

## INTERVIEW

# Felix Zulauf: «Die kommenden Jahre werden eine Achterbahnfahrt»

Der Marktbeobachter und Börsenveteran spricht im Interview über die Auswirkungen des Krieges in der Ukraine, die Irrungen der Geldpolitik und seine Anlageempfehlungen im aktuellen Umfeld.

Mark Dittli 10.03.2022, 00.29 Uhr

Die Turbulenzen sind zurück. Zu Beginn des Jahres war es die US-Notenbank, die die Finanzmärkte mit der Ankündigung eines harten geldpolitischen Bremsmanövers in Angst versetzte, seit dem 24. Februar dominiert Russlands Angriff auf die Ukraine die Schlagzeilen und die Gemüter der Marktteilnehmer.

Wie sollen Anleger damit umgehen? «Wir stehen mitten in der Korrektur eines Jahrhundert-Exzesses», mahnt der Marktbeobachter Felix W. Zulauf und warnt, dass die kommenden Monate schwierig werden. Erst eine neuerliche Kehrtwende des Fed werde dem Bullenmarkt neues Leben einhauchen. Trotzdem sieht der Investmentveteran Chancen: «Im Rohstoffsektor ist ein zwölfjähriger Bärenmarkt zu Ende gegangen. An den Märkten findet ein Narrativwechsel statt, der die nächsten Jahre prägen wird.»



«Die EZB ist punkto Philosophie die schlimmste Zentralbank der Welt, ihre Politik dient nur noch dazu, den Bankrott verschiedener Staaten zu verhindern»: Felix W. Zulauf.

Bild: Karin Hofer, NZZ

**Herr Zulauf, die Finanzmärkte werden von Turbulenzen erschüttert. Wie schätzen Sie die Lage ein?**

Momentan sorgt der Krieg in der Ukraine unter den Marktteilnehmern für erhebliche Ungewissheit. Doch wenn wir den Krieg kurz ausblenden, dann ist das Bild recht klar: Durch die Pandemie und die Eingriffe der Behörden wurde in der Weltwirtschaft das Angebot massiv gestört, während die Nachfrage mit staatlicher Hilfe gestützt und sogar angeheizt wurde. Das führte zu einem Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage, was über höhere Preise korrigiert wurde und steigende Inflation bedeutet. Dies wurde zusätzlich geschürt durch das viel zu weit geschneiderte monetäre Kleid in unseren Volkswirtschaften, weil die Zentralbanken seit Jahren eine viel zu expansive Geldpolitik betrieben haben und glaubten, sie könnten damit Wachstum und Wohlstand herbeiführen. Die Kulmination dieser Entwicklungen hat an der Spitze der wichtigsten Zentralbank, des Fed, zu einem Schock geführt.

**Die Fed-Leute haben realisiert, dass die Inflation gefährlich hoch steigt?**

Genau. Fed-Chef Jerome Powell und seine Kollegen hatten die Inflation völlig unterschätzt und kamen unter zunehmenden Druck von Bevölkerung und Politik. Gegen Ende 2021 beschlossen sie eine 180-Grad-Wende in der Geldpolitik. Sie kündigten mehrere Leitzinserhöhungen an und stellten in Aussicht, die aufgeblähte Fed-Bilanz zu schrumpfen. Das ist ein massiver Entzug von Liquidität, der da auf die Märkte wirkt. Die Börsen haben ab Ende November begonnen, das zu realisieren, und deshalb hat vor allem in hoch bewerteten Sektoren eine kräftige Korrektur eingesetzt. Von den USA ausgehend wurde die Zinswende eingeleitet, mit erheblichen Folgen für die globalen Aktienmärkte.

## **Welche Rolle spielt die Europäische Zentralbank?**

Die EZB hat mit Verzögerung zum Fed den Ton ebenfalls geändert, denn auch sie hat sich komplett verschätzt und kann die Inflation nicht mehr ignorieren. Die EZB ist aber punkto Zinswende noch zurückhaltender. In Frankfurt wissen sie ganz genau, dass ihnen das Eurosystem um die Ohren fliegt, wenn sie zu hart auf die Bremse treten. Die schwächeren Volkswirtschaften Europas hätten sofort Finanzierungsprobleme, es käme wieder zu Spannungen im Eurosystem, die entweder auf politischer Ebene mit der Einführung einer Fiskalunion oder durch massive Injektionen von Liquidität und Verschiebungen im Target-2-System durch die EZB gelöst werden müssten. Die EZB bleibt gefangen in den grundlegenden Konstruktionsfehlern der Währungsunion. Sie ist punkto Philosophie die schlimmste Zentralbank der Welt, ihre Politik dient nur noch dazu, den Bankrott verschiedener Staaten zu verhindern. Mit stabilitätsorientierter Geldpolitik hat das nichts mehr zu tun. Für die Finanzmärkte relevant ist aber primär das Vorgehen des Fed.

**Sie haben im Dezember in einem [Beitrag für The Market](#) geschrieben, dass Sie an den Börsen für das erste Halbjahr 2022 eine Korrektur von bis zu 30% erwarten. Gilt das noch?**

Meinen Kunden habe ich ab Spätherbst eine defensive Positionierung empfohlen. In den breiten Indizes, dem S&P 500 und dem MSCI World, haben wir bis jetzt einen Rückschlag von rund 15% gesehen, im Nasdaq und im Euro Stoxx 50 jedoch bereits etwa 25%. Wir können noch etwas weiter fallen, aber der grosse Schaden ist bereits angerichtet. Das hatte zu Beginn nichts mit dem Krieg in der Ukraine zu tun, sondern war eine Folge der geldpolitischen Kehrtwende des Fed und des Liquiditätsentzugs an den Märkten.

## **Welchen Einfluss hat der Krieg?**

Abgesehen von den unmittelbaren Effekten auf die Stimmung der Marktteilnehmer verstärkt der Krieg zwei Entwicklungen, die bereits zuvor sichtbar waren: Erstens heizt er die Inflation weiter an. Russland und die Ukraine sind wichtige Produzenten verschiedener Rohstoffe, nicht nur von Öl und Erdgas, sondern auch von Weizen, Mais, Kali, Palladium, Aluminium, Nickel, die ganze Palette. Die Zentralbanken hofften eigentlich, die Inflationsraten würden sich aufgrund des Basiseffekts allmählich zurückbilden, aber der Anstieg der Rohstoffpreise wird das Problem verschärfen und verlängern.

## **Und die zweite Entwicklung?**

Steigende Rohstoffpreise sowie die Sanktionen gegen Russland werden auch unsere Volkswirtschaften treffen. Die Sanktionen sind massiv, die Abkopplung vom Swift-System hätte ich nicht erwartet. Russland wird in eine Depression fallen und von der Weltwirtschaft isoliert werden; ich rechne mit einem historisch einmaligen Einbruch der russischen Wirtschaftsleistung im zweistelligen Prozentbereich. Die daraus entstehenden Zahlungsausfälle und Liquiditätsengpässe können auf das europäische Finanzsystem ausstrahlen. Damit werden die Banken vorsichtiger, was bedeutet, dass das Kreditsystem die Liquidität verknappen wird. Zudem hat sich der Ölpreis im Verlauf der vergangenen zwölf Monate mehr als verdoppelt, was in der Vergangenheit immer zu einer Rezession in der Weltwirtschaft führte.

## **Der Krieg verschärft also den Inflationsdruck und schwächt die Konjunktur?**

Ja, und das macht die Arbeit für die Zentralbanken enorm viel komplizierter, denn sie können nicht gleichzeitig die Inflation bekämpfen und die Konjunktur stützen. Aber wie gesagt, der Krieg hat diese Entwicklungen nur verstärkt. Die Konjunktur in der westlichen Welt zeigte ohnehin schon Schwächezeichen. In den westlichen Ländern sehen wir einen erheblichen negativen Fiskalimpuls, weil das Haushaltsdefizit im laufenden Jahr kleiner ist als im Vorjahr. Neben der bremsenden Geld- und Fiskalpolitik, die von den USA ausstrahlt, haben wir zudem einen negativen Wohlstandsimpuls, weil sich die Vermögenswerte schwächer entwickeln als im Vorjahr. Zusammen mit dem Anstieg des Ölpreises ist ein giftiger Cocktail entstanden.

## **Was heisst das für die kommenden Monate?**

Das Fed wird den eingeschlagenen Kurs beibehalten müssen, angesichts des Krieges vielleicht mit geringerem Tempo. Aber sie können es sich nicht leisten, die Inflation zu ignorieren. Im Sommer dürfte die konjunkturelle Verlangsamung sichtbar werden. Man wird dann primär über eine Rezession reden und nicht mehr über das Thema Inflation. Bis dahin werden die Aktienmärkte unter hohen Schwankungen voraussichtlich nochmals tiefer notieren. Vergessen Sie nicht, wir stehen in der Korrektur eines Jahrhundert-Exzesses: Im letzten Jahr ist in den USA unter dem Einfluss einer absurd expansiven Geld- und Fiskalpolitik so viel Kapital in den Aktienmarkt geflossen wie in den zwanzig Jahren zuvor zusammen. In Europa war es ähnlich extrem. Da sind viele Novizen an die Märkte gekommen, die nach über zehn Jahren Hausse dachten, man könne an der Börse einfach reich werden. Viele dieser Anleger können kaum mit einem Kurseinbruch umgehen. In einem Abwärtssog werfen viele das Handtuch und verkaufen.

## **Was wird diese Dynamik stoppen?**

Es wird wieder das Fed sein. Wenn der S&P 500 mehr als 20% tiefer notiert und Wallstreet von einer Rezession spricht, wird Fed-Chef Powell eine Kehrtwende machen und wieder stimulieren. Das dürfte das Signal für die Wiederaufnahme des Bullenmarktes sein. Aber um diese Kehrtwende zu beschliessen, braucht es wohl eine Kombination aus schwächeren Aktienkursen, Signalen einer Rezession und einem Rückgang in den Inflationsraten. Das

dürfte erst im Sommer der Fall sein, die nächsten drei bis sechs Monate werden also turbulent. Wenn die Medienberichte zur Börse pessimistisch werden und die Ökonomen von Rezession sprechen, kann man wieder kaufen.

### **Welche spezifischen Entwicklungen erwarten Sie als Folge des Krieges?**

Erstens müssen wir feststellen, dass die Europäer es in den letzten drei Jahrzehnten nicht fertiggebracht haben, eine glaubwürdige Sicherheitsarchitektur aufzubauen. Sie haben lieber Friedensfahnen vor die Fenster gehängt, sich unter den Schutz der USA begeben und den Wohlfahrtsstaat ausgebaut. In Westeuropas Parlamenten tummeln sich viele naive Politiker, die die Sicherheit der eigenen Nation sträflich vernachlässigen. In der Schweiz gibt es sogar eine Bundesratspartei, die die Abschaffung der Armee in ihrem Programm führt. Washington hat seinen Blick derweil immer mehr nach China gerichtet, denn dort sitzt der grosse Kontrahent der Imperialmacht USA im 21. Jahrhundert. Putin hat deshalb seine Chance gesehen.

### **Indem er einen Angriffskrieg auf die Ukraine startet?**

Seine Aggression ist zu verurteilen, und Sanktionen mögen richtig sein, aber der Westen hat seinen Beitrag an Fehlern dazu geleistet. Nach dem Fall der Mauer hat der Westen Russland gedemütigt und die kalte Schulter gezeigt, als die Russen die Hand ausstreckten. Es erinnert mich an den Fehler, den die Briten und die Franzosen mit dem Versailler Vertrag von 1919 machten, als sie Deutschland demütigten. Den Rest der Geschichte kennen wir. Es wird jetzt wichtig sein, zu beobachten, wie eng sich das Verhältnis zwischen Moskau und Peking entwickelt und ob es Russland gelingt, die Sanktionen via China zu umgehen. Was klar ist: Das Thema Rüstung wird in den nächsten Jahren einen viel höheren Stellenwert einnehmen, in Europa und überall auf der Welt. Die zusätzlich beschlossenen 100 Mrd. € für die Verteidigung, die Kanzler Scholz gesprochen hat, kommen 25 Jahre zu spät. Mit einer längerfristigen Perspektive bedeuten auch die Sanktionen gegen Russlands Zentralbank eine Zeitenwende.

### **Inwiefern?**

Jeder Staat auf der Welt hat gesehen, dass seine Währungsreserven in Dollar oder Euro nicht sicher sind. Das heisst, jeder Staat, der mit den USA oder der EU nicht unbedingt freundschaftlich verbunden ist, wird sich überlegen, wie er seine Reserven diversifizieren kann. Werden das Swift-System, der Dollar und der Euro als Waffe eingesetzt, wird ihre Bedeutung als Reservewährung abnehmen. Selbstredend wird der Dollar seinen Reservestatus nicht über Nacht verlieren, aber er wird erodieren.

**Sie haben gesagt, dass sich in Europa und den USA eine Konjunkturschwäche abzeichnet. In China haben die Behörden begonnen, wieder zu stimulieren. Kann das Impulse geben?**

Nur bedingt. China stützt die Konjunktur nur sehr zurückhaltend. Peking wird noch viele Jahre brauchen, um den Kredit- und Investitionsboom der letzten zehn Jahre zu verdauen. China ist in einer ähnlichen Situation wie Japan 1990: Jahrelange Über- und Fehlinvestitionen haben zu einem riesigen Berg fauler Kredite und schwacher Bilanzen geführt, was das Bankensystem schwächt. Chinas Bankensystem verfügt über nur 2% Eigenkapital, die notleidenden Kredite werden offiziell mit 2,5% ausgewiesen, aber die wahre Rate dürfte wohl gegen 4% liegen, während die Rendite auf den Aktiven bloss 2% beträgt – eine katastrophale Ausgangslage. Ungefähr in diesem Zustand befanden sich Japans Banken 1990. Da steht ein jahrelanger Restrukturierungsprozess bevor, weshalb Peking nicht einfach einen neuen Boom herbeizaubern kann. Das wird für den Rest der Welt übrigens zu einer Quelle struktureller Inflation, denn auch Chinas Exporteure müssen ihre Bilanzen reparieren, und um das zu tun, müssen sie profitabler werden und ihre Preise erhöhen.

### **Wie agiert man als Investor in diesem Umfeld?**

Zunächst muss man sich vergegenwärtigen, dass die vergangenen zwölf Jahre an den Börsen im Rückblick sehr einfach waren. Man konnte passiv investieren, kaufen und warten. Und wer immer gekauft hat, wann und was auch immer, hat mehr oder weniger immer Gewinn erzielt, denn der Markt marschierte stetig nach oben. Das ist vorbei. Das nächste Jahrzehnt wird eine Achterbahnfahrt. Nach zwölf Jahren Bullenmarkt sind die Bewertungen heute hoch. Historisch betrachtet kann man davon ausgehen, dass man kein Geld verdienen wird, wenn man heute Aktien kauft und für die nächsten zehn Jahre passiv hält. Man wird in den nächsten Jahren aktiv vorgehen und sein Portfolio bewirtschaften müssen.

### **Was kann man jetzt kaufen?**

Über die nächsten drei bis vier Monate sehe ich wie erwähnt die Gefahr eines weiteren Einbruchs in den breiten Indizes. Aber ein Favoritenwechsel hat bei den Themen stattgefunden. Es sind nicht mehr die Wachstumstitel, die im Vordergrund stehen, sondern Aktien von Unternehmen aus dem Rohstoff- und dem Energiekomplex. Im Rohstoffsektor ist vor zwei Jahren ein zwölfjähriger Bärenmarkt beendet worden. Heute und für den Rest des Zyklus werden wohl diese Themen im Vordergrund stehen, wenngleich sie derzeit temporär überhitzt sind. Da findet ein Narrativwechsel statt, der die nächsten Jahre prägen wird.

### **Wie meinen Sie das?**

Rohstoffe haben die letzten zehn Jahre niemanden interessiert. Alle Investoren wollten bloss Wachstumsaktien kaufen. Die Rohstoffpreise sind gesunken, und als Folge davon haben diese Konzerne jahrelang kaum mehr in neue Förderkapazitäten investiert. Politik und Massenmedien haben zudem fossile Brennstoffe verteufelt, sodass auch deshalb die Investitionen massiv zurückgefahren wurden. Das Gleiche gilt für andere Rohstoffe. Deshalb sehen wir in zahlreichen Rohstoffen – Öl, Gas, Metallen, Agrargütern – strukturelle Knappheiten, die durch den Krieg noch verstärkt werden. Vermutlich sind wir nahe dem Ende der ersten Kaufwelle. Wenn es an der Kriegsfrente ruhiger wird, wird es

wohl Korrekturen geben, die man kaufen sollte, denn danach kommt eine zweite, heftige Welle nach oben. Ein weiteres Narrativ sind das Homeshoring, der Versuch westlicher Volkswirtschaften, ihre Lieferketten aus Sicherheitsgründen in die eigene Region zu holen, sowie Infrastrukturinvestitionen in erneuerbare Energien. Die damit verbundenen Investitionen werden auch klassische Industrietitel begünstigen.

### **Sie sehen also grundsätzlich eine Verlagerung von Wachstums- zu klassischen Value-Aktien?**

Ja und nein. Wie erwähnt denke ich, dass das Fed irgendwann im Sommer einen U-Turn machen und erneut Liquidität ins System pumpen wird. Das kann dann durchaus auch die Lieblinge des letzten Booms wieder in die Höhe treiben. Aber neue Höchstkurse werden von diesen Aktien wohl nur ein paar wenige erreichen, vor allem diejenigen mit Quasi-Monopolstellung wie die Microsofts und die Googles dieser Welt. Die Mehrheit der Wachstumsaktien, die 2021 noch in die Höhe gejubelt wurden, wird ihre Höchst für viele Jahre nicht oder nie mehr erreichen, denn da war qualitativ betrachtet viel Schrott dabei.

### **Wird das denn wirklich wieder funktionieren: Das Fed pumpt Liquidität ins System, und die Börsen werden wieder steigen?**

Vermutlich wird die Rally, die im Sommer beginnen wird, die letzte Hurra-Phase des 2009 gestarteten Bullenmarktes darstellen. Die Fed-Verantwortlichen werden glauben, das Inflationsproblem sei beseitigt, sie werden wieder in ihr altes Muster fallen und damit primär die Aktienkurse und die Rohstoffpreise aufblähen; diese jedenfalls mehr als die Konjunktur. Genau so, wie sie es in den letzten dreissig Jahren immer getan haben. Sie werden das Rad noch ein letztes Mal drehen können, und das dürfte die Börsen bis etwa 2024 in die Höhe treiben.

### **Was dann?**

Angesichts der strukturellen Knappheiten im Rohstoffbereich und anderer Trends wie der Deglobalisierung wird sich die Inflation irgendwann mit Wucht zurückmelden und die Obligationenrenditen in die Höhe treiben. Nach einer Zwischenschwäche in diesem Jahr dürfte die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen 2023 und 2024 deutlich steigen, der Ölpreis kann nach Zwischenkorrekturen auf 200 \$ je Fass klettern. Ich denke daher, die Börsen werden 2024 ihr Top erreichen, bevor wir vermutlich die tiefste Wirtschaftskrise unserer Generation und eine brutale Baisse erleiden werden. Die zweite Hälfte des Jahrzehnts sehe ich düster. Aber das ist zu weit weg, um sich jetzt schon darüber Sorgen zu machen.

### **Sie haben Rohstoffaktien erwähnt, die gut abschneiden dürften. Was noch?**

Alles, was mit der Förderung von Öl und Gas, Industriemetallen und der Herstellung landwirtschaftlicher Güter zu tun hat. Strukturelle Knappheiten führen zu steigenden

Preisen. Auch ausgewählte Aktien aus dem Industriesektor, bis hin zum Thema Rüstung, sind interessant.

### **Was halten Sie von Emerging Markets?**

Das ist eine knifflige Sache. Wenn der Dollar beginnt, schwächer zu werden, dann ist das in der Regel positiv für Schwellenländer, da sich ihre Liquiditätssituation verbessert. Der Schwellenländerindex von MSCI besteht aber zu gut 50% aus China, Taiwan und Korea, und das sind meiner Meinung nach nicht die Märkte, die besonders gut laufen werden. Wenn schon, dann würde ich auf rohstofflastige Schwellenländer wie Brasilien oder Indonesien setzen. Osteuropa würde ich meiden, denn mit der aktuellen Lage sind die Unsicherheiten zu gross. Viele Unternehmen werden sich zweimal überlegen, ob und wo sie in Osteuropa noch investieren wollen.

### **Was ist mit Gold?**

Gold hat viele Anleger enttäuscht, die dachten, ein Anstieg der Inflation werde automatisch zu einem Anstieg des Goldpreises führen. Aber Gold ist kein kurzfristiger Inflations-, sondern ein Krisenschutz. Es steigt, wenn Turbulenzen herrschen, wenn das Vertrauen in die Regierungen, die Währungen und das Finanzsystem fällt. Gold ist als Anlage interessant, weil es ausserhalb des Kreditsystems liegt und von niemandem eine Verpflichtung darstellt. Es ist eine Versicherungspolice. Für den Rest dieses Jahrzehnts bin ich angesichts der praktisch überall verfolgten unverantwortlichen und naiven Politik bullish für Gold. Aber den grossen Aufwärtsschub sehe ich erst ab 2024, wenn der Aktienmarkt für einige Jahre abtaucht. Dann dürfte viel Kapital in Gold strömen. Wer langfristig denkt, sollte auf jeden Fall Gold und Aktien von Goldminen halten. Aber man braucht Geduld.

### **Felix W. Zulauf**



Felix W. Zulauf ist Gründer und Inhaber der [Zulauf Consulting](#) 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 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. Im Laufe des letzten Jahrzehnts hat Zulauf die Mehrheit seiner Firma verkauft und seine Minderheit als eigenständiges Unternehmen abgetrennt, das ihm primär als Family Office dient und Beratung für Kunden weltweit anbietet.