

MEINUNG

## Die grösste Manipulation der Geschichte setzt sich fort

Dank beispiellos expansiver Geld- und Fiskalpolitik boomen die Finanzmärkte. Nun ist jedoch der Höhepunkt der konjunkturellen Dynamik überschritten, der strukturelle Gegenwind nimmt zu.

Felix W. Zulauf

21.07.2021, 05.12 Uhr

Vermutlich werden wir nie wissen, ob das Coronavirus auf natürliche Weise oder aus dem Labor kam, auch nicht ob zufällig oder geplant. Jedenfalls haben einige Gruppierungen unserer Gesellschaft davon profitiert – darunter jene, die einen grossen und mächtigen Staat wünschen –, während für die Mehrheit ein Verlust an Kontakten, an Freiheit und für einige sogar der Verlust der wirtschaftlichen Existenz blieb.

Eine der grossen und wohl auch bleibenden Veränderungen der Pandemie dürfte «Big Government» sein, also ein weiterer Ausbau des Staates und seines Aktionskreises.

Big Government entstand in der Geschichte immer aus einer Zeit mit wirtschaftlichen Problemen und dem damit verbundenen politischen Populismus, letztmals in den Dreissigerjahren des 20. Jahrhunderts. In den USA ging es gut aus, in Europa hingegen schlecht. Populismus brachte meistens Inflation, steigende Rohstoffpreise, Diktatur und manchmal auch Kriege.

## Masslose Wirtschaftspolitik auf beiden Seiten des Atlantiks

Viele Industriestaaten, zuvorderst die USA, fahren heute gigantische Haushaltsdefizite ein, wie letztmals während des Zweiten Weltkriegs. Die Notenbanken haben derweil ihre exzessive Geldschöpfung in der Pandemie weiter erhöht. Im Jahr 2020 hat die US-Notenbank innerhalb von sechs Wochen mehr Geld geschöpft als in den Jahren seit der Finanzkrise von 2008 zusammen – und das waren schon Rekorde.

Europa steht diesbezüglich nicht abseits. Seit Mario Draghi mit «Whatever it takes» die europäische Geldpolitik für immer verändert hat, ist das an den Märkten spürbar. Von 1950 bis zu Draghis Weichenstellung im Juli 2012 haben 10-jährige deutsche Bundesanleihen in gleicher Währung gerechnet besser abgeschnitten als amerikanische Aktien. Seit 2012 ist das anders, denn seither gibt es in Europa den Anker «deutsche Geldwertstabilität» – eine Lehre der verheerenden Hyperinflation der Weimarer Republik – nicht mehr.

Diese Zeit der Stabilität kommt nicht mehr zurück, Big Government marschiert in eine andere Richtung. Jetzt dominieren in Europa die Ideen Frankreichs und Italiens; zwei erfahrene Nationen, wenn es um Geldentwertung geht. Entsprechend ist der Euro keine Fortführung der D-Mark, wie das den Bürgerinnen und Bürgern Deutschlands stets weisgemacht wurde, sondern ein Verschnitt des Franc und der Lira.

Bei der Einführung des Euro wies Deutschland Lohnstückkosten von 35% unter dem EU-Durchschnitt auf und war damit ausserordentlich wettbewerbsfähig. Inzwischen liegen diese leicht über dem EU-Schnitt, und der grosse Wettbewerbsvorteil wurde mit der Aufgabe der deutschen Stabilitätspolitik innerhalb von zwanzig Jahren verschwendet. Das wird sich langfristig in abnehmendem Wohlstand niederschlagen. Merkels voraussichtlicher Nachfolger Laschet wird die Integration in die EU-Schuldenunion weitertreiben.

Offensichtlich sollen in Europa alle Länder gleichgemacht werden, was eine Nivellierung nach unten auf «Club Med»-Niveau bedeutet. Wer nicht mitmacht oder nicht mehr mitmachen will, wird mit Schikanen aller Art bestraft, wie Grossbritannien und die Schweiz. Das wird den Binnenmarkt nicht stärken, sondern mit der Zeit schwächen, und das Wohlstandsgefälle zu anderen Regionen wird wachsen – aber in die falsche Richtung.

## **Struktureller Gegenwind**

Die konjunkturelle Erholung nach dem Schlag der Lockdown-Massnahmen geht indessen weltweit weiter – dank grosszügiger Hilfen des Staates und der Notenbanken.

Aber kann die Politik des immer schneller und höher wachsenden Schuldenbergs ohne Kostenfolgen bleiben? Das Einmaleins der Ökonomie verneint dies; die Kosten werden in irgendeiner Art beim Bürger anfallen. Ob dies in Form von Steuererhöhungen, Inflation und Kaufkraftverlust, Arbeitsplatzabbau wegen abnehmender Wettbewerbsfähigkeit, anderen Faktoren oder einer Mischung daraus passiert, bleibt vorerst unklar.

Strukturell kämpfen wir mit Gegenwind. Die Demografie bremst: Die Bevölkerung Chinas und Europas wächst nicht mehr und wird bald für Jahrzehnte schrumpfen. Wir folgen dem Pfad Japans. Auch die US-Bevölkerung wächst nur noch mit weniger als 0,5% jährlich, Tendenz fallend, wie in allen Industrie- und vielen Schwellenländern.

Nur noch in Afrika und einigen muslimischen Ländern wächst die Bevölkerung noch für Jahre. Aber dort werden die Produktivitätsgewinne laufend durch die Bevölkerungsexplosion aufgefressen, was diese Länder in der Armutsfalle gefangen hält.

Die globale Gesamtverschuldung steigt auf Rekordhöhen und weist relativ zur Wirtschaftsleistung für 2020 den noch grösseren prozentualen Anstieg auf als 2009. Die Gesamtverschuldung der USA steht bei 380% des BIP, jene Europas bei 500% und jene Japans bei 650%. Diese Zahlen sind sogar ohne die implizite Verschuldung aus den staatlichen Rentenversprechen gerechnet, denn dann kämen noch zwischen 150% und 200% dazu.

## **Erschöpftes Wirtschaftssystem**

Die unterschiedliche Verschuldung und Demografie zeigen neben anderen Faktoren, warum die USA auch in den letzten dreissig Jahren punkto realem Wirtschaftswachstum Europa und Japan deutlich geschlagen haben, was sich fortsetzen dürfte. Aber grossartig ist diese Leistung auch nicht, denn in den letzten 150 Jahren wuchs die Wirtschaftsleistung der USA pro Kopf 2,2% p.a., während es in den letzten zwanzig Jahren nur noch 1,2% waren.

Die seit vielen Jahren fehlgeleitete Wirtschaftspolitik macht sich bemerkbar. Unser Wirtschaftssystem ist erschöpft wie ein alter Gaul, und die zunehmend grösseren Eingriffe von Regierungen und Notenbanken werden den Gaul nicht schneller machen, sondern weiter in die Erschöpfung treiben.

Der wirtschaftspolitische Aktivismus der heutigen Entscheidungsträger wird uns nicht nur zum «Stop & Go» der Siebzigerjahre zurückführen, sondern die Staatsquote weiter erhöhen. Sie beträgt heute in der Schweiz zwar offiziell nur 35%, aber in Wahrheit liegt sie näher bei 50%, in den USA bei 38% und in der EU bei 59%.

Wenn die Privatwirtschaft relativ zum öffentlichen Sektor laufend schrumpft, dann muss ein immer kleinerer Sektor den grösser werdenden Staat finanzieren. Und dies werden die Bürger in irgendeiner Form bezahlen müssen. Man kann den Pelz nicht waschen, ohne nass zu werden.

## **Lockdown war Nachfrage- und Angebotsschock zugleich**

Mit dem Covid-Lockdown wurde die Weltwirtschaft einem Nachfrage- und Angebotsschock ausgesetzt. Dank grossen Hilfen des Staates wurde die Nachfrage schnell stabilisiert, während die Angebotsseite aufgrund von Restriktionen geschwächt blieb.

Wenn Angebot und Nachfrage aus dem Gleichgewicht geraten, stellt der Markt über den Preis das Gleichgewicht wieder her. Das führte zu einem schnellen Anstieg der Teuerung.

Der Schlüssel für die zukünftige Entwicklung der Inflation wird sein, ob sich das Angebot bald wieder normalisiert, oder nicht. Wenn beispielsweise infolge von erhöhten Infektionsfällen im Herbst und Winter wieder Restriktionen eingeführt würden, dann bleiben Angebot und Nachfrage weiterhin im Ungleichgewicht, was die Inflation antreibt.

An den Finanzmärkten wurde die gigantische Stimulierung mit einer eindrucklichen Kursrally gefeiert. Aktienkurse, Rohstoffpreise und Inflation schossen in die Höhe. Die Kurse von Obligationen sowie der Dollar gaben nach.

Dieser «Reflation Trade» scheint nun aber auszulaufen. Wie geht es jetzt weiter?

## **Der «Peak» in der Wirtschaftsdynamik wird überschritten**

Die Weltkonjunktur verläuft regional unterschiedlich. China kam 2020 zuerst aus der Konjunkturdelle, durchlief einen Boom und hat das Niveau von vor der Krise bereits übertroffen. Die Behörden in Peking sehen diesen Boom nicht gerne, denn er führt zu einer verschärften Problematik für die bereits hoch verschuldeten

Unternehmen. Deshalb bremst die Regierung die wirtschaftliche Dynamik seit einigen Monaten über die Geld-, Fiskal- und Regulierungspolitik.

Manche Beobachter sehen die jüngste Senkung der Reserve Ratio Requirements (RRR), also der Kapitalunterlegung für Bankkredite, als Zeichen einer neuerlichen Stimulierung. Ich tendiere jedoch zur Ansicht, dass China lediglich die Bremsen etwas lockert und nicht stimuliert, da mit dem hoch verschuldeten Unternehmenssektor sonst die Gefahr einer schnellen Abkühlung droht.

Meine Erwartungen für China laufen auf eine konjunkturelle Abkühlung hinaus, die sich in den nächsten zwei bis drei Quartalen manifestieren wird und weltweit ausstrahlt. Den Höhepunkt der Wachstumsrate hat Chinas Wirtschaft schon im Frühjahr überschritten.

Die USA überschreiten wohl gegenwärtig den Höhepunkt in den Wachstumsraten. Die privaten Haushaltseinkommen wurden dank den grosszügigen Zahlungen des Staates in einem Masse aufgebläht, wie dies in keiner anderen Rezession vorher je der Fall war. Erfahrungen aus früheren Rezessionen zeigen jedoch, dass ein temporäres Aufblähen der Einkommen durch Extrazahlungen nicht zu dauerhaft höheren Konsumausgaben führt.

Deshalb gehe ich davon aus, dass sich der private Konsum, immerhin über 70% des BIP der USA, auf dem vor der Pandemie gültigen Trend einpendelt und ein hoher Betrag aus den staatlichen Leistungen als Ersparnisse im Finanzsystem hängen bleibt. Mit zeitlichem Nachlauf zu China hat damit nun auch die US-Wirtschaft den Höhepunkt in den Wachstumsraten überschritten.

**Konjunkturdaten werden schwächer**

Der Nachzügler Europa wird seine besten Wachstumsraten wohl im Spätsommer durchlaufen. Die staatlichen Stützungsprogramme sind deutlich weniger generös als in den USA, weshalb der Konsum angesichts der nach wie vor herrschenden Unsicherheiten verhalten bleiben wird. Die privaten Haushalte haben begriffen, dass sie angesichts von Negativzinsen mehr sparen müssen als früher, um ihre Altersvorsorge zu sichern. Und wenn meine Beurteilung Chinas und damit auch der Schwellenländer richtig ist, dann werden sich Europas Exporte dorthin von den gegenwärtig sehr hohen Zuwachsraten wieder verflachen.

Es ist deshalb damit zu rechnen, dass die Konjunkturdaten gerade auch wegen des Basiseffekts für die nächsten zwei bis drei Quartale weltweit schwächer werden. Wenn das zutrifft, dann dürften die Rohstoffpreise und auch die konjunktursensitiven zyklischen Aktien entsprechend korrigieren – einige haben schon begonnen.

Wichtig ist zudem, dass die für die Märkte so wichtige Überschussliquidität ebenfalls die Spitze überschritten haben dürfte, was aus den diversen Geldaggregaten ersichtlich ist.

Ob sich die Renditen für Anleihen deutlich zurückbilden werden, ist angesichts der nach wie vor problematischen Angebotsseite – mit entsprechenden Auswirkungen auf die Teuerung – fraglich.

### **Aktienmärkte: Korrekturrisiken nehmen zu**

Aktien sind trotz der konjunkturellen Unsicherheiten weiter kräftig gestiegen und weisen im historischen Vergleich sehr hohe Bewertungen auf. Gleichzeitig muss jedoch festgestellt werden, dass Aktien gegenüber der völlig verzerrten Bewertung von Anleihen noch immer günstig sind.

Es ist auch ein wachsender Kreis von Privatanlegern am Markt tätig, der erst in den letzten zwölf Monaten erstmals an die Börse ging. Als Folge halten die Privathaushalte in den USA heute mehr Aktien in Prozent ihres Vermögens als an allen früheren zyklischen Kursspitzen, nämlich 45,7%. Das ist höher als 1968 (37,1%), 2000 (44,5%) und 2007 (37,4%). In Europa dürfte die Situation ähnlich sein.

Das waren Extreme, die im Nachgang jeweils zu schmerzhaften Baissen führten. Vermutlich ist dieses Mal angesichts der historisch beispiellosen Marktmanipulationen der Notenbanken das Ende der Fahnenstange für die Aktienkurse noch nicht erreicht. Solange die Bondrenditen niedrig bleiben, dürften Wachstumsaktien aus dem Technologiesektor besser als zyklische Werte abschneiden – zumindest bis eine Korrektur einsetzt.

Eine Korrektur an den Börsen in der zweiten Jahreshälfte würde nicht verwundern. Sollte es dazu kommen, dann können wir davon ausgehen, dass die Behörden in allen Regionen die beschlossenen Investitionsprogramme wie den European Recovery Fund oder Bidens Pläne zur Konjunkturbelebung forcieren.

Entsprechend würden dann die Märkte wieder Hoffnung schöpfen und nach der Korrektur erneut steigen. Für Aktienanleger ist aber auf diesem Niveau Vorsicht geboten, auch wenn es keine interessanten Alternativen gibt, ausser temporär Cash.

Sollten die Entscheidungsträger mit ihren Stützungsprogrammen für die Konjunktur erfolgreich sein, dann werden mittelfristig die Bondrenditen zusammen mit den Inflationserwartungen deutlich steigen. Das wird dereinst die Aktienhausse beenden. Aber bis dann wird vermutlich noch viel Wasser den Rhein hinunterfließen.