

MEINUNG

Adieu, heile Welt

Mit dem Konflikt USA-China und dem Stellvertreterkrieg in der Ukraine kommt die alte Weltordnung ins Wanken. Die mit der Energiekrise potenzierten Probleme setzen Europa unter Druck. Die Achterbahnfahrt an den Börsen geht weiter, die zyklischen Tiefstkurse sind wohl noch nicht erreicht.

Felix W. Zulauf

27.09.2022, 03.10 Uhr

Die letzten 40 Jahre waren für Bürger und Kapitalanleger eine wunderbare Zeit. Die erfolgreiche Bekämpfung der Inflation Anfang der Achtzigerjahre mit einem nachfolgenden Trend fallender Teuerungsraten und Zinsen führte zu einem Preisboom aller Vermögenswerte. Mit dem Eintritt Chinas in die Weltwirtschaft entstand ein Prozess zu immer grösserer internationaler Arbeitsteilung. Die Berliner Mauer fiel, und die Freiheit verbreitete sich.

Vereinfacht gesagt lieferte Russland als wichtigster Produzent die Rohstoffe, China wurde zur Werkbank der Welt, und die Konsumgesellschaften des Westens kamen in den Genuss zunehmend günstiger Produkte. Die entstandene Disinflation benutzten die fiskalpolitischen Behörden und die Notenbanken, um alle aufkeimenden wirtschaftlichen Probleme mit tieferen Zinsen, Geldschöpfung und grossen Stimulusprogrammen zuzudecken.

Die Produktivitätsgewinne dieser Entwicklung erhöhten den Wohlstand für die breite Bevölkerung weltweit. Der amerikanische S&P 500, der wichtigste Aktienindex der Welt, avancierte in den vergangenen vier Jahrzehnten von 100 auf 4800 per Anfang 2022.

Die Pax Americana könnte zu Ende gehen

Inzwischen hat sich die Welt enorm verändert. Wer vor 30 Jahren in die grossen Städte Chinas reiste und diese mit jenen im Westen verglich, sah einen eklatanten Unterschied punkto Infrastruktur und Wohlstand. Heute haben sich diese Städte angeglichen; ein Unterschied ist kaum mehr feststellbar. Waren damals die G-7 noch die politisch und wirtschaftlich tonangebenden Nationen, so ist heute Chinas Wirtschaftsleistung grösser als jene von Grossbritannien, Deutschland, Frankreich und Italien zusammen, und jene von Indien ist grösser als die von Frankreich oder Italien.

Im Westen hat sich deutlich weniger verändert als in den Schwellenländern, auch punkto Denkweise. Nicht so in China, das mit anderen autokratischen Nationen das

von den USA nach dem Zweiten Weltkrieg aufgebaute institutionelle System nicht mehr widerstandslos akzeptiert. Staaten wie China und Russland haben andere Organisationsmodelle als der Westen und eigene Interessen, insbesondere in ihren regionalen Einflussphären, die sie als ihr Hegemonialgebiet betrachten.

Die USA glauben noch immer, dass sie ihre Wertvorstellungen und oft auch Gesetze weltumspannend geltend machen können. Von den USA ins Leben gerufene Institutionen wie die Welthandels- oder die Weltgesundheitsorganisation zwingen der Welt die amerikanischen Vorstellungen auf. Wir Europäer akzeptieren dies, nicht zuletzt, weil wir gewisse Werte der USA teilen. Aber China, Russland, teilweise Indien und inzwischen auch diverse Staaten in Afrika und im Nahen Osten sehen das anders. Die Pax Americana könnte ihrem Ende entgegengehen.

Mit ihrem System haben die USA ihre Stellung über Jahrzehnte ausgebaut, davon profitiert und ihre Rolle als globaler Hegemon gefestigt. Nun wird diese Rolle infrage gestellt. Der griechische Historiker Thukydides hat vor bald 2500 Jahren die Auseinandersetzung in den Peloponnesischen Kriegen beschrieben: Sparta fühlte sich von der aufstrebenden Seemacht Athen in seinem Hegemonialanspruch bedroht, was schliesslich zum Krieg zwischen den beiden Mächten führte.

Eine ähnliche Situation liegt nun in der Luft zwischen dem Hegemon USA und dem Aufsteiger China.

Ein Hegemon hat Macht und Einfluss über andere. Europa hat sich nach dem Zweiten Weltkrieg den USA gefügt und deren Einfluss akzeptiert – lange Zeit zum Guten –, weil es erfolgreich, bequem und billig war. China, Russland, Iran und der Wackelkandidat Indien tun das nicht, oder nicht mehr.

Nach der Theorie von Thukydides führt der Konflikt zwischen dem Aufsteiger und dem Hegemonen zum Krieg. In den letzten 500 Jahren geschah diese Konstellation mit Machtablösung 16 mal, woraus in zwölf Fällen ein Krieg resultierte. Im Fall der anderen vier Ablösungen fanden Stellvertreterkriege statt, und nur die Ablösung Grossbritanniens durch die USA (Mutter und Tochter) war mehr oder weniger kriegs-, wenn auch nicht konfliktfrei.

Aus historischer Perspektive ist der sich zuspitzende Konflikt zwischen den USA und China gefährlich, die Risiken einer grossen militärischen Auseinandersetzung hoch.

Der Konflikt USA-China steht über allem

Präsident Biden hat China bereits als Feind bezeichnet, und öffentlich hat die US-Regierung von einem Krieg mit China um die Jahre 2026/27 gesprochen. Vermutlich wird er sogar früher eintreten. Die USA wollen diesen Krieg schlagen,

solange sie sich noch im Vorteil fühlen. Die Verwicklung der Ukraine in einen Stellvertreterkrieg mit Russland ist das Vorgeplänkel.

China baut derzeit 1000 Unterseeboote; es muss die Seewege von und nach China schützen, denn dort liegt die strategische Verwundbarkeit der Volksrepublik. Öl- und Gaspipelines von der Küste Myanmars führen bereits nach China, sollte die Strasse von Malakka gesperrt werden. Deshalb wurde in Myanmar in einem Putsch auch eine Militärregierung installiert, um diesen Zugang zu sichern.

Die Provokationen Chinas durch die USA sind das Vorspiel. Es ist denkbar, dass China nächstes Jahr mit einer Seeblockade den Druck auf Taiwan erhöhen könnte. Waren könnten dann zwar über den Luftraum transportiert werden, aber das verteuert nicht nur die Preise, sondern setzt auch Grenzen beim Volumen. Die Risiken der Entwicklung in der Südchinesischen See sind sehr hoch. Seit Jahren kreuzt die U.S. Navy vor Chinas Küste. Die Chinesen fragen sich, woher sich die Amerikaner das Recht nehmen, den Ländern im Rest der Welt zu sagen, was sie zu tun oder zu lassen haben.

Ein Machtspiel von historischem Ausmass zwischen den USA und der Achse China/Russland steht erst am Anfang. Iran wird sich China/Russland anschliessen. Indien und die Türkei werden sich opportunistisch zwischen den Blöcken bewegen. Russland und China haben sich ausserhalb Europas und Nordamerikas sehr viel mehr Respekt geschaffen als der dekadente Westen mit seiner «Woke»-Kultur, den der Rest der Welt nicht mehr versteht.

Europa hat energiepolitisch naiv operiert, sich punkto Sicherheit den USA und punkto Energie Russland ausgeliefert und wird das in den kommenden Jahren enorm büssen. Die USA haben immer verhindert, dass die aus geografischen Gründen natürliche Kooperation zwischen Westeuropa und Russland zustande kommt. Noch haben die Europäer nicht gemerkt, dass sie Spielball der Amerikaner sind, was sich aber in einem kalten und dunklen Winter ändern könnte.

Wirtschaftspolitisch in der Sackgasse

Was bedeutet das für Kapitalanleger? Zuerst einmal haben die drei grossen Regionen momentan eine völlig verschiedene Ausgangslage mit unterschiedlichen Problemen und wirtschaftspolitischen Antworten.

China kämpft mit dem Ende des grössten Investitions- und Kreditbooms in der Geschichte der Menschheit. Die Regierung wird nicht darum herumkommen, einen Teil des Schuldenbergs zu monetarisieren. Das Reich der Mitte muss also eine expansive Wirtschaftspolitik betreiben, um das System zu stützen, was die eigene Währung schwächt. Die Parteiführung in Peking hat dieses Problem vermutlich kommen sehen und verschärft deshalb seit einigen Jahren die Kontrolle, um Aufstände frühzeitig zu ersticken. Die Bevölkerung wird zunehmend nationalistisch eingeschworen, und die in China lebenden Ausländer ziehen per Saldo wieder ab.

Auch die USA stehen vor einer Zerreißprobe mit einer Spaltung der Gesellschaft zwischen einer links abgedrifteten «woke» Gesellschaft und der konservativen Bevölkerung in der Mitte und im Süden des Landes.

In meinem ganzen Leben habe ich die USA noch nie so gespalten erlebt wie heute, was durch schwaches Führungspersonal in den letzten 20 Jahren – von beiden Parteien – verschärft wurde. Momentan stützt die Fiskalpolitik weiterhin die Endnachfrage, während die Notenbank die Geldpolitik strafft und die Konjunktur bremst, um die hohe Inflation zu bekämpfen. Der US-Staatshaushalt ist hoch verschuldet, weshalb das Fed die aktuelle Geldverknappung zur Bekämpfung der Inflation nicht auf Dauer durchhalten wird.

Europa wird für Versäumnisse büßen

Europa steht am tiefsten im Schlamassel durch die ideologisch getriebene Energiewende, weg von fossiler und nuklearer Energie und hin zu den erneuerbaren Energiequellen, die nur einen Bruchteil des Atomstroms ersetzen können. Auch ohne den Krieg in der Ukraine hätte Europa eine ähnliche Katastrophe erlebt, aber vielleicht erst in ein bis zwei Jahren. Damit steht der Alte Kontinent vermutlich vor dem Abstieg in eine tiefere Liga.

Dass die deutsche Regierung trotz Strommangels eines der drei letzten Atomkraftwerke abschaltet und die anderen beiden lediglich als Notlösung einige Monate länger am Netz lassen will, zeigt, dass sie ideologisch völlig verblendet ist.

Das ist tragisch. Unter diesem Problem leidet nun ganz Europa inklusive Grossbritannien.

Punkto Energie halte ich fest, dass die Welt trotz aller Anstrengungen der letzten Jahre und gigantischen staatlichen Förderungsprogrammen noch immer zu 83% mit fossiler Energie versorgt wird. Erneuerbare und Nuklearenergie tragen je 5% und Wasserkraft 7% bei. Die dogmatische Wende hin zu Erneuerbaren wird Jahrzehnte dauern, aber vermutlich wird unter dem Druck der Entwicklung die Politik eines Tages pragmatischer werden – nach dem Abstieg.

Energie ist in einer Industriegesellschaft zentral. Die Preise haben sich durch eine ideologisch gesteuerte, realitätsferne Energiewende derart verteuert, dass sie in Deutschland und Europa nicht nur diesen Winter, sondern solange der Thukydides-Konflikt dauert, hoch bleiben werden und sich damit alles verteuern wird, denn in praktisch jedem Produkt ist Energie ein Teil der Kosten (Produktion und Transport). Russland und die USA sind punkto Energie autark, und China hat den Partner Russland sowie inzwischen bessere Beziehungen zum Nahen Osten als der Westen.

In der Förderung von Öl, dem wichtigsten Energieträger, ist die Opec am Kapazitätslimit. Wenn sich die G-7 anmasst, den Preis für russisches Öl zu deckeln,

dann ist das nicht nur lächerlich, sondern wurde von der Opec mit einer Produktionskürzung von 100'000 Fass pro Tag quittiert. Saudi-Arabien hat im Stillen den Vertrag mit den USA aus den Vierzigerjahren gebrochen: Riad verkauft Öl an China gegen Yuan und nicht mehr gegen Dollar. Nur Iran kann die Produktion noch etwas erhöhen, ist aber Partner von Russland und China.

Damit hat Europa sehr schlechte Karten. Wenn die Europäer nicht innert kurzer Frist Gegensteuer geben, dann droht unserem Kontinent ein Prozess der Deindustrialisierung.

Die globalen Energiekosten in Prozent der Wirtschaftsleistung schwanken normalerweise um 7%, stehen jetzt aber bei 12% – so hoch wie letztmals Anfang 2008, kurz vor der Finanzkrise. In den USA steht dieser Wert noch knapp unter 6%, aber in Europa bereits über 18%. Zur Zeit der letzten Ölpreisspitze von 150 \$ pro Fass im Jahr 2008 waren es für Europa knapp 8%, dank dem damals noch festen Euro. Die ideologisch stark etatistischen und bevormundenden Regierungen in Berlin und Brüssel werden keine entspannende Lösungen in kurzer Zeit herbeizaubern können.

Europa droht eine tiefe Rezession

Die Preise für Erdgas sind derzeit in Europa etwa sechsmal höher als in den USA. Amerikanisches Erdgas wird damit als lohnendes Geschäft verflüssigt und nach Europa verschifft, was den amerikanischen Preis in dieser Arbitrage nach oben treibt, bis die Amerikaner uns den Hahn zudrehen. Es würde nicht überraschen, wenn Europas BIP in den nächsten Jahren bis zu zweistellig einbricht und eine mehrjährige Rezession droht. Für die Bevölkerung wäre das eine völlig neue Erfahrung. Bevölkerung und Wirtschaft mit Geldspritzen unter die Arme zu greifen ist moralisch verständlich, aber erhöht die bereits schwindelerregende Höhe der Staatsschulden weiter.

Es ist ein unappetitlicher Cocktail, der hier gebraut wird und schliesslich für die Bürger ungeniessbar wird. Er ist der Preis für die fehlgeleitete und infantile Wirtschafts- und Sicherheitspolitik der letzten zwanzig Jahre.

Die Welt ist eine andere als in den letzten 40 Jahren. Der Weg zurück ist versperrt. Das Spiel der letzten vier Jahrzehnte mit immer höheren Börsenkursen und zunehmendem Wohlstand für immer breitere Bevölkerungsschichten dürfte für viele Jahre vorbei sein.

In den nächsten zehn Jahren wird uns die Quittung für vergangene und gegenwärtige Sünden präsentiert. Wir müssen die Herausforderungen realistisch angehen und korrigieren; dabei werden wir nicht darum herumkommen, den Gürtel enger zu schnallen. Ordnungspolitisch ist eine pragmatische Rückkehr zu Bewährtem notwendig, zu Markt, Freiheit und Sicherheit – weg von planwirtschaftlichen Experimenten und Bevormundung. Gelingt das nicht durch

weitsichtige Politiker und Diplomaten – die ich heute im Westen nirgends sehe -, so müssten wir mit einer demütigenden Entwicklung rechnen.

Wir sind bereits in einer Kriegswirtschaft mit eklatanten Mängeln und entsprechenden Störungen in den Lieferketten. Realistischerweise wird sich dies verstärken und nicht verbessern. Das wird die Teuerung in den nächsten Jahren weiter hochhalten. Notenbanken können mit Zinserhöhungen das zu knappe Angebot an Gütern aller Art nicht erhöhen, aber sie können die Nachfrage schwächen, um Nachfrage und Angebot auf tieferem Preisniveau ins Lot zu bringen.

Das bedeutet jedoch Rezession. Zudem wird die Geopolitik immer wieder dazwischenfunken, denn Kontrahenten in diesem Konflikt können ihr Angebot je nach Situation verknappen oder erhöhen.

Folgen für die Kapitalmärkte

Als Folge dieser Entwicklung werden die Zinsen in den nächsten Jahren unter Schwankungen tendenziell steigen, was spiegelbildlich die Bewertungen für Aktien und alle anderen Vermögenswerte auf ein tieferes Niveau bringt. Der Dollar ist bereits sehr teuer, aber vorderhand bleibt er unter Schwankungen ein Fluchttort der westlichen Investoren.

Die erste grosse Prüfung der gegenwärtigen Wirtschaftspolitik kommt, wenn die Aktienmärkte in den Herbst- oder Wintermonaten auf neue Tiefst brechen sollten und die Konjunkturdaten, besonders in Europa, schwächer werden. Dann müssen sich die geld- und fiskalpolitischen Entscheidungsträger überlegen, ob sie weiterhin die Teuerung bekämpfen und damit unser System tiefer in die Krise drücken wollen, oder ob sie wie immer wieder mit Gelddrucken und Fiskalsupport das System «retten» und damit Inflation und Verschuldung weiter in die Höhe treiben.

Ich rechne mit Letzterem. Das würde dann wieder eine temporäre Erholung an den Aktien- und Rohstoffmärkten für ein paar Quartale bringen, nicht zuletzt, weil sich die Flucht aus dem Papiergeld in Sachwerte beschleunigen könnte. Aber noch ist es nicht so weit.

Mit Verzögerung würden dann jedoch die Teuerung und damit auch Zinsen und Renditen für Anleihen ansteigen und die Höchstpunkte dieses Jahres übertreffen – und nach ein paar Quartalen die nächste Krise auslösen. Die von mir vor einem Jahr prognostizierte Achterbahnfahrt an den Märkten wird sich damit fortsetzen.

Die schlechte Nachricht ist, dass es im Herbst/Winter vermutlich nochmals tiefer geht; die gute Nachricht, dass der Boden für eine temporäre Erholung im Winter vorbereitet wird.

Das passive Investieren mit einem breiten Indexportfolio, das seit 2009 ausgezeichnete Resultate geliefert hat, wird mit dieser Ausgangslage für dieses Jahrzehnt erfolglos sein. Aktive «stock pickers», oder «market timers» haben dagegen bessere Chancen. Wer das nicht kann, der muss mit Küchenmeister Schmalhans vorlieb nehmen.

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 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. 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.



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



MEINUNG

Veränderte Vorzeichen für 2022

Seit dem Ausbruch der Covid-Pandemie haben die Börsen von präzedenzlosen geld- und fiskalpolitischen Hilfspaketen profitiert. Mit Blick auf 2022 drehen die Vorzeichen; die Liquidität nimmt ab, die Gefahr einer Korrektur steigt.

Felix W. Zulauf 21.12.2021



INTERVIEW

«Die Zeit des Überflusses ist vorbei»

Jeffrey Gundlach, CEO von DoubleLine, befürchtet, dass die US-Notenbank im Kampf gegen die Inflation zu aggressiv vorgeht. Er rechnet deshalb mit einer gravierenden Abkühlung der Wirtschaft und sagt, wie man sich an den Märkten entsprechend positionieren kann. Ein Gespräch mit dem «Bond King».

Christoph Gisiger 05.09.2022



Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.