

# PARADIGMAWECHSEL

Ein Bericht von Felix W. Zulauf

Erinnern Sie sich noch als der japanische Aktienindex Nikkei anfangs 1990 in der Nähe von 40'000 notierte? Zu jener Zeit begriffen nicht einmal die grossen „Bären“, wie dramatisch sich die fundamentale Situation Japans in den nachfolgenden Jahren verschlechtern würde. Der Markt lernte diese Lektion auf schmerzhafteste Art und Weise, denn heute notiert der gleiche Index um 10'000. Dies ist ein Verlust von 75% im Verlaufe von 12 Jahren. Dass Aktien langfristig immer steigen ist damit entweder widerlegt oder zumindest bezüglich Zeitachse deutlich relativiert gegenüber der weit verbreiteten optimistischen Meinung.

Mitte der 90er Jahre begannen zahlreiche Märkte der Schwellenländer eine grosse Baisse und selbst in Lokalwährung, geschweige denn in US-Dollar oder Euro gerechnet, sind auch dort die Anleger trotz zwischenzeitlich kräftigen Erholungen noch immer deutlich unter Wasser. Seit einigen Jahren verrete ich die Ansicht, dass auch die Märkte der USA und Europas vor mehrjährigen strukturellen Baissen nicht geschützt sind und einem ähnlichen Schicksal entgegensteuern. Der Prozess ist bereits in vollem Gang, haben doch die Aktienindizes der grossen Märkte bereits rund die Hälfte ihrer Spitzenwerte verloren.

Die überwiegende Mehrheit der „Experten“ vertritt nach wie vor die Meinung, dass weder die Weltwirtschaft grössere Probleme, noch die Aktienmärkte in den kommenden Jahren weitere Verluste erleiden könnten. Dagegen wird seit Beginn der Baisse vehement die Meinung propagiert, dass Aktien nun günstig bewertet seien und deshalb auf einige Jahre Sicht eine erfolgreiche Anlage sein würden. Aus diesen Gründen warnen viele „Experten“ seit dem ersten Einbruch im Jahre 2000 vor dem Verkauf von Aktien, da man keinesfalls

die Nerven verlieren sollte und der Markt völlig irrational nach unten übertrieben habe. Bald werde sich eine Normalisierung, sprich „erneuter Anstieg der Aktienkurse“, wieder einstellen.



Abb. 1: Felix W. Zulauf

In den nachfolgenden Ausführungen geht es mir darum sachlich die Probleme beim Namen zu nennen und meine nüchterne Analyse der Lage und die daraus möglichen Folgen darzustellen. Als professionelle Anleger, die von ihren Kunden primär für anhaltende Wertsteigerungen bezahlt werden, können wir uns den Luxus nicht leisten, über Jahre falsch zu liegen und zu behaupten, die Märkte seien irrational. Gerade in den vergangenen vier Jahren haben wir mit einem Nettowertzuwachs von 90% gezeigt, dass wir selbst unter den schwierigsten Umständen in der Lage waren, für unsere Kunden eine stetige Wertsteigerung ihres Kapitals mit im Schnitt 18% p.a. zu erzielen. Dagegen sind die breiten europäischen Aktienindizes unter grossen Schwankungen per saldo um etwa 25% eingebrochen.

In meiner etwas abstrakten Analyse funktioniert die Volkswirtschaft der USA als Schwungrad für die Weltwirtschaft. Mit anderen Worten sind die übrigen Volkswirtschaften der Welt lediglich von der US Konjunktur angetriebene Satelliten.

Gleichzeitig gehe ich davon aus, dass eine gesunde wirtschaftliche Expansion mit steigenden Unternehmenserträgen beginnt. Dies

führt dann zu vermehrten Investitionen. Dort entsteht der vielfach zitierte Multiplikatoreffekt, der zusätzliche Arbeitsplätze, ein steigendes Einkommen und daraus einen höheren Verbrauch nachzieht.

Ein ernsthaftes Problem für die Industrieländer ist die Globalisierung. Im Laufe der letzten zehn Jahre hat sie sich mit aller Kraft ausgebreitet und damit neue und inzwischen sehr leistungsfähige Wettbewerber geschaffen. China ist heute praktisch in der Lage fast alle Produkte des Westens mit gleicher Qualität, jedoch um mindestens einen Drittel günstiger, herzustellen. Es wird nicht mehr lange gehen, wird China beispielsweise Boeing und Airbus mit gleichwertigen Flugzeugen konkurrenzieren. Die Folge davon ist ein stetiger Abwärtsdruck auf Produktpreise, Gewinnmargen und Unternehmungserträge in den Industrieländern. Damit wird die Quelle einer anhaltenden wirtschaftlichen Expansion strukturell geschwächt. Dieser Prozess und das resultierende Problem ist deflationärer Natur und wird noch viele Jahre dauern.

Das zweite Problem ist der Aufbau von massiven Ungleichgewichten in der amerikanischen Volkswirtschaft, dem Schwungrad der Weltwirtschaft. Seit vielen Jahren werden jeweils alle auftretenden wirtschaftlichen Probleme primär über eine grosszügige Geldversorgung bzw. Senkung der Zinssätze bekämpft. Ganz besonders ausgeprägt stellen wir dies in den USA fest. Zwar wurden jeweils die akuten Probleme kurzfristig gelöst bzw. überdeckt, jedoch wurden damit bereits auch die nächsten aufgebaut. Das letzte Beispiel ist 1998 als die asiatische Region sowie auch Russland in eine grosse Krise stürzten, die wiederum das globale Kreditsystem gefährdete. Die damals von

den Notenbanken neu geschöpften liquiden Mittel – übrigens ohne einen gleichsam erhöhten Mehrwert in der Realwirtschaft – endeten schlussendlich in den Branchen Telekommunikation und Technologie und finanzierten jene Blasen.

Diese seit vielen Jahren betriebene einseitige und sehr kurzsichtige Wirtschaftspolitik wurde auch in der letzten Krise eingesetzt als die Technologie- und Telekom-Blase platzte. Die Folge dieser Politik ist ein immer grösserer Turm von Krediten relativ zur Gesamtwirtschaft. Inzwischen weist „Corporate America“ die schwächsten Bilanzen seit den 20er-Jahren auf. Das Total aller Kredite der öffentlichen Hand, des Unternehmungssektors sowie der privaten Haushalte ist mit 30 Billionen (30'000'000'000'000) jetzt dreimal so gross wie das Bruttoinlandprodukt.

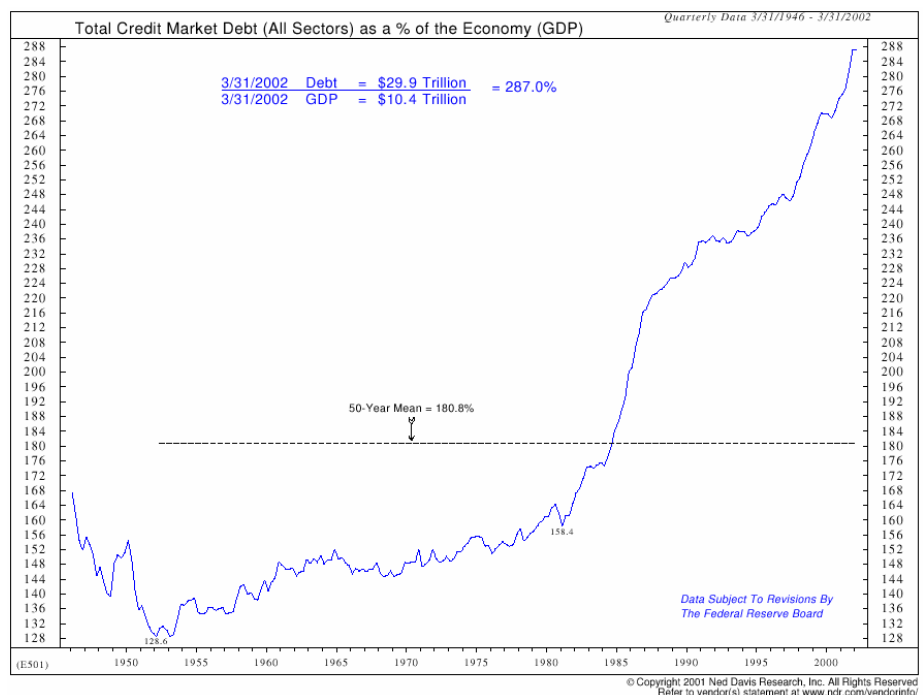


Abb. 2: Leverage des Systems ist extrem

Noch 1980 war es lediglich 1,5 mal das BIP! Mit einem Zinssatz, der deutlich über dem Wachstum des nominellen Bruttoinlandpro-

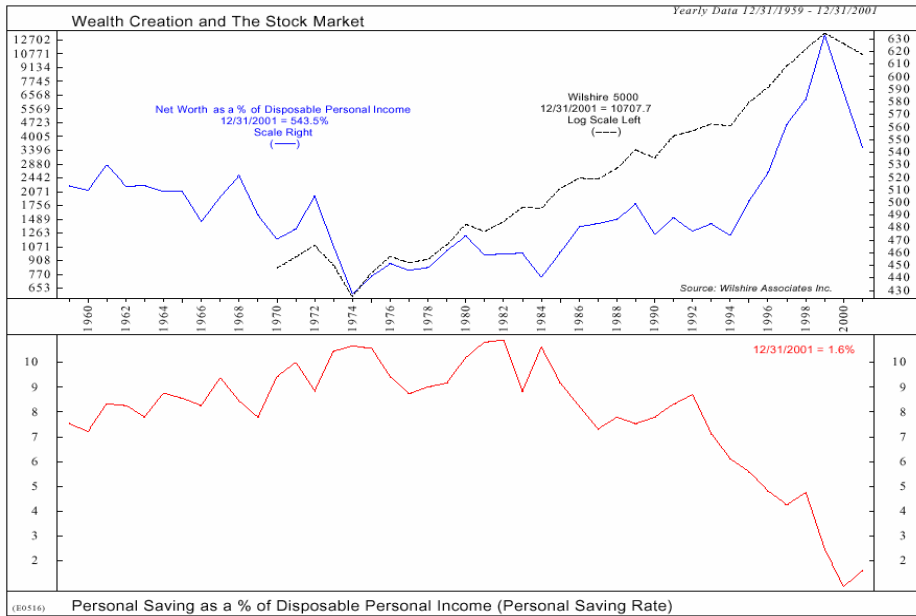


Abb. 3: US Verbraucher zeigt die Verwundbarkeit des Systems

zu kommen. Dank dieser Wertsteigerung bei Immobilien hat der Verbraucher die Börsenverluste der letzten Jahre teilweise kompensiert und damit sein Ausgabeverhalten nur geringfügig verändert. In der Tat hat er die höheren Immobilienpreise benutzt um seine Hypothek zu erhöhen und mit dem Kredit seinen Lebensunterhalt weiterhin auf einem überhöhten Niveau zu halten. Damit hat er die Konjunktur kurzfristig gestützt. Seine Sparrate von zwischen 7-11% in den letzten Jahrzehnten hat er als Folge der Wertsteigerungen von Aktien und Immobilien innert weniger als 10 Jahren auf 0% hinunter gefahren (siehe Grafik 3).

duktes steht, wird die Bedienung der ausstehenden Schulden zunehmend problematischer, was sich auch im letzten Quartal bereits in der höchsten Ausfallquote am Bondmarkt der USA seit den 30er Jahren zeigt.

ren auf 0% hinunter gefahren (siehe Grafik 3).

Anstatt den Verbraucher mehr sparen und ihn seine Bilanz reparieren zu lassen, wie er das in jeder Krise normalerweise tut, wollte die Notenbank angesichts des Aktienmarkteinbruchs auf Teufel komm raus eine Rezession verhindern und hat die Zinsen im historischen Rekordausmass gesenkt und wiederum massiv neu Geld an der Quelle geschöpft. Damit hat sie die nächste Blase, nämlich den Wohnungsbau weiter angeheizt und aufgeblasen, ähnlich wie 1999 die Technologieblase. Anstatt einer Gesundung des Systems hat sie eine weitere Schwächung der Bilanz des Konsumenten gefördert, nur um kurzfristig über die Runden

Selbstverständlich sind im Laufe der Jahre mit den Schulden auch die Werte der Aktiven in der Bilanz gewachsen. Das Problem beginnt jedoch dann, wenn diese Vermögenswerte an Wert verlieren.

Der Verlust von Aktien wurde teilweise kom-

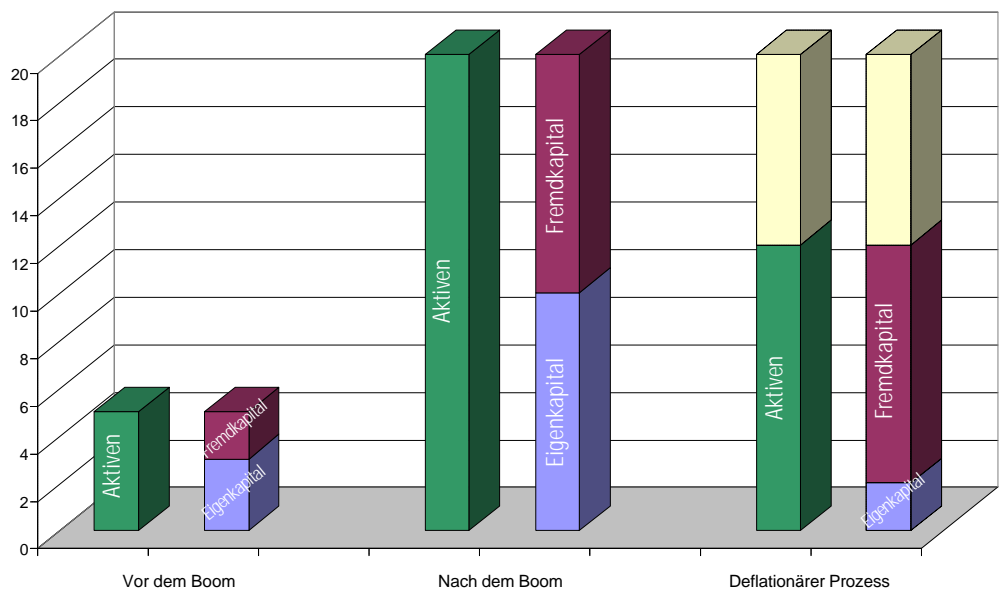


Abb. 4: Veränderung der Bilanz von „Boom zu Bust“



pensiert mit Gewinnen bei den Immobilien. Jedoch sind die Immobilienpreise nun bereits sehr hoch und Anzeichen einer Blase sind unverkennbar. Sollten die Liegenschaftpreise zusammen mit Aktien auch schwächer tendieren, was zu erwarten ist, so würde der Verbraucher entsprechend zurückhaltender und die Sparrate würde deutlich steigen. Ich gehe davon aus, dass sie im Laufe der nächsten Jahre wieder in die alte Bandbreite von 7-11% zurückpendeln könnte. Ein Anstieg der Sparrate um einen Prozentpunkt bedeutet grob geschätzt einen Konsumeinbruch von etwa \$80 Milliarden pro Jahr. Sie können die Rechnung selbst machen. Eine Normalisierung des Verbraucherverhaltens würde also eine mehrjährige Konjunkturschwäche von grosser Tragweite zur Folge haben. Es ist davon auszugehen, dass mit einer solchen Krise die Behörden wiederum eingreifen würden. Allerdings dürfte aufgrund der bereits sehr tiefen Zinssätze und der zunehmenden Probleme bei Schuldner die Geldpolitik ebenso wenig greifen, wie wir dies seit Jahren in Japan feststellen. Damit wird die US Regierung gezwungen werden mittels einer sehr expansiven Fiskalpolitik das System zu stützen, mit Rekorddefiziten im Staatshaushalt als Folge.

Zu dieser Ausgangslage kommt für Europa noch hinzu, dass sich der alte Kontinent mit der Einführung des Euro noch eine selbstgewählte deflationäre Zwangsjacke im dümmsten Moment unserer Wirtschaftsgeschichte übergezogen hat. Aufgrund der Maastrichter Verträge dürfen die Mitgliedstaaten keine Defizite von mehr als 3% des BIP aufweisen, sonst werden die entsprechenden Staaten mit drakonischen Geldstrafen gebüsst. Obschon alle Regierungen kreative Buchhaltungsführung betreiben – wie viele Unternehmen auch – fällt dadurch die Fiskalpolitik vorderhand als aktiv einsetzbares Instrument für Europa aus. Bezüglich Geldpolitik richtet sich die Europäische Zentralbank

nach den Zahlen des Eurolands aus. Da die Volkswirtschaften der Mitgliederländer aber völlig unterschiedlich sind – und insbesondere die Bundesrepublik mit der Finanzierung der Ostländer namhaft geschwächt bleibt -, ist der Zinssatz für die einen viel zu hoch (Deutschland, Frankreich, Italien) und für die andern viel zu tief. Während Irland und Portugal boomen und Inflationsraten von etwa 5% aufweisen wachsen die Volkswirtschaften der Kernländer nominal noch lediglich mit 2% oder weniger. Mit einem Geldmarktsatz von deutlich über 3% bleibt damit die Geldpolitik für Kerneuropa sehr deflationär.

Als Folge der bis anhin gemachten Äusserungen müssen die Erwartungen bezüglich Unternehmungsgewinne völlig neu beurteilt werden. Seit dem zweiten Weltkrieg wuchsen diese in Europa wie auch in den USA mit 7% p.a. Ebenso zeigt sich, dass die Gewinne im Gleichschritt mit dem Wachstum des nominalen Bruttoinlandproduktes wachsen. In einer praktisch inflationsfreien Welt kann in den kommenden Jahren von maximal 2-4% Wachstum ausgegangen werden. Zur Zeit schätzen die Experten noch, dass die Unternehmungsgewinne in den USA mit 13,5% und in Europa mit 10,5% p.a. wachsen in den kommenden fünf Jahren. Hier werden wir mit laufenden Enttäuschungen rechnen müssen. Für weniger Wachstum wird auch weniger bezahlt, d.h. dass die Bewertung von Dividendenpapieren in den kommenden Jahren im Trend ebenso deutlich fallen wird.

Die grössten Bewertungsübertreibungen stellen wir nach wie vor in den USA fest. Selbst nachdem sich der S&P500 Index nun schon praktisch halbiert hat wird er mit einem KGV von 31, einem Kurs/Buchwert von 3,8 und einem Kurs/Dividendenverhältnis von über 60 bewertet.

An allen wichtigen Marktspitzen seit dem



vom heutigen Niveau. Sollte er jedoch auf Bewertungsniveaus von früheren strukturellen Baisse-tiefstpunkten fallen, so könnte er sich auch noch vierteln.

In Europa bestehen sehr viel weniger Exzesse als in den USA. Jedoch haben wir auch aufgrund der Demographie, der nach wie vor grossen Abhängigkeit von den USA, der bisher fehlenden markt-wirtschaftlichen Eigendynamik und der unglücklichen Euro Hypo-thek kaum Voraussetzungen um diesen Trends zu entfliehen.

Abb. 5: Bewertung bleibt hoch – selbst nach der grossen Kursschwäche

Tiefstpunkt 1932 ergaben sich im Durch-schnitt die folgenden Extremwerte:

	KGV	KBV	KDV
Höchst	21,7	2,9	43,1
Tiefst	7,8	0,9	14,0

Diese Daten basieren auf dem publizierten Wert für die vergan-genen 12 Monate. Die „Experten“ bestreiten diese, da für sie die Gewinne der Zukunft zählen und diese wiederum hö-her liegen würden. Mag sein, jedoch haben sie dies auch schon in den letzten Jahren erzählt. Halten wir uns deshalb an Fakten, nicht an Schätzungen.

Die Zahlen verdeutlichen, dass wir noch weit von einem Ende oder Boden für den strukturel-len Bearmarkt entfernt sind. Meines Erachtens wird sich auf-grund der historischen Erfah-rung der S&P500 im besten Falle etwas mehr als halbieren

Hinzu kommen dürfte eine Wäh-rungsentwicklung, die uns alles andere als Freude bereiten wird. Die USA wurden im Verlauf der 80er Jahre zum Netto-schuldner gegenüber dem Ausland. Seither haben die Vereinigten Staaten weiterhin Jahr für Jahr grosse Defizite in der Leistungsbilanz aufgebaut, die sich inzwischen auf etwa \$ 2,5 Billionen (2'500'000'000'000) aufgetürmt haben.

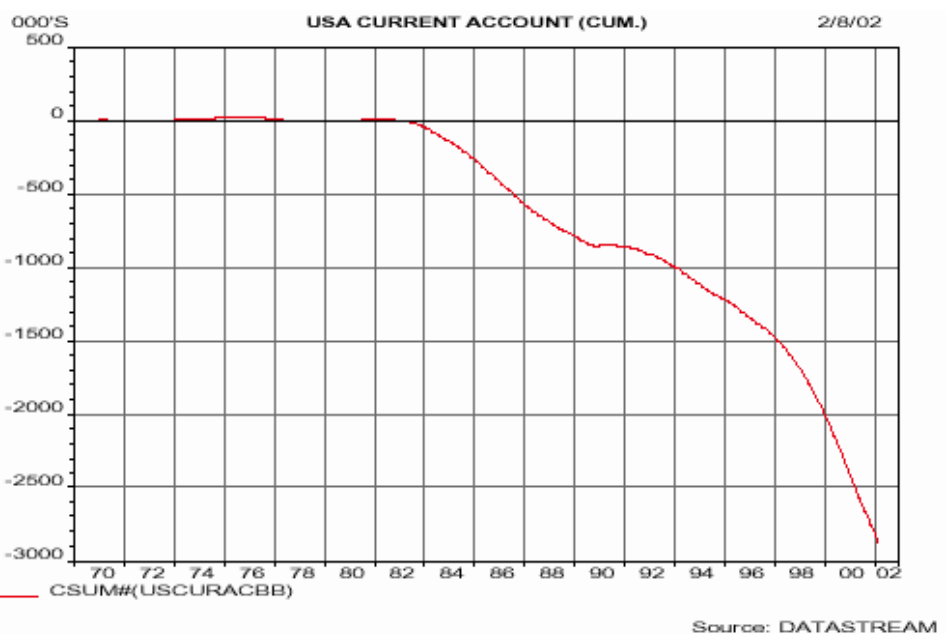
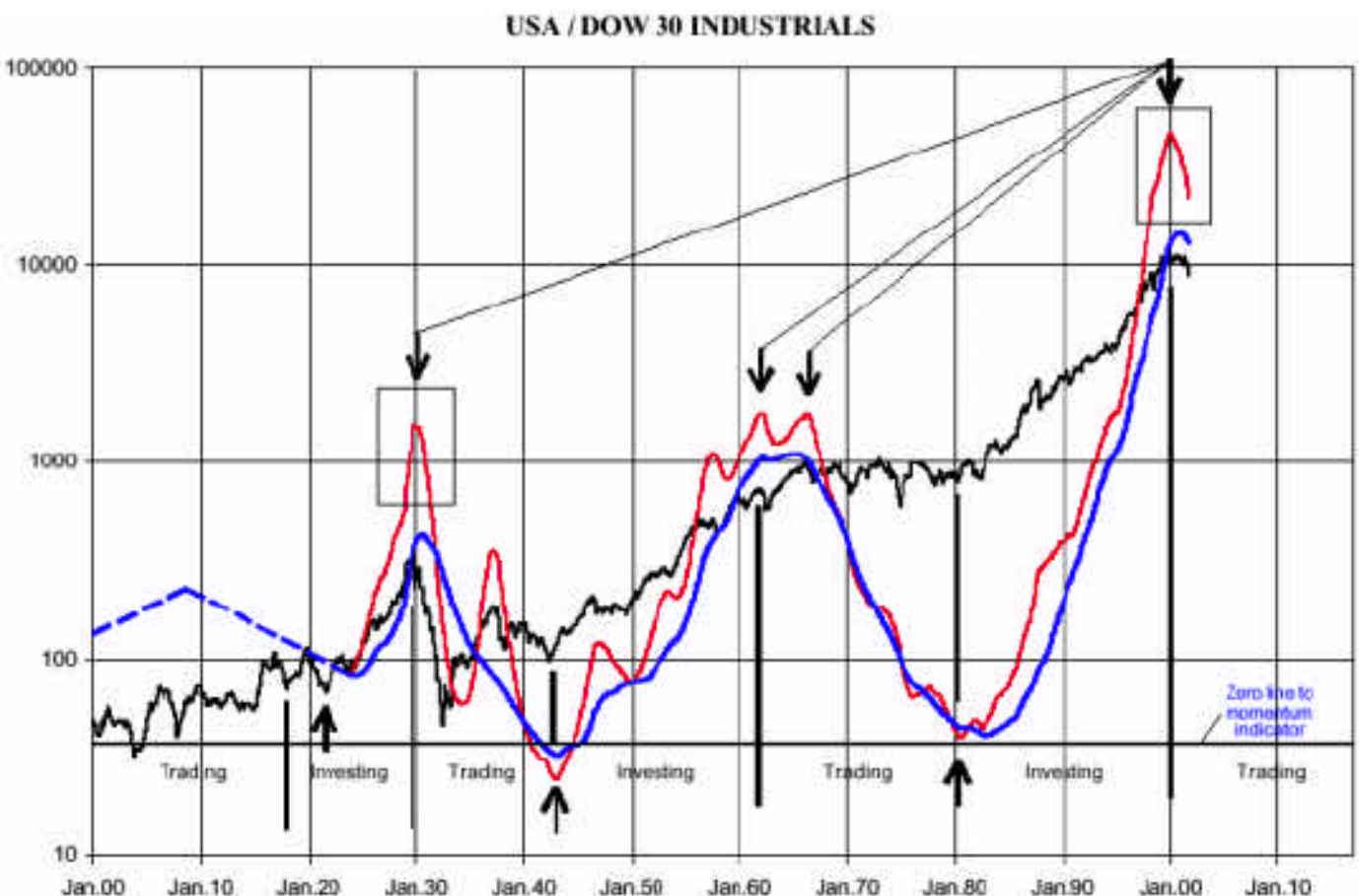


Abb. 6: Leistungsbilanz (Saldo kumuliert)

Dies sind US-Dollars in den Händen von Ausländern. Solange die US Wirtschaft eine höhere Rendite auf Investitionen versprach, war es für die USA kein Problem ein tägliches Defizit von über einer Milliarde mit ausländischem Geld zu finanzieren. Jetzt fängt jedoch der Glanz Amerikas an abzublättern und die Renditen fallen, teilweise ins Minus. Die USA werden zunehmend zu einem Problemfall. Der zyklische Anstieg des Dollars seit Mitte der 90er-Jahre ist vorbei und eine mehrjährige Baisse hat begonnen. Die Dollars in den Händen der Ausländer werden zu heissen Kartoffeln, die man schnell loswerden möchte. Aufgrund der aufgezeigten Dimensionen ist kaum davon auszugehen, dass sich diese Abwertung der amerikanischen Valuta gegenüber anderen Währungen in normalem Rahmen abspielen wird. Sie wird auch nicht dort halten

machen, wo sie es aufgrund der Theorie der Kaufkraftparitäten machen müsste. Ich möchte hier zu bedenken geben, dass in wirtschaftlichen Krisen das Kapital per saldo immer in die Heimat zurückfliesst. Mit anderen Worten werden die Währungen von Ländern mit strukturellen Leistungsbilanzüberschüssen, wie dies Japan oder die Schweiz sind, fester. Das Gegenteil gilt für die strukturellen Defizitländer, wie z.B. die USA.

Abschliessend lohnt sich ein Blick auf Grafik 7 (unten). Sie zeigt den amerikanischen Dow Jones Industrial Average der letzten 100 Jahre. Gleichzeitig weisen zwei zeitgewichtete Momentum Indikatoren in grossen Abständen Kauf- und Verkaufssignale auf, nämlich dann wenn beide zusammen die Richtung ändern. Man darf die Meinung vertreten, dass sämtli-



© copyright THE DAILY CHART OUTLOOK / [www.cspb.com/techresearch/](http://www.cspb.com/techresearch/) / Rolf Bertschi

Abb. 7: Eine langfristige Trendwende

che verfügbaren Daten im Kurs der Aktien enthalten sind. Deshalb ist die Analyse der Kurse selbst ebenso wichtig. Der Momentum-Indikator gab im Laufe der letzten 100 Jahre zweimal Kaufsignale, nämlich 1942 und 1982, und dreimal Verkaufssignale, nämlich 1929, 1966 und 2000. Auf seine Art erklärt das Momentum-Modell auch den Bewertungszyklus. Die Botschaft ist einfach. Dem Kaufsignal folgte in der Regel eine Periode von etwa 20 Jahren Hausse, während welcher eine Anlagestrategie nach dem Motto „Buy and Hold“ grossen Erfolg brachte. Dem Verkaufssignal folgten mindestens 10 Jahre Baisse oder Korrektur, in der die gleiche Strategie zu Verlusten führte. Nach Verkaufssignalen musste eine sehr „opportunistische Anlagepolitik“ verfolgt werden, welche dem Verhalten eines „institutionellen Traders“ mit Haltefristen von mehreren Wochen bis mehreren Monaten entspricht, um erfolgreich zu bleiben.

Zurückblickend in der Geschichte, hat jede grosse geplatze Marktblase ausnahmslos zu grösseren wirtschaftlichen Schwierigkeiten geführt. Im Unterschied zu den frühen 70er Jahren ist die gegenwärtige Ausgangslage deflationärer Natur, ähnlich wie in Japan 1990, USA 1930 oder Asien 1997. Als Folge aller dieser Ereignisse ergab sich ein nachfolgendes Entwicklungsmuster. Erstens, folgte nach dem Kollaps des Aktienmarktes immer eine tiefe Rezession oder Depression. Zweitens, fiel das allgemeine Preisniveau danach für viele Jahre. Drittens, lag das konjunkturelle Wachstum danach für lange Zeit bedeutend tiefer als in der Zeit vorher. Viertens, folgte eine Rehabilitierungsphase von mindestens 10 Jahren bis die Unternehmungsgewinne wieder das Niveau vor der Krise erreichten (In Asien liegen sie trotz einer Erholung noch immer 60% unter dem Niveau von vor 5 Jahren). Fünftens, folgte nach dem Börsenkollaps jeweils eine Periode von langen Jahren mit extrem niedrigen Zinssätzen für erstklassige Papiere. Und sechstens, erfolgte eine Gewichtsverlagerung in der Wirtschaftspolitik von der Geld- zur Fiskalpolitik, weil die Geldpolitik ihre

Potenz verlor.

Aus Platz- und Zeitgründen können verschiedene andere Aspekte, welche auch wichtig wären, an dieser Stelle nicht behandelt werden. Ich denke dabei beispielsweise an die Geopolitik, die Gesellschaftspolitik, die Problematik der Demographie und der Vorsorgesysteme, aber auch an die Innovationszyklen, Umwelt, etc. Dieser Aufsatz umfasst lediglich einige Kernpunkte, welche eine völlig andere Beurteilung der Sachlage - und deshalb für Anleger und Unternehmer eine völlig andere Botschaft - beinhaltet als die in unserer Branche üblichen Euphemismen. Die aufgezeichnete Entwicklung wird kaum linear, sondern unter grosser Volatilität stattfinden. Damit ist die Zeit der Schönwetterkapitäne abgelaufen. Die erfolgreichen Entscheidungsträger von heute und morgen müssen nicht nur Chancen wahrnehmen können, sondern auch ausgezeichnete Risikomanager sein.

Die Zeit in die wir eingetreten sind werden der grossen Mehrheit von Anlegern, professionellen und anderen, grosse Verluste bringen, weil sie diese Zeichen nicht frühzeitig erkannt haben, sich noch immer dagegen wehren und sich nicht an die veränderten Umweltbedingungen anpassen können oder wollen. Diejenigen Anleger, welche das entsprechende Know-how für das erfolgreiche opportunistische Verhalten nicht besitzen, sollten sich von Aktien- und ähnlichen Anlagen fernhalten und lediglich Kapitalerhaltung betreiben mittels erstklassigen Anleihen mit beschränkten Laufzeiten von etwa maximal 4-5 Jahren. Einige mögen dies als fantasielose Anlagepolitik betiteln. Jedoch haben Anlagen am Geldmarkt über die letzten fünf Jahre eine bessere Rendite als Aktien erzielt.

Anleger, welche am Markt tätig sein müssen oder wollen, kommen nicht darum herum, ihr Verhalten auf die neue Ausgangslage auszurichten. Zulauf Asset Management AG in Zug, Schweiz, betreibt eine Vermögensverwaltung,

welche auf eine absolute Wertentwicklung ausgerichtet ist. Das von ihr verwaltete Flaggschiff ist der vor 4 Jahren lancierte ZULAUF EUROPE FUND, der ausschliesslich in europäische Aktien investiert – und zwar long und short – und zeitweise auch etwas Leverage verwendet. Die Performance von fast 90% Wertzuwachs netto in den letzten 4 Jahren vergleicht sich vorteilhaft mit dem Rückgang des MSCI Europa von über 25% in der gleichen Periode (siehe obiges Performancechart).

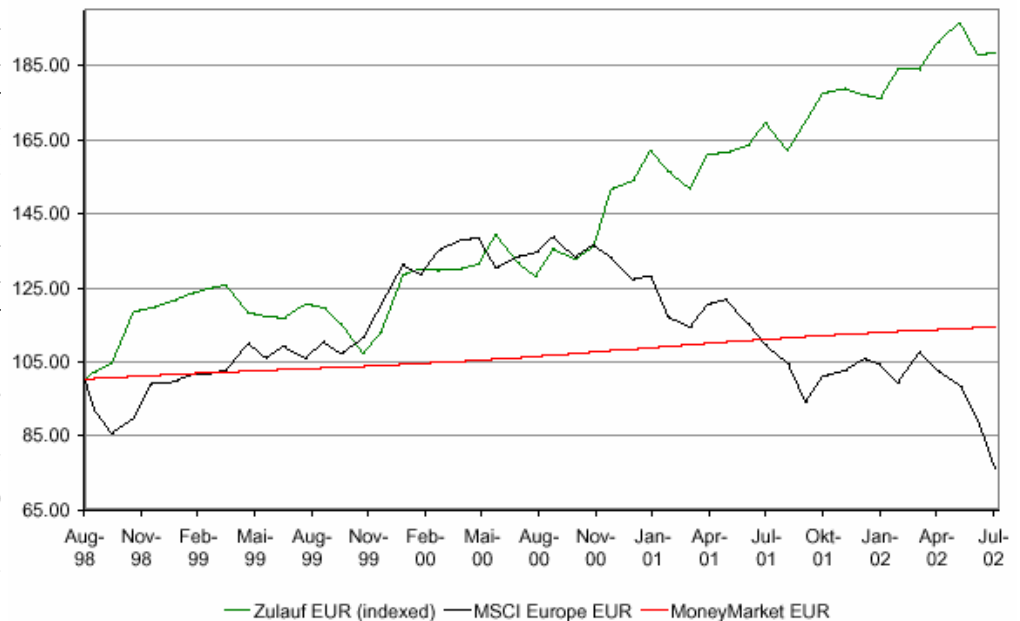


Abb. 8: Wertentwicklung Zulauf Europe Fund EUR im Vergleich mit dem MSCI Europa Index

Die Anleger, institutionelle wie auch private, werden ihr Verhalten früher oder später ebenfalls auf eine **absolute Wertentwicklung** ausrichten müssen. Relative Performance ist eine

Strategie, die sich ausschliesslich für strukturelle Bullmärkte eignet. Für den Rest dieses Jahrzehnts ist dies kaum mehr zu erwarten.

Felix W. Zulauf