

„Vor uns liegt eine schwierige Zeit“

Auf der Internationalen Kapitalanlegertagung der ZfU in Zürich sprach der Schweizer Vermögensverwalter Felix W. Zulauf mit Smart Investor Klartext über die großen Trends an den Börsen und in der Politik.

Smart Investor: Sie rufen eine neue Baisse aus. Worauf sollten Anleger nun achten?

Zulauf: Die zwei großen Trends der letzten 15 Jahre waren der Investitionsboom durch die Industrialisierung der Schwellenländer und der Konsum- und Verschuldungsboom in der westlichen Welt. Der erste Trend ist abgesehen von temporären Wachstumsschwächen weiterhin intakt. China wird vielleicht nicht mehr mit 11,5%, sondern nur noch mit 7% oder 8% wachsen. Aber das wäre immer noch phantastisch. Der zweite große Trend, der Konsumboom, insbesondere in den angelsächsischen Volkswirtschaften, ist aber mit dem Ausbruch der Krise im Immobiliensektor gebrochen. Die Finanzierung des Überkonsums über die Erhöhung der Hypotheken ist nicht mehr möglich. Dadurch kommen die Konsumenten unter Druck. Dies ist ein struktureller Bruch, der meines Erachtens zu einer mehrjährigen Wachstumsstagnation führen wird.

Smart Investor: Sie glauben nicht, dass durch die Zinssenkungen der US-Notenbank die Konjunktur in Amerika schnell wieder anspringen wird?

Zulauf: Wenn Konsumenten und Banken ihre Bilanzen reparieren müssen, dann führt das im Kreditbereich zu einer Schrumpfung. Da können die Zinsen auf Null gesenkt werden, damit wird kein neuer Kredit generiert. Und ohne diesen gibt es keine großen Investitionen und Konsumausgaben in einer kreditbasierten Volkswirtschaft. Zudem sind die Zinssenkungen natürlich vor allem für erstklassige Schuldner, andere, und das ist die überwiegende Mehrheit, sehen ihre Kreditkosten aber steigen und nicht sinken. Deshalb werden schlussendlich die Regierungen mit staatlichen Ausgabenprogrammen die Konjunktur stimulieren müssen. Und dies führt dann natürlich zu einer beschleunigten steigenden Staatsverschuldung.



Der Schweizer Vermögensverwalter und Hedgefondsmanager Felix W. Zulauf ist seit über 30 Jahren erfolgreich am Markt tätig. Sowohl bei den jährlich in Zürich stattfindenden ZfU-Kapitalanlegertagungen wie auch beim „Barron's Roundtable“ werden seine Analysen sehr geschätzt. 1990 gründete er die „Zulauf Asset Management (ZAM) AG“ (www.zuam.ch), deren VR-Präsident er noch heute ist.

Smart Investor: Die Erfahrungen aus Japan belegen, dass diese Programme nur eine Strohfeuerwirkung haben.

Zulauf: Das wird in USA und Europa das Gleiche sein. Wobei die Japaner ihre Konjunktur stützten, indem sie die Sparrate von über 20% auf gegen Null reduzierten. Auch wies Japan 1990 einen großen, strukturellen Ertragsbilanzüberschuss auf und konnte die Probleme selbst finanzieren. In den angelsächsischen Volkswirtschaften wurden die Sparraten aber in den letzten 15 Jahren von etwa 15% auf gegen 0% reduziert. Wo soll hier also die Stütze herkommen? Auch hängen die USA und Großbritannien stark von ausländischen Kapitalzuflüssen ab. Diese müssen nun über vermehrtes Sparen reduziert werden. Sollten ihre Währungen einbrechen, würden die Inflationsraten über die Importpreise nach oben gehen und die Langfristzinsen ebenso. Die Welt, und insbesondere diese Defizitländer, stehen also vor einer sehr schwierigen Übung, die einige Jahre dauern und sehr schmerzhaft sein wird.

Smart Investor: Sie erwarten von politischer Seite keine nachhaltig positiven Impulse?

Zulauf: Die Politiker in Amerika wie auch in Europa sind doch alles Leute ohne irgendeine klare Vision über die Zukunft. Sie sind sich der bestehenden Strukturprobleme in ihrer ganzen Tiefe gar nicht bewusst. Im Großen und Ganzen sind wir somit schlicht führungslos und es wird dann einfach weiter gewurstelt. Andere nennen das „Management by Crisis“. In Krisenzeiten glauben die, sie müssten mit staatlichen Ausgabenprogrammen helfen. Deshalb steigen auch die Staats- und Steuerquoten laufend. In Amerika hat sich Hillary Clinton „Tax the rich!“ („Besteuere die Reichen!“) auf die Fahnen geschrieben. Dabei zahlen dort 44% der Bevölkerung aufgrund niedriger Einkommen gar keine Steuern. Die oberen 25% tragen 86% der

Japans Erfolgsbilanz der letzten Jahre fällt ernüchternd aus.



Steuerlast, und da gehört man schon mit 65.000 USD dazu. Auch bei uns inzwischen mehr als die Hälfte der Bürger Nettoprofiture des Staates. Deshalb kann die Demokratie nicht mehr korrigierend eingreifen. Die freie Marktwirtschaft wird zunehmend ausgehebelt und immer mehr zu einer Staatswirtschaft, die man dann „soziale Marktwirtschaft“ nennt.

Smart Investor: Sehen Sie denn eine Alternative?

Zulauf: Die Regierungsform Singapurs erscheint mir als die derzeit beste in der Welt. Diese Regierung weiß zwischen ökonomischem Sinn und Unsinn zu unterscheiden. Dort gibt es keine riesigen Versprechungen wie in unseren Sozialsystemen, mit denen wir doch längst bankrott sind. Man kann das höchstens mit inflationiertem Geld bedienen. Die wenigsten Politiker denken so weit. In der Schweiz gab es einen, der hat versucht, das Rad etwas zurückzudrehen. Den hat man jetzt abgewählt, obwohl er bessere Arbeit gemacht hat als alle anderen. Man will so etwas einfach nicht. Mit dem US-Präsidentschaftskandidaten Ron Paul läuft das genauso.

Smart Investor: Oder mit Kirchhoff in Deutschland.

Zulauf: Da hat Merkel versagt. Als er wegen seiner Ideen angegriffen wurde, hat sie ihn fallen gelassen. Dabei ist doch klar, dass er Recht hatte und wir uns mit einem „weiter so“ nur selbst und insbesondere unsere Kinder betrügen. Merkel aber hatte Angst. Frau Merkel macht schöne Töne auf Menschenrechts- und Klimakonferenzen, aber das ist doch nicht unser zentrales Problem: Wir brauchen politische Führung, um die mittelfristigen wirtschaftlichen Probleme richtig anzugehen.

Smart Investor: Befindet sich die westliche Demokratie auf dem absteigenden Ast?

Zulauf: Die Demokratie geht bis zum Zusammenbruch. Ich glaube nicht, dass man das korrigieren kann. Wir haben längst



In Singapur agiert die Politik mit Weitsicht.

die Grenze, bis zu der man gefahrlos zu einer gesunden Politik zurückkehren konnte, hinter uns gelassen. In vielen westlichen Staaten ist der Schuldendienst trotz historisch tiefster Zinsen der zweitgrößte Ausgabenposten im Staatshaushalt. Stellen sie sich einmal vor, was bei deutlich höheren Renditeniveaus passieren wird...

Smart Investor: Der politische Widerstand gegen höhere Zinsen wird enorm sein. In der Konsequenz läuft alles eher auf eine massive Inflation hinaus, oder?

Zulauf: Die Wahrscheinlichkeit einer großen Inflation ist auf längere Sicht sehr hoch. Es mag allerdings nochmals 10 oder 15 Jahre dauern, bis die Stunde der Abrechnung kommt.

Smart Investor: Ist Gold über 900 USD pro Unze noch attraktiv?

Zulauf: Die Realzinsen sind seit dem Ausbruch der Krise im August letzten Jahres wieder negativ und werden vermutlich noch einige Jahre im Minusbereich bleiben. Das war der Startschuss für Gold, und solange diese fundamentalen Faktoren sich nicht sehr wesentlich verändern, geht die Goldhaussa weiter. In solchen Marktphasen fragen Investoren vermehrt Gold nach. Gleichzeitig berichten viele Minengesellschaften von massiv steigenden Kosten und fallenden Erzgehalten, weswegen die Produktion sinkt, und dies trotz steigendem Goldpreis. Ich kann kurzfristig einen Rückgang auf 800 USD nicht ausschließen, aber bei 850 USD und darunter kann man bedenkenlos kaufen. Bereits 2008 könnten wir in einer Übertreibungsphase 1.100 USD sehen, in ein bis zwei Jahren sind 1.500 USD oder mehr möglich. Jedenfalls wird Gold in den kommenden Jahren besser performen als Aktien.

Smart Investor: Was empfehlen Sie konkret?

Zulauf: Ich würde Barrengold kaufen. Für kleinere Anlagebeträge eignen sich auch Münzen. Wer Gold nicht physisch erwerben möchte, sollte lieber ETFs als Zertifikate kaufen. Bei letzteren haben Sie immer eine Bank dazwischen, die im Zweifel dafür gerade stehen muss. >>

Anzeige

Brausen Sie rein! Wagner's Morgenanalyse

Ihr Wissensvorsprung! Täglich! Vor dem Opening!

Jeden Morgen um 08:45 Uhr bei TTV.



www.traders-mag.com





„Lieber den Barren in der Hand als ein Zertifikat im Depot“.

Smart Investor: Was erwarten Sie von den Agrarrohstoffen?

Zulauf: Bei Wasser und Land, den beiden wichtigsten Komponenten für die Produktion von Nahrungsmitteln, laufen wir auf eine globale Knappheit zu. In den Industrieländern ist das Land oft übernutzt. Die Erträge pro Hektar können kaum noch wachsen. In den aufstrebenden Ländern geht Kulturland im Zuge der Industrialisierung und des Ausbaus der Infrastruktur verloren. Hinzu kommen klimatische und Umweltprobleme. Der Wasserverbrauch ist unglaublich ineffizient. Auch hier versagt die Politik: Wir subventionieren die Umwandlung von Nahrungsmitteln zu Ethanol. Absoluter Unfug! Wir blockieren knappes Land und verbrauchen Unmengen an Wasser für eine Benzinersatzproduktion, deren Energiebilanz negativ ist.

Smart Investor: Was erwarten Sie bei Öl nach dem großen Anstieg auf 100 USD?

Zulauf: In zehn Jahren werden wir vermutlich bei 300 USD liegen. Selbst die OPEC wird ab ca. 2012 nicht mehr in der Lage sein, ihr Produktionsniveau weiter zu steigern. Asiens Nachfrage bleibt der treibende Faktor. Wir können den Asiaten jedoch nicht verbieten, Öl zu kaufen! Ab 2012/2013 rechne ich mit dem nächsten Preisschub. Kurzfristig hege ich keine großen Erwartungen. Der Preis mag noch einmal auf etwa 130 USD gehen, aber der erste große Schub ist dann etwa vorbei. Als Tief für 2008/09 kann ich mir etwa 70 USD vorstellen.

Smart Investor: Vor einem Jahr waren Sie noch deutlich positiver für Aktien gestimmt. Was hat sich so grundlegend geändert, dass Sie nun eine neue Baisse ausrufen? Sind Sie selbst überrascht von dem Ausmaß der Finanzkrise?

Zulauf: Am Ende ist man immer überrascht, wie viel Unsinn da angestellt wurde. Aber Sie haben Recht: Ich habe meine positiven Erwartungen für 2008/2009 im vierten Quartal letzten Jahres korrigiert. Aufgrund des ansonsten recht zuverlässigen Dekadenzyklus hatte ich 2007 Probleme und eine Finanzkrise erwartet. Allerdings dachte ich, die Notenbanken würden wie 1998 oder 1987/88 mit einer massiven Rettungsaktion eine große Krise nochmals verhindern und den Zyklus damit um ein bis zwei Jahre verlängern. Ich glaube immer noch, dass ein solcher monetärer Stoß anläuft. Er wird nach dem Platzen der Immobilienblase aber in jenen problembeladenen Volkswirtschaften keine großen Wirkungen mehr entfalten können, denn im Vergleich zu 1987 oder 1998 sind die Dimensionen heute dramatisch. Mit Russland ging eine verhältnismäßig kleine Volkswirtschaft bankrott, und die Pleite des Hedgefonds LTCM verursachte einen Schaden von gerade einmal 4 Mrd. USD. Heute haben

wir eine ganze Reihe von renommierten Banken mit immensen Bilanzproblemen, und die Abschreibungen im Kreditssystem werden sich vermutlich auf mehr als 500 Mrd. USD belaufen.

Smart Investor: Reicht das von Asiaten und Arabern zur Verfügung gestellte neue Eigenkapital nicht aus?

Zulauf: Für den akuten Bedarf der Großbanken reicht das vermutlich aus. Aber es werden sich zusätzlich neue Lücken auf-tun, und auch die mittleren und kleinen Institute werden Kapital benötigen. Es sind längst noch nicht alle Krisen abgearbeitet. Das wird sich noch auf Autofinanzierungen, Konsumentenkredite und Kreditkartenschulden, Credit Default Swaps usw. ausweiten. Es wird allerdings einmal eine kräftige Erholung dieser stark gebeutelten Aktien von tiefem Niveau geben. Das wird dann prozentual sogar attraktiv sein. Aber diese Erholung wird nicht anhalten, denn die Geschäftsmodelle der Banken werden auf eine konservativere Basis gestellt werden.

Smart Investor: Das ist aber ein das System gefährdendes Szenario?

Zulauf: Es ist in der Tat nicht ungefährlich. Viele namhafte Institute haben nur 2 oder 3% Eigenkapital in der Bilanz. Realistisch bewertet haben sie keines mehr. Man wird sie natürlich nicht zwingen, ihre Aktiva marktgerecht zu bewerten. Die Aufsichtsbehörden werden sagen, wir geben euch Zeit. Ihr könnt das jetzt so und so bewerten und müsst die Verluste dann nach und nach abschreiben. Das ist aber kein Prozess, der in sechs oder neun Monaten abgeschlossen sein wird. Das dauert Jahre. Deshalb wird das System nicht krachen, die Aufsichtsbehörden werden den Instituten nur soviel zumuten, dass es nicht zu einem Gau kommt, denn es steht zu viel auf dem Spiel.

Smart Investor: Verpuffen die US-Zinssenkungen wirkungslos, oder werden gar anderswo neue Blasen aufgepumpt?

Zulauf: Wenn die geldpolitischen Impulse Wirkungen entfalten, dann primär an Märkten, die strukturell gesund sind. Das könnten beispielsweise die Rohstoffe und Rohstoffaktien sein oder Aktien, die von der weiteren Industrialisierung der Schwellen-



In den Augen von Zulauf könnte das Kartenhaus „Finanzsystem“ vor einer ernstesten Krise stehen.



In einzelnen Emerging Markets könnten sich Blasen bilden – im Bild die brasilianische Stadt Florianópolis.

länder profitieren, vielleicht sogar ausgewählte Emerging Markets (EMA). Wenn die etablierten Aktienmärkte nicht laufen, die Rohstoffe und allenfalls auch ausgewählte EMAs aber plötzlich wieder ansteigen und neue Hochs machen, dann könnte ich mir vorstellen, dass Kapital in erheblichem Ausmaß dorthin umgeleitet wird und es zu Blasen kommt. Im August gab es eine Miniausgabe genau dieses Szenarios. Wir hatten einen Einbruch, und dann schossen die EMAs auf dramatische neue Allzeithochs: Brasilien ging um 40%, Hongkong ging um 60% und China um 70% nach oben.

Smart Investor: Sie glauben, dass es jetzt grundsätzlich keine gute Zeit für Aktienkäufe ist?

Zulauf: Nun, das hängt vom Zeithorizont ab. Die Aktienmärkte werden vermutlich im Frühjahr ein gutes Tief machen und sich dann etwas erholen. Aber mit einem längeren Zeithorizont sieht es etwas anders aus. Von 2000 bis weit ins nächste Jahrzehnt hinein wird man in den etablierten Märkten per Saldo sehr wenig verdienen und real vermutlich sogar verlieren. In diesem Seitwärtstrend sind wir 2007 wieder oben angeschlagen, und jetzt arbeiten wir wieder erneut den Weg nach unten ab. Das Ende dieses Prozesses wird vermutlich erst mit dem Ende der nächsten globa-

um fast 50% nach oben von diesem Trend ab und haben entsprechend massiv überschossen als Folge des globalen Booms.

Smart Investor: Sie können sich vorstellen, dass die US-Notenbank die Zinsen bis auf 0% absenken wird. Wird das die Aktienmärkte nicht beleben?

Zulauf: Wenn die Zinsen sinken, weil sich die Wirtschaft abschwächt, dann gehen die Aktienkurse nicht nach oben, sondern nach unten. Darüber habe ich schon mehrfach Debatten mit Wall Street-Leuten geführt. Wenn die Zinsen sinken, weil die Nachfrage nach Krediten zurückgeht oder nicht mehr wächst, so sinken die Aktienkurse. Das ist der Normalfall. Wenn die Zinsen sinken, obschon die Nachfrage nach Krediten groß ist, also weil dann die Notenbanken diese Kreditaufnahmen verbilligen, dann steigen die Aktien mit sinkenden Zinsen. Momentan fallen die Aktien und die Zinsen. Wir haben jetzt die vierte Zinssenkung gehabt, und wir sind deutlich tiefer als bei der ersten. Das können Sie übrigens auch mit dem Verlauf 2001/02 vergleichen.

Smart Investor: Womit kann man in den von Ihnen beschriebenen Szenarien denn überhaupt Geld verdienen?

Zulauf: Von den Anlageklassen sehe ich Staatsanleihen dieses Jahr noch gut, und mit den wirtschaftlichen Problemen könnte die Flucht in die (falsche) Sicherheit die Renditen nochmals in die Nähe der historischen Tiefstände bringen. Aber danach werden Nominalwerte sehr gefährlich werden. Der große Gewinner könnten die Rohstoffe sein, wo die Angebots-/Nachfragesituation noch weitere Avancen zulässt, allerdings auch nicht mehr auf der ganzen Breite, sondern nur noch selektiv. Vor uns liegt eine schwierige, herausfordernde Zeit. Kapitalerhalt ist derzeit wichtiger als Kapitalvermehrung. Seien Sie vorsichtig, gehen Sie nur in Märkte, die Sie kennen. Lassen Sie sich professionell beraten. Versuchen Sie einige Jahre Ihr Kapital zu erhalten und seien Sie bescheiden. Erst wenn sich die Vorzeichen wieder ändern, kann man bei Aktien wieder aggressiv werden.

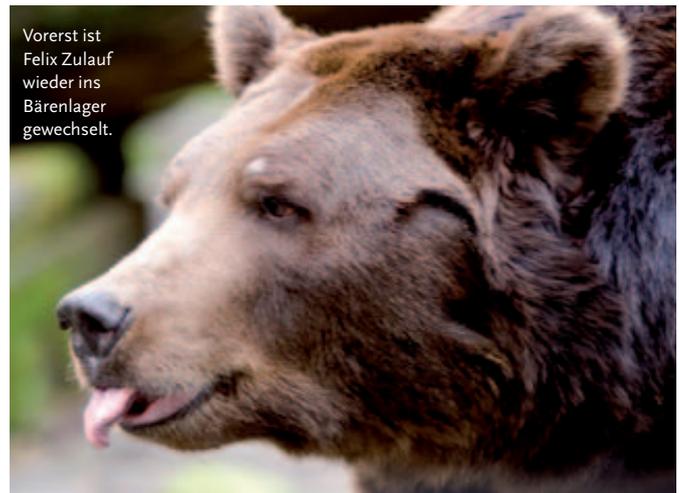
Smart Investor: Vielen Dank für das Gespräch.

Interview: Ralf Flierl, Daniel Haase



Mit „Leuten“ von der Wall Street debattiert Felix Zulauf am liebsten.

len Rezession zusammenfallen, und das erwarte ich in den ersten Jahren des nächsten Jahrzehnts. In Nordamerika und Westeuropa sind Aktien daher eher unattraktiv, wenngleich die Baisse nominell begrenzt ausfallen könnte, weil die Reflationierung sehr intensiv werden dürfte. Wir dürfen nicht vergessen, dass die Gewinnmargen auf einem Höchststand seit Jahrzehnten stehen. Mit fallender Kapazitätsauslastung und zunehmenden Arbeitskämpfen wird es dort Druck nach unten geben. Die Erträge des MSCI Weltaktienindex sind in den letzten 50 Jahren im Schnitt etwa 6-7% nominell pro Jahr gewachsen. Aber heute weichen die Erträge



Vorerst ist Felix Zulauf wieder ins Bärenlager gewechselt.