

Dieses Mal ist es anders

Zum ersten Mal ist im laufenden Zyklus nicht mehr Amerika, sondern China die Lokomotive der Weltwirtschaft. Die konjunkturelle Abkühlung der Volksrepublik hat für Weltwirtschaft und Finanzmärkte weitreichende Konsequenzen.

Felix W. Zulauf 02.10.2019

In der Geschichte unserer Märkte und Volkswirtschaften hat sich der Zyklus von Expansion und Rezession oft wiederholt. Wir haben auch gelernt, dass die Weltwirtschaft in ihrer Entwicklung der Lokomotive USA folgt. Deshalb wird die Aussage «Dieses Mal ist es anders» in Expertenkreisen als unvernünftig und gefährlich angesehen.

Aus meiner Sicht ist es diesmal jedoch wirklich anders – vielleicht sogar ganz anders.

Im laufenden Zyklus hat erstmals die Lokomotive China die Weltwirtschaft gezogen, besonders die Schwellenländer, Asien und Europa. In absoluten Zahlen waren die Importe der USA zwar im vergangenen Jahr noch immer höher als jene Chinas, aber im Lauf der letzten zehn Jahre haben sie nur 20% zugelegt, während jene Chinas um 90% wuchsen. Die Importe dieser zwei grossen Volkswirtschaften sind gleichzeitig die Exporte aus der ganzen Welt dorthin und damit das Schwungrad für deren Konjunktur. Rund die Hälfte von Europas Wachstum hängt direkt und indirekt von China ab. In einzelnen Schwellenländern dürfte es sogar mehr sein.

Kreditklemme in China

Die überwiegende Zahl der «Experten» versteht die Gründe für das Stottern der Weltwirtschaft noch immer nicht. Sie glauben, es sei der Handelskonflikt oder der Brexit und geben dem Führungspersonal in jenen Ländern die Schuld. Der wahre Grund liegt aber anderswo: China hat nach dem grössten Konjunktur-, Investitions- und Kreditboom der Geschichte derart übertrieben, dass es nun unter einer grossen Kreditklemme leidet.

Schon 2015 waren die Zeichen auf eine Abschwächung der chinesischen Konjunktur gestellt. Mit Investitionsprogrammen, finanziert über weitere Kredite, gaben die Behörden in Peking damals noch einmal Schub. Das Bankensystem war aber 2015 schon derart strapaziert, dass es diesen Boom nicht mehr finanzieren konnte, denn das durchschnittliche Eigenkapital der chinesischen Banken beläuft sich lediglich auf 2% der Bilanzsumme, und das Volumen der Kredite im Verhältnis zu den Depositen stand schon derart hoch, dass die weitere Expansion unmöglich war.

Entsprechend wichen die Kreditnehmer auf das Schattenbankensystem aus – bis die Behörden einschritten und versuchten, die Schatten-Organisationen ins Bankensystem zu integrieren und damit die Kreditquellen schlossen. Die Kreditnehmer flüchteten sodann zu ausländischen Banken – besonders zu asiatischen und französischen – und organisierten Fremdwährungskredite in Höhe von Hunderten Milliarden Dollar. Diese Gelder flossen primär über Hongkong, wo Banken Dollars nach China schleusten.

Der Sündenfall: Schulden in fremder Währung

Der Ablauf der Ereignisse der letzten Jahre in China spiegelt bis anhin den klassischen Sündenfall von Schwellenländern, die sich in ausländischer Währung verschulden, weil die

inländischen Quellen versiegten, bevor sie dann in eine Krise fallen. Optimisten kritisieren diese Analyse mit dem Hinweis auf die hohen Währungsreserven Chinas von rund 3000 Mrd. \$. Gemäss einer neuen Studie der US-Ökonomin Carmen Reinhart sind aber rund zwei Drittel davon illiquid. Es handelt sich weitgehend um Kredite oder Investitionen im Zusammenhang mit der «Belt and Road»-Initiative an zweifelhafte Schuldner von Djibouti bis Bangladesch.

Ausserdem hat sich Chinas Zahlungsbilanz deutlich abgeschwächt; die Volksrepublik leidet trotz Kapitalverkehrskontrollen (seit 2015) unter stetigem Kapitalabfluss, was die Währung schwächt. Wenn jetzt also China monetär abermals stimuliert, dann schwächt sich der Yuan weiter ab. Es muss berücksichtigt werden, dass die wohlhabenden Chinesen im Schnitt weniger als 10% ihres Sparkapitals ausserhalb des Landes haben, während der Wert für Volkswirtschaften in dieser Entwicklungsphase normalerweise bei 35 bis 50% liegt. Es besteht also eine latente Tendenz zu Kapitalabfluss, der beschleunigt wird, wenn die Geldpolitik expansiver wird.

Ein deutlich schwächerer Yuan – er steht schon auf dem niedrigsten Stand in elf Jahren – bringt zusätzliche Probleme im Handelskonflikt mit den USA. Ausserdem steigen in China dadurch die in Fremdwährung aufgenommenen Schulden. Offiziell stehen 300 Mrd. \$ and Fremdwährungskrediten in den Büchern, aber in Wahrheit dürften es nahezu 2000 Mrd. \$ sein. Damit sind die kurzfristigen Verbindlichkeiten deutlich höher als die liquiden Mittel Chinas.

Das entspricht natürlich nicht dem Wunsch der politischen Führung, die derzeit den 70. Jahrestag der Gründung der Volksrepublik feiert und in zwei Jahren den 100. Geburtstag der Kommunistischen Partei. Die Führung möchte dem Volk die grossen Errungenschaften und Erfolge präsentieren, um ihre eigene Macht zu stärken.
Aufgeblähte Statistiken

China publiziert weiterhin reale Wirtschafts-Wachstumsraten von gut 6%. Allerdings sind diese Zahlen mehr als fraglich – und zwar nicht nur, weil sie jeweils bereits zwei Tage nach Ende des Quartals publiziert werden. Eine Plausibilitätsprüfung sagt etwas ganz anderes: Wenn die Importe der engsten Handelspartner Chinas zweistellig einbrechen, wenn die grössten Immobilienentwickler Personal entlassen, wenn Kreditnehmer im Ausland Geld holen müssen, weil sie es im Inland nicht kriegen, wenn die Autoverkäufe im Jahresverlauf um 7% einbrechen – dann sind 6% Realwachstum Utopie.

Eine meiner verlässlichsten Quellen für Schwellenländer stellt eigene und plausiblere Indikatoren her, auch für China. Als die offizielle Industrieproduktion mit plus 6% angegeben wurde, zeigten die Zahlen meiner Quelle minus 6%. Umsatz und Ertragszahlen von ausländischen Unternehmen in China brechen teilweise deutlich ein, und die Börse strafft Aktien solcher Unternehmen seit Monaten brutal ab. 2015 publizierte das US-Forschungsinstitut Conference Board – natürlich auch keine neutrale Quelle – eine Studie, gemäss welcher das Wachstum Chinas seit der Öffnung von 1978 jährlich um 2,4% überzeichnet sei. Ich weiss nicht, ob diese Zahl richtig ist, aber es würde bedeuten, dass Chinas Volkswirtschaft heute nur halb so gross ist wie offiziell ausgewiesen. Das ist wohl etwas zu extrem, aber tatsächlich ist es in totalitären Staaten oft so, dass die oberste Führung von den Statistikern jene Zahlen publiziert erhält, welche sie wünscht – auch wenn sie nicht stimmen. Das eigene Leben ist jedem Statistiker lieber als die korrekte Zahl.

Bis heute lahmt die Konjunktur Chinas, weil sie vermutlich in ähnlichen Problemen steckt wie Japan nach 1990. China versucht nun die Importe zu drosseln, um seine Zahlungsbilanz zu verbessern. Die privaten Haushalte sind mit 130% des Bruttoinlandproduktes deutlich höher verschuldet als die Konsumenten in den USA.

Die schwierige Ausgangslage macht die Lokomotive der letzten zehn Jahre nun zur Last für die Weltwirtschaft. Die meisten Investoren und Wirtschaftsführer haben dies noch nicht kapiert und träumen weiterhin von anziehenden Exporten nach China und einer rosigen Weltwirtschaft.

Das Fed wird die Zinsen weiter senken müssen

Auch in den USA verlangsamt sich die Konjunktur, aber aus völlig anderen Gründen. Das Federal Reserve hat nach der grossen Ausweitung ihrer Bilanz als einzige der grossen Notenbanken versucht, diese wieder auf ein vernünftiges Mass zurückzuführen. Die damit dem Finanzsystem entzogene Liquidität von rund 650 Mrd. \$ wirkt wie ein Bremsklotz auf die Konjunktur der USA.

Aber noch mehr bremst dies die Weltwirtschaft, weil der Dollar die mit Abstand wichtigste Währung ist und dieser Liquiditätsentzug, angefangen bei den schwächsten Gliedern der Kette, zu Problemen führt: Wir haben das in der Türkei gesehen oder kürzlich in Argentinien. Das Fed hat seine Übung mittlerweile frühzeitig abgebrochen und ist wieder auf den Pfad der Zinssenkungen zurückgekehrt.

Die US-Notenbank wird die Zinsen weiter senken müssen – aus meiner Sicht sehr viel mehr, als sich Fed-Chef Jerome Powell heute bewusst ist. Auch das Fed hat seit dem Zweiten Weltkrieg keine einzige Rezession kommen sehen und vielfach noch am Vorabend einer Krise in die völlig falsche Richtung gearbeitet. Und nun macht das Schatzamt dem Fed noch einen Strich durch die Rechnung, weil es seine Guthaben bei der Zentralbank gemäss Komiteebeschluss von Ende August bis November um 250 Mrd. \$ aufstocken und damit dem Markt entziehen muss. Das könnte an den Märkten in den nächsten Wochen zu Turbulenzen führen.

Ohne substantielle Fiskalimpulse ist die Geldpolitik angesichts der tiefen Zinsen und der bereits exzessiven Verschuldung unseres Systems impotent. An den Börsen wird Kapital weiter in Dividendenpapiere von soliden Unternehmen flüchten, solange es keine nachhaltigen Impulse von der Fiskalfront gibt. Und Zykliker werden ab und zu ein temporäres Aufflackern zeigen, wenn Stimulanz verabreicht wird.

Die hohe Politik hat auf die aktuellen Probleme der Weltwirtschaft keine Antworten; sie ist unfähig geworden. Wenn ein ehemaliger Notenbankchef heute «Helikoptergeld» fordert, dann ist das für die Geldpolitik eine Bankrotterklärung. Es wäre lediglich eine Verschiebung und Vergrösserung der Probleme in die Zukunft. Besser wäre eine Korrektur der vielfältigen Fehlentwicklungen und Exzesse – aber dazu ist unsere kurzsichtige Politik und die Wohlstandsgesellschaft wohl gar nicht mehr in der Lage, denn schmerzfrei ist das nicht zu haben.



Felix W. Zulauf

Felix W. Zulauf ist Gründer und Inhaber der [Zulauf Asset Management](#) 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 Auslandsaufenthalte 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 sein eigenes Family Office dient und Beratungen für Kunden weltweit anbietet.