahrnehmen will. Zudem hat er angekündigt, dass China sich zum Leader der künstlichen Intelligenz machen wird. Xi hat die Kontrollen im Land massiv verschärft und den totalitären Charakter des Regimes verstärkt. US-

Vizepräsident Mike Pence blieb ihm die Antwort der USA in einer ebenso bemerkenswerten Rede nicht schuldig.

Ein langer kalter Krieg

Beide Präsidenten haben sich in ihrer Heimat als «starke Männer» positioniert, die intern angreifbar und nicht unbedingt beliebt sind. Das erhöht für beide das Risiko, dass sie vor dem eigenen Publikum das Gesicht verlieren, sollten sie im Handelsstreit nachgeben. Entsprechend gering sind die Chancen auf eine echte Lösung des Konflikts. Trump steht allerdings vor dem Wahljahr und muss besonders in den grossen Staaten gewinnen, wo er 2016 nur mit marginalem Vorsprung gesiegt hatte. Ein Abkommen mit China könnte ihm helfen – aber es darf kein schwaches sein.

Das dieswöchige G-20-Treffen in Osaka ist die letzte Chance für ein klärendes Gespräch der beiden Präsidenten. Wenn ein Abkommen zustande kommt, dann dürfte es nur kosmetischen Charakter haben. Aber die Weltbörsen würden in einer ersten Reaktion sicher jubilieren.

Ich gehe davon aus, dass China auf Zeit spielen und die Forderungen der USA nicht erfüllen wird. Selbst mit einem schwachen Abkommen droht uns deshalb ein neuer und langer kalter Krieg. Die Auswirkungen werden niedrigeres Realwachstum und weniger Prosperität für die Bevölkerung sein – weltweit.

Europas Positionierung in diesem Konflikt ist offen. Wird es den Bruch mit den USA wagen und den militärischen Schutzschirm aufgeben, weil das Wachstumspotenzial in Asien verlockender ist? Oder wird es China die kalte Schulter zeigen, insbesondere beim Projekt der «Belt and Road»-

Initiative? Weder Paris noch Berlin sind über die Annäherung Griechenlands, Italiens und der Schweiz an China erfreut.

Oder macht die eklatant schwache europäische Politik gar nichts, lässt sich opportunistisch treiben und vergrault damit China und die USA? Wäre der Kontinent nicht gefangen in seiner Sowjetisierung der EU mit der Fehlkonstruktion Euro, dann könnte Europa mehr Statur gewinnen und als Broker zwischen den beiden Supermächten eine wichtige Rolle spielen. Vorderhand bleiben jedoch nur Fragezeichen, die das Image des schwachen Europas unterstreichen.

Aufstand gegen die selbstgefälligen Eliten

Mit der Abkühlung der Konjunktur zeigen nun auch die Teuerungsraten fallende Tendenz, trotz Handelskonflikt und Zöllen. Die Zinsen sinken weltweit. Die Bondmärkte zeigen nicht nur in der Schweiz, sondern auch in Deutschland eine Zinskurve, die weit über die Laufzeit von zehn Jahren im negativen Bereich liegt. Inzwischen handeln global bereits Anleihen im Gesamtwert von 12 Bio. Fr. mit einer Rendite von null oder weniger. Das ist ein Rekord.

Die Europäische Zentralbank hat soeben ihre schädliche Geldpolitik nochmals bis Mitte 2020 verlängert. Auch in den USA rufen die Märkte nach der Notenbank, die die Leitzinsen senken soll. Die Terminmärkte nehmen bereits eine Senkung von 75 Basispunkten vorweg.

Das kann den Dollar temporär schwächen, aber wo ist die starke Währung, in die Sparer noch Vertrauen haben dürfen? Selbst der Franken wird in gigantischem Ausmass manipuliert und ist keineswegs mehr die vertrauenswürdige Währung, die er einmal war.

Der Marktzins als natürlicher Allokator von Kapital ist weitgehend ausgehebelt. Die Folgen werden Fehlallokationen in gigantischer Grössenordnung sein, die mit marktwirtschaftlichen Mitteln kaum mehr kontrolliert und bereinigt werden können.

Innerhalb eines Jahrzehnts haben sich die Notenbanken zu Handlangern einer Planwirtschaft gemacht, die kaum mehr rückgängig gemacht werden kann. Die Politik hat versagt, weil sie nicht mehr bereit ist, eine Rezession als Korrektur und Bereinigung von Exzessen aus dem vorhergehenden Aufschwung zuzulassen.

Die Folgen mit Manipulationen und Regulierungen bringen mehr Planwirtschaft mit einer stetigen Erosion von Prosperität für die Mehrheit unserer Bevölkerung. Das Misstrauen und der Druck von der Strasse gegen das politische und wirtschaftliche Establishment werden so sicher zunehmen, denn die Menschen in Europa und Nordamerika sind unzufrieden mit ihren selbstgefälligen Eliten.

Defensive Qualitätsaktien bevorzugt

Anleger werden angesichts der Zinssituation gezwungen, in Vermögenswerte zu investieren, die viel höhere Schwankungsrisiken als Anleihen aufweisen. Für die jüngere Generation mag das funktionieren, da sie mit einem langen Anlagehorizont rechnen kann. Aber ob es auch für ältere Semester sinnvoll ist, jetzt noch in Immobilien mit minimaler Rendite oder nach zehn Jahren Boom in Aktien zu investieren, ist zumindest fragwürdig.

Gemäss historischen Korrelationen können Aktienanleger über die nächsten zehn Jahre lediglich mit einer Anlagerendite in der

Grössenordnung der Dividende – also von 1 bis 3% pro Jahr – rechnen. Ist das angesichts der vermutlich hohen Schwankungen, die uns aufgrund der bevorstehenden unruhigen Zeiten drohen, genügend?

Um diese Rendite schlagen zu können, muss entweder die Auswahl der Titel exzellent oder das Timing in den Schaukelbewegungen optimal sein. Die Mehrheit der professionellen Vermögensverwalter hat in den letzten Jahrzehnten bewiesen, dass sie beides nicht kann.

Solange die Konjunkturabkühlung läuft und die Behörden keine wesentlichen Massnahmen zu ihrer Bekämpfung unternehmen, bleiben die Zinsen auf Talfahrt. In dieser Phase sind Aktien von soliden, nichtzyklischen Gesellschaften – die Nestlés dieser Welt – weiterhin bevorzugt. Dagegen bleiben die Titel von zyklischen Unternehmen gefährdet, da sich ihre Ertragssituation verschlechtern wird.

Erneute Stimulierungen über Geld- und Fiskalpolitik könnten diese Trends umkehren. Es könnte im Lauf der nächsten zwölf bis achtzehn Monate zu einer Achterbahnfahrt an den Börsen kommen, wenn zuerst die Kurse wegen Konjunktur- und Handelsproblemen einbrechen und dann als Folge von Stimulierungen durch die Behörden wieder steigen.

Das funktioniert bis zur nächsten Krise. Und die wird dann nicht wie 2008/09 in lediglich zwölf Monaten abgehakt werden. Also: Anschnallen, die Achterbahnfahrt beginnt bald.