

MEINUNG

Gefährlich sorgloser Konsens an den Finanzmärkten

Die Märkte glauben fest an die sanfte Landung der US-Wirtschaft – entsprechend stiegen die Aktienindizes rasant. Von China droht jedoch Gefahr von Preisdruck, was die Margen westlicher Unternehmen schmälern könnte. Zudem steigen die geopolitischen Risiken bedrohlich.

Felix W. Zulauf

20.02.2024, 03.52 Uhr

Meistens kommen die Gefahren für Konjunktur und Finanzmärkte aus einer ganz anderen Richtung, als es die Mehrheit erwartet. Dies könnte auch dieses Mal der Fall sein.

Die weitherum erwartete «sanfte Landung» der Konjunktur in den USA hat in den letzten fünfzig Jahren nur einmal funktioniert, nämlich 1994/95. In allen anderen Fällen war die erwartete sanfte Landung meistens nur ein Vorläufer einer Rezession mit fallenden Unternehmensgewinnen.

Die historische Erfahrung spricht also weiterhin gegen dieses derzeit als Konsens gehandelte Szenario. Aus meiner Sicht dürfen zudem die Entwicklungen in China nicht unterschätzt werden, denn sie haben das Potenzial, auch die westlichen Volkswirtschaften zu schwächen.

China: Kater nach dem Kreditboom

Noch vor wenigen Jahren haben viele westliche Topmanager das chinesische Wirtschaftsmodell gerühmt, weil dort direkt und schnell von der Spitze entschieden werden kann. Der imposante Aufbau der

Infrastruktur sowie der generell rasante Aufstieg Chinas haben viele Beobachter beeindruckt.

Heute sehen wir jedoch die Nachwehen dieses grössten Kredit- und Investitionsbooms der Geschichte. In China stehen fast 100 Mio. Wohnungen leer, ein Drittel der von den Käufern im Voraus bezahlten Wohnungen ist noch nicht gebaut, aber die Baugesellschaften sind pleite. Zudem ist die demografische Entwicklung in der Volksrepublik mittlerweile negativ, so dass die Leerstände nicht mit einer zügig wachsenden Bevölkerung gefüllt werden können.

Ausserdem türmen sich die faulen Kredite im chinesischen Bankensystem. Interessanterweise fällt das Volumen der ausstehenden Kredite nicht, was bedeutet, dass die Restrukturierungen mit den notwendigen Abschreibungen noch nicht einmal begonnen haben. Gemäss publizierten Daten verzeichnet China ein Kreditwachstum von noch immer 11% bei einem Wachstum des nominellen Bruttoinlandprodukts (BIP) von lediglich 3,5%.

Die notleidenden Kredite betragen offiziell 1,6% der Bankbilanzen; in Wahrheit dürften die faulen Kredite das Eigenkapital der Banken deutlich übersteigen. Damit ist auch das Bankensystem bankrott. Deshalb wird auch nicht restrukturiert, sondern die laufenden Zinszahlungen werden den ausstehenden Krediten zugeschlagen, was dann als Kreditwachstum ausgewiesen wird, obwohl die effektive Situation ganz anders ist. Das Ganze ist ein potemkinsches Dorf.

China wird Deflation exportieren

Der inländische Aktienmarkt Chinas verzeichnete im Lauf der Jahre zwar grosse Aufs und Abs, aber netto erzielte er keinen Kursfortschritt und notiert etwa 50% unter dem Allzeithoch von 2007. Der volatile Aktienmarkt hat chinesische Sparer abgeschreckt,

weshalb sie in Immobilien investierten. Das ging gut, solange es gut ging. Inzwischen haben die Haushalte rund zwei Drittel ihrer Ersparnisse in Immobilien angelegt, die im Wert fallen. Entsprechend sinkt das Konsumentenvertrauen, was auf der Wirtschaft lastet.

Mit einer negativen Inflationsrate befindet sich China bereits in einem deflationären Prozess, was angesichts des gigantischen Schuldenbergs gefährlich ist.

Über seine Ausfuhren wird China diese deflationären Risiken über tiefere Produktpreise in die Welt exportieren. Dies bedeutet, dass die Preisgestaltung für westliche Konkurrenten unter Druck kommt und damit auch ihre Einnahmen, Margen und Erträge sinken werden. Es wird vor allem die verarbeitende Industrie treffen; die westliche Autobranche könnte besonders leiden.

Asien ist von Chinas Konjunkturdynamik abhängig, und entsprechend werden Volkswirtschaften wie Südkorea oder Taiwan weiter enttäuschen. Europa stagniert konjunkturell: Ein weiterer Schlag über die Preise kann die Konjunktur über die Klippe stossen. Die Automobilbranche, Schlüsselindustrie Deutschlands, wurde von Berlin und der EU mit unsinnigen Vorschriften fatal geschwächt. Die Elektrofahrzeuge chinesischer Hersteller sind qualitativ ebenbürtig und sehr viel günstiger. Die Exportwelle chinesischer Elektrofahrzeuge rollt erst langsam an, was der europäischen Industrie einen weiteren Schlag versetzen wird.

Die Gefahr besteht, dass Europa mit Protektionismus darauf antworten wird, was die Chinesen mit einem ähnlichen Schritt beantworten würden. Zwischen USA und China sehe ich ähnliche Entwicklungen.

Unfähige westliche Regierungen

Angesichts dieser Probleme ist es erstaunlich, dass unsere Regierungen an unsinnigen politischen Entscheidungen, welche unsere Volkswirtschaften schwächen, festhalten. Besonders die deutsche Regierung übertrifft sich selbst, indem sie nach dem Motto verfährt, wenn schon in die falsche Richtung, dann aber mit Vollgas! Sie träumen noch immer von der CO₂-freien Welt, welche nur über die Deindustrialisierung und damit verbunden einem grandiosen Abstieg aus dem Wohlstand zu haben ist.

Selbst die USA sind nicht immun gegen den Preisdruck aus China. Die US-Wirtschaft hält sich bisher zwar überraschend robust – was allerdings auch an den problematischen saisonalen Adjustierungen seit der Pandemie liegt. Als Folge dieser besser als vielfach erwarteten Zahlen in den USA wird das Fed die Zinsen im ersten Halbjahr kaum senken können. Natürlich wird Finanzministerin Janet Yellen im Schatzamt weiterhin mit ihren Manövern versuchen, das System mit Liquidität zu versorgen, mit gütiger Mithilfe des Fed. Aber wird dieses Spiel aufgehen?

Wachsende geopolitische Gefahren

Hinzu kommt eine zunehmend gefährliche geopolitische Situation. Meines Erachtens ist der Dritte Weltkrieg, also ein militärischer Konflikt, in dem die Grossmächte gegeneinander antreten, bereits lanciert. Wenn wir Glück haben, so bleibt es bei Stellvertreterkriegen. Aber das würde bedingen, dass die westliche Diplomatie den überforderten Regierungen das Zepter aus den Händen nimmt und mit den Kontrahenten ernsthafte Gespräche führt.

Unter Biden wird das nicht möglich sein, denn er ist zur Marionette der «Neocons» aus beiden Parteien verkommen, die den Krieg suchen. Trump – ein sehr eigener Charakter – könnte hier helfen, die Situation zu entschärfen. Immerhin war er der erste Präsident der USA seit Jahrzehnten, der keinen Krieg begonnen hat.

Gleichzeitig stehen wir in den USA in einem Wahljahr, das mehr als turbulent verlaufen wird. Die unterlegene Partei, wer immer es ist, wird das Resultat nicht anerkennen. Im Vorfeld versucht die Demokratische Partei mit allen Mitteln, Trump zu verhindern, der in den Umfragen deutlich vor Biden liegt. Sie missbrauchen das Justizsystem und schwächen die Glaubwürdigkeit des Rechtsstaats. Die illegale Zuwanderung über die Südgrenze, gefördert durch die Biden-Regierung, verärgert zunehmend US-Bürger beider Parteien.

Diese Problematik kennen wir zur Genüge aus Europa. Dass die Bürger immer mehr das Vertrauen in ihre Regierungen verlieren, ist nicht die Schuld des Volkes, sondern der politischen Kaste in den Hauptstädten. Sie hat sich überall im Westen deutlich vom Volk entfernt.

Aktienmärkte bleiben verletzlich

Die Aktienmärkte sind teilweise hoch oder zumindest über dem historischen Durchschnitt bewertet. Dies jedoch auf Basis der Annahme, dass die weiche Landung gelingt und die Unternehmensgewinne dieses Jahr gesamthaft über 10% wachsen. Ob das so kommt, ist zumindest fraglich. Die Aktienhaussiege wird vom Thema künstliche Intelligenz (KI) genährt. Derartige Narrative führen in der Regel zu Übertreibungen mit nachfolgendem Kater.

Manche Investoren können sich vielleicht noch an die Dotcom-Blase zur Jahrtausendwende erinnern, oder an die PC-Revolution in den Achtzigern, oder an die Nifty Fifty vor gut fünfzig Jahren. Die meisten der damals jeweils neuen Technologien oder Geschäftsmodelle haben sich durchgesetzt, aber die Aktienkurse sind nach dem Platzen der Blase in vielen Fällen um 50% und mehr abgestürzt.

Die Performance der Indizes hängt an immer weniger Aktien, die noch zulegen, während eine wachsende Zahl von Aktien an der

Hausse nicht mehr partizipieren. Das sind Ermüdungszeichen, die erfahrungsgemäss zu grossen Rückschlägen geführt haben.

Ob dies wieder so ist, werden wir wohl erst in einigen Monaten wissen. Ein angepasstes Risikomanagement auf diesen luftigen Höhen ist aus meiner Sicht jedenfalls angezeigt. Die Welt bewegt sich in eine zunehmend ungemütlich Lage. Wer der Konsensmeinung folgt, sollte wieder einmal darüber nachdenken: Erstens kommt es anders, und zweitens, als man denkt!

Felix W. Zulauf



Felix W. Zulauf ist Gründer und Inhaber der Zulauf Consulting in Baar, die Beratung für Kunden weltweit anbietet. Seine Laufbahn führte ihn zunächst bei UBS in Zürich durch verschiedene Positionen, unter anderem als globaler Anlagestrategie und Leiter des institutionellen Portfoliomanagements. Dazwischen dienten 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.
