

MEINUNG

Wetterleuchten

Wenn das Wetterleuchten aus der Ferne immer näherkommt, dann kündigt sich oft ein grösseres Gewitter an. Das ist nicht nur in der Natur der Fall, sondern auch in Politik, Wirtschaft, Gesellschaft und an den Finanzmärkten.

Felix W. Zulauf

16.08.2023, 04.12 Uhr

Seit dem vergangenen Herbst hat sich die Stimmung an den Finanzmärkten deutlich verbessert. Befürchtungen über eine bevorstehende Rezession sind in den USA einem Optimismus auf eine weiche Landung der Wirtschaft gewichen, in China den Hoffnungen auf einen neuen Aufschwung und in Europa auf ein Ende der Stagnation. In den letzten Monaten überboten sich die Börsenauguren an zuversichtlichen Einschätzungen zur künftigen Weltlage.

Die Mehrheit der US-Ökonomen, die noch vor einem halben Jahr eine Rezession prognostiziert hatten, haben inzwischen aufgegeben. Und gemäss Umfragen unter institutionellen und privaten Anlegern und Anlagestrategen hat die Mehrheit, die anfangs Jahr noch pessimistisch war, inzwischen völlig kapituliert und ins Lager der Bullen gewechselt. In der Tat zeigen die Umfragen heute so viele Optimisten wie letztmals Ende 2021, kurz vor dem ausgeprägten Kurseinbruch. Nichts stimmt Anleger, Volkswirte und Analysten so optimistisch wie steigende Aktienkurse. Deshalb ist dieser Umschwung seit dem vergangenen Herbst verständlich. Aber ist er auch fundamental begründet?

China ist gefangen in einer strukturellen Deflation

Die Weltwirtschaft humpelt angeschlagen dahin. China, die Konjunkturlokomotive der vergangenen zwanzig Jahre, steckt in grösseren Schwierigkeiten. Die Investitions- und Kreditorgie mit heute völlig überdimensioniertem Wohnungsbestand muss einer strukturellen Bereinigung weichen, die Jahre in Anspruch nehmen wird. Die Situation erinnert an Japan anfangs der Neunzigerjahre, nur sind die Dimensionen der Exzesse in China sehr viel grösser. Es stehen rund 100 Millionen Wohnungen leer. Zum Vergleich: In den USA gibt es gesamthaft 140 Millionen Wohneinheiten. Und die chinesische Bevölkerung stagniert und kann somit nicht in die Leerstände hineinwachsen.

Da jetzt die Preise fallen, aber Hypothekarzinsen bezahlt werden müssen, sind Immobilien heute ein Verlustgeschäft. Das ist für die chinesischen Sparer unangenehm, denn sie haben rund zwei Drittel ihrer Ersparnisse in Immobilien angelegt. Dadurch wird die Konsumlust gedämpft. Bei den Jugendlichen besteht eine Arbeitslosenquote von über 20%. Bei Gesprächen mit chinesischen Studenten an der University of California Los Angeles habe ich kürzlich erfahren, dass ihre grösste Sorge ist, keinen attraktiven Arbeitsplatz zu erhalten, wenn sie nach China zurückkehren.

Die Regierung kann nicht einfach Geld ins System spritzen, wie das viele Auguren im Westen erwarten und gebetsmühlenartig wiederholen – obwohl ihre Prognosen laufend widerlegt werden. Sie kann auch keine neuen Investitions- und Bauprogramme lancieren, denn dies würde die Situation nur schlimmer machen. Mehr Brücken nach nirgendwo helfen nicht. Niedriges Wachstum, hohe Verschuldung, stagnierende Bevölkerung und der Konflikt mit den USA sind keine guten Vorzeichen und haben inzwischen die Inflation in eine Deflation gedreht. Dieser deflatorische Druck nimmt zu. Um ihm auszuweichen, müsste China den Geldhahn aufdrehen, die Währung schwächen und damit diese Deflation via eine fallende Währung in die Welt exportieren. Aber die Sparguthaben auf Bankkonten sind ebenfalls sehr gross und eine massive Geldschöpfung könnte deshalb schnell in Inflation umschlagen. Davor hat China traditionell Angst, denn die Kommunistische Partei Chinas übernahm die Macht inmitten des Chaos als Folge einer grossen Inflation.

Angesichts der gegenwärtigen Lage erwarte ich Hilfen der staatlichen Behörden, um die Konjunktur zu stützen, aber nicht zu stimulieren. Es ist eine Politik, die auf Stabilisierung und nicht mehr auf Wachstum ausgerichtet ist. Das bedeutet, dass China versuchen wird, weiterhin so viel wie möglich zu exportieren und die Währung kontrolliert nach unten gleiten zu lassen. Dagegen werden die Importe weiterhin schwach bleiben und die Nachfrage nach westlichen Produkten ebenfalls. Zudem bereitet sich China auf einen allfälligen Krieg mit den USA vor, legt entsprechend Vorräte aller Art an und schwört die Bevölkerung nationalistisch ein.

Für die Welt ist es problematisch, wenn die wichtigste Konjunkturlokomotive der letzten zwei Jahrzehnte ausfällt. Neben den negativen Nachfrageimpulsen stelle ich zudem fest, dass Chinas Devisenreserven trotz grossen Überschüssen in der Leistungsbilanz nicht mehr rezykliert werden. Das deutet darauf hin, dass China wohl in grossem Umfang auf Dollar lautende Bankkredite zurückzahlt. Die Zahlen sind zwar nicht transparent, aber wir sehen seit wenigen Jahren, dass die westlichen Banken ihre Kredite an ausländische Kreditnehmer zurückfahren. Das sind kontraktive Kreditimpulse für die Weltwirtschaft, die das Wachstum bremsen, was von den meisten Beobachtern übersehen wird. China ist für die übrige Welt vom konjunkturellen Rückenwind zum Gegenwind geworden.

Deutschland schaltet den Rückwärtsgang ein

In Europa läuft es wie so oft seit vielen Jahren – es bremst sich selbst durch eine kurzfristige und falsche Politik. Einmal ist es die Gleichmacherei in der EU, dann die Fehlkonstruktion Euro, dann die überbordenden Staatshilfen und momentan haben die Klimaapostel Oberwasser. Sie wollen in Europas grösster Volkswirtschaft die schon von der CDU unter Merkel eingeleitete Energiewende bewerkstelligen und fahren voll in Richtung Planwirtschaft. Auch das wird scheitern!

Die planwirtschaftlichen Entgleisungen von Scholz, Habeck und Co., welche die grösste Volkswirtschaft Europas und damit den ganzen Kontinent schwächen, sind ein Desaster. Die höchsten Energiepreise der Welt vertreiben die energieintensiven

Unternehmen und die damit verbundenen Arbeitsplätze, Einkommen und Steuersubstrate in andere Kontinente. Ideologie schlägt Hirn, bleibt das Motto. Dass Neuinvestitionen der deutschen Unternehmen nun im Ausland anstatt zuhause gemacht werden, kümmert die Regierung offensichtlich nicht. Man verteilt dafür Milliarden an Subventionen an ausländische Unternehmen, damit sie nach Deutschland kommen.

Zu allem Unglück kopiert die Schweiz einen Teil dieses Unsinns. Im Parlament verändert Rot/Grün mit ihren Zudienern aus der politischen Mitte auch unser Land. Die Mainstream-Medien befeuern oder beschönigen alles, anstatt die Wahrheit einer völlig entgleisten Energiewende aufzudecken und kritisch zu hinterfragen. Die Folgen werden mit der Zeit auch in der Schweiz sichtbar werden.

Der Einkaufsmanager-Index für die Schweiz, einer der verlässlichsten konjunkturellen Frühindikatoren, ist im Juli auf 38 gefallen, was mit Ausnahme von 2009 (33) tiefer ist als je zuvor in den letzten dreissig Jahren und der niedrigste Wert unter 38 beobachteten Industrieländern. Werte unter 50 deuten auf eine kommende Rezession hin. Österreich und Deutschland stehen nur marginal besser da. Aber es ist kein Aufschrei zu hören – nichts! Es ist fatal, dass nicht einmal die Wirtschaftsbesse Kritik üben am überhandnehmenden Etatismus, einer grassierenden Bürokratie und einer seit Jahren zu beobachtenden Verschlechterung der Rahmenbedingungen für die Wirtschaft.

Anstatt Kritik anzubringen und sich für ein besseres Umfeld einzusetzen, machen die Konzernbosse der grossen Publikumsgesellschaften jeden Unsinn mit – und schalten beispielsweise ganzseitige Inserate in Regenbogenfarben um sich dem Zeitgeist anzubiedern. Hauptsache, bei der Bonusverteilung sind keine Abstriche zu gewärtigen.

Die Konjunkturindikatoren zeigen für Europa keine Erholung, sondern weiterhin Kriechgang mit Risiko nach unten an. Europa hat wie Asien einen prozentual grösseren Anteil an verarbeitender Industrie als die USA. Und die verarbeitende

Industrie der Welt ist seit geraumer Zeit in der Rezession, auch wenn ihr Zustand laufend beschönigt wird.

Die US-Notenbank bremst weiter

Die vorderhand noch stärkste Konjunktur weisen die USA auf. Sie profitiert vom «Inflation Reduction Act» der Administration Biden. Mit Inflationsbekämpfung hat dieser aber kaum etwas zu tun, dafür mit grosszügigem Verteilen von Geld, welches die US-Regierung eigentlich gar nicht hat, sondern über neue Schulden beschaffen muss. Der Name ist euphemistisch wie so vieles in der heutigen Finanzpolitik, denn primär werden Staatsgelder an Konsumenten und Unternehmen (um ausländische Unternehmen mittels grosszügiger Subventionen anzulocken) verteilt, gesamthaft 1750 Mrd. \$.

Der Staatshaushalt ist, mit einer kurzen Ausnahme ums Jahr 2000, seit fünfzig Jahren defizitär. Momentan beträgt das Defizit trotz ansprechendem Wirtschaftswachstum mehr als 6% des BIP – ein trauriges Novum. Die Biden-Regierung schlägt bezüglich verluderter Staatsfinanzen alle ihre Vorgänger, obwohl schon diese massiv gesündigt hatten. Die US-Staatsverschuldung beträgt inzwischen fast 35 Bio. \$, oder 131% des BIP – und nähert sich mit Siebenmeilenstiefeln den hohen Werten Italiens, Griechenlands und anderer dubioser Schuldner.

Nachdem die Inflation im letzten Jahr überall im Westen stark gestiegen und von den Notenbanken lange unterschätzt worden war, begann das Fed ab Frühjahr 2022 und die EZB ab September 2022 mit schrittweisen Leitzinserhöhungen. Zudem nehmen beide Notenbanken seit geraumer Zeit Liquidität aus dem Markt, um mit diesem Bremsmanöver die Inflation zu brechen. Diese Politik nahm der Aktienmarkt vorweg und fiel bis im Oktober 2022 deutlich. Seither hat sich eine erstaunlich starke Erholung ergeben.

Einzelne Auguren führen dies auf starke Unternehmungsgewinne zurück – obwohl

gerade in den USA die Gewinne dieses Jahr bisher um 7% gefallen sind und gemäss einer Untersuchung der Notenbank 37% der Unternehmen notleidend sind. Ich sehe vielmehr einzelne Manöver der US-Zentralbank und des US-Finanzamtes, die temporär wieder Liquidität ins System spülten (Schuldenlimite, Bankenkrise), als Verursacher. Und die Finanzindustrie hat daraufhin grosse Kredite aufgenommen und am Aktienmarkt investiert. In der Tat ist die Position aggressiver Marktteilnehmer an den Terminmärkten für US-Aktien von einer Short-Position von über 500 Mrd. \$ im Herbst 2022 auf eine Long-Position von inzwischen über 400 Mrd. \$ gestiegen, was einem Umschwung von fast einer Billion Dollar entspricht.

Die geldpolitischen Bremsmanöver der vergangenen fünf Quartale werden sich mit einer Verzögerung wohl ab dem vierten Quartal 2023 bemerkbar machen. Es ist davon auszugehen, dass wir in den ersten Monaten des Jahres 2024 für viele überraschend einen Konjunkturerinbruch erleben werden. Auch in Europa wird sich die Konjunktur aufgrund der in den letzten zwölf Monaten eingeleiteten Bremsmanöver weiter verdunkeln. Und China wird keine Erlösung für den Westen bringen. Zudem sind die Läger in allen Regionen der Welt sehr hoch und werden abgebaut werden müssen, weil die Nachfrage schwächer wird. In der Folge muss die Produktion gedrosselt und die Beschäftigung reduziert werden.

Fliegt Biden aus dem Sattel?

Neben dem wirtschaftlichen baut sich in den USA aber auch ein politisches Gewitter auf. Der Biden-Familie sind aus der Zeit von Joe Biden als Vizepräsident inzwischen Korruptionfälle im Umfang von mehr als 20 Mio. \$ mit Oligarchen aus Russland, China, Kasachstan und der Ukraine nachgewiesen. Und es ist offensichtlich, dass nicht nur der Sohn, sondern auch der Vater, also der amtierende Präsident der USA, involviert ist.

Der Korruptionssumpf in Washington ist derart tief und gross, dass dies vermutlich nur die Spitze des Eisberges ist. Aber sie wird genügen, dass die Republikaner ein Amtsenthebungsverfahren einleiten werden, das erfolgreich sein kann. Die beiden

aussichtsreichsten Kandidaten für die Präsidentschaftswahlen 2024 – Joe Biden und Donald Trump – sind in grosse Wirren mit Justiz und Politik verstrickt, was den elenden Zustand der einst grossen Nation besser illustriert als jede Fundamentalanalyse.

Und schliesslich dürfte die Ukraine den Krieg gegen Russland verlieren. Die Ukraine verschießt täglich 6000 bis 8000 Schuss an 155-mm-Artilleriemunition, aber die USA produzieren maximal 30'000 und Europa höchstens 4000 Stück pro Monat. Russland verschießt zwischen 20'000 und 40'000 Schuss pro Tag, produziert aber mehrere 100'000 Patronen pro Monat. Europa ist schon weitgehend entwaffnet, und die USA sind alarmiert über die niedrigen Bestände an Waffen und Munition. Die ukrainische Armee hat nach meinen Informationen aus unabhängigen Kreisen etwa 500'000 Mann verloren (tot, verwundet, vermisst, gefangen), was mehr als der Hälfte der ganzen Armee entspricht. Deshalb dürfen Männer unter 60 Jahren das Land nicht mehr verlassen. Es ist eine grausame Tragödie.

Trend zur multilateralen Weltordnung

Es werden in den nächsten Monaten diverse schlechte Nachrichten für die USA und den Westen zusammenkommen. Am 22. August treffen sich die BRICS-Staaten (Brasilien, Russland, Indien, China, Südafrika), um unter anderem eine neue, an Gold gebundene Währungseinheit zu beschliessen. Diese Rechnungseinheit soll im BRICS-Universum zur Finanzierung und Abwicklung des Handels den Dollar ersetzen. Neben den fünf Gründungsmitgliedern stehen weitere 34 Staaten an, um Mitglied zu werden.

Die Hegemonie der USA wankt. Das Land versucht, seine Stellung einer unilateralen Weltmacht, wie sie es in den letzten 30 Jahren war, zu verteidigen. Aber die USA werden diesen Kampf nicht gewinnen können. Mit 4% der Weltbevölkerung können sie den anderen 96% nicht länger diktieren, was diese zu tun und zu lassen haben. Das kann nicht einmal China mit 17% der Weltbevölkerung.

Es wird deshalb zu einer noch zu definierenden multilateralen Weltordnung kommen, die aber erst im Entstehen ist. Die BRICS+ machen inzwischen mehr als die Hälfte der Weltbevölkerung aus, sie kontrollieren die Mehrheit der natürlichen Ressourcen, besitzen die Mehrheit des Goldes und ihre Fläche ist grösser als die Hälfte der Welt. Zwar ist es keine homogene Gruppe, aber sie ist schlagkräftig und wird von China/Russland gesteuert. Sollten sich die USA gegen eine multilaterale Weltordnung stellen, was sie momentan tun, dann wird die Welt in den kommenden Jahren sehr unruhig werden und es drohen Stellvertreterkriege. Besser wären einsichtige USA, die den diplomatischen Weg gehen und als Beispiel von Moral, wirtschaftlichem Erfolg, Demokratie und Freiheit ein klares Zeichen setzen. Aber in der Weltgeschichte wären eine solche Einsicht und ein solches Nachgeben eher die Ausnahme.

In den kommenden sechs bis neun Monaten werden an den Märkten vermutlich viele Verunsicherungen auftreten. Entgegen der Einschätzung der Mehrheit sind die Risiken sehr viel grösser als die Chancen. Es geht weiter auf der Achterbahn der Aktienbörsen, diesmal zuerst wohl wieder talwärts.

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.
