

Marktkommentar 31.03.2018

*Noch nie war der Prozess politischer Entscheidungsfindung
so kompliziert wie heute.*

Roman Herzog

Von China, Zombies & Untoten

China als kommender Platzhirsch ist mit einem unzimperlichen Masterplan unterwegs, mit dem Ziel, in den wichtigsten Schlüsselindustrien die Weltherrschaft zu übernehmen. Dies kann nicht ohne Nebengeräusche über die Bühne gehen. Beim Androhen der amerikanischen und chinesischen Strafzölle geht es im Grunde nicht um einen Handelskrieg, sondern um neue Regeln, wie in Zukunft miteinander Geschäfte abgewickelt werden. China hat von der Globalisierung über Massen profitiert. Nun ist Zahltag angesagt. China muss seinen Beitrag leisten.

Seit bald 30 Jahren haben die Industriestaaten auf *Wandel durch Handel* gesetzt. Peking ist eingeladen, in einem freien, fairen Markt eine gewichtigere Rolle zu spielen. Nun wird klar, die Spekulation, dass sich China öffnet, geht nicht auf. China konsumiert zu wenig im Ausland, setzt egoistisch seine Interessen durch, spioniert, kauft Firmen auf und drangsaliert zu Hause die international tätigen Firmen. Dem Täuschen, Tarnen und Heimatschutz wird nun von den USA möglicherweise ein Riegel geschoben. Der konzeptarme Schlingerkurs der Europäer, die ebenso betroffen sind, ist dabei wenig zielführend. Ein Interesse, dass eine Lösung gefunden werden muss, haben alle Beteiligten. Wir werden an den Finanzmärkten mit diesen Veränderungen noch einige Zeit leben müssen.

Heutzutage werden in der Presse und auch in der Filmindustrie die **willenlosen Zombies und Untoten** als attraktiver Stoff bearbeitet. Diese Figuren haben neuerlich auch im Kreditwesen als *Zombie-Firmen* ihre Rolle gefunden. Damit sind Unternehmen gemeint, die ohne Daseinsberechtigung, kaum überlebensfähig mit künstlich tief gehaltenen Zinsen am Leben erhalten werden.

Gemäss Bank für Internationalen Zahlungsausgleich BIZ erfüllen von untersuchten 32 000 kotierten Firmen 9% folgende Kriterien: hoch verschuldet, mit niedriger Produktivität, mindestens 10 Jahre operativ tätig und seit drei Jahren unfähig, operativ auch nur den Zinsdienst zu leisten. Betroffen ist vor allem Italien, wo bald 20% der Firmen als Zombiefirmen eingestuft werden. Banken zeigen sich notgedrungen nachsichtig, denn mit den tiefen Zinsen schwindet der Druck, die Kredite abzuschreiben. Die Selektion in einem gesunden Wettbewerb ist teilweise ausser Kraft gesetzt und schädigt damit auch die ständige Erneuerung. Untote Zombies hätten in der Wirtschaft eigentlich nichts zu suchen. Sie sind ein Nebenprodukt der Tiefzinspolitik.

Die Möglichkeiten die Kredite abzuschreiben gestaltet sich für verschiedene Teilnehmer unterschiedlich. Während sich die meisten Institute mit Ausständen in notleidenden europäischen Ländern über die EZB schlank aus der Affäre ziehen konnten, verbleiben die meisten Zombie-Kredite in den Büchern von Banken, Versicherungen, Pensionskassen, Fonds und Zentralbanken.

Vor allem die europäischen Staaten wären gefordert neue Spielregeln einzuführen. Für die Entsorgung der Zombies braucht es flexiblere Finanzmärkte, mehr Abschreibungsmöglichkeiten, beschleunigte Vollstreckungsverfahren, neue Leitlinien zur Verwertung von Bad Banks und ein Handel mit Schuldverschreibungen, um die Bücher der Banken zu entlasten. Es geschieht wenig. Wegen ihrer Relevanz scheinen die verletzlichen Zombies in vielen Politikern ihre willkommene Lobby-Gruppe zu finden.

Viele Firmen scheuen davor zurück, ihre Dividenden zu kürzen. Konzerne finanzieren Investitionen und Dividenden vermehrt auf Pump. Dies trifft auf Öl- und Gasfirmen zu, die wegen tiefer Ölpreise nicht genügend verdienen. Es gilt bei den Anlageentscheidungen dieser Tatsache Rechnung zu tragen.

Die Analysten bellen in verschiedene Richtungen. Einerseits gibt es viele gesunde Firmen, die viel Bares auf ihren Konten horten, andererseits reklamiert der IMF die hohe Verschuldung, die wegen der tiefen Zinsen entstanden ist. In vergangenen 10 Jahren haben bei den S&P 500-Firmen die Schulden um 114% zugenommen, die Barmittel um 162% und die Profite um 51%. Eine hohe Verschuldung ist nicht per se schlecht. Es gilt ja auch erfolversprechende Geschäftsmodelle langfristig zu finanzieren. Und diese entwickeln sich teilweise prächtig. Viele Firmen fahren hohe Gewinne ein. Dies bedeutet, dass der Wettbewerb unter den marktbeherrschenden Firmen nicht so gross ist.

Die **Finanzkrise** ist noch nicht ausgestanden. Man traut den Finanzmärkten noch nicht über den Weg. Dies zeigt eine Analyse der Barmittel. Die Hälfte des Cashs der S&P 500 Firmen liegt im Ausland. In den USA *Kredite aufnehmen und Cash im Ausland parkieren* ist immer noch eine Variante, ausserhalb dem Einflussbereich der Politiker und Zentralbanken, Geld zu parkieren und Steuern zu sparen.

Wer sind heute die Verlierer? Es sind die Sparer und die Pensionskassen, die wegen tiefer Renditen seit Jahren mit Kaufkraftverlusten für den Abbau der Schulden aufkommen müssen. **Welches sind die zukünftigen Verlierer?** Erstens Pensionskassen und Lebensversicherungen, die langlaufende Zinspapiere halten müssen. Zweitens Gläubiger, deren Schuldner sowohl die Zinsen als auch Kapitalrückzahlungen nicht mehr stemmen können. Drittens: Die EZB, welche über Massen notleidende Kredite aufgekauft hat, und die Kredit-Banken, welche allzu forsch Geld an Zombiefirmen und Immobiliengesellschaften ausgeliehen haben, die mit den Mieteinnahmen weder Zins, Abschreibungen noch Kapitalrückzahlungen stemmen können. Es gilt diesen Risiken auszuweichen.

Licht am Horizont

Es ist eine Binsenwahrheit, grosse wirtschaftspolitische Sünden werden in guten Zeiten begangen. Wegen der Einnahmen-Überschüsse und der erstarkten Wirtschaft ist der kurzsichtige Staat übermütig geworden. Es bliebe noch Zeit, die Weichen neu zu stellen. Es gibt aber auch Licht am Horizont. Der Erfolg der Globalisierung kann mit neuen Regeln und Verträgen weiter geschrieben werden.

31.3.2018/JF