

MEINUNG

Wirtschaftspolitisches Heroin und Finanzmärkte

Die Behörden haben die Finanzmärkte abhängig von ihren Stimuli gemacht. Doch trotz Geldflut durch das Federal Reserve droht in den USA eine Kreditklemme. Der Abschwung wird noch extremere Massnahmen zur Folge haben.

Felix W. Zulauf

29.09.2020, 02.59 Uhr

Geld- und Fiskalpolitik bieten Instrumente, um bei einer echten Wirtschaftskrise stützend eingreifen zu können. Genau das haben die Verantwortlichen rund um die Welt seit Ausbruch der Coronakrise im Frühjahr getan, als der von den Regierungen verordnete Lockdown die Einkommen von Millionen von Unternehmen und Beschäftigten zum Teil drastisch einstürzen liess.

Das Problem dabei ist nur, dass diese Instrumente seit dreissig Jahren masslos missbraucht werden und deshalb heute als Waffe teilweise stumpf geworden sind. Wenn schon vor der Krise Null- bzw. Negativzinsen dominierten, so kann die Zinspolitik gar nichts mehr ausrichten. Gerade in Europa wurde sie bis zum heutigen Tag primär dafür verwendet, die Fehlkonstruktion Euro am Leben zu erhalten.

Die Einkommensverluste vieler Firmen von klein bis gross haben deren finanzielle Lage massiv geschwächt. Entsprechend müssen die Unternehmen nun ihre Bilanz reparieren. Das geht nur mit Senkung der Kosten. Investitionsprojekte werden verschoben, Forschung wird reduziert, Werbung heruntergefahren und Arbeitsstellen gestrichen.

Kosten des einen sind die Einnahmen des anderen

Da die Kosten des einen die Einnahmen des anderen sind, schwächt dies Einkommen und Vertrauen von Unternehmern und Konsumenten. Deshalb ist nach der ersten, durch Lockerungen getriebenen Erholung aus dem Konjunkturloch nun eine stagnierende bzw. retardierende Konjunktur zu erwarten.

Das gilt umso mehr, als wir in den USA die paradoxe Situation haben, dass trotz grosser Geldschwemme durch die US-Notenbank das Bankensystem, das die tatsächlichen Geschäftszahlen ihrer Kunden besser kennt als Aussenstehende, in der Kreditvergabe sehr restriktiv wurde und nun eine Kreditklemme produziert, die sich weltweit negativ auf die Finanzmärkte auswirkt.

Das ist deshalb problematisch, weil die grosse Geldschöpfung im Bankensystem und nicht bei den Zentralbanken stattfindet, was viele Anleger nicht verstehen. Banken schaffen mit einem Kredit Depositen, die für Investitionen oder Konsum ausgegeben werden können.

Zentralbanken pumpen Geld ins Bankensystem, aber was dann mit dem Geld passiert, liegt ausserhalb ihrer Macht, solange sie so operieren wie bisher. So ist das viele Geld trotz der staatlich vielfach garantierten Kreditvergabe weitgehend im Bankensystem sitzen geblieben und hat über den Arbitragemechanismus paradoxerweise die Aktienkurse aufgebläht.

Erst 2025 wird die Konjunktur das Niveau von 2020 erreichen

Die sich abzeichnende Kreditklemme in den USA schwächt die Konjunktur, stärkt den Dollar wieder und führt zu tieferen Aktienkursen. Gepaart mit einem stagnierenden Bevölkerungswachstum und Überalterung bleiben die Konjunkturaussichten dunkelgrau. Ich gehe davon aus, dass es mindestens fünf Jahre dauern wird, bis das Niveau der konjunkturellen Aktivität in den westlichen Industrieländern von Anfang 2020 wieder erreicht wird.

Die laufende Korrektur könnte deshalb unter Schwankungen länger dauern und tiefer gehen, als der Konsens glaubt. In Europa krankt das Bankensystem, was schon allein ersichtlich ist am Bankenindex, der dabei ist, sein eigenes Dreissigjahrestiefst nach unten zu durchbrechen. Und da die EZB die Zinsen nicht weiter senken kann – sie sind für die Banken jetzt schon kontraproduktiv –, hat sie die Eigenmittelvorschriften gelockert, was einer Verzweiflungsaktion gleichkommt. Die Banken haben zu wenig Eigenmittel, um die auf sie zukommenden Abschreibungen verkraften zu können. Und neue Eigenmittel können sie nicht aufnehmen, da ihre Aktien alle und teilweise deutlich unter dem Buchwert notieren. Ein derart angeschlagenes Bankensystem – immerhin das Herz eines jeden Wirtschaftssystems – schafft kaum Vertrauen.

Ohne den Ausgleich der Einkommensverluste durch den Staats kann sich die Konjunktur nicht erholen. Wir sind nun Gefangene einer seit Jahrzehnten verfehlten Wirtschaftspolitik, weil man die für eine Krise gedachten Instrumente für laufendes und aus meiner Sicht völlig deplatziertes Konjunkturmanagement sowie für Rettungsübungen für fehlkonstruierte Währungen missbraucht hat.

Zentralbanken werden Schulden finanzieren

Die damals Verantwortlichen haben sich wie Drogendealer verhalten, die einen potenziellen Kunden in die Abhängigkeit des süßen Gifts getrieben haben. Mit den Folgen müssen wir nun leben. Mit anderen Worten wird der Staat weiterhin grosse Defizite zur Stützung unseres Systems machen müssen. Und die Schulden werden dann von den Zentralbanken mit neu geschöpftem Geld finanziert.

Die weltweite Kreditschöpfung beträgt dieses Jahr gegen 50% des globalen Bruttoinlandprodukts (BIP) – ein neuer Rekord. Hochverschuldete Systeme müssen sich weiter verschulden, weil sonst Deflation ausbricht. Die neusten Zahlen zeigen, dass die Gesamtverschuldung der USA von 340% des BIP in einem Quartal auf 415% gesprungen ist. In Europa ist die Gesamtverschuldung sogar höher. Auch die Schulden der Privatwirtschaft (ohne die intermediären Finanzinstitute) sind in den

USA von 45% des BIP auf 56% gestiegen. In Europa sind diese Zahlen massiv höher. Frankreichs Unternehmen sind die übelsten Sünder und standen schon vor der Krise bei 200%. Dieser Wert dürfte nun noch einiges höher sein.

Wie geht es jetzt also weiter? Es ist klar, dass wir aus dieser Sackgasse nicht mehr schadlos herauskommen werden. Im Februar, also vor Corona, schrieb ich einen Artikel für The Market mit dem Titel «Mit Vollgas in die Planwirtschaft». Jetzt sind wir bereits dort mit Staatsquoten, welche in den meisten europäischen Ländern über 50% liegen, teilweise sogar deutlich darüber. Der Staat wird solange stützen müssen, bis die Infektionsangst verschwindet und die Bürger sich wieder normal verhalten werden.

Menschen mit geschwächtem Immunsystem und Vorerkrankungen sind natürlich gefährdet und müssen sich schützen. Aber die massive Kampagne der Angstmacherei durch Behörden, Gesundheitsexperten und Medien bildet nun eine hohe Hürde für die Rückkehr zur Normalität.

Massnahmen sind keine Stimulanz

Obwohl die staatlichen Schulden in der Zwischenzeit massiv zunehmen werden, wird sich die Konjunktur kaum verbessern. Denn die Massnahmen ersetzen nur die sonst weggebrochenen Einkommensverluste und sind keine Stimulanz, wie dies fälschlicherweise in den einschlägigen Medien oft genannt wird. Auch die Zentralbanken können ihren Kurs nicht ändern. Sie werden weiter Geld schöpfen (müssen), denn sollten die Renditen von Anleihen wegen zunehmender Ausgabe von Schuldpapieren oder sich verschlechternder Kreditqualität steigen, käme das System auch von dieser Seite ins Wanken. Und wer sonst wenn nicht die Zentralbanken kaufen noch Papiere mit Negativzins von Staaten, die schon massiv verschuldet sind?

Für den Anleger ist das eine sehr schwierige Ausgangslage. Mit qualitativ guten Obligationen fährt er über die kommenden zehn Jahre in der Schweiz, Deutschland

und einigen anderen Ländern einen garantierten Verlust ein. Mit Anleihen von minderer Qualität und mehr Zins besteht ein enormes Risiko, dass das Unternehmen in diesem Umfeld nicht überlebt. Mit Aktien ist er beteiligt am produktiven Kapital der Volkswirtschaft, das bei guter Qualität auch bei extremsten Verwerfungen in eine neue Zeit gerettet werden kann – wenn auch vermutlich mit deutlichen Kursabschlägen.

Aber auch hier ist nicht alles Gold, was glänzt. Trotz den immerwährend positiven Berichten aus der Investmentbranche hat nur eine Minderheit der Aktien gut abgeschnitten. Zudem hat selbst der S&P 500, der beste Performer der letzten Jahre unter den grossen Indizes der Welt, in den letzten drei Jahren eine ausgeprägte Berg- und Talfahrt hinter sich gebracht, die nicht jedermanns Sache sein dürfte. Und wenn die Parameter der Vergangenheit auch in der Zukunft gelten, dann resultiert bei heutigen Bewertungen über die nächsten zehn Jahre etwas weniger Anlageertrag, als die Dividende selbst einbringt. Das ist angesichts der massiven Schwankungen kein attraktives Chancen-Risiko-Verhältnis.

Anleihen haben besser abgeschnitten als die Mehrzahl der Aktien

Der Value Line Index, ein gleichgewichteter Index von 1500 US-Aktien, notiert heute dort, wo er schon 2013 stand. Auch der Stoxx Europe 600, der immerhin die grössten 600 Unternehmen Europas enthält, notiert heute auf demselben Niveau wie vor fünf Jahren. Und der japanische Nikkei 225 ist nicht weiter als vor drei Jahren. Die vielgepriesenen Emerging Markets haben in Dollar seit ihrem Höchststand von 2007 20% verloren. Das wird kaum einen Anleger glücklich machen. Im Verhältnis dazu haben lang laufende Obligationen von erstklassigen Schuldnern in den letzten drei oder fünf Jahren sehr viel besser performt – und erst noch ohne grosse Schwankungen in die falsche Richtung. Aber das liest man in keiner Hochglanzbroschüre der Investmentinstitute.

Wer hingegen die guten Performer unter den Aktien ausgewählt hat, der hat sehr viel besser abgeschnitten. Nur ist das nicht so einfach, wie es im Nachhinein oft

dargestellt wird. Tesla hat sich in den letzten zwölf Monaten zwischenzeitlich fast verzehnfacht und weist eine höhere Marktkapitalisierung auf als die fünf grössten Autobauer der Welt. Dies, obwohl Tesla lediglich dank dem Verkauf von CO₂-Zertifikaten Gewinn erzielt und nicht wegen den nach wie vor defizitären Autoverkäufen.

Titel wie Amazon handeln mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von über 100. Und solche Disruptoren werden gestärkt durch die Geldschwemme, die ihre Aktien dank Höchstkursen zu teurem Akquisitions-Geld macht – aber dagegen den Wettbewerb in manchem Bereich praktisch ausschaltet, was langfristig nicht wünschenswert ist. Ob dies alles anhalten kann?

Heutige Lage erinnert an das Japan der späten Achtzigerjahre

Solche Bewertungen erinnern an vergangene Übertreibungen, seien es die TMT-Aktien der späten Neunzigerjahre, die Nifty-Fifty der späten Sechziger- und frühen Siebzigerjahre oder der japanische Nikkei der späten Achtzigerjahre. Auch er handelte mit einem KGV von 100. Die damalige Konstellation hat viel Ähnlichkeiten mit heute. Alle Notenbanken, auch die japanische, verfolgten damals als Folge des Börsencrashes von 1987 eine sehr expansive Geldpolitik. Und vergleichbar mit den massiven Aktienrückkäufen der letzten Jahre kauften damals die japanischen Unternehmen gegenseitig ihre Aktien, nahmen sie vom Markt und verknappten das Angebot. Und dies alles auf Kredit, so wie in den letzten Jahren, als viele Unternehmen Aktien mit neuen Schulden erworben und damit eine Schwächung ihrer Bilanz in Kauf genommen haben.

Die Wende in Japan trat ein, als die Verschuldung der Unternehmen so gross wurde, dass sie ihre Bilanzen reparieren oder um ihr Überleben fürchten mussten. Die damalige leichte Zinserhöhung durch die Bank of Japan war nicht der eigentliche Auslöser für die nachfolgende Baisse, sondern das veränderte Verhalten der Unternehmen.

Danach war das Spiel zu Ende. Der Nikkei stürzte innerhalb der nachfolgenden fünfzehn Jahre von 40'000 auf 7000 ab und notiert heute, dreissig Jahre später, noch knapp bei der Hälfte des damaligen Höchst. Eine ganze Generation von Händlern und Anlegern ist in den Jahren vor dem Platzen der Blase reich geworden mit japanischen Aktien, Wandelanleihen und Optionen.

Exzesse korrigieren sich von selbst

Viele haben das meiste wieder verloren. Denn als Anleger muss man wissen, wie weit fortgeschritten der Zyklus ist. Der aktuelle Zyklus ist schon sehr alt. Erneute fiskal- und geldpolitische Impulse können sein Leben zwar verlängern, aber Exzesse korrigieren sich langfristig immer von selbst. Auch wenn unsere Behörden weiterhin wie Drogendealer dem System wirtschaftspolitisches Heroin verabreichen.

Selbst Gold ist keine Einbahnstrasse und ist zeitweise grossen Schwankungen ausgesetzt – so auch jetzt wieder. Aber im Gegensatz zum S&P 500, der sich in den letzten zwanzig Jahren als bester Performer unter den Hauptaktienindizes gut verdoppelt hat, hat sich Gold versiebenfacht.

Das gelbe Metall ist der Gradmesser des Vertrauens des Kapitals in unsere Zentralbanken und Regierungen. Da diese in Zukunft so weitermachen werden wie seit der Krise 2008/09 oder ihren Einsatz gar erhöhen werden – sie haben keinen Handlungsspielraum mehr, ohne eine noch grössere Krise auszulösen –, wird Gold über die nächsten fünf bis zehn Jahre vermutlich weiterhin besser performen als Aktien – es sei denn, die Anleger finden die Aktienperlen, die auch im schwierigsten wirtschaftlichen Umfeld ihren Umsatz und Ertrag deutlich steigern können. Der nächste Anlauf nach oben kommt, wenn die Behörden den nächsten massiven Stoss über die Geld- und Fiskalpolitik lancieren.

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 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.
