

Schwere Kost

[Lesestoff, der nicht leicht zu verdauen ist.]

FEAR THE WALKING DEAD

Wie die Geldpolitik der Zentralbanken Zombie-Unternehmen fördert und damit die Realwirtschaft zerstört

[von Matthias Müller]

Eine regelrechte Euphorie ist seit der Publikation der Testergebnisse von zwei Impfstoffen der Unternehmen „Biontech / Pfizer“ und „Moderna“ ausgebrochen. Und zwar nicht nur bei medizinischen Experten, in der öffentlichen Wahrnehmung und in den Medien, sondern auch auf den Finanzmärkten. Diese haben seit der Ankündigung von „Biontech/ Pfizer“ Anfang November eine historisch seltene Reaktion gezeigt, und zwar in Bezug auf die sogenannte Rotation.

Was darunter zu verstehen ist? Eine Umkehr der Kapitalströme aus denjenigen Sektoren, die vorher stark nachgefragt waren, in diejenigen, die sich wenig Nachfrage erfreuten. Konkret: Aktien von Kreuzfahrtgesellschaften, Fluggesellschaften, Flugzeugherstellern, Erdölgesellschaften und generell zyklische Titel werden seit knapp zwei Wochen wieder gekauft, während die lange Zeit einseitig privilegierten Titel aus dem Big Tech-Bereich eher vernachlässigt werden. Diese Rotation drückt die Erwartung einer zyklischen Erholung aus. Dank der bevorstehenden Massenimpfung werde die angebliche Pandemie überwunden und die Rückkehr zum normalen Leben möglich werden, so die Erwartungen der Spekulanten. Ob diese Erwartungen gerechtfertigt sind, darf bezweifelt werden.

Um einen Kontext zu geben: Seit dem Ausbruch der Pandemie bis zum Beginn der Rotation Anfang November lassen sich die Merkmale der Finanzmarkt-Entwicklung folgendermaßen zusammenfassen:

Die Zinsen sind, nach einem gewaltigen Rückgang über die letzten Jahrzehnte und vor allem seit der Finanzkrise von 2009, nochmals scharf gefallen. Sie betragen inzwischen minus ein bis plus ein Prozent über die ganze Zinskurve – im historischen Vergleich eine absolute Ausnahme, ja Perversion. Die Zinskurve der Regierungs-Obligationen, die üblicherweise als Benchmark genommen wird, hat sich dramatisch verflacht. Dieser Effekt geht auf die Reaktionsweise der wichtigen Zentralbanken seit März 2020 zurück. Diese haben die Zinsen gesenkt. Sie haben in Aussicht gestellt, dass die Zinsen in der nahen und weiteren Zukunft auf diesen ultra-niedrigen Niveaus verbleiben werden. Und sie haben enorme und präzedenzlose Kaufprogramme von Regierungsanleihen lanciert. Effektiv monetarisieren sie die Staatsschuld wie im Krieg.

Die Aktienmärkte haben sich nach dem Einbruch im Februar/März erheblich erholt, in den Vereinigten Staaten haben die Indizes sogar neue Rekordstände erreicht. Hinter dieser Entwicklung stecken aber sehr unterschiedliche sektorale und vor allem unternehmensspezifische Entwicklungen. Diese Erholung – beziehungsweise Hausse in den USA – wurde von wenigen Unternehmen getragen, deren Aktien förmlich explodiert sind. Diese Titel haben ein erhebliches Gewicht in den breiten Markt-Indizes sowie in den Branchen-Indizes. Amazon beispielsweise hat 40 Prozent-Anteil im Bereich Standard-Konsumgüter. Fünf Titel allein machen

über 20 Prozent des S&P aus, eine Konzentration wie noch nie in der Geschichte der Finanzmärkte. Zu den Gewinnern gehören diese Tech-Giganten, weitere Technologie-Hersteller, Tesla bei den Autoherstellern, dann die Pharma-Riesen. Die Bewertungen dieser Aktien sind teilweise in pathologische und historisch beispiellose Höhen gestiegen. Eine Rolle dabei spielten „Robinhood-Trader“, die keine Erfahrung in Finanzmärkten haben, sowie Trend-folgende Anlagestrategien aus dem Hedge Fonds-Bereich. Unterstützt wurde die Erholung auch dort, wo sichere Dividenden vorhanden sind und Rückkauf-Programme laufen. Die breite Masse der Aktien hat sich etwas erholt, ist aber weit von den historischen Höchstständen entfernt. Viele Aktien waren bis vor wenigen Wochen noch deutlich im Minus für 2020.

Parallel zur Erholung der Aktienmärkte haben sich die Kredit-Risikoprämien scharf zurückgebildet. Die Zinsdifferenz von Unternehmenskrediten zu Regierungs-Anleihen ist ungewöhnlich scharf gefallen. Diese Entwicklung bildet in keiner Weise die tatsächliche Risiko-Situation ab. Für viele Unternehmen haben sich die Aussichten durch die niedrigeren Zinsen und die Erholung im dritten Quartal 2020 effektiv verbessert. Doch für einen nicht geringen Teil von wahrscheinlich ungefähr zehn Prozent der Anleihen besteht effektiv akute Konkursgefahr, und zwar schon unmittelbar im Jahr 2021. Bei Anleihen mit höherem Risiko dürfte

dieser Prozentsatz noch erheblich höher liegen. Auch deren Risikoausfälle haben sich zurückgebildet. Diese Entwicklung dürfte auf drei Faktoren zurückzuführen sein: Die Zentralbanken haben Kaufprogramme für Unternehmensanleihen angeleiert oder, wie die Fed, in Aussicht gestellt. Das hat diese Anleihekategorie gestützt. Zusätzlich sind die Unternehmens-Kredite und teilweise auch Schwellenländer-Kredite, gerade bei institutionellen Investoren, die einzige Möglichkeit, noch eine vernünftig scheinende Rendite zu erwirtschaften. Schließlich werden Unternehmenskredite vor allem in Form von Exchange Traded Fonds (so genannten ETFs) gekauft, so dass die Bewertungen aller Kredite steigen (die Zinsen aller darin enthaltener Anleihen sinken), wenn die Zuflüsse in diese Fonds erfolgen.

Diese Akteure – Zentralbanken, institutionelle Anleger und bei einzelnen Aktien die Robinhood-Trader und CTA's – haben das Gesamtbild der Erholung an den Finanzmärkten im Jahr geprägt. Wichtig ist, die Motivation und Vorgehensweise der zwei wichtigsten Akteure zu erkennen:

NACHT- UND NEBELKÄUFE

Die Zentralbanken haben alles darauf angelegt, spezifisch den Aktienmarkt zu beleben. Eine statistische Analyse ergibt, dass praktisch der gesamte Zuwachs des S&P-Indexes seit dem 23. März auf die Nachtstunden außerhalb der regulären Handelszeiten entfällt. Dann werden nur – beziehungsweise

Schwere Kost

[Lesestoff, der nicht leicht zu verdauen ist.]

se primär - die Futures und die ETFs auf den Index gehandelt. Dann ist selbstverständlich auch die Liquidität sehr gering, der Markt ist leicht manipulierbar. Und genau dann wurden praktisch sämtliche Kursgewinne für den Index zwischen dem 23. März bis heute erzielt. Das ist nur möglich mit systematischer Kursmanipulation. Typischerweise operieren die amerikanische Zentralbank oder allenfalls im Gefolge wichtige Mitglieds-Banken im Fed-System auf diese Weise. Normale Anleger sind dann nicht präsent. Die Fed hat solche Übernachts-Transaktionen nach dem Börsenkrach von 1987 eingeführt, sie in der Vergangenheit aber auf Krisentage und spezielle Episoden beschränkt.

Klartext dieser Manipulationstechnik für Laien: die Zentralbank der USA, die EZB und einige wenige Geschäftsbanken kaufen wichtige Leitpapiere nach Handelsschluss, wenn der normale Handel schläft und treiben damit die Kurse über Nacht nach oben. Am nächsten Morgen reagiert der Markt auf den nächtlichen Kurssprung mit euphorischem Handel. In der darauf folgenden Nacht beginnt das Spiel von Neuem.

Eine derartige Diskrepanz zwischen Tages- und Nachtstunden ist historisch absolut einzigartig. Das ist nicht nur mit dem klassischen Fed-Put zu erklären, mit dem die Fed durch geldpolitische Operationen normalerweise eine Marktbaisse stoppt. Die Konzentration der Kursgewinne auf die Zeit außerhalb der Handelsstunden nach dem 23. März deutet vielmehr darauf hin, dass die Fed aktiv den Markt nach oben geführt hat, und dass andere Marktteilnehmer mit Sicherheit darauf spekulierten. Die Fed kann Operationen und Bestände in Derivaten durchführen, und diese werden im Unterschied zu Kassa-Transaktionen von der Fed nicht gemeldet. Die Fed weigert

sich sogar, darüber überhaupt nur Auskunft zu geben. Dass dies nun praktisch während mehr als einem halben Jahr so gehandhabt wurde, zeigt, was die aktuelle Hausse effektiv repräsentiert: Es ist eine Zentralbank-induzierte Finanzmarktblase, und zwar die größte aller Zeiten, weil sie global ist und alle Vermögenswerte umfasst.

SCHULDENFINANZIERTER RENDITEN

Mit ihrer Politik der ultra-niedrigen Zinsen, der präzedenzlosen Anleihenkäufe vor allem bei Regierungs-Obligationen und der Aktienindex-Future-Manipulation versetzen die amerikanische und andere Zentralbanken die institutionellen Anleger in einen unentrinnbaren Sachzwang: Pensionskassen und Lebensversicherungen haben üblicherweise Mindestanforderungen an die laufende Verzinsung. Um dieser Anforderung zu entsprechen, müssen sie in der gegenwärtigen Zinslandschaft minderwertige Anleihen mit immer schlechterer Kreditqualität (hohes Ausfallrisiko) kaufen, ganz am unteren Ende der Qualitäts-Kurve. Das hilft makroökonomisch, gegenwärtig die Krise einzudämmen, wird aber zu viel größeren Kreditausfällen in der Zukunft führen. Immer mehr Unternehmen, obwohl strukturell nicht überlebensfähig, werden somit künstlich über Wasser gehalten.

Auch auf der Aktienseite wird hemmungslos in die gleiche Richtung operiert: Unternehmen ohne Gewinne wie etwa die großen Erdölkonzerne verschulden sich, und finanzieren damit Dividenden-Ausschüttungen und Aktienrückkäufe. Die Aktien dieser Gesellschaften werden dann von den institutionellen Anlegern gekauft beziehungsweise gehalten. Die Dividenden dienen als Ersatz für die fehlenden Zinszahlungen bei Regierungsanleihen. Es ist eine manipulierte, von der Fed und den anderen Zentralbanken gesteuerte Hausse.

Der Mechanismus nochmal kurz und einfach dargestellt: durch den anhaltenden Zinsdruck pressen die Zentralbanken insbesondere institutionelle Anleger, die aufgrund ihrer Anlagerichtlinien nicht anders können, in Anlageformen mit extremen Risiken, nämlich Kreditpapiere mit hohem Ausfallrisiko. Auf diese Weise werden Firmen künstlich am Leben erhalten, die längst pleite sind. Die Firmen wissen natürlich, dass sie praktisch erledigt sind und zeichnen sich in den letzten Atemzügen ihrer Existenz normalerweise durch destruktive Geschäftspraktiken aus: sie zerstören die Preisgefüge der Branche oder gehen Lieferantenverbindlichkeiten ein, die sie gar nicht erfüllen können und reißen damit ganze Märkte mit in den Tod.

GRENZENLOSES KAPITAL FÜR ZOMBIES

Die Kehrseite dieser Finanzmarkt-Blase sind die immer breitere Fehlallokation der Kapitalien und damit fortschreitende Zombifizierung der Wirtschaft, mit dem Effekt der Verlangsamung des makroökonomischen Produktivitätswachstums einerseits und einer zunächst schleichenden, dann eskalierenden Schuldendeflation andererseits. Gemeint mit dem letzteren ist der Preisdruck, den diese strukturell unproduktiven, nicht profitablen Unternehmen mit ihren disruptiven, zerstörerischen und deflationären Geschäftsmodellen auf den Rest der Wirtschaft ausüben.

„Uber“ etwa häuft laufend Milliardenverluste an, setzt aber die Taxibranche weltweit unter Druck, lange schon vor Ausbruch der Coronavirus-Pandemie. Möglich wird dies, weil die Gesellschaft keine Tariflöhne und Sozialbeiträge für ihre Taxifahrer zahlt. Uber ist ein klassisches Zombie-Unternehmen: ein marodisierender Untoter, hat noch niemals operativ Geld verdient, wird durch irrsinnige Kapitalinvestitionen am Leben ge-

halten, tut aber nichts anderes als etablierte Branchen zu zerstören und Millionen von Arbeitsplätzen zu vernichten.

„AirBNB“, ebenfalls ein chronisches Verlust-Unternehmen, setzt die Hotelpreise im niedrigen und mittleren Preissegment unter Druck und sorgt umgekehrt für extrem überhöhte, nicht mehr bezahlbare Mieten in den Ferienregionen und Tourismuszentren. Ebenfalls ein Zombie, von Beginn an nicht lebensfähig aber von irren Investoren gefeiert - für nichts als das inhaltslose Gewäsch selbstverliebter Start-Up-Lackaffen.

Die amerikanischen Fracking-Unternehmen haben als Sektor nie Geld verdient, lösen aber mit ihrer chronischen Überproduktion einen gewaltigen Preisdruck auf die Erdöl- und Erdgaspreise aus. Direkt, als gigantische Umweltverschmutzer, und indirekt über manipulierte Energiepreise, tragen sie ganz erheblich zur Klimaerwärmung mit all ihren zukünftigen Kosten bei.

Amazon hat zwar keine eigentlichen Verluste aber auch nie große Gewinne aus dem Detailhandel gemacht, zertrümmert aber den personalintensiven Detailhandel in Fachgeschäften und Einkaufszentren mit qualifizierten Verkäuferinnen und Verkäufern und zerstört damit die Handelsstruktur der Innenstädte und damit den Lebenswert der Stadt an und für sich. Amazon ist als größtes Handelsunternehmen ein gigantischer Betrug, denn es ist zwar der größte Onlinehändler der Welt, stellt sich selbst aber als Logistikunternehmen dar und umgeht damit die Tarifbedingungen des Handels durch eine Armada von schamlos benutzten Billigst-Arbeitskräften in Logistik- und Transport. Würde sich Amazon an normale Tarifregeln halten, wäre das Unternehmen von Jeff Bezos operativ nicht lebensfähig und längst pleite. Überhaupt könnte kein einziger der ach so be-

Schwere Kost

[Lesestoff, der nicht leicht zu verdauen ist.]

eindruckenden Technologiegiganten der Internetbranche existieren, würde es ihnen nicht gestattet, durch die extensive Ausnutzung von internationalen Steuerschlupflöchern jegliche Steuerzahlungen zu umgehen.

Lieferheld ist eine weltweit operierende Plattform für Pizza und Essenslieferung nach Hause. Lieferheld hat noch nie Geld verdient, stattdessen rund drei Milliarden operativer Verluste und verfügt über keinerlei nennenswertes Betriebsvermögen. Trotzdem bewertet ein völlig besinnungsloser, dem Wahnsinn verfallener Finanzmarkt diese vor sich hin faulende Zombiefirma mit 20 Milliarden Euro.

Der Russell-2000 Index der Klein- und Mittelunternehmen, die vor allem auf die Binnenwirtschaft der USA fokussiert sind, bestand schon vor Ausbruch der Corona-Krise zu 40 Prozent aus Unternehmen, die überhaupt keine Gewinne erwirtschafteten. Mit der Corona-Krise ist dieser Anteil nochmals erheblich angestiegen. Der Index hat gleichwohl neue Höchststände erklommen. Diese Beispiele ließen sich beliebig erweitern. Viele dieser sogenannten Technologie-Unternehmen und Unicorns haben nur teilweise innovative Technologie. Was sie vor allem auszeichnet, ist rücksichtslose Ausnutzung von Produktionsauslagerungen, von Lohn- und Sozialkosten-Dumping, von Steuervermeidung und Steuerprivilegien, von Umweltverschmutzung und generell von regulatorischer Arbitrage aller Art.

Indem die Zentralbanken diese strukturelle Ausbreitung einer unproduktiven Zombie-Wirtschaft einerseits und eine exponentielle Schuldenlawine von Unternehmensschulden (und darüber hinaus von Staatsschulden) andererseits fördern, bringen sie die Welt unweigerlich in eine Schulden- deflations-Spirale: Explodierende nominelle Schulden bei rückläufigen

Preisen und vor allem bei rückläufigen nominellen Einkommen und reduziertem Produktivitätsfortschritt. Das ist der Weg in eine zukünftige Katastrophe.

Dieser Weg ist noch ungleich. Während in den Vereinigten Staaten das Ganze zumindest kurzfristig oder konjunkturell noch Sinn machen mag, ist diese Politik in Europa nur noch selbstzerstörerisch. Beispiel: Die rekordtiefen Zinsen zertrümmern die Altersguthaben praktisch aller Formen der kollektiven Altersvorsorge, besonders aber in Europa. Im Unterschied zu den USA spielen Aktien in den kapitalgedeckten Vorsorgesystemen in den meisten Ländern Europas überdies nur eine geringe Rolle. Was durch die niedrigen Zinsen und durch die erzwungene Fehlallokation in schlechte Kreditqualitäten und in lächerlich überhöhte Aktien-Bewertungen unter die Räder kommen wird, sind die Altersguthaben. Sie werden über die Zeit hinweg förmlich vernichtet, einmal durch die stark reduzierte Verzinsung gegenüber viel höheren Leistungsgarantien und -Versprechen aus der Vergangenheit, dann durch regulatorischen Zwang zur Verlängerung der Laufzeiten der Anleihen bei immer niedrigeren Zinsen, schließlich mit Verzögerung durch die Welle der Kreditausfälle und Aktienpreis-Implosionen, die bei einer Schulden-Deflationsspirale unweigerlich kommen werden. Die meisten, vor allem die jüngeren Beitragszahler in diesen kollektiven Vorsorgegefäßen, werden nicht nur keinerlei Verzinsung auf ihre Anlagen erhalten. Sie werden nicht einmal alles zurückerhalten, was sie während ihrer beruflichen Laufbahn einbezahlt haben.

Durch die viel zu niedrigen Zinsen der EZB werden außerdem die Margen der europäischen Banken im Kreditgeschäft zerdrückt. Die „Pandemie“ sorgt ohnehin für eine Welle fauler Kredite bei den europäischen Banken und beschränkt

deren Fähigkeit und Bereitschaft zur Kreditvergabe. In Europa erfolgt die Finanzintermediation wesentlich über das Bankensystem, nicht über verbrieft Kredite an den Finanzmärkten wie in den USA.

Was zusätzlich hinzukommt: Mit dieser Politik wird die eigene Wirtschaft demontiert und zerstört. In Europa spielen weder Aktien noch Unternehmenskredite eine überragende oder bedeutende Rolle bei der Finanz-Intermediation. Die ver-zweifelt nach Rendite lechzenden institutionellen Anleger Europas müssen zwangsläufig in den Dollarbereich und den US-Kredit- und Aktienmarkt investieren. Dort füttern sie die Finanzierung von chronisch defizitären Gesellschaften, deren disruptive Geschäftsmodelle dann die eigene europäische Wirtschaft zerstören. Jüngstes Beispiel dafür ist Tesla, welches drauf und dran ist, die deutsche und europäische Auto-Industrie an die Wand zu fahren. Der Aktienpreis von Tesla hat sich seit Sommer 2019 mehr als verzehnfacht.

Tesla ist heute das höchstkapitalisierte Auto-Unternehmen der Welt. Das ist nicht nur lächerlich überhöht, es schafft umgekehrt auch harte Fakten. Die bizarre Börsenbewertung gibt dem Unternehmen einen Wettbewerbsvorteil, den die anderen Hersteller (mit Ausnahme von Toyota und Porsche), insbesondere die europäischen mit ihren schwachen Margen im Europageschäft, nicht kompensieren können. Zur unstreitigen technologischen Überlegenheit im Bau von Elektroautos gesellt sich ein finanzieller Vorteil: Obschon chronisch defizitär im operativen Geschäft, kann Tesla neue Technologien und Modelle entwickeln und vor allem neue Standorte mit hoch effizienten Fabriken aufbauen, ohne Rücksicht auf Kosten und Rendite nehmen zu müssen.

Das Ganze wird noch ergänzt durch eine absurd konzipierte Steuer-

arbitrage im Namen und unter dem Vorwand des angeblichen Umwelt- und Klimaschutzes. Der Steuerzahler subventioniert den Verkauf von Boliden mit 500 bis 800 kg schweren, extrem umwelt- und klimaschädlichen Batterien mit katastrophaler Ökobilanz im Fahrzeugboden und mit rennwagenähnlichen Fahrleistungen über extreme Steuerbefreiungen und teilweise gigantische staatliche Zuschüsse auf die Verkaufspreise. Darüber hinaus profitiert Tesla von regulatorischen Umweltzertifikaten und -Krediten, weil nur Tesla ausschließlich Elektroautos herstellt, die das Unternehmen für teures Geld an andere europäische Autohersteller verkaufen oder vermieten kann. Nur dank dieser Umweltzertifikate kann der Hersteller seine miserable operative Profitabilität kompensieren.

Es ist nicht die Geldpolitik allein, aber in der Gesamtgemengelage von Steuer- und Finanzpolitik, der Banken- und der Finanzmarktregulation und einer grundlegend falschen Pandemiepolitik. Mit ihren katastrophal fehlgeleiteten Eingriffen bewirkt die Europäische Zentralbank nicht nur die Zerstörung der Altersvorsorge des kleinen Mannes und damit des zukünftigen Konsums in Europa. Sie finanziert indirekt auch die Vernichtung der verbliebenen Industrie. Sie zer-rüttet seit Jahren das europäische Bankensystem und seine Fähigkeit zur mittelstandsorientierten Kredit-schöpfung und schwächt damit die gesamte Wirtschaft und Wettbewerbsfähigkeit in Europa. Hinzu kommt eine Pandemie-Politik, welche Europas wichtigsten Wirtschaftszweig, den Tourismus, und darüber hinaus zahlreiche Unternehmen aus systemrelevanten Wirtschaftszweigen in den Bankrott treiben wird. Das passiert, wenn irre Ideologie zur angeblich „alternativen“ Politik wird - dann wird das Herz der Wirtschaft des Wahnsinns fette Beute.