

ZInsO-Aufsätze

2019 – Cassandras Blick in die Glaskugel

von Rechtsanwalt Dr. Volker Beissenhirtz LL.M. (London), FCTP (EACTP), Berlin*

„How did you go bankrupt?“
„Two ways. Gradually, then suddenly.“

(Ernest Hemingway)

Das Jahr 2018 lässt sich zumindest in der ersten Hälfte gut mit „wirtschaftlichem Biedermeier“ charakterisieren. Erst in der zweiten Jahreshälfte und beschleunigt in den letzten 3 Monaten des Jahres verschlechterte sich das Wirtschaftsklima weltweit und auch die deutschen Konjunkturindikatoren sandte erste konjunkturelle Warnsignale aus. Im besten Fall wiederholt sich 2019 dieses „wirtschaftliche Biedermeier“, allerdings unterlegt von einer höheren Nervosität. Selbst in einem einigermaßen, realistischen „Basisszenario“ dagegen dürfte sich das Wirtschaftswachstum abkühlen und ein wirtschaftlicher Einbruch erscheint wahrscheinlich. Im schlimmsten (und nicht auszuschließenden) Fall realisieren sich einige oder mehrere Risikofaktoren (etwa in Form eines unvorbereiteten „Hard Brexit“) und führen zu einer Finanzkrise wie 2008. Der nachfolgende Artikel erläutert – nach einem kurzen Rückblick auf die Ergebnisse der Prognose für 2018 – diese Szenarien unter Berücksichtigung der gängigen Langfristrends und anderer Wirtschaftsprognosen.

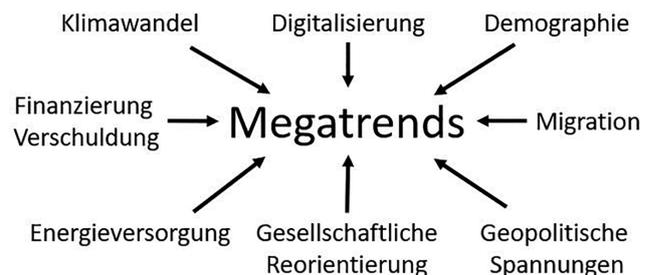
I. Prognosen 2018 – wie war die Trefferquote?

Nachdem in den Tagen vor Erscheinen der Prognose für das 2018¹ die Börsen weltweit einbrachen, sah es zunächst nicht gut aus für das prognostizierte Jahr des „wirtschaftlichen Biedermeiers“. Aber, übers Jahr gesehen, ist das damals prognostizierte Basisszenario im Großen und Ganzen eingetroffen, während sich potenzielle Risiken nicht materialisiert haben – „katastrophale“ Ereignisse blieben aus.

Treiber des „wirtschaftlichen Biedermeiers“ einerseits und der Verschlechterung des wirtschaftlichen Klimas andererseits waren einmal mehr die Zentralbanken, allen voran das *US Federal Reserve System*, kurz „Fed“, die auch unter ihrem neuen Präsidenten, *Jerome Powell*, die von der Vorgängerin, *Janet Yellen*, eingeleitete Zinswende und das *Quantitative Tightening* über das Jahr fortsetzte. Erst im Oktober – so scheint es – hat „die Wirtschaft“ realisiert, dass die Fed es ernst meint und damit begonnen, die höheren Zinsen und die geringere Liquidität „einzupreisen“. Bis dahin hielt der Zustand der „Metastabilität“² und des „The New Normal“³ und des „The New Normal“⁴. Insbesondere haben sich die in der letzten Prognose⁵ genannten Risiken, wie etwa die Korea-Krise, die sich ausweitende Krise im Nahen und Mittleren Osten, das Risiko von Cyber-Angriffen, Bitcoin & Co. und die Entwicklung des Ölpreises nicht oder nicht so materialisiert, dass die Metastabilität gefährdet gewesen wäre. Aber selbst ohne nennenswerte Ereignisse hat sich spätestens seit Oktober 2018 die Stimmung, zunächst an den Börsen, dann aber auch in anderen Teilen der Wirtschaft zumindest eingetrübt, was in einen Börsencrash Ende Dezember 2018 mündete.

II. Wie geht es weiter? – langfristige Trends

Als Grundlage der nachfolgenden kurzfristigen Prognose für 2019 sollen zunächst kurz die Entwicklungen der langfristigen globalen Mega-Trends⁶ nachgezeichnet werden, die sich auch 2018 ungebrochen weiter entwickelten:



Zumindest in den deutschen Medien ist seit 2015 das Thema „Migration“ (und deren Folgen) der Trendsetter,⁷ die sich auch auf den sog. „demografischen Faktor“ auswirkt: Denn, obwohl nach jahrelanger Rentendiskussion das Bild der

* Der Autor ist Partner der CIC Consultingpartner GmbH, Lehrbeauftragter der FOM Hochschule für Ökonomie und Management und bloggt regelmäßig zu Wirtschaftsthemen unter <https://legonomics.de>. Eine pointiertere Version dieser Jahresprognose ist unter: <https://legonomics.de/2019/01/07/stell-dir-vor-es-ist-der-31-12-2019-2030-uhr/> abrufbar.

1 Beissenhirtz, ZInsO 2018, 281.

2 Sehr gute Analyse dazu bei Wolf of Wolf Street, „Markets Are in a Tizzy. So What Will the Fed Do?“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2019/01/03/markets-are-in-a-tizzy-so-what-will-the-fed-do/>.

3 S. näher hierzu: Zerohedge, Deutsche Bank: The Market's Current „Metastability“ Will Lead To „Cataclysmic Events“, abrufbar unter: <http://www.zerohedge.com/news/2017-06-17/kocic-markets-current-metastability-will-lead-cataclysmic-events>.

4 S. dazu Wikipedia, „New Normal (business)“, abrufbar unter: [https://en.wikipedia.org/wiki/New_Normal_\(business\)](https://en.wikipedia.org/wiki/New_Normal_(business)); s. auch: Legonomics, „Unübersichtlichkeit – the ‚new normal‘ oder Ruhe vor dem Sturm?“, abrufbar unter: <https://legonomics.de/2017/07/28/unubersichtlichkeit-the-new-normal-oder-ruhe-vor-dem-sturm/>.

5 ZInsO 2018, 281, 291 ff.

6 S. hierzu bei: Westkämper, „Struktureller Wandel durch Megatrends“, 2013, abrufbar unter: http://www.springer.com/cda/content/document/cda_downloaddocument/9783642202582-c1.pdf?SGWID=0-0-45-1423602-p174129788.

7 So zuletzt etwa mit dem Zuwanderungsgesetz, s. nur: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/bundesregierung-einigt-sich-auf-zuwanderungsgesetz-a-1244439.html>.

schrumpfenden Bevölkerung omnipräsent zu sein scheint, ist die Gesamtbevölkerung in Deutschland in den letzten Jahren tatsächlich gewachsen.⁸

Nach dem Rekordsommer 2018 und im Zuge der Debatte über „Dieselgate“ ist natürlich der Klimawandel⁹ in aller Munde. Die diversen diesem Phänomen zugeordneten aktuellen Naturkatastrophen werden auch als potenzielle Risiken für die globale wirtschaftliche Entwicklung eingeschätzt.¹⁰ Im Zuge des Klimawandels wird auch die Frage der (nachhaltigen) „Energieversorgung“ immer kontroverser diskutiert, wie schon die „Diesel-Debatte“ in Deutschland zeigt.

Auch haben die „geopolitische Spannungen“ erneut zugenommen, wie aktuell das Aufbringen ukrainischer Kriegsschiffe durch die russische Marine,¹¹ aber auch die Spannungen zwischen den USA und China im Südchinesischen Meer zeigen.¹²

Dem Trend zur „gesellschaftlichen Reorientierung“ dürfte der vielfach geortete „Populismus“ zuzuordnen sein, weil aus Sicht von bestimmten Teilen der Bevölkerung für die sich aus den anderen Trends ergebenden Probleme keine situationsadäquaten Lösungsvorschläge angeboten werden.¹³ Als aktuelles Beispiel für diese seit einigen Jahren zu beobachtende Entwicklung sei als Beispiel nur die Protestbewegung der „Gelbwesten“ in Frankreich genannt.¹⁴ Derartige populäre Bewegungen dürften auch Konsequenz aus einer zumindest als ungerecht empfundenen „Schere“ bei der Einkommens- und Vermögensverteilung sein.¹⁵

„Dank“ des Megatrends der (nachfolgend vertieft behandelten) „Finanzierung/Verschuldung“ scheint es tatsächlich keine Konjunkturzyklen mehr, sondern nur noch Kreditzyklen zu geben.¹⁶ Trotz der Ermahnungen der *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* (BIZ, sozusagen die Zentralbank der Zentralbanken), die schon 2016 vor einer „riskanten Dreierkonstellation“, nämlich der Kombination aus einem ungewöhnlich niedrigen Produktivitätswachstum, globalen Schuldenständen von historischem Ausmaß und einem äußerst engen wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum, gewarnt hatte,¹⁷ stieg die Verschuldung auch 2018 nahezu ungebremst weiter an und auch für 2019 ist keine Besserung zu erwarten.

Der für die weitere wirtschaftliche Entwicklung grds. positiv zu bewertende Trend der „Digitalisierung“ dagegen erzeugt kurzfristig wahlweise eher Angst vor Arbeitsplatzverlust oder einem Crash à la „New Economy“. In 2019 dürfte dieser Trend insgesamt weder einen weltweiten Wachstumsschub noch einen Zusammenbruch von Industrien bewirken. Über 2019 hinaus dürften die Effekte aber tatsächlich „disruptiv“ sein.

III. Wirtschaftliche Entwicklung 2019 – Basisszenario

Vor dem Hintergrund der zuvor kurz skizzierten Megatrends sollen nachfolgend zunächst die gängigen Prognosen für die wirtschaftliche Entwicklung in 2019 im Sinne eines „Basisszenarios“ ohne Berücksichtigung von Risiken nachgezeich-

net werden. Der Fokus ist dabei auf die Entwicklung der wirtschaftlich wichtigsten globalen Wirtschaftsräume (USA, China, Europa) und auf die Vorhersage von konkreten Entwicklungen und Ereignisse gerichtet.

Mehr noch als in den Vorjahren grassiert auch 2019 wieder die „Prognostitis“,¹⁸ wobei die Vorhersagen eher gespalten sind: Während die einen – zumeist deutscher Provenienz – nur eine kurze Verschnaufpause beim (weltweiten) Wirtschaftswachstum sehen,¹⁹ glauben andere Prognosti-

- 8 Die Welt, „Bevölkerung in Deutschland wächst, Ausländeranteil steigt“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/politik/deutschland/article172518689/Bevoelkerung-in-Deutschland-waechst-Auslaenderanteil-steigt.html>; dabei soll natürlich nicht verschwiegen werden, dass die Alterung der Bevölkerung gleichwohl voranschreitet, s. nur Destatis, „Alterung der Bevölkerung durch aktuell hohe Zuwanderung nicht umkehrbar“, 2016, abrufbar unter: https://www.destatis.de/DE/PresseService/Presse/Pressemitteilungen/2016/01/PD16_021_12421.html.
- 9 S. dazu Wikipedia, „Klimawandel“, abrufbar unter: <https://de.wikipedia.org/wiki/Klimawandel>.
- 10 S. bspw.: World Economic Forum, „The Global Risks Report 2019“, abrufbar unter: <https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2019>.
- 11 S. dazu nur: Die Welt, „Russischer Angriff auf Schiffe – Ukraine erwägt, Kriegsrecht auszurufen“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/politik/ausland/article184445776/Ukraine-will-nach-Schiffs-Konflikt-mit-Russland-Kriegsrecht-ausrufen.html>.
- 12 S. nur CNBC, „US navy ship sails in disputed South China Sea amid trade talks with Beijing“, abrufbar unter: <https://www.cnbc.com/2019/01/07/us-navy-ship-sails-in-disputed-south-china-sea-amid-trade-talks-with-beijing.html>.
- 13 S. nur Legonomics, „Populismus, Wirtschaft und Medien“, abrufbar unter: <https://legonomics.de/2018/09/16/populismus-wirtschaft-und-medien/>.
- 14 S. dazu nur Wikipedia, „Gelbwestenbewegung“, abrufbar unter: <https://de.wikipedia.org/wiki/Gelbwestenbewegung>.
- 15 S. dazu näher *Beissenhertz*, ZInsO 2018, 281, 284 f.
- 16 *Peter Boockvar* von Bleakley Advisory Group, zit. in NZZ, „Verschuldung als Krisenquelle“, abrufbar unter: <https://www.nzz.ch/finanzen/fonds/verschuldung-als-krisenquelle-ld.1385418>.
- 17 86. Jahresbericht der Bank für Zahlungsausgleich, Basel, 2016, abrufbar unter: https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2016_1_de.pdf.
- 18 S. bspw.: World Economic Forum, „The Global Risks Report 2019“, abrufbar unter: <https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2019>; Eurasia Group, „Top Risks 2019“, abrufbar unter: https://www.eurasiagroup.net/files/upload/Top_Risks_2019_Report.pdf; DIHK-Konjunkturumfrage Herbst 2018, abrufbar unter: <https://www.dihk.de/themenfelder/wirtschaftspolitik/konjunktur-und-wachstum/umfragen-und-prognosen/konjunkturumfrage-herbst-2018>; Bloomberg, „The Pessimist’s Guide to 2019“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/graphics/pessimists-guide-to-2019/>; Manager Magazin, „2019 kehren die Krisen zurück“, abrufbar unter: <http://www.manager-magazin.de/politik/weltwirtschaft/schulden-und-rezession-2019-wird-das-jahr-der-krisen-in-der-euro-zone-a-1240458.html>; Goldman Sachs, „2019 Outlook: The Home Stretch“, abrufbar unter: <https://www.goldmansachs.com/insights/pages/outlook-2019-us-outlook/report.pdf>; Saxo Bank, „Saxo Banks Outrageous Predictions 2019“, abrufbar unter: <https://www.home.saxo/en-mena/insights/news-and-research/thought-leadership/outrageous-predictions>; Deutsche Bank, „Kapitalmarktausblick 2019: zwischen Wachstum und Unsicherheiten“, abrufbar unter: https://www.db.com/newsroom_news/20181128_Medieninformation_Deutsche_Bank_Kapitalmarktausblick_2019_final.pdf.
- 19 So etwa: Handelsblatt, „Der Aufschwung macht 2019 nur eine kleine Pause“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/hri-konjunkturprognose-der-aufschwung-macht-2019-nur-eine-kleine-pause/23755412.html?ticket=ST-730709-NXhOWCD4IpJdk4toqXaf-ap4>; DIW-Prognose, „Keine Rezession im IV. Quartal, aber Konjunktur kühlt ab“, abrufbar unter: <https://www.wivo.de/diw-studie-deutschland-droht-keine-rezession-aber-konjunktur-kuehlt-ab/23691788.html>; s. aber auch: *Byron Wien* (Blackstone), abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-01-03/no-fed-hikes-15-market-rebound-among-byron-wiens-10-surprises-2019>; →

ker²⁰ eher an den Beginn einer rezessiven Phase. Gemein ist aber allen Prognosen, dass sie längst nicht mehr so positiv sind, wie die für das Vorjahr.

1. Welt – allgemein

Nach aktuellen Schätzungen der *Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung* (OECD) soll sich das Wachstum der Weltwirtschaft geringfügig von 3,7 % im Vorjahr auf 3,5 % im Jahr 2019 verringern.²¹ Auch der *Internationale Währungsfonds* (IWF) hat seine Prognose um 0,2 % auf 3,7 % gesenkt,²² während die *Vereinten Nationen* mit einer Prognose von 3,0 % für 2018 die Aussichten als stabil einschätzen.²³

Diese verringerte Wachstumsschätzung trifft auf einen auch 2019 weiter erhöhten Schuldenberg: Betrug der globale Schuldenstand Ende 2014 noch 199 Billionen \$,²⁴ war er bis Mitte/Ende 2017 schon auf rd. 233 Billionen \$ (und damit das Dreifache des weltweit erwirtschafteten Bruttoinlandsproduktes [BIP]) angestiegen²⁵ und betrug Mitte 2018 rd. 247 Billionen \$ oder 318 % des globalen BIP.²⁶ Erneut zeigte sich die US-Regierung mit einer Neuverschuldung von 205 Mrd. \$ alleine für November 2018²⁷ bei der Staatsverschuldung als „taktgebend“. Auch die Verschuldung der Unternehmen wird allgemein als kritisch beurteilt, wie die expliziten Warnungen des IWF für (nachfolgend näher besprochene) „*Leveraged Loans*“ anschaulich belegt.²⁸

Wohl nur wegen der Zurückhaltung der Notenbanken bleibt dieser Schuldenberg derzeit noch tragbar, denn bis auf die *Federal Reserve* (*Fed*), also die US Zentralbank (und die *Bank of England*), haben die wichtigsten Zentralbanken die Zinsen nicht erhöht und setzen größtenteils auch die Politik des „*Quantitative Easing*“ fort. Während die *Fed* den seit 2017 beschrittenen Pfad²⁹ der „graduellen Zinserhöhungen“³⁰ und den Abbau ihrer gigantischen Bilanz („*Quantitative Tightening*“)³¹ auch in 2018 fortsetzte, beließ die *Europäische Zentralbank* (EZB) den Leitzins bei 0 % und stoppte ihr Anleihen-Ankaufprogramm erst im Dezember 2018.³² Die *Bank of Japan* (*BoJ*) beließ den Leitzins über das Jahr hinweg bei -0,1 % und erwirbt nach wie vor Anleihen.³³ Die *People's Bank of China* (*PBOC*), die keine Niedrigzinspolitik verfolgt und auch (offiziell) keine Ankaufprogramme aufgelegt hat, senkte mit Beginn des neuen Jahres u.a. die Anforderungen an die Mindestkapitalausstattung von Banken.³⁴

Dementsprechend dürfte ein Großteil der Wachstumsdynamik in 2018 auf der Zurückhaltung der Zentralbanken beruht haben und die offiziell prognostizierten Wachstumsraten 2019 nur bei einer Fortsetzung dieser Politik eintreten. Und das selbst dann nur, wenn die nachfolgend prognostizierte wirtschaftliche Entwicklung zumindest im Basisszenario eintritt.

2. USA

Auch im zweiten Jahr der Präsidentschaft von *Donald Trump* boomte die US-Wirtschaft: So wuchs die US-Wirtschaft nach 2,2 % im ersten und 4,2 % im zweiten immerhin noch um 3,5 %

und-rezession-als-2008_H670783433_9661056/; SocGen, „Debt Capital Markets 2018 Review and 2019 Forecast“, abrufbar unter: https://wholesale.banking.societegenerale.com/uploads/tx_bisgnews/SG_CIB_-_DCM_2018_Review_and_2019_Forecast_01.pdf; Der Spiegel, „2019 droht die Zeitenwende für die Konjunktur“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/deutschland-wie-immun-ist-die-konjunktur-bei-einer-krise-a-1245619.html>; Zerohedge, „2019: It Is Going To Be Much Worse Than You Think...“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-01-02/2019-it-going-be-much-worse-you-think>.

- 21 OECD, „OECD Economic Outlook, November 2018“, abrufbar unter: <http://www.oecd.org/eco/outlook/economic-outlook/>.
- 22 IMF, „World Economic Outlook, October 2018 – Challenges to Steady Growth“, abrufbar unter: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>.
- 23 United Nations, „World Economic Situation and Prospects 2019“, abrufbar unter: <https://www.un.org/development/desa/dpad/publication/world-economic-situation-and-prospects-2019/>.
- 24 McKinsey Global Institute, „Debt and (not much) deleveraging“, abrufbar unter: <https://www.mckinsey.com/featured-insights/employment-and-growth/debt-and-not-much-deleveraging>.
- 25 Nach Bloomberg, „Global Debt Hits Record \$233 Trillion“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-05/global-debt-hits-record-233-trillion-but-debt-to-gdp-is-falling>; s. auch: Business Insider, „Global debt is around 3 times the size of the world economy – and it shows no sign of slowing down“, abrufbar unter: <http://www.businessinsider.de/global-debt-growth-2017-9>; Zerohedge, „Global Debt Hits A New Record High Of \$217 Trillion; 327 % Of GDP“, abrufbar unter: <http://www.zerohedge.com/news/2017-06-29/global-debt-hits-new-record-high-217-trillion-327-gdp>.
- 26 Institute of International Finance, zit. in Zerohedge, „As Global Debt Hits A Record \$247 Trillion, The IIF Issues A Warning“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-07-10/global-debt-hits-record-247-trillion-iif-issues-warning>; NZZ, „Der globale Schuldenberg wächst weiter“, abrufbar unter: <https://www.nzz.ch/wirtschaft/der-globale-schuldenberg-waechst-weiter-ld.1402376>.
- 27 Seeking Alpha, „Uncle Sam Runs Record \$205 Billion Deficit In November“, abrufbar unter: <https://seekingalpha.com/article/4228491-uncle-sam-runs-record-205-billion-deficit-november>.
- 28 IWF, IMF Blog, „Sounding the Alarm on Leveraged Lending“, abrufbar unter: <https://blogs.imf.org/2018/11/15/sounding-the-alarm-on-leveraged-lending/>.
- 29 S. dazu näher *Beissenhertz*, ZInsO 2018, 281, 283.
- 30 S. zuletzt etwa *Börse-Online*, „Fed-Mitglied Brainard: Graduelle Zinserhöhungen bleiben ‚kurzfristig‘ angemessen“, abrufbar unter: <https://www.boerse-online.de/nachrichten/aktien/fed-mitglied-brainard-graduelle-zinserhoehungen-bleiben-kurzfristig-angemessen-1027791438>.
- 31 Also der Verkürzung der Fed-Bilanz durch Auslaufen lassen von fälligen Staatsanleihen, s. dazu bei Wikipedia: https://en.wikipedia.org/wiki/Quantitative_tightening.
- 32 S. zu den aktuellen Auswirkungen bzgl. des Ende der Anleihekäufe bei Wolf Street, „ECB Ends Corporate Bond Buying, and Look What Happens“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2018/12/27/fears-yields-jump-as-ecb-exits-corporate-bond-buying-program/>.
- 33 Finanzen.net, „Bank of Japan lässt Geldpolitik unverändert“, abrufbar unter: <https://www.finanzen.net/nachricht/aktien/bank-of-japan-laesst-geldpolitik-unveraendert-6958852>; s. aber auch Wolf Street, „QE Party Is Drying Up, Even at the Bank of Japan“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2018/10/08/bankof-japan-qe-taper-jgb-debt-crisis/>; s. zu den Hintergründen, insbesondere den „Abenomics“ auch bei *Beissenhertz*, ZInsO 2018, 281, 284.
- 34 CNBC, „China cuts banks' reserve ratios by 1 % as economy slows“, abrufbar unter: <https://www.cnn.com/2019/01/04/china-cuts-banks-reserve-ratios-by-100-bps-as-economy-slows-.html>.

Zerohedge, „Wall Street Forecasts For 2019 Are The Most Optimistic Since The Financial Crisis“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-12-02/wall-street-forecasts-2019-are-most-optimistic-financial-crisis>.

- 20 So etwa: Stelter, „Meine Top-Ten-Thesen für 2019“, abrufbar unter: <https://think-beyondtheobvious.com/stelter-in-den-medien/meine-top-ten-thesen-fuer-2019/>; „Dr. Doom“ *Roubini* warnt – „2020 droht größere Krise und Rezession als 2008“, abrufbar unter: <https://www.finanzen100.de/finanznachrichten/boerse/dr-doom-roubini-warnt-2020-droht-groessere-krise->

im dritten Quartal 2018.³⁵ Für das Gesamtjahr 2018 wird ein Wachstum von 2,93 % (gegenüber 2,27 % in 2017) prognostiziert.³⁶ Gleichzeitig soll die (offizielle)³⁷ Arbeitslosigkeit mit aktuell geschätzten 3,87 % für 2018, nach 4,35 % in 2017,³⁸ auf den niedrigsten Stand seit den 60er Jahren gesunken sein.³⁹

Allerdings sind die US-Börsen dieser positiven Entwicklung nicht (mehr) gefolgt: So stieg bspw. der Dow Jones Index zwar zunächst von 24.719 Punkte am 29.12.2017 auf 26,773 Punkte am 1.10.2018, um dann zunächst auf 21.792 Punkte am 24.12.2018 abzustürzen, bevor er mit 23.327 Punkten am letzten Tag des Jahres aus dem Handel ging.⁴⁰ Demgegenüber markierte der *Case-Shiller-Index*, mit dem die Immobilienpreisentwicklung in wichtigen Metropolen der USA gemessen wird,⁴¹ trotz erster Anzeichen einer Abkühlung des US-Immobilienmarkts,⁴² erneut einen neuen Höchststand (und liegt damit weiterhin über seinem bisherigen Rekordstand aus dem Jahr 2006 direkt vor dem Ausbruch der letzten Finanzkrise).⁴³

Diese Entwicklung dürfte maßgeblich von der schon zuvor geschilderten *Fed*-Politik der „graduellen Zinserhöhungen“ und des „*Quantitative Tightening*“ beeinflusst sein. So erhöhte die *Fed* den Leitzins im Laufe des Jahres 2018 insgesamt vier Mal; er betrug zum Jahresende 2,25 % bis 2,5 %, während die Bilanz der *Fed* nunmehr um bis zu 50 Mrd. \$ pro Monat abgeschmolzen wird und im Dezember 2018 bereits um über 400 Mrd. \$ gegenüber dem Höchststand reduziert war.⁴⁵

Trotz steigender Zinsen nahm die Verschuldung in den USA in allen Bereichen zu: Die Staatsverschuldung dürfte im Jahr 2018 auf rd. 22 Billionen \$ gestiegen sein,⁴⁶ was nicht nur fast einer Verdoppelung seit 2008 entspricht, sondern mittlerweile auch 108 % des BIP ausmacht.⁴⁷ Die Zunahme der Verschuldung im privaten Bereich steht der im staatlichen aber in nichts nach: So stieg die Verschuldung der US-Unternehmen (ohne Banken) auf geschätzte 7,5 Billionen \$.⁴⁸ Hierin sind ca. 1,3 Billionen \$ sog. „*Leveraged Loans*“ enthalten,⁴⁹ also Darlehen, die an schon hoch verschuldete Unternehmen vergeben werden.⁵⁰ Die Höhe gerade dieser Kredite macht auch der *Fed* Sorgen, wie sie in ihrem ersten *Financial Stability Report* im November 2018 ausführt.⁵¹ Derweil warnt *Goldman Sachs* 10 Jahre nach der *Lehman*-Pleite vor einer neuen „*Debt Wall*“, weil in 2019 rd. 1,3 Billionen \$ an Unternehmenskrediten zur Refinanzierung anstehen, aber die Unternehmen angesichts

der gestiegenen Zinsen häufig gar nicht in der Lage sein dürften, die Refinanzierungsbedingungen zu erfüllen.⁵² Bei den Verbrauchern sind zwar die Kreditkartenschulden unerwartet auf 1,041 Billionen \$ geringfügig gesunken,⁵³ aber die anderen zwei Hebel dieser „Trifekta“ – nämlich Auto- und Studentenkredite – steigen immer weiter: So ist die Verschuldung (ehemaliger) Studenten im letzten Jahr auf fast 1,5 Billionen \$ gestiegen, was einer Verdoppelung seit der Finanzkrise entspricht.⁵⁴ Auch die Schulden aus Autokrediten erreichten mit 1,143 Billionen \$ einen neuen Rekordwert.⁵⁵

35 Jeweils zum Vorquartal, Statista, „USA: Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) vom 3. Quartal 2016 bis 3. Quartal 2018“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/197319/umfrage/entwicklung-des-bruttoinlandsprodukts-bip-in-den-usa-nach-quartalen/>.

36 S. Statista, „Wachstum des BIP in den USA“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/14558/umfrage/wachstum-des-bruttoinlandsprodukts-in-den-usa/>.

37 S. dazu auch die kritische Stellungnahme bei Zeit Online, „Das Märchen von der Vollbeschäftigung“, abrufbar unter: <https://www.zeit.de/wirtschaft/2018-06/arbeitsmarkt-usa-donald-trump-arbeitslosigkeit>.

38 Vgl. <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/17332/umfrage/arbeitslosenquote-in-den-usa/>.

39 NZZ, „Die Arbeitslosigkeit in den USA nimmt weiter ab“, abrufbar unter: <https://www.nzz.ch/wirtschaft/die-arbeitslosigkeit-in-den-usa-nimmt-weiter-ab-ld.1390831>.

40 S. zur Entwicklung Onvista, <https://www.onvista.de/index/Dow-Jones-Index-324977>.

41 Eine kurze Beschreibung findet sich hier: <https://de.wikipedia.org/wiki/Case-Shiller-Index>.

42 S. nur Wolf Street, „The Most Splendid Housing Bubbles in America Deflate“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2018/11/27/the-most-splendid-housing-bubbles-in-america-deflate/>.

43 Vgl. <https://fred.stlouisfed.org/series/CSUSHPINSA>.

44 S. hierzu die Übersicht bei Finanzen.de, abrufbar unter: <https://www.finanzen.net/leitzins/>.

45 S. dazu die regelmäßigen Berichte über die aktuelle Entwicklung bei Wolf Street, zuletzt „Fed’s Balance Sheet Reduction Reaches \$402 Billion“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2019/01/04/feds-balance-sheet-reduction-reaches-402-billion/>.

46 Statista, „USA: Staatsverschuldung von 2008 bis 2018“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/1975/umfrage/staatsverschuldung-der-usa/>; detaillierter: Wolf Street, „Who Exactly Mopped up \$1.33 Trillion of New US Government Debt over the Past 12 months?“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2018/12/17/who-bought-1-33-trn-of-new-us-government-debt-over-the-past-12-months/>.

47 Statista, „USA: Staatsverschuldung von 2008 bis 2018 in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP)“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/165786/umfrage/staatsverschuldung-der-usa-in-relation-zum-bruttoinlandsprodukt-bip/>.

48 CNN Business, „Investors to Corporate America: You’ve got a debt problem“, abrufbar unter: <https://edition.cnn.com/2018/12/19/investing/corporate-debt-recession/index.html>.

49 Wolf Street, „The Fed Broadens \$1.3-Trillion ‘Leveraged Loan’ Market“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2018/11/06/the-fed-frets-about-collateral-stripping-cov-lite-incremental-facilities-and-ebitda-add-backs-in-1-3-trn-leveraged-loan-boom/>.

50 Investopedia, „Leveraged Loan Definition“, abrufbar unter: <https://www.investopedia.com/terms/l/leveragedloan.asp>.

51 Federal Reserve Board, „Financial Stability Report“, abrufbar unter: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/financial-stability-report-201811.pdf>; s. dazu auch erneut: Wolf Street, „The Fed Broadens \$1.3-Trillion ‘Leveraged Loan’ Market“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2018/11/06/the-fed-frets-about-collateral-stripping-cov-lite-incremental-facilities-and-ebitda-add-backs-in-1-3-trn-leveraged-loan-boom/>.

52 Goldman Sachs, zit. in Zerohedge, „Goldman Warns Of A Default Wave As \$1.3 Trillion In Debt Is Set To Mature“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-09-23/goldman-warns-default-wave-13-trillion-debt-set-mature>; Dies auch unter dem Aspekt der durch die Zinsen erhöhten „*Weighted Average Cost Of Capital*“ (WACC), wie der Zerohedge Artikel „It’s not the economy stupid, it’s WACC“ (abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-10-21/its-not-economy-stupid-its-wacc>) verdeutlicht.

53 Zerohedge, „Credit Card Debt Unexpectedly Shrinks As Student Loans Hit Fresh Record High“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-11-07/credit-card-debt-unexpectedly-shrinks-student-loans-hit-fresh-record-high>.

54 Bloomberg, „U.S. Student Loan Debt Sets Record, Doubling Since Recession“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-12-17/u-s-student-loan-debt-sets-record-doubling-since-recession>; s. auch Manager Magazin, „Studenten so hoch verschuldet wie nie“, abrufbar unter: <http://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/student-loans-in-usa-studenten-so-hoch-verschuldet-wie-nie-a-1225159.html>.

55 Erneut: Zerohedge, „Credit Card Debt Unexpectedly Shrinks As Student Loans Hit Fresh Record High“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-11-07/credit-card-debt-unexpectedly-shrinks-student-loans-hit-fresh-record-high>.

Im Gegensatz zum Vorjahr⁵⁶ schreiben die Prognostiker die insgesamt positive wirtschaftliche Entwicklung für 2019 nicht fort, sondern gehen von einer Verschlechterung der volkswirtschaftlichen Entwicklung aus. So schätzt die *Weltbank*, dass das Wachstum der US-Wirtschaft sich von 2,9 % in 2018 auf 1,9 % im Jahr 2019 verringern wird.⁵⁷ Tatsächlich scheinen die durch die Steuersenkung erzielten weiteren Unternehmensgewinne eher für Aktienrückkäufe, denn für Investitionen genutzt zu werden.⁵⁸ Dementsprechend geht die *Financial Times* auch davon aus, dass die Steuersenkungen eben nicht zu einem nachhaltigen Wirtschaftsaufschwung beigetragen haben.⁵⁹

Nach der abrupten Korrektur der US-Börsen zum Ende des Jahres 2018 könnte sich die Situation 2019 damit schon im Basisszenario zuspitzen: Zwar verkündete *Fed*-Präsident Powell direkt zu Jahresbeginn, dass „die *Fed* in ihrem weiteren Vorgehen flexibel und insbesondere keinem vorgegebenen Pfad verpflichtet sei“ – und gab damit Anlass für die Hoffnung, dass es zunächst keine weiteren Zinsschritte geben werde.⁶⁰ Allerdings werden die USA ihre Schuldenobergrenze am 1.3.2019 erreichen, ein von Präsident *Trump* selbst gesetztes Datum.⁶¹ Schon weil seit den sog. „*midterms*“ die Demokraten die Mehrheit im Repräsentantenhaus innehaben,⁶² dürfte sich die Debatte über die Anhebung dieser Grenze als langwierig erweisen. Erst recht, wenn zu diesem Zeitpunkt der seit 22.12.2018 verhängte „*governmental shutdown*“⁶³ noch andauern sollte, der sich bereits negativ auf die US-Wirtschaft auszuwirken scheint.⁶⁴

Nur wenn sowohl der „*governmental shutdown*“ als auch die Anhebung der Verschuldungsgrenze in einem überschaubaren Zeitraum und ohne größere Friktionen gelingen, dürfte eine Paralyse der US-Politik zu vermeiden sein. Während man davon ausgehen kann, dass Präsident *Trump* schon, um seine Wiederwahl im nächsten Jahr nicht zu gefährden, je eher zu einem Ende des *shutdown* bereit sein wird, je länger er dauert, ist eine realistische Einschätzung zu den Umständen des Anhebens der Verschuldungsgrenze nicht möglich. Denn hier dürften die Demokraten erhebliche Widerstände leisten. Bei einem längeren Anhalten der politischen Blockaden aber dürfte die *Fed* damit beginnen, geldpolitische Maßnahmen zu ergreifen, um Auswirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung zumindest zu begrenzen. Letztendlich wird selbst in einem Basisszenario die wirtschaftliche Entwicklung in den USA wahrscheinlich nur dann positiv ablaufen, wenn entweder eine krisenhafte Zuspitzung der politischen Situation ausbleibt oder die *Fed* diese geldpolitisch ausbalancieren kann.

3. China⁶⁵

Im Hinblick auf China ist es mittlerweile ein offenes Geheimnis, dass sich das Wirtschaftswachstum nach 30 Jahren Dauer-

Rekordwachstum abkühlt.⁶⁶ Aktuell manifestiert sich das am Rückgang der Pkw-Verkaufszahlen, die im Jahr 2018 erstmals seit 20 Jahren, je nach Schätzung zwischen 3%, 6% oder gar 18%,⁶⁷ gesunken sind. Auch steigen zwar die Immobilienpreise in China noch,⁶⁸ aber der chinesische Immobilien-Markt sendet Überhitzungssignale,⁶⁹ sodass hier potenzielle Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung drohen. Dementsprechend werden die Wachstumsaussichten für die chinesische Wirtschaft in 2019 gegenüber den Vorjahren selbst von offiziellen Stellen denn auch mit nur noch 6,0 % – 6,5 % angegeben.⁷⁰ Die *Weltbank* sieht das Wachstum bei noch 6,2 %⁷¹ und

56 S. dazu etwa Seeking Alpha, „2018 Is Looking Like Another Solid Economic Year“, abrufbar unter: <https://seekingalpha.com/article/4134515-2018-looking-like-another-solid-economic-year>.

57 S. auch Handelsblatt, „Weltbank prognostiziert den USA deutlich abfallendes Wirtschaftswachstum“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/nachrichten/studie-weltbank-prognostiziert-den-usa-deutlich-abfallendes-wirtschaftswachstum/23842482.html>.

58 Zerohedge, „For The First Time In 10 Years, Companies Have Spent More On Buybacks Than CapEx“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-09-16/first-time-10-years-companies-have-spent-more-buybacks-capex>.

59 Financial Times, „Tax cuts one year on: we are on a very unstable fiscal path“, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/4b20cad6-021f-11e9-99df-6183d3002ee1> (hinter Paywall); deutsche Zusammenfassung bei Huffpost, „Trumps falsches Steuergeschenk: Eine Grafik zeigt, wie Steuersenkungen den USA schaden“, abrufbar unter: https://www.huffingtonpost.de/entry/trumps-falsches-steuergeschenk-eine-grafik-zeigt-wie-steuersenkungen-den-usa-schaden_de_5c252fbde4b0407e9080d67b.

60 New York Times, „Powell Says a ‚Patient‘ Fed Is Watching for Signs of Economic Weakness“, abrufbar unter: <https://www.nytimes.com/2019/01/04/business/economy/jerome-powell-fed-reserve.html>.

61 The Balance, „U.S. Debt Ceiling and Its Current Status“, abrufbar unter: <https://www.thebalance.com/u-s-debt-ceiling-why-it-matters-past-crises-3305868>.

62 S. zu den Ergebnissen der Mid-Terms in Süddeutsche Zeitung, „So haben die Amerikaner gewählt“, abrufbar unter: <https://www.sueddeutsche.de/politik/midterms-ergebnisse-1.4197305>.

63 S. näher dazu Süddeutsche Zeitung, „Nächster ‚Shutdown‘: US-Regierung muss Behörden schließen“, abrufbar unter: <https://www.sueddeutsche.de/politik/haushaltsstreit-naechster-shutdown-us-regierung-muss-behoerden-schliessen-1.4264046>.

64 Handelsblatt, „Wie die US-Wirtschaft unter dem Haushaltsstreit leidet“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/politik/international/shutdown-wie-die-us-wirtschaft-unter-dem-haushaltsstreit-leidet/>.

65 Für vertiefte Einsichten s. auch: <https://legonomics.de/?s=China>.

66 Gute Zusammenfassungen der Entwicklungen bei Die Zeit, „Der China-Hype“, abrufbar unter: <https://www.zeit.de/2018/44/wirtschaftswachstum-china-pekings-totalitaeres-system>; Süddeutsche Zeitung, „Nur 6,5 Prozent Wachstum – und das Schlimmste kommt erst noch“, abrufbar unter: <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/china-nur-prozent-wachstum-und-das-schlimmste-kommt-erst-noch-1.4176753>.

67 CNBC, „China annual auto sales fall for first time in about two decades“, abrufbar unter: <https://www.cnbc.com/2019/01/03/china-annual-auto-sales-fall-for-first-time-in-about-two-decades.html>; Der Spiegel, „Autoverkäufe in China gehen erstmals seit 20 Jahren zurück“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/china-autoverkaeufe-gehen-erstmalig-seit-mehr-als-20-jahren-zurueck-a-1247197.html>; Zerohedge, „China Car Sales Collapse: First Annual Drop In Over 20 Years“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-01-09/china-car-sales-collapse-first-annual-drop-over-20-years>.

68 Economic Research Council, „Historical Chinese Residential Property Market Trends“, abrufbar unter: <https://sympl.com/zrX25p>; Nach Angaben von Seekingalpha sind 25 % des chinesischen BIP in Immobilien gebunden, „The House Of Cards That Is Chinese Real Estate“, abrufbar unter: <https://seekingalpha.com/article/4232610-house-cards-chinese-real-estate>.

69 S. nur Wallstreet-online, „50 Millionen Wohnungen stehen einfach leer“, abrufbar unter: <https://www.wallstreet-online.de/nachricht/11002914-china-50-millionen-wohnungen-stehen>.

70 CNBC, „China set to lower GDP growth target in 2019, policy sources say“, abrufbar unter: <https://www.cnbc.com/2019/01/11/china-set-to-lower-gdp-growth-target-in-2019-policy-sources-say.html>.

71 CNBC, „World Bank expects China’s economic growth to slow to 6.2 percent in 2019“, abrufbar unter: <https://www.cnbc.com/2018/12/20/world-bank-on-china-economy-expect-growth-to-slow-to-6point2percent-in-2019.html>.

inoffizielle Schätzungen gehen sogar von noch geringeren Werten aus.⁷² Dazu kommt, dass die anderen Wirtschaftsmächte, USA und Europa, aus Sorge um unbotmäßige Einflussnahme Chinas durch Unternehmensübernahmen versuchen, derartige Investitionen zu begrenzen.⁷³

Die Kommunistische Partei Chinas hat natürlich kein Interesse an einem Abflauen des Wirtschaftswachstums oder gar an einer Rezession. Schon allein wegen seiner politischen Ambitionen, bis 2049 zur führenden Wirtschaftsnation der Welt aufzusteigen,⁷⁴ aber auch weil sich die Regierung Proteste wegen einer sich abschwächenden Wirtschaft⁷⁵ gerade zum 30. Jubiläum des *Tian'anmen-Massakers*⁷⁶ nicht leisten kann. Westliche Medien stimmen nach der Auswertung aktueller Aussagen der Staatsführung denn auch darin überein, dass der chinesische Staatschef *Xi Jinping* versucht, die unter *Deng Xiaoping* vorsichtig geöffnete Tür zur Privatwirtschaft wieder zugunsten der Parteiherrschaft zu schließen.⁷⁷ Dies dürfte nicht nur ideologische Gründe haben, sondern schlicht auch der Verhinderung einer Wirtschaftskrise dienen. Die neue strategische Ausrichtung wird durch konkrete Maßnahmen indiziert: So scheint die Zentralgewalt Geldabflüsse aus China zu verhindern, die zu einem für den weiteren wirtschaftlichen Aufschwung gefährlichen Liquiditätsabfluss geführt haben könnten. So brechen – wohl aktuell wegen der Zurückhaltung chinesischer Investoren – die Immobilienpreise an der Westküste der USA⁷⁸ und in Australien⁷⁹ ein. Darüber hinaus scheint die Regierung Überlegungen anzustellen, wie sie das Vermögen reicher Chinesen höher und umfassender besteuern kann.⁸⁰

Daneben ist eine Neuauflage⁸¹ des angeblichen sog. „*Shanghai Accords*“ der G7 Staaten und China,⁸² der zu der Aktien rally in 2016 geführt haben soll, genauso denkbar, wie ein geldpolitischer Alleingang der chinesischen Regierung. Angesichts der hohen Devisenreserven von über 3 Billionen \$⁸³ dürfte der chinesische Staat grds. über genug „Munition“ verfügen, um mit monetären (neben den o.g. fiskalischen) Maßnahmen die Wirtschaft über der Nulllinie zu halten. Tatsächlich scheint die *PBOC* zum Jahresbeginn 2019 schon entsprechend agiert und Liquidität im Wert von umgerechnet einer Billion Yuan (über 160 Mrd. \$) in den Markt gepumpt

zu haben.⁸⁴ Wohl auch zum Ausgleich der schwächelnden heimischen Wirtschaft wird China zudem wahrscheinlich seine expansiven Pläne, etwa für den Bau einer neuen Seidenstraße,⁸⁵ zur „Wiedereingliederung“ Taiwans⁸⁶ und zur Ausweitung der Einflussphäre im südchinesischen Meer⁸⁷ – etwa durch die (nachfolgend näher erläuterte) „*Weaponization of Finance*“ – auch in 2019 weiter verfolgen.

Bleibt die Frage, ob diese Stimuli den Abschwung der chinesischen Wirtschaft noch abfedern können. Denn die Gesamtverschuldung Chinas hat sich in allen Bereichen (Staat, Kommunen, Unternehmen und Private) seit dem letzten Jahr⁸⁸ eher noch verschlechtert: So ist die (offizielle) Staatsverschuldung

72 S. z.B. Süddeutsche Online, „Mythen statt Wachstum“, abrufbar unter: <https://www.sueddeutsche.de/politik/china-wirtschaft-krise-kp-1.4275663>.

73 Für die USA: Zerohedge, „Chinese Money Flees Silicon Valley As Trump Clamps Down On Access To US Tech“, abrufbar unter: <https://www.zero-hedge.com/news/2019-01-08/chinese-money-flees-silicon-valley-trump-clamps-down-access-us-tech>; für Deutschland: FAZ, „Regierung will deutsche Unternehmen vor Ausländern schützen“, abrufbar unter: <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/regierung-will-unternehmen-vor-auslaendischen-uebernahmen-schuetzen-15944308.html>; s. auch die Initiative des BDI, „China – Partner und systemischer Wettbewerber“, abrufbar unter: <https://bdi.eu/#/publikation/news/china-partner-und-systemischer-wettbewerber/>.

74 S. dazu das Regierungsprogramm „Made in China 2025“ aus dem Jahr 2015, erläutert bei Wikipedia: https://de.wikipedia.org/wiki/Made_in_China_2025.

75 S. nur Manager Magazin, „Chinesen protestieren gegen sinkende Immobilienpreise“, abrufbar unter: <http://www.manager-magazin.de/politik/welt-wirtschaft/china-protest-wegen-sinkender-preise-fuer-immobilien-a-1233816.html>.

76 S. hierzu näher bei Wikipedia: <https://de.wikipedia.org/wiki/Tian%E2%80%99anmen-Massaker>.

77 Bloomberg, „China Built a Global Economy in 40 Years. Now It Has a New Plan“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/news/features/2018-12-15/president-xi-jinping-s-next-moves-dictate-china-s-economic-future>; Die Welt, „Diese Rede lässt alle Hoffnung auf eine Öffnung Chinas platzen“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/politik/ausland/article185739174/Xi-Jinping-Diese-Rede-laesst-alle-Hoffnung-auf-eine-Oeffnung-Chinas-platzen.html>; Süddeutsche Zeitung, „Mythen statt Wachstum“, abrufbar unter: <https://www.sueddeutsche.de/politik/china-wirtschaft-krise-kp-1.4275663>.

78 S. nur Wolf Street, „Sales of New Houses Plunge, Pile of Unsold Homes Highest since January 2009, Prices Drop from Year Ago“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2018/10/24/sales-of-new-houses-plunge-unsold-new-homes-highest-since-january-2009-prices-drop-from-year-ago/>.

79 S. nur Wolf Street, „The Housing Bust in Sydney & Melbourne, Oh My!“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2019/01/02/housing-bust-in-sydney-melbourne-gains-momentum/>.

80 Zerohedge, „China's Uber Wealthy Are Preparing For \$24 Trillion Tax Raid“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-01-09/china-raids-24-trillion-personal-wealth-offset-latest-round-tax-cuts>.

81 Zerohedge, „Is The ‚Shanghai Accord‘ 2.0 Coming“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-01-09/shanghai-accord-20-coming>.

82 MarketWatch, „Did central bankers make a secret deal to drive markets? This rumor says yes“, abrufbar unter: <https://www.marketwatch.com/story/did-central-bankers-make-a-secret-deal-to-drive-markets-this-rumor-says-yes-2016-03-18>.

83 FXStreet, „China: Devisenreserven steigen auf 3,0727 Billionen Dollar – TDS“, abrufbar unter: <https://www.fxstreet.de.com/news/china-devisenreserven-steigen-auf-3-0727-billionen-dollar-tds-201901071729>.

84 Zerohedge, „China Injects Gargantuan 1.1 Trillion In Liquidity This Week“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-01-16/china-injects-gargantuan-11-trillion-liquidity-week>; Financial Time, „China injects record \$84bn to boost economy and avoid cash squeeze“, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/7136dfa8-1944-11e9-9e64-d150b3105d21>; Handelsblatt, „China pumpt Milliarden ins Finanzsystem – Banken sollen liquide bleiben“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/geldpolitik/geldpolitik-china-pumpt-milliarden-ins-finanzsystem-banken-sollen-liquide-bleiben/23872312.html>.

85 S. hierzu: Der Standard, „Wie China mit gigantischen Investitionen Einfluss in Europa kauft“, abrufbar unter: <http://derstandard.at/2000068525428/Wie-sich-China-mit-gigantischen-Investitionen-Einfluss-in-Europa-erkauft>; FAZ, „China weitet seinen Einfluss auf Osteuropa aus“, abrufbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/mehr-wirtschaft/china-und-ungarn-verhandeln-ueber-milliarden-investitionen-in-osteuropa-15313319.html>.

86 S. hierzu die durchaus als aggressiv zu bewertenden Äußerungen von Xi Jinping, etwa in: Süddeutsche Zeitung, „Xi droht Taiwan mit gewaltsamer Rückeroberung“, abrufbar unter: <https://www.sueddeutsche.de/politik/china-taiwan-gewalt-wiedervereinigung-1.4272086>.

87 S. zur aktuellen Entwicklung nur Business Insider, „China moves ‚ship killer‘ missiles into firing range as US warships infuriate Beijing in the South China Sea“, abrufbar unter: <https://www.businessinsider.de/china-mobilizes-missiles-able-to-sink-us-warships-in-south-china-sea-2019-1>.

88 S. hierzu detailliert Beissenhirtz, ZInsO 2018, 281, 287 m.w.N.; ders., ZInsO 2016, 1778, 1780.

auf rd. 50 % des BIP gestiegen,⁸⁹ die Gesamtverschuldung Chinas wird aktuell jedoch mit 317 % in Relation zum BIP geschätzt,⁹⁰ wobei aufgrund fehlender Transparenz gerade des Finanzwesens, unklar ist, ob die „Schattenverschuldung“ nicht noch wesentlich höher ist. So geht die Rating-Agentur *Standard & Poor's* davon aus, dass die tatsächlichen Zahlen noch um fast 6 Billionen \$ an verdeckten Schulden höher liegen.⁹¹ Konsequenz des ungebremsen Schuldenwachstums ist ein Schuldendienst, der aktuell zwischen 18 %⁹² und 22 %⁹³ des BIP betragen soll. Auch deswegen dürfte *Moody's*⁹⁴ den anderen Rating-Agenturen⁹⁵ nachgezogen und Chinas Kreditwürdigkeit im Mai 2018 zum ersten Mal nach 30 Jahren herabgestuft haben. Beobachter sorgen sich entsprechend darum, ob die v.g. Devisenreserven angesichts des hohen Schuldenstands überhaupt ausreichen werden, die hohen in US-Dollar aufgenommenen Schulden auszugleichen.⁹⁶ Dementsprechend könnte der „chinesische Minsky Moment“, vor dem der damalige Gouverneur der chinesischen Zentralbank, *Zhou Xiaochuan*, bereits 2017⁹⁷ gewarnt hatte, in 2019 näher rücken.

Die chinesische Regierung wird sich entscheiden müssen, ob sie eher den Weg des „Deleveraging“ oder den des Stimulus gehen will. Von der Entscheidung dieser Frage wird auch ein Großteil der globalen wirtschaftlichen Entwicklung in 2019 (und danach) abhängen.⁹⁸ Schon angesichts des mangelnden Zugangs zu überprüfbareren Informationen ist die Abschätzung der weiteren Entwicklung allerdings nicht seriös abschätzbar – sowohl ein Crash, als auch eine „weiche Landung“ (also ein nur unwesentlicher Rückgang der Wachstumszahlen) der chinesischen Wirtschaft ist denkbar. Für einen Crash sprechen die überraschend stark zurückgegangenen Pkw-Verkaufszahlen, für eine weiche Landung sowohl die Devisenreserven als auch das Agieren der chinesischen Staatsgewalt. Die Folgen eines Crashes in China wären für die Weltwirtschaft allerdings katastrophal – war China doch in der letzten Krise als „Lokomotive der Weltwirtschaft“.⁹⁹

4. Europa

Nachdem der IWF die EU 2018 noch zur „Wachstumslokomotive der Weltwirtschaft“ kürte,¹⁰⁰ sind die Prognosen für 2019 deutlich pessimistischer: So senkte der IWF seine Prognose für die EU bereits im Oktober 2018 auf 2,0 % ab,¹⁰¹

genau so wie die Europäische Kommission,¹⁰² während die EZB mit einer Wachstumsprognose von 1,7 % sogar noch darunter liegt.¹⁰³ Für Großbritannien wird – selbst bei einem (mittlerweile wenig wahrscheinlichen) „Soft Brexit“ ein Wirtschaftswachstum von höchstens 1,5 % für 2019 vorhergesagt.¹⁰⁴

Die gute Nachricht ist, dass das Wachstum in der Euro-Zone zumindest im letzten Jahr wohl nicht mehr auf einer Erhöhung der Brutto-Neuverschuldung der Einzelstaaten zurückzuführen ist, die nämlich mittlerweile selbst in Ländern wie Italien oder Griechenland sinkt.¹⁰⁵ Allerdings verdecken diese Zahlen

89 Statista, „China: Staatsverschuldung von 2008 bis 2018 in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP)“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/167167/umfrage/staatsverschuldung-von-china-in-relation-zum-bruttoinlandsprodukt-bip/>.

90 CADTM, „An Overview of Chinese Debt“, abrufbar unter: <http://www.cadtm.org/An-Overview-of-Chinese-Debt>.

91 S. Bloomberg, „China May Have \$5.8 Trillion in Hidden Debt With ‚Titanic‘ Risks“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-10-16/china-may-have-5-8-trillion-in-hidden-debt-with-titanic-risks>; Zerohedge, „S&P Reveals \$5.8 Trillion In ‚Hidden‘ Chinese Debt With ‚Titanic Credit Risks‘“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-10-16/sp-reveals-58-trillion-hidden-chinese-debt-titanic-credit-risks>.

92 Zerohedge, „A Record 18 % Of China’s GDP Goes To Debt Service“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-07-30/record-18-chinas-gdp-goes-debt-service>.

93 Quora/Luke Capital, „22% of China’s GDP goes to Debt Service?“, abrufbar unter: <https://lukecap.quora.com/22-of-China-s-GDP-goes-to-Debt-Service>.

94 Moody’s, „Moody’s downgrades China’s rating to A1 from Aa3 and changes outlook to stable from negative“, abrufbar unter: https://www.moody.com/research/Moodys-downgrades-Chinas-rating-to-A1-from-Aa3-and-changes--PR_366139.

95 Businessinsider, „China is binging on dollar-denominated debt“, abrufbar unter: <https://www.businessinsider.de/china-is-binging-on-dollar-denominated-debt-2017-10?r=US&IR=T>.

96 Zerohedge, „Rickards: China’s Debt Bomb Is Ready To Explode“, <https://www.zerohedge.com/news/2018-10-30/rickards-chinas-debt-bomb-ready-explode>; Business Insider, „China is binging on dollar-denominated debt“, abrufbar unter: <https://www.businessinsider.de/china-is-binging-on-dollar-denominated-debt-2017-10>; Forbes, „Debt, Not Trade War, Is China’s Biggest Problem“, abrufbar unter: <https://www.forbes.com/sites/panosmourdoukoutas/2018/11/24/debt-not-trade-war-is-chinas-biggest-problem/>.

97 Bloomberg, „China Won’t Have a Typical ‚Minsky Moment‘“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/view/articles/2017-10-23/china-won-t-have-a-typical-minsky-moment>.

98 So auch Bloomberg, „China Confronts Its Eternal Dilemma“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-12-16/china-s-debt-dilemma-surfaces-again-as-growth-slows>.

99 S. nur Stelter, „Globale Folgen einer Rezession in China“, abrufbar unter: <https://think-beyondtheobvious.com/stelters-lektuere/globale-folgen-einer-rezession-in-china/>.

100 IMF, „Regional Economic Outlook: Europe Hitting Its Stride“, abrufbar unter: <https://www.imf.org/en/Publications/REO/EU/Issues/2017/11/06/Euro1117>; s. auch die Zusammenfassung im Handelsblatt, „IWF sieht Wirtschaftswachstum in Europa auf Kurs“, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/nachrichten/internationalen-waehrungsfonds-iwf-sieht-wirtschaftswachstum-in-europa-auf-kurs/20574826.html>.

101 IMF, „World Economic Outlook, October 2018 – Challenges to Steady Growth“, abrufbar unter: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>; s. dazu Zeit Online, „IWF korrigiert globale Wachstumsprognose nach unten“, abrufbar unter: <https://www.zeit.de/wirtschaft/2018-10/iwf-wachstumsprognose-konjunktur-weltwirtschaft>.

102 EU-Kommission, „Autumn 2018 Economic Forecast“, abrufbar unter: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts/autumn-2018-economic-forecast_en.

103 EZB, „Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“, Dezember 2018, abrufbar unter: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections201812_eurosystemstaff.de.pdf?957791cdc8ddab8ca8ada774961c61bb.

104 FT, „Brexit ‚bad or awful‘ for UK prospects in 2019, say economists“, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/5a90765c-0ce6-11e9-acdc-4d9976f1533b>; s. dazu auch die Übersicht über Prognosen der 81 Volkswirte in der FT; „Economists predict the UK economy’s trajectory in 2019“, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/4b566c36-0521-11e9-9d01-cd4d49afbbe3>.

105 S. für einen interaktiven Überblick: https://www.google.de/publicdata/expire?ds=ds22a34krhq5p_&met_y=gd_pc_gdp&hl=de&dl=de; S. auch Übersicht bei Tagesschau, „Wie geht es Europas Staaten?“, abrufbar unter: <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/wirtschaftsdaten104.html>.

die Wirkung des bis Ende 2018 laufenden¹⁰⁶ Ankaufprogramms der EZB (*Quantitative Easing*). Die Bilanz der EZB ist dadurch auf über 4,66 Billionen € angeschwollen und damit auf über 41 % des europäischen BIP.¹⁰⁷ Dazu addieren sich weiter ansteigende sog. „Target-2-Salden“,¹⁰⁸ die den Zentralbanken der Mitgliedstaaten grob gesagt eine weitere indirekte Kreditfinanzierung erlauben. Mit nunmehr 966 Mrd. € (+ 166 Mrd. € im Vergleich zum Vorjahr) ist Deutschland größter Gläubiger in diesem System, Spanien und Italien größte Schuldner.¹⁰⁹

Auch wenn die Verschuldung der europäischen Nationalstaaten in letzter Zeit zumindest relativ gesunken ist, droht ein erneuter Anstieg nicht nur in Italien und Frankreich: Zwar konnte die Europäische Kommission durch massive Intervention die italienische Regierung dazu bringen, im Haushalt für 2019 (bei einem prognostizierten Wachstum von nur 1,0 %) eine Neuverschuldung von „nur“ 2,04 % vorzusehen.¹¹⁰ In Frankreich dagegen könnten die Zugeständnisse an die Protestbewegung der sog. „Gelbwesten“¹¹¹ dazu führen, dass das Land die sog. „Maastricht-Kriterien“¹¹² mit einer Neuverschuldung von 3,2 % in 2019 erneut nicht einhält.¹¹³ Auch in Griechenland steht die Regierung unter Druck – und könnte damit die Ausgabendisziplin der vergangenen Jahre hinter sich lassen.¹¹⁴

Eine ähnliche Situation zeigt sich bei der Verschuldung von Unternehmen: Zwar hat die EZB nach ihrer letztjährigen Warnung vor Risiken, die von sog. „Non-Performing-Loans“ (NPL) ausgehen,¹¹⁵ in 2018 die Konsequenzen gezogen und den Banken aufgegeben, wie sie mit dem (gegenüber dem Vorjahr geschrumpften) NPL-Portfolio zu verfahren haben.¹¹⁶ Aber die EU-Kommission und das EU-Parlament verwässerten diese Initiative,¹¹⁷ sodass am Ende nur ein halbherziger Kompromiss herauskam.¹¹⁸ Dass der Umgang mit NPL durchaus praktische Auswirkungen hat, bewies dieses Jahr erneut Italien. Dort musste, wie im letzten Jahr,¹¹⁹ wieder eine Bank, die aufgrund ihres schlechten Kreditportfolios in die Krise geraten war, mit Zustimmung der EZB durch staatliche Intervention gerettet werden.¹²⁰ Schon im Basisszenario ist daher davon auszugehen, dass NPL und daraus resultierende (Unternehmens- und Banken-) „Zombies“ das Wirtschaftswachstum beeinträchtigen und zu Zwangsfusionen bei Banken führen werden.

Schon ohne die Berücksichtigung etwaiger Risiken (wie des Brexit oder der Gelbwesten-Bewegung in Frankreich) ist die Entwicklung der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung der

Euro-Zone nach Auslaufen des EZB-Ankaufprogramms mit etlichen Fragezeichen versehen. Wenn die EZB im Laufe des Jahres die Zinsen nicht erhöht, besteht zumindest die Möglichkeit, dass die europäische Wirtschaft auch in 2019 noch (wenn auch in geringerem Tempo als 2018) wächst.

5. Deutschland

a) Wirtschaftliche Entwicklung

Nachdem die deutsche Wirtschaft bereits im dritten Quartal 2018 um -0,3 % geschrumpft war, mehren sich die Anzeichen, dass es auch im vierten Quartal bergab ging, somit eine Rezession¹²¹ zum Ende des Jahres 2018 möglich erscheint.¹²² Zwar wird der Rückgang mit Sondereffekten, namentlich den Folgen der neuen Prozesse zur Abgasprüfung an Neu-Kfz (WTLP) und den niedrigen Pegelständen in deutschen Flüs-

109 S. jeweils zum aktuellen Stand: Deutsche Bundesbank, TARGET2-Saldo, abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/unbarer-zahlungsverkehr/target2/target2-saldo/target2-saldo-603478>; s. auch Statista, „Target2-Salden der Länder des Eurosystems“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/233148/umfrage/target2-salden-der-euro-laender/>.

110 S. zusammenfassend dazu: Zeit Online, „Parlament stimmt neuem Haushaltsplan zu“, abrufbar unter: <https://www.zeit.de/politik/ausland/2018-12/italien-haushaltsplan-parlament-zustimmung-eu-kommission-streit>.

111 S. dazu näher bei Wikipedia: „Gelbwestenbewegung“, abrufbar unter: <https://de.wikipedia.org/wiki/Gelbwestenbewegung>.

112 S. dazu Wikipedia, „EU-Konvergenzkriterien“, abrufbar unter: <https://de.wikipedia.org/wiki/EU-Konvergenzkriterien>.

113 S. dazu Tagesschau, „Frankreichs Schulden wohl doch höher“, abrufbar unter: <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/frankreich-haushalt-eu-obergrenze-101.html>.

114 S. dazu nur Die Welt, „Der Euro-Zone droht ein neuer Griechenland-GAU“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/wirtschaft/article186530992/Griechenland-Oekonomen-sind-besorgt-ueber-teure-Wahlgeschenke.html>.

115 S. nur Die Welt, „EZB warnt vor 865-Milliarden-Euro-Risiko“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/finanzen/article170417140/EZB-warnt-vor-865-Milliarden-Euro-Risiko.html>.

116 EZB, „Ergänzung zum EZB Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten: aufsichtliche Erwartungen an die Risikoversorge für notleidende Risikopositionen“, abrufbar unter: https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.npl_addendum_201803.de.pdf.

117 Handelsblatt, „EU weicht Regeln zu faulen Krediten auf – gegen den Willen der EZB“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/politik/international/bankbilanzen-eu-leicht-regeln-zu-faulen-krediten-auf-gegen-den-willen-der-eb/23657576.html>.

118 Vgl. Tichys Einblick „Schöne Bescherung: Die EZB schafft immer mehr Zombiebanken“, abrufbar unter: <https://www.tichyseinblick.de/kolumnen/schaefflers-freisinn/schoene-bescherung-die-eb-schafft-immer-mehr-zombiebanken/>.

119 Damals waren es die *Monte dei Paschi*, *Banca Popolare di Vicenza* und *Veneto Banca*, s. dazu *Beissenhirtz*, ZInsO 2018, 281, 287.

120 Zero Hedge, „Italy’s Banca Carige Gets €320 Million Bailout From Interbank Fund“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-11-12/italian-banks-verge-new-crisis-after-eu400-million-hole-emerges-banca-carige>.

121 Von einer Rezession wird gesprochen, wenn das BIP-Wachstum in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen im Vergleich zu den Vorquartalen negativ ist, vgl. hier: <https://bwl-wissen.net/definition/rezession>.

122 So auch Die Welt, „Deutsche Industrieproduktion zeigt technische Rezession: Grafik“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/newsticker/bloomberg/article186722578/Deutsche-Industrieproduktion-zeigt-technische-Rezession-Grafik.html>.

106 Reuters, „German inflation slows sharply as ECB dials back stimulus“, abrufbar unter: <https://www.reuters.com/article/us-germany-economy-inflation/german-inflation-slows-sharply-as-ecb-dials-back-stimulus-idUSKCN10R003>.

107 EZB, „Annual consolidated balance sheet of the Eurosystem“, 2017, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.en.html>; für aktuelle Daten, s. Handelsblatt, „Welche Anleihen die EZB in ihrem Depot hat – eine Bilanz“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/geldpolitik/wertpapierkaufe-welche-anleihen-die-eb-in-ihrem-depot-hat-eine-bilanz/23756978.html>.

108 S. ausführlich dazu *Sinn*, „Der Schwarze Juni“, S. 213 ff.; *ders.*, „Der Euro“, S. 235 ff.

sen, begründet und für das vierte Quartal ein „Nachholeffekt“ prophezeit.¹²³ Ob diese Prognose allerdings wegen der im November und Dezember weiter zurückgegangenen Industrieproduktion¹²⁴ und Exportquote¹²⁵ der deutschen Wirtschaft zu halten ist, ist zweifelhaft.

Der deutsche Staat erreichte in 2018 zum vierten Mal seit 2015 die „schwarze Null“, genauer gesagt erzielte Finanzminister Scholz einen Haushaltsüberschuss von 11 Mrd. €, welcher aber komplett in die sog. „Flüchtlingsrücklage“ eingebracht wurde, die nun eine Größenordnung von rd. 35 Mrd. € umfasst.¹²⁶ Damit dürfte die Staatsschuldenquote unter 60 % des BIP sinken und Deutschland damit nach 16 Jahren wieder die Maastricht-Kriterien erfüllen.¹²⁷ Mittlerweile wird aber deutlich, dass diesem (im wahrsten Sinne des Wortes) positiven Bundeshaushalt nicht nur Risiken im Fall eines Abschwunges gegenüber stehen, sondern auch Defizite beim Zustand der Infrastruktur, die entweder schwer geschädigt ist (Autobahnen, Deutsche Bahn) oder möglicherweise gar nicht erst im erforderlichen Umfang zur Verfügung gestellt wird (5G-Technologie). Der daraus resultierende Investitions- und Innovationsstau dürfte die deutsche Wirtschaft erheblich belasten.

Trotz der guten Konjunkturlage hat sich die Kreditaufnahme deutscher Unternehmen im letzten Jahr deutlich beschleunigt: So erhöhten die deutschen Mittelständler bis August 2018 ihre Verschuldung um 6 %, ihr Eigenkapital aber nur um 4,5 % – sprich, im Schnitt sank die zuletzt hohe Eigenkapitalquote der Unternehmen.¹²⁸ Die Verschuldung der DAX-Konzerne (ohne Banken und Versicherungen) hatte sich bis Mai 2018 bereits auf 628 Mrd. € und damit um 75 % gegenüber 2007 erhöht.¹²⁹ Hieraus könnte man folgern, dass deutsche Unternehmen versuchen, zu den derzeit noch günstigen Zinskonditionen Liquiditätspuffer aufzubauen, um für eine Krise gewappnet zu sein („Cash ist King“). Dementsprechend steigerten die Banken natürlich ihre Kreditvergabe, wohl auch in den Versuch ihre Profite zu optimieren, erhöhten damit aber ihre Risiken, sollte eine Krise tatsächlich eintreten.¹³⁰ Dieser Schulden-, „Boom“ beunruhigt mittlerweile sogar die Bankenaufsicht.¹³¹

Die weitere wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland wird teils sehr negativ bewertet,¹³² teils wird nur von einer Abkühlung der heiß gelaufenen Konjunktur gesprochen.¹³³ So hatten bspw. die „Wirtschaftsweisen“ bereits im gemeinsamen Herbstgutachten 2018 die Wachstumsaussichten für 2019 von zuvor 2,0 % auf nur noch 1,7 % korrigiert.¹³⁴ Alleine beim Blick auf die aktuelle Diskussion um Dieselfahrverbote wird allerdings deutlich, dass die hierdurch ausgelöste Unsicherheit zu einem Aufschieben von Autokäufen führen dürfte. Bei tatsächlich umfassenden Diesel-Fahrverboten dürfte die Automobilindustrie – als eine der deutschen Schlüsselindustrien – zusätzlich unter Druck geraten, mit unabsehbaren Folgen für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Aber selbst wenn für diesen Bereich (unwahrscheinlicher Weise) relativ schnell Rechtssicherheit eintreten sollte, wäre die deutsche Wirtschaft durch den Fachkräftemangel wohl in der weiteren Expansion gehemmt.¹³⁵ Bereits an Hand dieser kurzen Skizzierung der potenziell gegenläufigen Effekte zweier Trends

wird deutlich, wie schwer auch nur eine Erhaltung des Status quo in 2019 werden dürfte. Angesichts der aktuellen wirtschaftlich relevanten Dispute mit den USA¹³⁶ oder den hier skizzierten Problemen Chinas dürfte hinter den Aussichten der exportorientierten deutschen Wirtschaft für 2019 damit

123 S. nur IfW, „Konjunkturbericht – Aufschwung stößt an Grenzen – Belegung nur temporär“, abrufbar unter: <https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kieler-konjunkturberichte/2018/aufschwung-stoesst-an-grenzen-belegung-nur-temporaer-0/>.

124 Destatis, „Produktion im November 2018: -1,9 % saisonbereinigt zum Vormonat“, abrufbar unter: https://www.destatis.de/DE/PresseService/Presse/Pressemitteilungen/2019/01/PD19_007_421.html.

125 Destatis, „Deutsche Exporte im November 2018 auf gleichem Niveau wie im November 2017“, abrufbar unter: https://www.destatis.de/DE/PresseService/Presse/Pressemitteilungen/2019/01/PD19_008_51.html.

126 Der Spiegel, „Scholz erzielt 2018 Überschuss von elf Milliarden“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/olaf-scholz-erzielt-2018-ueberschuss-von-elf-milliarden-euro-a-1247540.html>.

127 Die Welt, „Deutschland wird den Maastricht-Makel nach 16 Jahren endlich los“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/wirtschaft/article181366156/Maastricht-Makel-Deutsche-Schulden-sinken-2018-unter-die-60-Prozent-Schwelle.html>.

128 Handelsblatt, „Der deutsche Mittelstand geht wieder stärker ins Risiko“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/leasing/bilanzanalyse-hunderttausender-firmen-der-deutsche-mittelstand-geht-wieder-staerker-ins-risiko/23117722.html>.

129 Handelsblatt, „Die Verschuldung der Börsenkonzerne kann gefährlich werden“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/geldpolitik/deutsche-konzerne-die-verschuldung-der-boersenkonzerne-kann-gefaehrlich-werden-/21268178.html> (hinter Paywall).

130 Aus: Legonomics, Morning Briefing, 19.10.2018, abrufbar unter: <https://legonomics.de/2018/10/19/morning-briefing-19-oktober-2018-kredite-zombies-kredite/>.

131 Handelsblatt, „Der unheimliche Schuldenboom der deutschen Banken beunruhigt die Aufseher“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/firmenkredite-der-unheimliche-schuldenboom-der-deutschen-banken-beunruhigt-die-aufseher/23189882.html> (hinter Paywall).

132 So etwa Friedrich/Weik, „Bankensterben, Auto-Krieg, Krankenkassen: Was die Deutschen 2019 erwartet“, abrufbar unter: https://www.finanzen100.de/finanznachrichten/boerse/bankensterben-auto-krieg-krankenkassen-was-die-deutschen-2019-erwartet_H729389181_10191834/.

133 So etwa Handelsblatt, „Der Aufschwung macht 2019 nur eine kleine Pause“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/hri-konjunkturprognose-der-aufschwung-macht-2019-nur-eine-kleine-pause/23755412.html>; DIW-Prognose: „Keine Rezession im IV. Quartal, aber Konjunktur kühlt ab“, abrufbar unter: <https://www.wiwo.de/diw-studie-deutschland-droht-keine-rezession-aber-konjunktur-kuehlt-ab/23691788.html>; Der Spiegel, „Was die Frühwarnsysteme der Wirtschaft taugen“ abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/konjunktur-was-die-fruehwarnsysteme-der-wirtschaft-taugen-a-1247531.html>.

134 S. Gemeinschaftsdiagnose 2-2018, „Aufschwung verliert an Fahrt – Weltwirtschaftliches Klima wird rauer“, abrufbar unter: http://gemeinschaftsdiagnose.de/wp-content/uploads/2018/09/GD2_2018_unkorr.pdf; s. dazu auch Spiegel Online, „Wirtschaftsforscher senken Prognose für 2018 deutlich“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/wirtschaftsweisen-senken-prognose-fuer-das-laufende-jahr-deutlich-a-1230332.html>.

135 S. nur IW, „Fachkräftemangel brems Wachstum“, abrufbar unter: <https://www.iwkoeln.de/presse/pressemitteilungen/beitrag/iw-forschungsgruppe-konjunktur-iw-konjunkturumfrage-und-prognose-fachkraeftemangel-bremst-wachstum-370137.html>.

136 S. nur zum in Deutschland besonders sensiblen Bereich der Automobilindustrie Süddeutsche Online, „Trump umgarnt deutsche Autobosse“, abrufbar unter: <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/trump-automobilhandelshandelsstreit-1.4220515>. Oder die Drohungen des US-Botschafters Grenell im Zusammenhang mit dem Projekt Nord Stream 2, Der Spiegel, „Scharfe Kritik an US-Botschafter Grenell“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/politik/deutschland/richard-grenell-drohbriefe-des-us-botschafters-wegen-nord-stream-2-a-1247822.html>.

ein nicht unerhebliches Fragezeichen stehen. Insgesamt erscheint ein nur minimales Wachstum oder gar eine leichte Rezession bereits im Basisszenario wahrscheinlicher, als ein größerer Wachstumsschub.

b) Rechtliche und praktische Entwicklungen im Bereich Restrukturierung, Sanierung und Insolvenz

Zumindest bis September des Jahres befand sich die deutsche Insolvenz- und Restrukturierungsbranche – wie in den Vorjahren quasi spiegelbildlich zur gesamtwirtschaftlichen Lage Deutschlands – in einer „Rezession“. So sind die Insolvenzen von Unternehmen in Deutschland im 1. Halbjahr 2018 um weitere 2,5 %, ¹³⁷ in den ersten 9 Monaten sogar um 3 %, ¹³⁸ jeweils im Vergleich zum Vorjahreszeitraum zurückgegangen. Dies sind nicht nur die geringsten Insolvenzzahlen seit 1994, auch dürften im Gesamtjahr deutlich weniger als 20.000 Unternehmen den Gang zum Insolvenzrichter antreten müssen.

Dementsprechend hat sich auch der branchenweite Konsolidierungsprozess in der Branche fortgesetzt, wobei dieses Jahr vor allen Dingen zwei Abspaltungen von Sanierungsteams aus Insolvenzverwalterkanzleien auffielen. ¹³⁹ Möglicherweise kann man hier einen Trend zur Aufteilung des Marktes für Eigenverwaltungen beobachten, also auf der einen Seite die (eher rechtsanwaltslastigen) Verwalterkanzleien, die bei Eigenverwaltungen als Sachwalter agieren, auf der anderen Seite die (eher unternehmensberaterlastigen) Eigenverwalterkanzleien.

Allerdings dürfte schon angesichts der steigenden Zinsen und des lahmenen Wirtschaftswachstums die Trendwende bei Insolvenzen zumindest nicht mehr weit sein, ¹⁴⁰ wie bereits der (statistisch noch sehr vorsichtig zu interpretierende) Anstieg der Unternehmensinsolvenzen um 3,5 % im Oktober 2018 indiziert. ¹⁴¹ Auch deuten aktuelle Branchen-Analysen für 2019 auf eine Trendwende im Sanierungs- und Insolvenzbereich an. So vermeldete das aktuelle *Restrukturierungsbarometer* ¹⁴² bereits im November 2018 steigende Fallzahlen bei Restrukturierungen und die befragten Banker gingen schon da mehrheitlich (42 %) von steigenden Fallzahlen aus. Während bei dieser Umfrage der Bereich „Automotive“ noch auf Platz drei (hinter „Textil und Bekleidung“ und „Handel und E-Commerce“) rangierte, war er beim (etwas später durchgeführten) *Expertendialog* der *CIC Consultingpartner* ¹⁴³ schon auf den ersten Platz vorgeückt. Die von *CIC* befragten Experten gehen sogar mit noch größerer Mehrheit (72 %) von zunehmenden Fallzahlen in 2019 aus. Ein Zeichen für die rasche Zuspitzung der Situation.

Möglicherweise haben damit der deutsche Gesetzgeber und die europäischen Institutionen ein gutes Timing bewiesen: Zum einen beseitigte die deutsche Legislative die Rechtsunsicherheit, die zwischenzeitlich durch die BFH-Entscheidung zur Verfassungswidrigkeit des sog. „Sanierungserlasses“ entstanden war. ¹⁴⁴ Seit Ende des Jahres 2018 sind durch die Einführung des neuen § 3a EStG damit sog. „Sanierungsgewin-

ne“, also Buchgewinne, die bei der Sanierung von Unternehmen regelmäßig durch den Forderungsverzicht von Gläubigern entstehen, grds. wieder steuerlich privilegiert. ¹⁴⁵

Zum anderen standen die Institutionen der EU dem deutschen Gesetzgeber in Sachen Sanierungsfreundlichkeit nicht nach: So hat der *EuGH* ein weiteres steuerrechtliches Hindernis auf dem Wege zu nachhaltigen Sanierungen beseitigt, indem er im Sommer 2018 ziemlich überraschend die sog. „Sanierungsklausel“ des § 8c Abs. 1a KStG für rechtmäßig erklärte und damit einen gegenteiligen Entscheid der EU-Kommission aufhob. ¹⁴⁶ Entsprechend können Anteilsübertragungen von Kapitalgesellschaften an potenzielle Investoren im Rahmen einer qualifizierten Unternehmenssanierung grds. wieder unter Nutzung der aufgelaufenen Verlustvorträge erfolgen. ¹⁴⁷

Überraschend wurde ferner das europäische Projekt zur Schaffung eines „präventiven Restrukturierungsrahmens“ ¹⁴⁸ bereits Ende 2018 weitestgehend abgeschlossen. Nachdem der Rat der EU seine Verhandlungsposition erst im Oktober 2018 für den sog. „Trilog“ zwischen Kommission, Rat und Parlament

137 Destatis, „1. Halbjahr 2018: 2,5 % weniger Unternehmensinsolvenzen als im 1. Halbjahr 2017“, abrufbar unter: https://www.destatis.de/DE/PresseService/Presse/Pressemitteilungen/2018/09/PD18_339_52411.html.

138 Destatis, „Januar bis September 2018: 3,0 % weniger Unternehmensinsolvenzen als in den ersten 9 Monaten 2017“, abrufbar unter: https://www.destatis.de/DE/PresseService/Presse/Pressemitteilungen/2018/12/PD18_481_52411.html.

139 Juve, „Sanierungsberatung: Team von Schultze & Braun macht sich selbstständig“, abrufbar unter: <https://www.juve.de/nachrichten/namenundnachrichten/2018/05/sanierungsberatung-team-von-schultze-braun-macht-sich-selbststaendig> und Pressemeldung Restrukturierungspartner v. 15.3.2018, abrufbar unter: <https://www.restrukturierungspartner.com/news/restrukturierungspartner-eigener-marke/>.

140 So auch *Euler Hermes*, Insolvenzstudie, abrufbar unter: <https://www.eulerhermes.de/presse/euler-hermes-insolvenzstudie-schaeden-durch-pleiten-in-deutschland-verdoppelt.html>.

141 Destatis, „Oktober 2018: 3,5 % mehr Unternehmensinsolvenzen als im Oktober 2017“, abrufbar unter: https://www.destatis.de/DE/PresseService/Presse/Pressemitteilungen/2019/01/PD19_011_52411.html.

142 *Finance-Magazin/Struktur Management Partner*, 13. Restrukturierungsbarometer, „Mehr Neufälle und der Trend zur Digitalisierung“, abrufbar unter: https://www.finance-magazin.de/fileadmin/user_upload/Restrukturierungsbarometer-13-2018.pdf.

143 *Finance-Magazin*, „Kreditgeber zweifeln an Autobranche“, abrufbar unter: <https://www.finance-magazin.de/wirtschaft/deutschland/kreditgeber-zweifeln-an-autobranche-2030251/>.

144 Zu den Hintergründen s. näher bei *Beissenhartz*, *ZInsO* 2018, 281, 291.

145 S. zum Verfahren und zu den Neuregelungen die Übersicht bei *Förster/Hechner*, *DB* 2019, 10.

146 *EuGH*, Urt. v. 28.6.2018 – C-219/16 P – *Lowell Financial Services GmbH, vormals GFKL Financial Services AG*, abrufbar unter: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=203438&pageIndex=0&doclang=DE&mode=req&dir=&occ=first&part=1>.

147 S. zum Verfahren und zu den Neuregelungen die Übersicht bei *Förster/Hechner*, *DB* 2019, 10, 13 f.

148 EU Kommission, „Vorschlag des Europäischen Parlaments und des Rates für eine Richtlinie über präventive Restrukturierungsrahmen, die zweite Chance und Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Schuldungsverfahren und zur Änderung der Richtlinie 2012/30/EU“ COM(2016) 723 final v. 22.11.2016; abrufbar unter: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2016/DE/COM-2016-723-F1-DE-MAIN-PART-1.PDF>; s. zu den Einzelheiten schon die Darstellungen in den Vorjahren *Beissenhartz*, *ZInsO* 2016, 1778, 1791, *ders.*, *ZInsO* 2018, 281, 291.

festgelegt hatte,¹⁴⁹ wurde mit einer Einigung in diesen Verhandlungen eigentlich erst im ersten Quartal 2019 gerechnet. Aber schon am 19.12.2018 teilte der Rat der EU die Einigung mit und umriss die Strukturen der Harmonisierungsbestrebungen.¹⁵⁰ Nach demnächst erfolgender förmlicher Annahme und Veröffentlichung im Amtsblatt haben die Mitgliedstaaten 2 Jahre Zeit, die neuen Vorschriften in nationales Recht umzusetzen. Da die konkrete Ausgestaltung des präventiven Restrukturierungsrahmens weitgehend den Mitgliedern überlassen werden soll, ist allerdings noch nicht absehbar, wie sich dieses neue Konzept ins deutsche Recht der Restrukturierung, Sanierung und Insolvenz einfügen wird.

Wahrscheinlich ist, dass die Umsetzung der Richtlinie zusammen mit den nach der Evaluation des ESUG als erforderlich angesehenen Justierungsmaßnahmen umgesetzt wird. 5 Jahre nach Inkrafttreten des „Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen“ („ESUG“) Anfang März 2012, wurde seine Praxisrelevanz in den Jahren 2017/2018 evaluiert. Der Abschlussbericht des dazu von der Bundesregierung herangezogenen Expertengremiums¹⁵¹ erklärt zwar, dass die durch das ESUG eingeführten Änderungen von der Praxis weitgehend positiv angenommen worden seien und dass eine Rückkehr zum früheren Recht nicht veranlasst sei. Allerdings könnte eine Umsetzung der vorgeschlagenen Änderungen gleichwohl zu einer wesentlichen Einschränkung des Zugangs zu den durch das ESUG erst eingeführten Verfahren des „Schutzschirms“ und der vorläufigen Eigenverwaltung führen.¹⁵²

Mit Ausnahme der sehr aktiv betriebenen Korrekturen im Steuerrecht scheint sich in den eher krisenfernen Zeiten aber ansonsten ein „Schön-Wetter-Insolvenzrecht“ in Deutschland entwickelt zu haben. Dies wird nicht nur an der kritisch gesehenen Reform¹⁵³ der Insolvenzanfechtung deutlich,¹⁵⁴ die das Ziel, den wahrgenommenen Wildwuchs bei Anfechtungen zu korrigieren und für mehr Rechtssicherheit in Bezug auf in der Krise vorgenommene Rechtshandlungen sorgen sollte,¹⁵⁵ nach ersten Erfahrungen wohl verfehlt hat. Die Ausweitung des Anfechtungsrechts hängt sowohl mit zahlreichen Beweiserleichterungen zugunsten des Insolvenzverwalters als auch mit der zeitlichen Vorverschiebung der Insolvenzgründe zusammen. Letzteres hat auch zur Folge, dass der Insolvenzgrund der drohenden Zahlungsunfähigkeit eigentlich keinen eigenständigen Anwendungsbereich mehr hat, sondern i.d.R. mit dem Eintritt der Überschuldung zusammenfällt. Diese – erst seit Ende der letzten Finanzkrise durch die Rechtsprechung verfügt – Verschärfungen dürften bei dem hier angenommenen nahen Krisenbeginn dazu führen, dass die Fortbestehensprognose zahlreicher Unternehmen abrupt entfällt.¹⁵⁶ In der Gesamtschau sollte sich der Gesetzgeber deswegen fragen, ob die in der langen Boom Phase seit der letzten Krise fein ausdifferenzierte Rechtsprechung in diesem Bereich nicht zu einer Hypothek bei der Bekämpfung der nächsten Krise werden könnte.

Sollte 2019 tatsächlich infolge einer – hier zugrunde gelegten – Abkühlung der deutschen Wirtschaft ein Anstieg der Restrukturierungs- und Insolvenzfälle zu verzeichnen sein, stehen Sanierungen im Gegensatz zu den Vorjahren keine

maßgeblichen steuerlichen Sanierungshindernisse mehr im Weg, aber das deutsche „Schön-Wetter-Insolvenzrecht“ dürfte sich gerade in der praktischen Anwendung als hinderlich erweisen. Zumindest zu Beginn der Krise dürfte zudem der „präventive Restrukturierungsrahmen“ noch keine Wirkungen entfalten können. Sollte die Krise stärker ausfallen, ist zudem fraglich, ob dann die Kapazitäten der doch arg geschrumpften Branche ausreichen werden, um die entsprechenden Sanierungsaktivitäten entfalten zu können. Damit ist die deutsche Vorbereitung auf eine Krise noch optimierungsfähig. Es bleibt zu hoffen, dass die Regierung im Fall einer Krise deswegen nicht die letzte Option einer (temporären) Aufhebung der Insolvenzantragspflicht ziehen muss.¹⁵⁷

6. Zusammenfassung

Schon das Basisszenario deutet auf einen weltweiten (synchronen) Rückgang der Wachstumsdynamik der letzten Jahre hin – ganz im Gegensatz zu den eher optimistischen Prognosen zu Beginn des Vorjahres. Von den drei großen globalen Wirtschaftszentren – USA, China und Europa – gehen aktuell keine hinreichenden Impulse aus, die ein höheres Wachstum ohne weitere Neu-Verschuldung erlauben würden. Eher belasten protektionistische Tendenzen und die globale Schuldenlast die kurzfristigen Wachstumsaussichten. Insgesamt besteht im Basisszenario für 2019 noch eine gewisse Wahrscheinlichkeit für ein weiteres wirtschaftlich stabiles Jahr, aber bereits hier ist aufgrund der Verschuldungssituation auf allen Ebenen das Eintreffen des 2016 an dieser Stelle prognostizierten Szenarios,¹⁵⁸ sprich der Eintritt in eine Rezession, nicht auszuschließen.

149 Council of the European Union, „General Approach, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, et al.“, abrufbar unter: <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-12334-2018-INIT/en/pdf>.

150 Rat der EU, Pressemitteilung v. 19.12.2018, „EU vereinbart neue Regeln für Unternehmensinsolvenzen“, abrufbar unter: <https://www.consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2018/12/19/eu-agrees-new-rules-on-business-insolvency/>.

151 Bericht der Forschungsgemeinschaft zur Evaluation des ESUG v. 30.4.2018, abrufbar unter: https://www.bmjv.de/SharedDocs/Downloads/DE/News/Artikel/101018_Gesamtbericht_Evaluierung_ESUG.pdf.

152 S. detaillierter hierzu *Beissenhertz*, ZInsO 2019, 180.

153 S. zur Diskussion der Reform schon *Beissenhertz*, ZInsO 2016, 1778, 1793.

154 S. nur *Huber*, ZIP 2018, 519, 523 („für die Katz“); *Ehmann*, GWR 2018, 81, 89 („kein großer Wurf“); s. auch die kritische Auseinandersetzung des ehemaligen Vorsitzenden Richters am BGH, *Ganter*, NZI 2018, 585, 588, der den IX. Senat dazu auffordert, die Entscheidung des Gesetzgebers zur Unlauterkeit zu akzeptieren und den Senat scheinbar an die verfassungsrechtliche Bindung an Gesetz und Recht erinnern muss.

155 S. nur *BMJV*, „Reform des Insolvenzrechts“, abrufbar unter: https://www.bmjv.de/DE/Themen/FinanzenUndAnlegerschutz/ReformInsolvenzrecht/ReformInsolvenzrecht_node.html.

156 Für einen detaillierteren Überblick s. *Beissenhertz*, ZInsO 2016, 1778, 1784 ff.

157 S. Beschluss der Konferenz der JustizministerInnen v. 17.11.2016 zur Insolvenzantragspflicht in Fällen von Naturkatastrophen, abrufbar hier: https://mdjev.brandenburg.de/media_fast/6228/top_i.3_-_insolvenzantragspflicht_in_faellen_von_naturkatastrophen_herbstkonferenz.pdf; kritische Kommentierung bei *Beissenhertz*, „Generelle Aussetzung der Insolvenzantragspflicht bei Naturkatastrophen?“, abrufbar unter: <https://www.beissenhertz.com/de/generelle-aussetzung-der-insolvenzantragspflicht-bei-naturkatastrophen/>.

158 *Beissenhertz*, ZInsO 2016, 1778.

IV. Risiken für das Basisszenario

Während im Vorjahr die (aufgrund der stetigen Neuverschuldung) bestehende „Metastabilität“ scheinbar nur durch ein „katastrophales“ Ereignis¹⁵⁹ hätte beseitigt werden können, ist in diesem Jahr diese Stabilität an sich schon wegen der abflauenden Konjunktur gefährdet. Sollten sich die nachfolgend dargestellten potenziellen Risiken¹⁶⁰ tatsächlich materialisieren, besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit für einen zumindest regionalen Crash.

1. Wirtschaftliche Risiken nach Regionen

a) USA

Es würde den Umfang dieses Artikels sprengen, die potenziellen Risiken, die die wirtschaftliche Entwicklung in den USA negativ beeinflussen könnten, auch nur zu benennen. Aber alleine die (noch nicht abschätzbaren) Auswirkungen des Machtverlusts des US-Präsidenten, die in den zuvor geschilderten „*governmental shutdown*“ mündeten und die im Rahmen der Verhandlungen über eine Anhebung der Verschuldungsgrenze weiter eskalieren könnten, bilden einen erheblichen Risikofaktor für die weitere Entwicklung. Bei einer krisenhaften Zuspitzung und/oder bei einem Scheitern der dann zu erwartenden Intervention der *Fed* sind negative Auswirkungen auf die US-Wirtschaft mehr als wahrscheinlich.

Daneben sollten eigene Unsicherheitsfaktoren der US-Wirtschaft nicht ausgeblendet werden: So war ein Grund für den Rückgang der Aktienmärkte in den USA in 2018 der Ausverkauf bei den sog. FANGMAN-¹⁶¹Aktien.¹⁶² Gerade der bislang erfolgsverwöhnte *Apple*-Konzern musste ziemliche Einbußen beim Verkauf des *IPhones* hinnehmen.¹⁶³ Es ist derzeit nicht abschätzbar, ob es sich nur um eine Delle in der Wachstumsstory der führenden Technologiekonzerne handelt oder ob gar eine „New Economy 2.0“ droht. Im letzteren Fall dürfte das zu einem starken Abschwung in den USA führen – und damit auch die Weltwirtschaft negativ beeinflussen. Der Absturz des US-Giganten *General Electric (GE)*¹⁶⁴ verdeutlicht zudem, dass auch die „Old Economy“ in den USA schwächelt. Dazu droht durch den Zusammenbruch des durch sehr hohe Verschuldung finanzierten Autohandels eine Krise am US-Automarkt,¹⁶⁵ der derzeit schon die US-Autohersteller *General Motors*¹⁶⁶ und *Ford*¹⁶⁷ zu konkreten Restrukturierungsmaßnahmen zwingt. Sollte sich dazu noch der Immobilienmarkt in den USA tatsächlich abschwächen,¹⁶⁸ dürfte ein Einbruch der US-Wirtschaft wahrscheinlicher werden.

Angesichts der Vielzahl der schon hier beschriebenen politischen und wirtschaftlichen Risiken, die sich im Zweifel auch gegenseitig beeinflussen, ist eine Risikoeinschätzung nur in den Extremen möglich: Eskaliert die politische Situation in den USA und bricht die US-Wirtschaft ein, dürfte selbst bei einem Eingreifen der *Fed* eine Wirtschaftskrise in den USA ein nicht unwahrscheinliches Szenario sein.

b) China

Sollte sich das Wirtschaftswachstum in China tatsächlich – und trotz durch die *PBOC* verordneter Geldschwemme – ein-

trüben, besteht zunächst das Risiko des Zusammenbruchs des unregulierten Marktes für Schattenbanken.¹⁶⁹ In der Folge erscheinen (weitere) Proteste wegen der dann potenziell einbrechenden Immobilienpreise möglich.¹⁷⁰ Auch die Niederschlagung dieser Proteste und die daraus resultierende negative Stimmung dürften sich negativ auf die wirtschaftliche Entwicklung auswirken.

c) Europa

Unbestreitbar dürfte aber in Europa der größte Zündstoff für eine (potenziell über die Region hinausgehende) Krise liegen. Alleine die nicht mehr abschätzbaren Folgen eines – nach der Ablehnung des mit der EU verhandelten „Deals“ – möglicher-

159 Als solche potenziellen Ereignisse wurden in der letzten Prognose (ZInsO 2018, 281, 291 ff.) die Korea-Krise, die sich ausweitende Krise im Nahen und Mittleren Osten, das Risiko von Cyber-Angriffen, Bitcoin & Co. und die Entwicklung des Ölpreises identifiziert. Keines dieser Risiken hat sich in 2018 so verwirklicht, dass die Metastabilität gefährdet gewesen wäre.

160 S. näher dazu die Auflistung von Prognosen oben bei Fn. 18, bspw.: World Economic Forum, „The Global Risks Report 2019“, abrufbar unter: <https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2019>; Friedrich/Weik, „Bankensterben, Auto-Krieg, Krankenkassen: Was die Deutschen 2019 erwartet“, abrufbar unter: https://www.finanzen100.de/finanznachrichten/börse/bankensterben-auto-krieg-krankenkassen-was-die-deutschen-2019-erwartet_H729389181_10191834/; die nachfolgende Auswahl der Risiken ist rein subjektiv und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit.

161 Steht für Facebook, Amazon, Netflix, Google (Alphabet), Microsoft, Apple und NVIDIA.

162 S. die gute Zusammenfassung dazu bei Wolf Street, „FANGMAN Stocks Plunge 4.4 % Today, Down \$905 Billion, or 20 %, since Aug. 31“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2018/11/19/fangman-stocks-plunge-fb-amzn-nflx-goog-ms-appl-nvda/>.

163 Wolf Street, „Apple Gets Re-Crushed: New iPhone Prices Too Damn High?“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2018/11/05/apple-gets-re-crushed-new-iphone-prices-too-damn-high/>.

164 S. dazu ZeroHedge, „The Collapse Has Begun – GE Is Now Trading Like Junk“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-11-13/collapse-has-begun-ge-now-trading-junk>; WiWo, „GE steht symptomatisch für die Krise des Systems“, abrufbar unter: <https://www.wiwo.de/finanzen/geldanlage/stelzer-strategisch-ge-steht-symptomatisch-fuer-die-krise-des-systems/23663086.html>.

165 „Carmageddon“, s. dazu die Posts bei Legonomics, „Carmageddon“, abrufbar unter: <https://legonomics.de/?s=Carmageddon>.

166 Handelsblatt, „Mary Barra baut GM drastisch um – mehr als 10.000 Jobs werden gestrichen“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/us-autobauer-mary-barra-baut-gm-drastisch-um-mehr-als-10-000-jobs-werden-gestrichen/23682840.html>; Wolf Street, „After Wasting \$14 billion on Share-Buybacks, GM Prepares for Carmageddon & Shift to EVs, Cuts Employees, Closes 8 Plants“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2018/11/26/gm-after-14-bn-share-buybacks-prepares-for-carmageddon-shift-to-evs-cuts-workers-closes-8-plants/>.

167 Bloomberg, „Ford Is About to Abandon American Sedans“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-04-26/what-would-henry-think-ford-is-about-to-abandon-american-sedans>.

168 Wofür einige Indikatoren sprechen, s. nur Wolf Street, „US Housing Market to Get Uglier in Near Future“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2018/12/28/us-housing-market-to-get-uglier-in-near-future/>.

169 S. dazu nur Bloomberg, „A Guide to China’s \$10 Trillion Shadow-Banking Maze“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-06-07/a-guide-to-china-s-10-trillion-shadow-banking-maze-quicktake>.

170 S. nur Manager Magazin, „Chinesen protestieren gegen sinkende Immobilienpreise“, abrufbar unter: <http://www.manager-magazin.de/politik/weltwirtschaft/china-protest-wegen-sinkender-preise-fuer-immobilien-a-1233816.html>.

weise ungeordneten Brexit dürften Wirkungen weit über Großbritannien hinaus entfallen.¹⁷¹

Innerhalb der Eurozone fallen sofort die Probleme Italiens auf: Zwar hat die aktuelle Regierung ihre ursprünglichen Pläne zur Ausweitung der Neuverschuldung nach massiver Intervention der EZB aufgegeben. Damit ist aber die Krise der italienischen Banken nicht gelöst. Bei einem auch Italien treffenden Abschwung dürfte sich diese Krise erneut verschärfen – mit nicht abschätzbaren Folgen für die Stabilität der Eurozone. Daneben dürfte die sich verstärkenden Protestbewegungen (s. dazu sogleich unten) ein nicht zu unterschätzendes regionales Risikopotenzial bieten.

Mithin steht Europa insgesamt vor einer Vielzahl von Wegmarken, wobei weder der jeweilige Ausgang der Ereignisse noch die daraus resultierenden Konsequenzen seriös abgeschätzt werden können (schon gar nicht in ihrer Interdependenz). Realisiert sich eines der beschriebenen Risiken, ist ein wirtschaftlicher Einbruch in Europa selbst bei Eingreifen der EZB allerdings wahrscheinlich.

d) Deutschland

Als größtes wirtschaftliches Risiko dürfte sich für die Exportnation Deutschland ein (weiterer) Rückgang der Exportquote erweisen. Sollten sich hier für andere Teile der Welt beschriebenen Risikoszenarien realisieren, dürfte dies unmittelbare und über die im Basisszenario berücksichtigten Effekte hinausgehende Auswirkungen auf die deutsche Exportwirtschaft haben, etwa bei einem unregelmäßigen Brexit oder bei einem Überspringen der schwelenden Schwellenländerkrise (s. sogleich unten). Je nach Fortgang der Dieseldebatte könnten sich für die deutsche Automobilindustrie negative Folgen ergeben, die über die im Basisszenario beinhalteten Erwägungen hinausgehen und zu einem starken Einbruch des Pkw-Absatzes in Deutschland führen könnten. Die konkreten Folgen können nicht eingeschätzt werden, insgesamt erscheint aber bei Eintritt derartiger Risiken eine Rezession in Deutschland wahrscheinlich.

e) Schwellenländer¹⁷²

Im letzten Jahr sind die Schwellenländer plötzlich wieder als potenzielle Krisenkandidaten in den Vordergrund gerückt, allen voran die Türkei und Argentinien. Dies scheint u.a. auch auf die US-Politik zurückzuführen sein: So weist *Hans-Werner Sinn* darauf hin, dass Präsident *Trump* schlicht die Finanzpolitik von *Ronald Reagan* kopiere und dass die Kehrseite des Booms in den USA – damals, wie auch heute – die häufig in US-Dollar verschuldeten Schwellenländer treffe.¹⁷³ Das türkische Finanzsystem geriet im Laufe des Jahres denn auch wegen des aufgrund der Zinserhöhungen durch die Fed erstarrenden US-Dollars unter Druck.¹⁷⁴ In der Folge verlor die türkische Lira im abgelaufenen Jahr über 27 % zum Euro,¹⁷⁵ weswegen die Inflation zeitweise auf 25 % stieg.¹⁷⁶ Ebenfalls aufgrund des starken Dollars verteuerte sich die (in US-Dollar denominierte) Staatsverschuldung Argentiniens mit ähnlichen Folgen für das Finanzsystem, wie in der Türkei. So büßte der argentinische Peso gegenüber dem Dollar im Jahresverlauf

fast 50 % ein.¹⁷⁷ Argentinien ging nach dem Lehrbuch zur Abarbeitung einer Finanzkrise vor, erhöhte angesichts des rasanten Verfalls des Peso den Leitzins auf bis zu 40 % (!)¹⁷⁸ und leitete diverse Sparmaßnahmen ein.¹⁷⁹ Daraufhin erhielt das Land im Herbst des Jahres dann diverse finanzielle Hilfen vom IWF.¹⁸⁰ Demgegenüber ging die türkische Regierung zur Bekämpfung der Krise eher weniger lehrbuchmäßig vor: Weder wurden die Leitzinsen nennenswert erhöht, noch die üblichen Sparpakete gefahren.¹⁸¹ Die Währungskrisen in Argentinien und der Türkei – zweier Länder, die auch schon von der Schwellenländerkrise in den 80er Jahren 1982 betroffen waren – werden als erste Vorboten einer „Schwellenländerkrise“ gedeutet.¹⁸² Da bereits andere Schwellenländer ebenfalls in Mitleidenschaft gezogen wurden,¹⁸³ erscheint eine solche Kri-

171 S. eine erste Analyse dazu bei FTI, „Historic defeat for the Prime Minister as MPs vote against the deal by a majority of 230“, abrufbar unter: http://images.info.fticonsulting.com/Web/FTIConsultingInc/%7B8cc1d733-bae-4c37-be05-ffddc459abef%7D_GBR_SC_PA_Strat_Comms_Mike_Archer_Brexit_Vote_Snapshot_JAN_16_2019.pdf.

172 S. vertiefend zu diesem Abschnitt auch Legonomics, „Morning Briefing – 31.8.2018 – Emerging-Markets-Krise – Special“, abrufbar unter: <https://legonomics.de/2018/08/31/morning-briefing-31-august-2018-emerging-markets-krise-special/>.

173 Sinn, „Trump, Reagan und die Zinswende“, abrufbar unter: <http://www.hanswernersinn.de/de/handelsblatt-trump-reagan-und-die-zinswende>.

174 NZZ, „Schwellenländer im Sog der Dollarstärke“, abrufbar unter: <https://www.nzz.ch/finanzen/schwellenlaender-im-sog-der-dollarstaerke-ld.1384837>; NZZ, „Der Dollar sorgt weiter für Furore“, abrufbar unter: <https://www.nzz.ch/finanzen/dollar-sorgt-weiter-fuer-furore-ld.1449847>; Deutschlandfunk, „So eine Zentralbank bräuchten wir in Europa auch!“, abrufbar unter: https://www.deutschlandfunk.de/zins-entscheidung-der-federal-reserve-so-eine-zentralbank.720.de.html?dram:article_id=436597.

175 OnVista, Wechselkurs türkische Lira/Euro, abrufbar unter: <https://www.onvista.de/devisen/TRY-EUR-TRY-EUR>.

176 Handelsblatt, „Lira-Verfall treibt Inflation in der Türkei auf über 25 Prozent“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/devisen-rohstoffe/tuerkei-lira-verfall-treibt-inflation-in-der-tuerkei-auf-ueber-25-prozent/23357438.html> (hinter Paywall).

177 OnVista, Wechselkurs argentinische Peso/US-Dollar, abrufbar unter: <https://www.onvista.de/devisen/ARS-USD-ARS-USD>.

178 Handelsblatt, „Argentinien erhöht Leitzins auf 40 Prozent – das sind die Gründe“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/geldpolitik/kampf-gegen-peso-verfall-argentinien-erhoehrt-leitzins-auf-40-prozent-das-sind-die-gruende/21247418.html>.

179 NZZ, „Argentinien will noch mehr sparen – die Nervosität steigt“, abrufbar unter: <https://www.nzz.ch/international/argentinien-will-noch-mehr-sparen-ld.1416710>.

180 Zerohedge, „Argentina Bailed Out With Biggest Ever Loan In IMF History“, abrufbar unter: <https://www.zeroledge.com/news/2018-06-07/argentina-bailed-out-biggest-ever-loan-imf-history>; Spiegel Online, „Argentinien bekommt weiteren Milliardenkredit“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/internationaler-waehrungsfonds-argentinien-erhaelt-milliardenkredit-a-1235452.html>; Interessant ist das Ende des Zerohedge-Artikels, wonach der IWF 2004 eingesehen hat, dass der in 2000 gewährte Notkredit ein Fehler war.

181 S. die entsprechenden Kommentierungen bei Spiegel Online, „Wie die Türkei einen Crash verhindern kann“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/tuerkei-wie-recep-tayyip-erdogan-einen-crash-verhindern-kann-a-1226607.html>.

182 Sinn, Handelsblatt, „Trump, Reagan und die Zinswende“, abrufbar unter: <http://www.hanswernersinn.de/de/handelsblatt-trump-reagan-und-die-zinswende>.

183 So bspw. Indonesien, Focus Money, „Indonesien stemmt sich gegen Währungsverfall“, abrufbar unter: https://www.focus.de/finanzen/boerse/wirtschaftsticker/maerkte-indonesien-stemmt-sich-gegen-waehrungsverfall_id_9188146.html.

se tatsächlich möglich und ein Überspringen auf andere Wirtschaftszentren dürfte – alleine aufgrund der historischen Erfahrungen – dann wahrscheinlich sein.¹⁸⁴

2. Risiken der „Financialization“

Der im deutschen eher wenig bekannte sozialwissenschaftliche Begriff des „Finanzmarkt-Kapitalismus“ (auch: Finanzkapitalismus, geläufiger ist der englische Begriff „*Financialization*“) beschreibt einen neueren Typus von Kapitalismus, in dem die Finanzmärkte einen wachsenden Einfluss auf die Realökonomie ausüben. Infolge dieser – seit der Finanzkrise gerade durch die Zentralbanken betriebenen – Doktrin haben die weltweiten Schulden (wie zuvor dargestellt) neue Höchststände erklommen, die ohne niedrige Zinsen nicht mehr tragbar sind. Selbst wenn die Schulden (was nicht wahrscheinlich ist) in 2019 nicht weiter stiegen, drohen Risiken bereits für das Basisszenario, von denen auf drei nachfolgend näher eingegangen wird.

a) „Zombifizierung“ der Wirtschaft

Grds. bezeichnet man mit „Unternehmens-Zombie“ solche Unternehmen, die nicht in der Lage sind, ihren Schuldendienst aus dem operativen Gewinn zu leisten.¹⁸⁵ Die „Zombifizierung“ der Unternehmen (und Banken) bleibt ein (Dauer-)Thema, wie auch die vorherige Diskussion zu NPL zeigt. Allerdings scheint Deutschland von diesem Problem weniger betroffen: Während *Creditreform* noch Ende 2017 den deutschen Unternehmen eine (erstaunlich) hohe „Zombie-Quote“ von 15 % attestierte,¹⁸⁶ sah die (staatliche) Kreditanstalt für Wiederaufbau (*KfW*) diese Quote dann im Sommer 2018 nur bei (unbedenklichen?) 5 %.¹⁸⁷ In ihrer neuesten Studie sieht *Creditreform* bei deutschen Unternehmen jetzt nur noch eine Zombie-Quote von 6,8 %.¹⁸⁸ Damit dürfte das Problem für Deutschland im Fall eines Abschwungs zwar ernst zu nehmen sein, aber handhabbar bleiben.

Anders sieht die Situation dagegen in anderen Ländern der Eurozone¹⁸⁹ aus. So legte die *OECD* für 2017 bspw. für Italien von einer „Zombie-Quote“ von 19 % und für Spanien eine solche von 16 % aller Unternehmen zugrunde.¹⁹⁰ Folge dieser hohen Zombie-Quote ist (wenig überraschend) auch eine „Zombifizierung“ des jeweiligen Bankensektors. So kamen italienische Forscher wenig überraschend zu dem Ergebnis, dass Banken mit einer schwachen Eigenkapitalquote einen besonders hohen Bestand an „Zombie-Unternehmen“ unter ihren Kreditkunden aufwiesen.¹⁹¹ Aber auch die griechischen Banken stehen wohl nicht sicher da.¹⁹² Schon aufgrund des Auslaufens des EZB-Programms zum Ankauf auch von Unternehmensanleihen Ende 2018 droht also die Gefahr, dass die europäischen (Unternehmens- und Banken-)Zombies mit ihren Refinanzierungsbemühungen scheitern.¹⁹³

Vor dem Hintergrund einer Zombie-Quote von rd. 16 % in den USA¹⁹⁴ warnte die *BIZ* denn auch 2018 (erneut) vor den Gefahren der sog. „*Non-Performing Loans*“ (NPL, also faulen Krediten), „Zombie-Banken“ und „Zombie-Unternehmen“.¹⁹⁵ Angesichts der fortschreitenden Verschuldung im Unterneh-

menssektor und des nur zögerlichen Gegensteuerns der Zentralbanken dürfte sich die „Zombifizierung“ der US-Wirtschaft schon wegen der Regelungen zum Bonitätsrating bei Unternehmen¹⁹⁶ auch in 2019 fortsetzen, mit negativen Folgen für die Wirtschaft¹⁹⁷ schon vor und unabhängig vom Eintritt einer etwaigen Wirtschaftskrise. Im Fall des Eintritts einer Krise werden die „Zombies“ aber – wie auch in vorherigen Krisen – als „Brandbeschleuniger“ wirken.

b) Platzen der „Everything Bubble“

Die schon mehrfach beschriebene Politik des „lockeren Geldes“ der Zentralbanken zur Bekämpfung der letzten Finanzkrise hat im Endeffekt zu einer inflationären Wertentwicklung

184 S. dazu vertieft Der Spiegel, „An der Schwelle zum nächsten Crash“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/tuerkei-china-brasilien-russland-droht-2019-der-schwellenlaender-crash-a-1246251.html>.

185 S. dazu näher *Beissenhirtz*, ZInsO 2018, 281, 285.

186 *Creditreform*, „Schuldentragfähigkeit der deutschen Unternehmen“, abrufbar unter: <https://www.creditreform.de/nc/aktuelles/news-list/details/news-detail/schuldentragfaehigkeit-der-deutschen-unternehmen.html>.

187 *KfW*, „Sorge vor Zombie-Unternehmen im Mittelstand unbegründet“, abrufbar unter: https://www.kfw.de/KfW-Konzern/Newsroom/Aktuelles/News-Details_481664.html.

188 *Creditreform*, „Ertraglose Unternehmen in Deutschland, Sommer 2018“, abrufbar unter: <https://www.creditreform-giessen.de/nc/news/news-news-list/details/news-detail/ertraglose-unternehmen-in-deutschland-sommer-2018.html>.

189 Es würde den Umfang dieses Artikels sprengen, die „Zombie-Thematik“ weltweit auszuleuchten, die selbstverständlich weltweit existiert. Andere Beispiele: Türkei: *ZeroHedge*, „Turkish Lira Plunges As Ankara Prepares Non-Performing Loan Bailout For Local Banks“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-09-17/turkish-lira-plunges-ankara-prepares-non-performing-loan-bailout-local-banks/>; oder für China: *IMF Blog*, „Chart of the Week: The Walking Debt: Resolving China's Zombies“, abrufbar unter: <https://blogs.imf.org/2017/12/11/chart-of-the-week-the-walking-debt-resolving-chinas-zombies/>; *ZeroHedge*, „Chinese Cash Flow Shocker: More Than Half Of Commodity Companies Can't Pay The Interest On Their Debt“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2015-10-01/chinese-cash-flow-shocker-more-half-commodity-companies-cant-pay-interest-their-debt>.

190 *OECD*, zit. in *FAZ*, „In Europa gibt es zu viele tote Unternehmen“, abrufbar unter: <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/tote-unternehmen-belastet-europaeische-wirtschaft-15331525.html>.

191 *Handelszeitung*, „Die Stützen der Zombie-Firmen“, abrufbar unter: <https://www.handelszeitung.ch/konjunktur/die-stuetzen-der-zombie-firmen#>.

192 S. nur *Die Welt*, „Anleger sorgen sich um griechische Banken“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/wirtschaft/article181764966/Bankenkrise-Griechische-Haeuser-wegen-Risikokrediten-unter-Druck.html>.

193 In diesem Sinne *ZeroHedge*, „Europe's 'Zombies' Brace For Mass Extinction In 2019“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-03-06/europes-zombies-brace-mass-extinction-2019>.

194 *Business Insider*, „The ‚zombie‘ problem“, abrufbar unter: <https://www.businessinsider.de/zombie-firms-statistics-on-low-interest-rates-and-leveraged-loans-2018-10?r=US&IR=T>.

195 *BIS Quarterly Review*, September 2018, abrufbar unter: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809.pdf; zusammenfassende Kommentierung bei *Beyond the Obvious*, „BIZ warnt vor Zombies“, abrufbar unter: <https://think-beyondtheobvious.com/stelter-in-den-medien/biz-warnt-vor-zombies/>.

196 S. dazu nur das Konzept der *Weighted Average Cost Of Capital* (*WACC*), gut erklärt bei *ZeroHedge*, „It's Not The Economy, Stupid; It's WACC!“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-10-21/its-not-economy-stupid-its-wacc>.

197 *Manager Magazin*, „Wie Firmen-Zombies unser Wirtschaftssystem bedrohen“, abrufbar unter: <http://www.manager-magazin.de/finanzen/boerse/daniel-stelter-firmen-zombies-schaden-unserem-wohlstand-a-1198866.html>.

diverser Sachwerte, wie Immobilien, Unternehmen aber auch Kunst und Uhren geführt, der sog. „*Everything Bubble*“. Möglicherweise stellt die seit Oktober 2018 an den Börsen ablaufende Korrekturbewegung den ersten Schritt des Platzens dieser Blase dar.¹⁹⁸ Auch wurden schon oben die Preiskorrekturen des US-Immobilienmarktes in einzelnen Regionen angesprochen, selbst wenn der Gesamtmarkt noch wächst. Sollte die „*Everything Bubble*“ tatsächlich geplatzt sein oder in 2019 platzen, dürften die weltwirtschaftlichen Auswirkungen mindestens das Ausmaß der Finanzkrise von 2008 erreichen, wenn die Zentralbanken nicht erneut gegensteuern oder ihr Gegensteuern – z.B. weil unkoordiniert – ohne Erfolg bleiben.

c) „Weaponisation of Finance“

Mittlerweile vermehrt¹⁹⁹ macht das Wort von der „*Weaponisation of Finance*“, also von „Schulden als Waffe“ die Runde. Darunter versteht man den Aufbau einer Machtposition des Gläubigers durch vertragliche Konstruktionen, um jenseits ihrer eigentlichen Funktion, nämlich den Gläubiger abzusichern, wirtschaftliche Übernahmen zu ermöglichen.²⁰⁰ Das dieses Konstrukt zum einen nicht nur rein akademischen Diskussionen entspringt und zum anderen nicht nur auf die wohlbekannteren „*loan-to-own*“-Strategien zur Übernahme von Unternehmen beschränkt ist, zeigt einmal mehr das Beispiel Chinas: So musste nach Medienangaben bspw. Sri Lanka einen Hafen an eine von der chinesischen Regierung kontrollierte Einheit veräußern, um den Ausfall bei einem von China vergebenen Darlehen zu kompensieren.²⁰¹ Wohl kein Einzelfall: Auch in Angola scheint sich die chinesische Regierung mit Finanzhilfen unter dubiosen Bedingungen entsprechend zu engagieren, möglicherweise um die Kontrolle über die dortigen Ölvorräte zu erlangen.²⁰² Auch hier ist eine konkrete Auswirkung auf die wirtschaftliche Entwicklung in 2019 nicht seriös abschätzbar, allerdings ist nach den amerikanischen Reaktionen auf das Darlehen an Angola davon auszugehen, dass das chinesische Vorgehen auch Nahrung für den sino-amerikanischen Handelskrieg liefert.

Umgekehrt entdeckt Frankreichs Gelbwesten-Bewegung ebenfalls Finanzen als Waffe und rief unlängst dazu auf, die Girokonten leer zu räumen, um so einen „Bank Run“ zu provozieren.²⁰³ Der renommierte ex-Chefvolkswirt der Deutschen Bank *Thomas Mayer* hatte unabhängig davon einen „Bank Run“ und die dagegen eingeleiteten Maßnahmen als potenzielles Risiko für ein Kollabieren des Euro ausgemacht.²⁰⁴ Sollte also eine Protestbewegung tatsächlich einen „Bank Run“ auch nur in einem der Euro-Länder auslösen können, droht das Risiko des Zusammenbruchs der gesamten Euro-Zone. Dieses Risiko dürfte allerdings angesichts der Zersplitterung der Gelbwesten-Bewegung (noch) als gering einzustufen sein.

3. Cyber-Attacken

Die Gefahr von Cyber-Attacken war im letzten Jahr (medial) nicht so präsent, wie man es aufgrund der Vielzahl der Ereignisse über das Jahr für angemessen halten würde.²⁰⁵ Gleichwohl sind sich die Beteiligten aufgrund der bekannt werdenden Fälle

bewusst, wie empfindlich die IT-Strukturen sind. Auch gab es durchaus die befürchteten Cyber-Angriffe auf Crypto-Währungen.²⁰⁶ Diese blieben allerdings ohne größere volkswirtschaftliche Auswirkungen, weil die Kurse der Crypto-Währungen schon zuvor bis zur Bedeutungslosigkeit gefallen waren. Neben den üblichen kriminellen Hacks²⁰⁷ dürfte in den nächsten Jahren, gerade bei Zunahme zwischenstaatlicher Konflikte, ein Zuwachs von staatlich geförderten oder initiierten Cyber-Angriffen zu verzeichnen sein. Die volkswirtschaftlichen Risiken könnten immens sein, sind aber genau so wenig seriös abschätzbar, wie die Eintrittswahrscheinlichkeit.²⁰⁸ Dieses Szenario ist zumindest aktuell nicht völlig unwahrscheinlich.

4. Konflikte

a) Innerstaatliche Konflikte – Protestbewegungen

Schon mehrfach wurden an dieser Stelle die „populistischen“ Strömungen angesprochen, die in mehreren Ländern für politische Spannungen mit wirtschaftlichen Auswirkungen füh-

198 So zumindest Zerohedge, „This Is How The ‚Everything Bubble‘ Will End“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-11-30/how-everything-bubble-will-end>; Zerohedge, „The ‚Everything Bubble‘ Has Popped“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-12-08/everything-bubble-has-popped>.

199 S. erneut als Vorreiter: *Paulus*, ZRP 2018, 151, 152; *ders.*, WM 2015, 953, 957 f. mit Verweis u.a. auf *Zarate*, „The Coming Financial Wars“, abrufbar unter: http://strategicstudiesinstitute.army.mil/pubs/parameters/issues/Winter_2013/9_Zarate.pdf.

200 *Paulus*, ZRP 2018, 151, 152.

201 FT, „Angola’s debt reliance on China may leave it short-changed“, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/fb9f8528-6f03-11e8-92d3-6c13e5c92914>; Oilprice, „Is China’s \$26 Trillion New Silk Road A Debt Trap?“, abrufbar unter: <https://oilprice.com/Energy-General/Is-Chinas-26-Trillion-New-Silk-Road-A-Debt-Trap.html>.

202 Zerohedge, „Will China’s ‚Debt Diplomacy‘ Backfire?“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-10-14/will-chinas-debt-diplomacy-backfire>.

203 Süddeutsche Online, „Umsturz per Abhebung“, abrufbar unter: <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/frankreich-umsturz-per-abhebung-1.4282147>.

204 *Thomas Mayer* in FAZ, „Wie der Euro kollabieren kann“, abrufbar unter: <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/mayers-weltwirtschaft/thomas-mayer-euro-zusammenbruch-15859803.html>.

205 S. nur die Übersicht bei *Legonomics*, abrufbar unter: <https://legonomics.de/?s=Cyber>.

206 S. z.B. *Bleeping Computer*, „Atlas Quantum Cryptocurrency Investment Platform Suffers Data Breach“, abrufbar unter: <https://www.bleepingcomputer.com/news/security/atlas-quantum-cryptocurrency-investment-platform-suffers-data-breach/>; Handelsblatt, „Bitcoin-Kurs bricht nach Hackerangriff auf Kryptobörse ein“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/devisen-rohstoffe/kryptowaehrungen-bitcoin-kurs-bricht-nach-hackerangriff-auf-kryptoboerse-ein-22670236.html>; so prognostiziert in ZInsO 2018, 281, 295.

207 S. den aktuellen Fall bei Handelsblatt, „Datensatz mit Millionen Mailadressen und Passwörtern im Internet aufgetaucht“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/technik/it-internet/cyber-kriminalitaet-datensatz-mit-millionen-mailadressen-und-passwoertern-im-internet-aufgetaucht/23878574.html> (hinter Paywall).

208 S. dazu auch World Economic Forum, „The Global Risks Report 2019“, abrufbar unter: <https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2019>; deutsche Zusammenfassung in Die Welt, „Rezession? Handelskriege? Die Welt muss eine größere Gefahr fürchten“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/wirtschaft/article187152984/Global-Risks-Report-WEF-Experten-so-pessimistisch-wie-noch-nie.html>.

ren. So ist in Frankreich Präsident *Macron*, der mit vielen Vorschusslorbeeren angetreten war, mittlerweile in den Zustimmungsraten auf die Raten seines unbeliebten Vorgängers *Hollande* zurückgefallen.²⁰⁹ Alleine um seine Popularitätswerte zu steigern, könnte ihm die „Gelbwesten“-Protestbewegung in 2019 (teure) Zugeständnisse abfordern, die das Defizit in Frankreich weiter in die Höhe schnellen lassen dürften. Umgekehrt könnte die Weigerung zu Zugeständnissen zu einem Rückgang des französischen BIP führen.

Auch die Bildung anderer „Bewegungen“, etwa in Großbritannien sowohl im Fall eines „Hard-Brexit“ (durch die „Brexiters“) als auch bei einem Verbleib in der EU (dann durch die „Brexiters“), ist derzeit nicht seriös abschätzbar. Das allgemeine Erstarken derartiger Bewegungen in den letzten Jahren lässt ein weiteres Anwachsen für 2019 erwarten, was sich etwa in einem hohen Stimmenanteil bei den kommenden Europawahlen im Mai 2019 ausdrücken dürfte. Im Fall einer Wirtschaftskrise dürfte sich der potenzielle Sympathisantenkreis noch erhöhen – ggf. droht eine Radikalisierung. Die aus diesen Tendenzen folgenden Konsequenzen sind realistisch nicht abschätzbar, bieten aber keine positiven Aussichten.

b) Zwischenstaatliche Konflikte, Kriege²¹⁰

Die Reihe der aktuellen (und potenziell kriegerischen) Krisenherde zieht sich vom südchinesischen Meer, über den Nahen und Fernen Osten bis hin zur Ukraine. Jeder dieser Konflikte hat für sich genommen das Potenzial, die globale Entwicklung nachhaltig zu beeinflussen. Gleichzeitig ist aber auch eine seriöse Prognose über den Verlauf oder gar eine Eskalation aufgrund der verworrenen Verhältnisse – ähnlich wie bei den nachfolgend geschilderten Naturereignissen – nicht möglich. Gut veranschaulichen lässt sich das an dem „Top-Risiko“ des letzten Jahres, nämlich dem Konflikt um Nordkorea. Zu Beginn des Jahres war die Eskalation dieses Konfliktes – auch unter Einsatz von Atomwaffen – durchaus ein realistisches Szenario. Aufgrund der laufenden Verhandlungen zwischen den USA und Nordkorea (und ersten Abrüstungsschritten Nordkoreas) hat das Risiko (zum Glück) viel seinerormaligen Brisanz verloren und eine Eskalation erscheint heute wesentlich unwahrscheinlicher, als vor einem Jahr. Umgekehrt deuten die von China jüngst erneut geltend gemachten Gebietsansprüche auf Taiwan²¹¹ auf ein potenzielles Eskalationsrisiko im südchinesischen Meer hin. Eine derartige Eskalation, die mit Sicherheit auch zu einer Verwicklung der USA führen würde, dürfte zu einem ökonomischen Schock führen. Die chinesische Regierung könnte sich zu einem solchen Schritt entschließen, wenn sich die Lage der chinesischen Wirtschaft weiter verschlechtert. Auch dieses Szenario ist zumindest aktuell nicht völlig unwahrscheinlich.

5. Naturkatastrophen

Nach dem letztjährigen Jahrhundertssommer rücken auch potenzielle Naturkatastrophen in den Fokus der Prognostiker. Dabei ist ausgerechnet das *World Economic Forum* in diesem Jahr Vorreiter, in dessen Prognose für 2019 drei der fünf Top-Risiken Umweltdesaster sind (Wetterextreme, Scheitern des

Klimaschutzes, Naturkatastrophen).²¹² *Bloombergs Pessimist's Guide* für 2019 verkündet gar eine auf Naturkatastrophen beruhende Hungersnot als Top-Risiko²¹³ und auch in den anderen Prognosen findet sich eine Vielzahl von potenziellen Naturkatastrophen.²¹⁴ Ein in diesem Zusammenhang in deutschen Medien relativ selten zusammenhängend dargestelltes Phänomen bilden die Ereignisse rd. um den sog. „Pazifischen Feuerring“²¹⁵ in den letzten Jahren,²¹⁶ so zuletzt der durch einen Vulkanausbruch ausgelöste Tsunami auf Java und Sumatra.²¹⁷ Eine Prognose, ob diese Ereignisse singulärer Natur sind oder Vorboten eines größeren Ereignisses im Pazifik-Raum, ist, wie auch für andere Naturphänomene, nicht seriös möglich. Denn zwar ist die Fähigkeit zur genauen Prognose bestimmter Naturereignisse, wie etwa des Wetters, in den letzten Jahren verbessert worden. In anderen Bereiche, wie etwa der Erdbebenvorhersage, ist die Prognose-Genauigkeit dagegen nach wie vor gering,²¹⁸ sodass angebliche „umfassende Prognosen“ über Naturereignisse im Endeffekt lediglich „Worst Case“-Szenarien aufzeigen. Aufgrund des Klimawandels sind derartige Risiken auch für 2019 allerdings nicht von der Hand zu weisen. Die Folgen einer Naturkatastrophe wären für die Weltwirtschaft unabsehbar.

V. Chancen für das Basisszenario – Best Case Szenario

Wie schon eingangs erwähnt, halten verschiedene Experten die aktuelle Entwicklung nur für eine auf Sonderfaktoren beruhende kurzfristige Delle²¹⁹ und gehen dementsprechend von

209 Eurasia Group, „Politics in Pictures: a visual guide to France“, abrufbar unter: <https://www.eurasiagroup.net/live-post/politics-in-pictures-a-visual-guide-to-france>.

210 S. dazu vertiefend auch den entsprechenden Abschnitt aus dem Vorjahr bei *Beissenhirtz*, ZInsO 2018, 281, 292.

211 Süddeutsche Zeitung, „Xi droht Taiwan mit gewaltsamer Rückeroberung“ abrufbar unter: <https://www.sueddeutsche.de/politik/china-taiwan-gewalt-wiedervereinigung-1.4272086>.

212 Die anderen beiden Risiken betreffen den Cyber-Bereich; vgl. World Economic Forum, „The Global Risks Report 2019“, abrufbar unter: <https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2019>; deutsche Zusammenfassung in *Die Welt*, „Rezession? Handelskriege? Die Welt muss eine größere Gefahr fürchten“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/wirtschaft/article187152984/Global-Risks-Report-WEF-Experten-so-pessimistisch-wie-noch-nie.html>.

213 Bloomberg, „The Pessimist's Guide to 2019“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/graphics/pessimists-guide-to-2019/>.

214 S. unter Auflistung der Prognosen, oben Fn. 18.

215 S. näher dazu bei Wikipedia, „Pazifischen Feuerring“ abrufbar unter: https://de.wikipedia.org/wiki/Pazifischer_Feuerring.

216 S. dazu näher die Darstellungen bei *Legonomics*, abrufbar unter: <https://legonomics.de/?s=Ring+of+Fire>.

217 S. näher dazu bei Wikipedia, „Tsunami auf Java und Sumatra 2018“, abrufbar unter: https://de.wikipedia.org/wiki/Tsunami_auf_Java_und_Sumatra_2018.

218 S. näher dazu *Silver*, „The signal and the noise“, S. 108 ff.

219 So das Handelsblatt Research Institute, „Der Aufschwung macht 2019 nur eine kleine Pause“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/hri-konjunkturprognose-der-aufschwung-macht-2019-nur-eine-kleine-pause/23755412.html>; oder der Chef von *Morgan Stanley*, *James Gorman*, in: *Handelsblatt*, „Morgan-Stanley-Chef hält Soros' Warnung vor neuer Finanzkrise für lächerlich“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/marktberichte/kritik-an-starinvestor-morgan-stanley-chef-haelt-soros-warnung-vor-neuer-finanzkrise-fuer-laecherlich/22627846.html> (hinter Paywall).

einer Erholung im Laufe oder zumindest nach 2019 aus. Zumindest, wenn sich die genannten Risiken nicht realisieren und sich die damit verbundenen Unsicherheiten auflösen, dürfte alleine davon tatsächlich ein nicht unerheblicher Impuls ausgehen. Sollte also z.B. im Laufe des Jahres der Brexit (etwa durch ein zweites Referendum) ad acta gelegt werden, dann könnte das einen wirtschaftlichen Schub in der Eurozone auslösen – und damit eine Wende zum Positiven bereits für 2019 auslösen.

Darüber hinaus besteht schon angesichts der zumindest verbalen Kehrtwende von Fed-Chef *Powell* zu Beginn des Jahres die Möglichkeit, dass die Fed mit der Politik der allmählichen Zinserhöhungen in 2019 erst einmal pausiert oder gar die Zinsen wieder senkt, falls die Wirtschaft zu sehr ins Trudeln geraten sollte.²²⁰ China zeigt mit der zuvor genannten Infusion von über einer Billion Yuan in den Markt denn auch, dass die Regierungen und Zentralbanken sehr wohl die Abkühlung der wirtschaftlichen Entwicklung wahrnehmen und bereit sind, gegenzusteuern. Im Fall der Realisierung von Risiken dürften die Zentralbanken im Zweifel ihren „Werkzeugkasten“ sogar noch um weitere „unkonventionelle“ Maßnahmen, wie das sog. „Helikoptergeld“ erweitern.²²¹

Im Fall einer positiven Auflösung der derzeitigen Risiken und/oder dem erneuten Eingreifen der Zentralbanken könnte sich 2019 damit tatsächlich zu einem weiteren Jahr des „wirtschaftlichen Biedermeiers“ entwickeln. Dieses Szenario ist aber gegenüber dem Basisszenario unwahrscheinlicher und bildet deswegen eher den „Best Case“.

VI. Eigene Prognose

„Zu viele Hasen sind des Fuchses Tod“, um die eigene Prognose mit der Abwandlung einer alten Volksweisheit zu beginnen: Bis auf die sich möglicherweise anbahnenden Naturkatastrophen oder Kriege wären die einzelnen zuvor genannten Risiken selbst im Fall ihrer Materialisierung im Zweifel beherrschbar und würden von einer nachhaltig gesunden Wirtschaft abgefangen. Nicht nur die globale Wirtschaft befindet sich schon wegen der rollenden Digitalisierungswelle, aber auch wegen der Höhe der Verschuldung in einem fragilen Zustand. Die Zunahme der Risiken in den letzten Jahren („Multimorbidität“?)²²² signalisiert darüber hinaus, dass die „Krisenabsorptionsfähigkeit“ der Wirtschaft und Staaten möglicherweise nicht mehr so gut entwickelt ist, sprich die Resilienz fehlt. Damit aber könnten auch kleinere Erschütterungen („Hasen“) den „Fuchs“ der globalen wirtschaftlichen Entwicklung letztendlich „zur Strecke bringen“. Wie beim „Umkippen“ eines Sees²²³ ist es aber aufgrund der Komplexität und Interdependenzen der globalisierten Welt im Vorhinein schwierig, den einen „Tipping Point“²²⁴ zu definieren, sprich, den oder die entsprechenden „Hasen“ korrekt zu benennen, der aus dem Abschwung eine Krise macht. Deswegen ist es müßig, darüber zu spekulieren, welches Ereignis eine Krise auslösen wird (oder bereits ausgelöst hat). Denn selbst bei einem unbeeinflussten Geschehensablauf dürfte ein Abschwung wahrscheinlicher sein, als eine weitere Fortsetzung des Aufschwungs. Dann aber dürfte die Realisierung eines

oder mehrerer der vorbenannten Risiken die Talfahrt noch beschleunigen. Dabei dürfte das Risiko des Übergreifens der Schwellenländer-Krise auf die entwickelten Volkswirtschaften (neben oder zusätzlich zu den „hausgemachten“ Problemen) am wahrscheinlichsten sein, schon weil dieser Prozess aktuell (noch) abläuft.²²⁵

Möglicherweise könnten die Zentralbanken eine krisenhafte Entwicklung noch einmal über neue Schulden in den Griff bekommen. Allerdings ist angesichts des – im Gegensatz zur Finanzkrise 2008 – eher angespannten Verhältnisses zwischen den globalen Machtblöcken fraglich, ob die Regierungen und Notenbanken so konzertiert agieren werden, wie bei vorherigen Krisen. Und selbst koordinierte Aktionen dürften angesichts der jetzigen Verschuldungs-Situation nur dann eine positive Wendung bringen, wenn sich die benannten Risiken zumindest nicht im befürchteten Umfang realisieren. Im Fall dieses – für nicht wahrscheinlich erachteten – „Best Case-Szenarios“ würde aber letztlich wieder nur „Feuer mit Feuer“ bekämpft, also im Endeffekt über die Erhöhung der Verschuldung das Abrutschen in eine Krise lediglich (auf 2020?) aufgeschoben. Bei allen diesen Betrachtungen sind die psycho-soziologischen Aspekte noch gar nicht berücksichtigt, die sich aus der mittlerweile seit Monaten steigenden Krisenmeldungen in den Medien im Sinne einer selbst-erfüllenden Prognose ergeben könnten.

Insgesamt besteht damit in 2019 eine gewisse Wahrscheinlichkeit dafür, dass das bereits im September 2016 skizzierte Szenario²²⁶ ablaufen wird. Dementsprechend wird in 2019 die wirtschaftliche Entwicklung aufgrund der unter dem Abschnitt „Financialization“ geschilderten Verhältnisse die 2018 begonnene negative Tendenz fortsetzen und der Aufschwung zumindest so an Schwung verlieren, dass die Schuldentragungsfähigkeit nicht mehr gegeben ist. Tritt zu diesem Szenario eine Schwellenländerkrise und greift diese tatsächlich auf die wichtigen Wirtschaftszentren über, ist das Szenario einer

220 Die in der CIC-Studie (Finance-Magazin, „Kreditgeber zweifeln an Autobranche“, abrufbar unter: <https://www.finance-magazin.de/wirtschaft/deutschland/kreditgeber-zweifeln-an-autobranche-2030251/>), befragten Finanzexperten gingen im Dezember 2018 zumindest für die Eurozone von weiterhin nicht steigenden Zinsen aus.

221 S. dazu Definition bei Wikipedia, abrufbar hier: <https://de.wikipedia.org/wiki/Helikoptergeld>; s. zur Kritik nur Die Welt, „Das unkalkulierbare Risiko des Helikoptergeldes“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/finanzen/article154570673/Das-unkalkulierbare-Risiko-des-Helikoptergeldes.html>.

222 S. zu diesen potenziellen „Doom-Loops Zerohedge, „Das: The Five Doom Loops To Navigate In 2019“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-01-02/das-five-doom-loops-navigate-2019>.

223 S. hierzu näher bei *Renn*, „Zeit der Verunsicherung: Was treibt Menschen in den Populismus?“, S. 10.

224 S. allgemein zu diesem Konzept *Malcolm Gladwell*, „The Tipping Point – How Little Things Can Make A Big Difference“, 2000.

225 Demgegenüber wird einer auf die Wirtschaft durchschlagenden Cyber-Attacke, einer kriegerischen Auseinandersetzung oder einer Naturkatastrophe eine geringere Realisierungswahrscheinlichkeit eingeräumt. Allerdings dürfte die Verwirklichung eines dieser drei Risiken den Katalysator für eine Krisenspirale bilden, die über die Schwellenländer dann die von der Financialization geschwächten Wirtschaften der USA, Chinas und Europas empfindlich treffen würde.

226 *Beissenhirtz*, ZInsO 2016, 1778.

globalen Krise – bis hin zu einem Wiederaufflammen der Finanzkrise – möglich. Dagegen ist der Eintritt eines „Best Case Szenarios“, also der Wiederauflage des „wirtschaftlichen Biedermeiers“, aufgrund der dafür erforderlichen Parameter eher unwahrscheinlich.

VII. Fazit

In der Zusammenfassung erscheint ein erneutes Jahr des „wirtschaftlichen Biedermeiers“ wie 2018 nur im besten Fall denkbar, wenn nämlich die Schulden weiter steigen (können). Schon im realistischen Szenario dürfte sich das Wirtschaftswachstum abkühlen und ein Einbruch ist möglich. Verwirklichen sich einzelne oder mehrere der im Artikel dargestellten Risiken, ist ein Wiederaufflammen der Finanzkrise von 2008 wahrscheinlich. Schon den Betrachtungen zum zehnjährigen Jubiläum der *Lehman*-Pleite im vergangenen

Jahr war gemeinhin zu entnehmen, dass die Finanzkrise nie wirklich überwunden, sondern nur eingedämmt wurde.²²⁷ Wenn diese Ansicht zutrifft, sollte uns nachdenklich stimmen, wie schnell nach dem Zusammenbruch von *Lehman* in 2008 die Weltwirtschaft am Rande des Kollaps stand und ob sie heute tatsächlich besser aufgestellt ist, den Risiken aus einem „katastrophalen“ Ereignis zu widerstehen. Wenn die Antwort „nein“ ist, dann kann es – ganz im Sinne des einleitenden Zitats von *Ernest Hemingway* – ganz schnell nach unten gehen.

227 Stellvertretend hier, IMF, „Global Financial Stability Report, A Decade after the Global Financial Crisis: Are We Safer?“, abrufbar unter: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2018/09/25/Global-Financial-Stability-Report-October-2018>; Die Zeit, „Ein System für die Elite“, abrufbar unter: <https://www.zeit.de/wirtschaft/2018-09/finanzkrise-lehman-shareholder-value-doktrin> (mit einem guten Seitenhieb auf das Fehlen von Skin in the Game durch Börsengänge).