

MEINUNG

## Der Traum von der grossen Erholung wird platzen

Die Märkte steigen dank der gewaltigen Stimulierungsmassnahmen. Mehr als ein Strohfeuer ist das aber nicht. Dafür ist der Zustand der Weltwirtschaft zu fragil.

Felix W. Zulauf

02.06.2020, 02.14 Uhr

Die Börse hat die Lockerungen der Coronamassnahmen antizipiert und jubiliert mit einer grossen Erholung. Offensichtlich glaubt der Markt, dass nach der Aufhebung alles wieder wie vorher sein wird. Er glaubt auch, dass die grosszügigen Programme der Fiskalbehörden und der Zentralbanken die Welt wieder auf Wachstumskurs bringen würden. Ist dieser Glaube berechtigt?

Wer davon ausgeht, dass die Weltwirtschaft vor der Coronakrise gesund war und lediglich durch den Lockdown geschwächt wurde, der geht davon aus, dass nach der Aufhebung aller Restriktionen alles wieder so sein wird wie vorher. Aber wer genau hinschaut, sieht, dass die Weltwirtschaft schon vor dem Auftreten dieser Pandemie angeschlagen war.

Europa stand an der Schwelle zu einer Rezession, die globale Automobilindustrie war bereits deutlich in einer Kontraktion. Die Konjunktur der USA zeigte noch ein Wachstum von 1%, und die Schwellenländer hatten bereits vor Jahren ihren früheren Schwung verloren. Einzig in China zeigten sich zarte Anzeichen eines neuen Kreditbooms, der dann abgewürgt wurde.

## Unternehmensfinanzen waren schon vor der Krise schief

Sehr viel gravierender ist jedoch, dass die Unternehmen in den meisten Ländern völlig unvorbereitet in die Krise tappten, weil sie schon zuvor grosse Finanzdefizite verzeichneten. Diese Defizite mussten mit zusätzlichen Schulden gedeckt werden, um alle Verpflichtungen wie die laufenden Kosten, Investitionen, Dividenden und Aktienrückkäufe zu finanzieren. In den USA belief sich dieses Defizit im letzten Jahr auf 500 Mrd. \$, in Deutschland und Frankreich auf je 100 Mrd. € und in Grossbritannien auf 45 Mrd. £.

Interessanterweise fallen nur Japan und Italien mit positiven Zahlen auf, weil die dortigen Unternehmen die Lehren aus einer jahrzehntelangen Stagnation gezogen und ihre Bilanzen im Laufe dieses schmerzhaften Anpassungsprozesses gestärkt hatten.

Global stand die Verschuldung der Unternehmen vor der Krise historisch sehr hoch. Die in Europa immer wieder als verwerfliche Schuldenmacher dargestellten Unternehmen der USA wiesen eine Verschuldung von 75% des BIP aus, während die Unternehmensverschuldung in Deutschland bei 95%, Italien bei 100%, die Schweiz bei 120% und Frankreich sogar bei 200% stand.

Durch den Lockdown sanken die Einnahmen vieler Unternehmen oft deutlich unter den Breakeven-Punkt. Folge sind ein negativer Cashflow und Verluste. Die Unternehmen der USA zeigen beispielsweise seit März einen negativen Cashflow von gesamthaft gut 100 Mrd. \$ pro Monat.

Natürlich haben die Behörden in den diversen Ländern Unterstützung zugesichert und mit gigantischen Beträgen eingegriffen. Trotzdem beginnt jetzt ein Rennen gegen die Zeit, denn zusätzliche Kredite müssen irgendwann zurückbezahlt werden, belasten die Bilanz, verwässern die Kreditqualität und verteuern damit die Kapitalkosten.

## **Trotz kostenlosem Geld werden Firmen nicht investieren**

Entsprechend wird der Unternehmenssektor rund um die Welt mit dem Rotstift unterwegs sein und seine Ausgaben prüfen, ob sie notwendig oder nur «nice to have» sind. Da die Bilanzen nicht sehr stark sind, dürfte eine Bilanzrezession folgen. Die Bilanzreparatur wird einige Jahre dauern und dazu führen, dass die Unternehmen wenig Appetit auf neue Kredite und Investitionsprojekte haben werden, trotz historisch fast kostenlosem Geld.

Eine ähnliche Entwicklung sahen wir Anfang der Neunzigerjahre in Japan. Dort hat diese Reparatur fast zwanzig Jahre gedauert, wobei die ersten fünf bis sieben Jahre besonders hart waren. Inzwischen hat sich Japan stabilisiert, und trotz jahrzehntelanger Stagnation der Volkswirtschaft weisen japanische Unternehmen heute eine starke Bilanz und eine gute Rentabilität aus.

Dieser Gesundungsprozess war nur möglich, weil der Staat mit einer ausufernden Verschuldung und die Notenbank mit grosszügiger Geldschöpfung das System bis heute laufend stützten. Ausserdem konnte Japan auf eine ansprechende Weltkonjunktur zählen. Im Gegensatz zu Japan herrscht heute konjunktureller Gegenwind, was den Prozess der Bilanzreparatur umso schwieriger macht.

## **Die Epoche des kollektiven Verstandsverlustes**

Ob die ausufernde und hemmungslose Geld- und Fiskalpolitik das alles richten wird, ist fraglich. Die Gegenwart wird wohl in die Geschichtsbücher eingehen als die Epoche, in der die wichtigsten Entscheidungsträger der Welt kollektiv den Verstand verloren haben.

Der japanische Weg mag Trost sein, dass die zunehmende Planwirtschaft nicht zu einem Systemcrash führt. Aber die Frage bleibt, wer am Schluss die Rechnung für das Verلودern der wirtschaftspolitischen Sitten bezahlen muss.

Es wird wohl die Gesellschaft als Ganzes sein, durch weiter zunehmende Finanzrepression mit höheren Steuern bis hin zu Konfiskationen und später auch Inflation. Der Wohlstand, den die Bevölkerung in unseren Breitengraden in den letzten Jahrzehnten erlebt hat, beginnt sich zu verabschieden.

Ein solcher Prozess muss nicht das Ende der Welt sein, aber es wird eine Welt werden mit weniger Wohlstand und Freiheit, als wir es uns gewohnt sind. Die heutigen Entscheidungsträger sind sich wohl nicht im Klaren darüber, was sie angerichtet haben. Sie haben nicht gelernt, dass exzessive Schulden das zukünftige Wachstum drücken und mit Geldschöpfung kein Wohlstand herbeigezaubert werden kann.

## **Konsumenten dürften sparsamer werden**

Dieser Prozess wird Spuren bei der Beschäftigung hinterlassen. Die Arbeitslosenrate wird sich erhöhen, und ein ungewohnt hoher Sockel wird wohl bestehen bleiben, da Arbeitsplätze gestrichen und wegrationalisiert werden. Dies wird die Unsicherheit über die zukünftige Arbeitsplatzsicherheit erhöhen. Die Konsumenten dürften deshalb zurückhaltender werden und mehr sparen.

Wer die Situation aus dieser Perspektive betrachtet, wird zum Schluss kommen, dass die Volkswirtschaften trotz Stützungsmaßnahmen Jahre brauchen, bis sie auf ihr Vorkrisenniveau zurückkehren. Sollte dies zutreffen, dürften die Unternehmen weitere Sparrunden folgen lassen.

Ob wir dies Rezession oder Depression nennen, ist an sich egal. Es wird keine Depression wie in den Dreissigerjahren geben. Dazu sind die Vorzeichen viel zu verschieden. Heute operieren die Zentralbanken frei in der Geldschöpfung, während sie damals durch den rigiden Goldstandard eingeschränkt waren. Spielraum für die Geldschöpfung erhielten sie damals erst, als sie ihre Währungen zum Gold abwerteten – und dies im Vergleich zu heute in sehr bescheidenem Ausmass.

Auch die Fiskalpolitik agiert heute völlig anders. In der Grossen Depression erreichten die USA das höchste Haushaltsdefizit 1934 mit lediglich 2,5% des BIP. Dieses Mal lag es schon deutlich höher, als der US-Präsident noch von der besten Konjunktur aller Zeiten sprach und Vollbeschäftigung herrschte. Im laufenden Jahr dürfte das US-Haushaltsdefizit irgendwo zwischen 15 bis 20% des BIP betragen, also etwa das 7-Fache von damals. Und dies, obwohl das nominelle BIP für das laufende Jahr vermutlich «nur» um die 10% einbrechen wird, gegenüber einem Rückgang von 45% Anfang der Dreissigerjahre (20% Deflation und 25% reale Schrumpfung).

## **Mehr Moll als Dur**

Der Handelskonflikt und gewisse Erkenntnisse bezüglich Sicherheit und Selbstversorgung aus der Coronakrise werden wohl zudem zu einem schleichenden Rückgang der Globalisierung – wenn auch nicht zu ihrem Ende – führen. Das wird den Welthandel unweigerlich schrumpfen lassen. Die Folgen daraus sind eine sinkende Rentabilität der Unternehmen und damit ein Rückgang der Prosperität auf breiter Basis. Auch wenn dies nicht das Ende der Welt ist, so dürfte in der Weltwirtschaft für einige Jahre mehr Moll als Dur gespielt werden.

Angesichts dieser Erwartungen erstaunt die starke Erholung der Aktienmärkte. Warum läuft die Börse, wenn doch die Konjunktur höchst verletzlich ist?

In den USA hat die Notenbank innert weniger Wochen ihre Bilanz um rund 3 Bio. auf über 7 Bio. \$ ausgeweitet. Das hat die Bilanz des Bankensystems derart aufgebläht, dass die Banken jetzt plötzlich an der Kreditvergabe behindert werden, da der Eigenkapitalanteil zu klein geworden ist.

Sie investierten deshalb in Anleihen und verflüssigen den Kapitalmarkt, wobei ein Teil der Gelder im Aktienmarkt landet. Mit dem herkömmlichen Verhalten der Börse als Vorlaufindikator für die Konjunktur hat das wenig zu tun. In der Tat sind die Unternehmensgewinne in den USA aggregiert seit fast acht Jahren kaum mehr

gestiegen, während der Aktienmarkt beträchtlich zugelegt hat. In Europa waren und sind die Fundamentaldaten sogar noch schwächer. Aus dieser Perspektive ist die Entwicklung der Aktienkurse unverständlich, weil sie immer weniger die realwirtschaftliche und immer mehr die monetäre Entwicklung reflektieren.

## **Anleihen mit asymmetrischem Rendite-Risiko-Profil**

Die heutige Zinslandschaft macht es Anlegern unmöglich, in normale Anleihen zu investieren. Wenn zehnjährige Eidgenossen oder deutsche Bundesanleihen zwischen 0% und minus 1% rentieren, dann weisen sie ein völlig asymmetrisches Chancen-Risiko-Profil auf. Weiter können die Renditen praktisch nicht mehr sinken. Das hat gerade die jüngste Marktverwerfung gezeigt, als die Renditen der üblichen «safe haven assets» wie Eidgenossen oder Bund nicht mehr fielen, sondern sogar noch stiegen. Anleger können mit solchen Anlagen auf Jahre hinaus nur noch verlieren.

Deshalb weicht das Kapital auf andere Anlagen aus. Wenn die Zinsen derart tief notieren, dann bevorzugt das Kapital Aktien gegenüber Anleihen. Beide weisen auf den heutigen Preisniveaus ähnliche Preisschwankungen (Volatilität) auf, aber für Aktien besteht langfristig noch die Chance, dass die Unternehmen sich an die veränderten Rahmenbedingungen anpassen und ihre Erträge steigern können.

Aktien verfügen deshalb über Fantasie, welche die Nominalwerte nicht aufweisen. Zudem zahlen sie oft Dividenden aus, die die Rendite von Anleihen übertreffen – sofern die Ausschüttungen gehalten werden können. Das alles setzt freilich den frommen Wunsch voraus, dass die konjunkturellen und politischen Verhältnisse zukünftig nicht grösseren Verwerfungen ausgesetzt sind.

## **SMI 20'000?**

Prognosen sind unsicher, besonders wenn sie die Zukunft betreffen. Vor etwa fünf Jahren hat ein Anlageexperte einer Schweizer Bank die mutige Prognose gewagt,

dass der SMI in fünf Jahren bei 20'000 handeln werde. In Tat und Wahrheit steht der SMI heute noch auf dem gleichen Niveau wie damals.

Zur Entlastung des Experten muss man sagen, dass er wohl richtig antizipiert hat, dass die Notenbanken weiterhin in grossem Masse Geld schöpfen werden. Aber er hätte die Prognose für den Nasdaq 100 und nicht für den SMI machen sollen - dann wäre er richtig gelegen.

In der laufenden Erholung wird die Fantasie der Anleger durch die schrittweisen Lockerungen der behördlichen Restriktionen beflügelt. Manche Konjunkturindikatoren werden deshalb steigen.

Deshalb wechselt nun der Fokus der Märkte von den Wachstumsaktien und defensiveren Titeln zu den zyklischen Werten. Das hilft den Indizes, die eine hohe Gewichtung in solchen Titeln aufweisen, wie der Nikkei 225 oder der Dax. Das kann solange dauern, bis die realwirtschaftliche Ernüchterung eintrifft und die Träume von der anhaltenden grossen Erholung wieder platzen.

## 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 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 sein eigenes Family Office dient und Beratungen für Kunden weltweit anbietet.

---