

MEINUNG

Gefährliche Sorglosigkeit an den Finanzmärkten

Investoren haben sich daran gewöhnt, dass die Notenbanken bei jedem Rückschlag an den Märkten rettend einspringen. Doch die Entwicklung in China in Kombination mit steigenden Inflationsraten wird zu einem giftigen Cocktail.

Felix W. Zulauf

01.10.2021, 05.18 Uhr

Eine kürzlich durchgeführte Umfrage der Deutschen Bank unter ihren 500 grössten institutionellen Kunden weltweit hat ergeben, dass die Mehrheit vor Jahresende einen temporären Kursrückschlag an den Aktienmärkten von 5 bis 10% erwartet. Nur 10% der Befragten erwarten eine Korrektur von mehr als 10%, während 31% gar keine Korrektur erwarten.

Gemäss der monatlichen Erhebung von Bank of America unter den globalen Fondsmanagern liegt deren Absicherung gegen einen Kursrückschlag aktuell auf dem tiefsten Niveau seit Januar 2018.

Diese Sorglosigkeit lässt aufhorchen, vor allem, wenn wir die Entwicklungen in China und der Inflationsdaten weltweit beobachten. Da braut sich potenziell ein giftiger Cocktail für die Börsen zusammen.

Negative Auswirkungen von Evergrande

China ist konfrontiert mit dem Bankrott des Immobilienentwicklers Evergrande, der ausstehende Schulden von über 300 Mrd. \$ aufweist. Seine Anleihen zeigen keine Geldkurse (Nachfrage) mehr, sondern nur Briefkurse um 25%.

Evergrande wurde erst vor 25 Jahren gegründet und hat ein grosses Rad gedreht. Die Firma kaufte laufend Grundstücke von Lokalregierungen in ganz China zusammen, bebaute sie und verkaufte die Wohnungen, bevor sie erstellt waren. Die eingehenden Zahlungen wurden bereits wieder zum Kauf weiterer Grundstücke eingesetzt, und natürlich wurde mit sehr viel Kredit gehebelt.

Wer in chinesischen Städten herumreist, kennt diese Hochhäuser, die mehr oder weniger alle gleich aussehen. Da Chinesen ihre Ersparnisse nicht im Ausland anlegen dürfen, sind Immobilien mit Abstand die grösste Kapitalanlage als Vorsorge. Die gesamte Bewertung der chinesischen Immobilien dürfte sich auf mehr als 60 Bio. \$ (60'000 Milliarden) belaufen.

Ich erinnere mich, wie mir 1994 ein Vertreter der Stadt Schanghai die Pläne für das Finanzzentrum Pudong erklärte, als wir dort auf der grünen Wiese standen. Nach gut zehn Jahren ragten dort mehr Hochhäuser in den Himmel als in Manhattan. Was sich in China abgespielt hat, ist gigantisch und einzigartig.

Seit geraumer Zeit werden im Land mehr Wohnungen gebaut als verkauft, und so steigt der Bestand an unverkauften Wohnungen in den Büchern der Entwickler wie Evergrande. Mit

ausbleibenden Verkaufserlösen bricht der Cashflow ein, und dann wird die hochverschuldete Bilanz zum Problem.

Wer glaubt, dass nur Evergrande dieses Spiel gespielt hat, irrt. Eine Kakerlake kommt selten allein. In der Tat weisen die Immobilienentwickler in China gesamthaft eine Verschuldung von 1,2 Bio. \$ auf. Das sind nur die Zahlen, die bekannt sind. Normalerweise gibt es da auch eine beträchtliche Dunkelziffer.

Das chinesische Bankensystem kann derart grosse Abschreiber nicht verkraften, da es auf aggregierter Basis nur noch 2% Eigenkapital aufweist und das Verhältnis von ausstehenden Krediten zu den Einlagen im internationalen Vergleich extrem hoch ist. Das ist auch nicht verwunderlich, denn seit einigen Jahren zahlen offensichtlich viele Schuldner ihre Zinsen nicht mehr, sondern lassen sie den ausstehenden Krediten anrechnen. Das erklärt auch den grossen Kreditboom, der zeitweise jährlich bis zu 40% der Wirtschaftsleistung betrug. Entsprechend war das Bankensystem gar nicht in der Lage, genügend Reserven zu bilden.

Im Vergleich ist der Exzess an Chinas Immobilienmarkt grösser als alles Bisherige der modernen Zeit. Die Baubranche am Zenit des Zyklus macht heute in China 15% des Bruttoinlandproduktes aus, verglichen mit 5,7% in den USA im Jahr 2005, knapp 10,9% in Spanien im Jahr 2006 oder 7,8% in Japan im Jahr 1989.

Keine «Quick Fix»-Politik in China

Nun könnte die chinesische Zentralbank das System mit Liquidität fluten, wie das im Westen immer wieder gemacht wird. Der Präsident der People's Bank of China sagte jedoch

gerade kürzlich, dass Quantitative Easing ein absoluter Blödsinn sei und in Kombination mit künstlich tief gehaltenen Zinsen langfristig gewaltige Probleme bringe, weshalb dies für China kein gangbarer Weg sei.

Ausserdem würde eine extrem expansive Geldpolitik die chinesische Währung deutlich schwächen, was nicht im Interesse Chinas ist: Es ist erklärte Politik, den Renminbi für internationale Anleger attraktiv zu machen, damit langfristig orientiertes Kapital ins Land fließt.

Für viele Jahre konnte das chinesische Bankensystem das eigene Wachstum nicht mehr finanzieren, und die Volkswirtschaft war auf ausländisches Kapital angewiesen. Es wird geschätzt – verlässliche Zahlen gibt es nicht –, dass die ausstehenden Dollarkredite bei ausländischen Banken zwischen 3 und 4 Bio. \$ betragen. Diese Abhängigkeit von kurzfristigem ausländischem Geld will Peking reduzieren, da im Fall eines sich verschärfenden Konflikts mit den USA diese Quelle plötzlich versiegen könnte. Kapitalverkehrskontrollen gegenüber China wurden in Washington unter Trump wie auch unter Biden bereits ernsthaft diskutiert.

China wird also nicht die schnelle «Quick Fix»-Politik des Westens anwenden, sondern seine Volkswirtschaft durch eine Restrukturierung zwingen, wie das im kapitalistischen System funktioniert. Das ist langfristig die bessere Lösung, kurzfristig ist es aber schmerzhaft.

Mit dem Engagement der westlichen Banken in China kommt die Verbindung zum internationalen Kreditsystem ins Spiel: Denn mit Evergrande werden auch ausländische Banken Geld verlieren. Als Folge davon werden die Risikoabteilungen aller

international tätigen Grossbanken über die Bücher gehen und die Kreditstandards verschärfen. Das führt in der Regel zu einer Abnahme der globalen Liquiditätsversorgung, denn die vom Bankensystem geschaffene Liquidität ist viel grösser als jene von den Zentralbanken.

Schwächelnde Konjunktur und steigende Inflation

Da Chinas Konjunktur sich mit der Entwicklung des Bau- und Immobiliensektors im Lauf der nächsten Quartale deutlich abschwächen wird und sogar an den Rand einer Rezession kommen könnte, fällt der bisherige Motor für die Weltwirtschaft für einige Zeit aus. Unliebsame Rückkopplungseffekte auf die Exporteure rund um den Globus dürften damit vorgezeichnet sein.

Gleichzeitig steigt die Inflation im Westen – in den USA auf inzwischen nahe 6% und in Europa auf 3% –, was mit der laufenden Konjunkturerholung und den optimistischen Prognosen die Notenbanken zu einer Abkehr von ihrem expansiven Kurs bewegen sollte. Die deutschen Importpreise sind in den letzten zwölf Monaten 16,5% gestiegen; die Alarmglocken in den Zentralbanken klingeln.

Gleichzeitig wird in den Industrieländern aber die Veränderungsrate der Fiskal- und Kreditimpulse im Verlauf der nächsten zwei bis drei Quartale negativ, was in Kombination mit der bereits evidenten Abkühlung in China aus meiner Sicht zu konjunkturellen Enttäuschungen führen wird.

Wir steuern also auf eine sich abschwächende Konjunktur zu, mit hohen Inflationsraten und bereits fallenden Realeinkommen

in den USA und Europa.

Das ist ein giftiger Cocktail für die Aktienmärkte.

Rettende Massnahmen nach jedem Rückschlag

Die Finanzmärkte haben im Lauf der grossartigen Hausse seit 2009 gelernt, dass jeder Rückschlag sofort aufgefangen wird, wie die eingangs beschriebenen Umfragen unter professionellen Investoren bestätigen. Wenn immer etwas schiefzugehen drohte, reagierten die Behörden und Zentralbanken sofort mit Stützungsmaßnahmen für die Märkte und exponierte Unternehmen.

So war es in der Finanzkrise von 2008/09, als namhafte Banken am Abgrund standen und Staatshilfe in Anspruch nehmen mussten, um zu überleben. So war es 2012, als Spanien in eine Zahlungsbilanzkrise stürzte, die den Euro gesprengt hätte, wäre nicht Mario Draghi mit dem «Whatever it takes»-Versprechen und unlimitierten Geldern der EZB eingesprungen. Damit hat er Spanien und Italien vor dem Bankrott bewahrt, aber gleichzeitig den Euro als stabile Währung für Europa versenkt. Die Korrekturen von 2015 und 2018 steckten die Märkte ebenfalls weg, weil die Zentralbanken jedes Mal wieder den Geldhahn öffneten.

Auch beim von der Covid-Pandemie induzierten Shutdown, der zum kürzesten, aber in vielen Volkswirtschaften tiefsten Konjunkturerinbruch seit Jahrzehnten führte, standen die Regierungen mit gigantischen Geldbeträgen bereit. Die Liquiditätseinschüsse der Notenbanken überboten alle bisherigen monetären Exzesse. Entsprechend sprangen die

Aktienkurse fast so schnell nach oben, wie sie vorher gefallen waren, und notieren heute höher als zuvor.

Professionelle und private Anleger sind deshalb zum Schluss gekommen, dass man mit Aktien nur gewinnen und nicht verlieren kann. Es wird angenommen, dass wer Aktien lange genug halten kann, immer einen Kapitalzuwachs erziele. Dabei wird ausgeblendet, dass beispielsweise die Aktienkurse grosser europäischer Banken noch immer nur auf einem Bruchteil ihres Wertes von vor fünfzehn Jahren notieren. Der japanische Bankenindex handelt noch immer über 90% tiefer als Ende 1989. All dies wird gerne ignoriert, denn wer würde schon Bankaktien kaufen – doch waren es vor dreissig und fünfzehn Jahren die gleichen Institute, die diese Titel zum Kauf empfahlen und mit ihnen in den Keller sausten.

Risiken für die nächsten Quartale werden unterschätzt

Natürlich: Der Markt interessiert sich für das Heute und nicht das Gestern, und Optimismus und steigende Kurse bereiten viel mehr Freude als Pessimismus und fallende Kurse. Ich will lediglich daran erinnern, dass eine lange Haltedauer nicht vor katastrophalen Kursrisiken schützt – und dass die Mär von Aktienkursen, die immer nur steigen können, trügerisch ist.

Angesichts der weit verbreiteten Meinung, dass es die Behörden und Notenbanken schon richten werden, ist die Sorglosigkeit der Märkte sehr hoch. Und Korrekturen von 10% sind ja sowieso nur kleine, temporäre Rückschläge, die als Kaufgelegenheiten wahrgenommen werden sollten. So lautet jedenfalls die gängige Meinung.

Aus meiner Sicht wird das Risiko für die nächsten zwei bis drei Quartale deutlich unterschätzt. Die Abschläge könnten angesichts der instabilen Rahmenbedingungen plötzlich grösser werden. Wenn China hustet, könnte sich der Westen erkälten. Die Korrelation zwischen dem chinesischen BIP-Wachstum und dem S&P-500-Index ist im Lauf weniger Jahre von null auf 90% gestiegen. 80% der Expansion der Gewinnmargen der Unternehmen in den letzten dreissig Jahren ist der Globalisierung geschuldet. Wenn dieser Film jedoch plötzlich rückwärts läuft, so hat dies grosse Konsequenzen.

Eine grössere Korrektur würde daher nicht überraschen.

Vermutlich werden die nächsten Quartale aber nur einen Zwischentaucher darstellen. Unsere Notenbanken, die jetzt versuchen, von ihrem expansiven Extremkurs etwas zurückzurudern, werden bei einem heftigeren Börsengewitter sofort wieder mit den grossen Kanonen auffahren. Dann könnten die Kurse neue Höchststände erklimmen, und die ewigen Bullen werden ihr Halleluja anstimmen, bevor dann die grosse Hausse, die uns seit 2009 begleitet hat, zu Ende geht.

Deshalb gilt es, sich anzuschmallen. Die Achterbahnfahrt nimmt ihren Lauf.