

ZInsO FOKUS – Editorial

Liebe Leserinnen und Leser,

nun sind wir bereits bei unserer dritten Ausgabe „ZInsO FOKUS Sanierung“ angekommen. Dieses Heft erscheint jeden Monat als thematische Zusammenfassung rund um den Bereich Sanierung und Restrukturierung.

Wir möchten uns ganz herzlich bei unserem neuen Schriftleiter für die ZInsO FOKUS *Andreas Ziegenhagen* bedanken, der sich bereit erklärt hat, Sie FOKUSsiert auf dem Laufenden zu halten.

Andreas Ziegenhagen ist Managing Partner Deutschland und European Head der Praxisgruppe Restrukturierung bei Dentons. Er gehört zu den wenigen deutschen Rechtsanwälten, die gleichzeitig Wirtschaftsprüfer und Steuerberater sind. Seine umfassende Erfahrung und Expertise bei der rechtlichen und steuerlichen Beratung bei Unternehmenstransaktionen, Restrukturierung und Insolvenzrecht, Unternehmenssteuerrecht und Gesellschafts-, Bank- und Bilanzrecht sowie in der Position als doppelnütziger Treuhänder in Krisen- und Sanierungsfällen und als Generalbevollmächtigter im Rahmen von Eigenverwaltungen machen ihn zu dem Experten, den wir uns für die Position des Schriftleiters ZInsO FOKUS Sanierung gewünscht haben.

In dieser Ausgabe möchten wir Ihnen zudem den Aufbau des Heftes ein wenig näherbringen. Hierzu haben wir unterhalb jeder Rubrik eine kurze Erklärung eingefügt, welche Inhalte wir Ihnen dort zur Verfügung stellen.

Wir versuchen, Ihr Informationsbedürfnis zum Thema Sanierung und Restrukturierung umfassend abzubilden. Daher freuen wir uns jederzeit über Anregungen, Kritik, Beiträge und Beitragswünsche, die Sie gerne an ZInsO.redaktion@wolterskluwer.com senden dürfen.

Ihre ZInsO-Redaktion

ZInsO FOKUS – Außergerichtliche Sanierung und Restrukturierung

In dieser Rubrik veröffentlichen wir Aufsätze und Rechtsprechung, die über die bisherigen Bereiche der ZInsO hinaus auch spezielle z.B. betriebswirtschaftliche, arbeits- und steuerrechtliche Themen im Bereich der außergerichtlichen Sanierung und Restrukturierung abbilden.

2020 – Cassandras Blick in die Glaskugel

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

*„Keine Schneeflocke in der Lawine
wird sich je verantwortlich fühlen.“*

Stanislaw Jerzy Lec

Fast erwartungsgemäß setzte sich die Phase des „wirtschaftlichen Biedermeiers“ insgesamt über 2019 fort – allerdings schwächten sich die positiven Tendenzen in 2019 nicht nur ab, wie im Jahr 2018, dazu addierten sich unter der Oberfläche zahlreiche (politische wie wirtschaftliche) Turbulenzen. Fast schon erwartungsgemäß haben die Notenbanken weltweit gegen die sich verschlechternden wirtschaftlichen Aussichten agiert. Im Wesentlichen ist deswegen das in der letzten Jahresprognose vorausgesagte Basisszenario in 2019 tatsächlich eingetreten, also eine merkliche konjunkturelle Abkühlung, aber kein Absturz. Auch für 2020 deutet sich – zumindest im Basisszenario – ein weiteres Jahr mit einem durch den Einsatz der Zentralbanken generierten (geringen) wirtschaftlichen Wachstum bei Zunahme der allgemeinen Nervosität an. Allerdings ist mittlerweile auch ein gewisser Fatalismus zu spüren, sodass selbst bei Realisierung bestimmter Risiken noch keine Panik folgen muss. Bereits mittelfristig dürfte diese Stimmungslage aber zu fatalen Fehleinschätzungen führen. Erneut wird das Schicksal des Jahres aber an den Notenbanken hängen. Wie in den Vorjahren¹ erläutert der nachfolgende Artikel – nach einem kurzen Rückblick auf die Ergebnisse der Prognose für 2019 – verschieden mögliche Szenarien für das Jahr 2020 unter Berücksichtigung der gängigen Trends und Prognosen anderer Akteure.

* Der Autor ist Partner der CIC Consultingpartner GmbH, Lehrbeauftragter der FOM Hochschule für Ökonomie und Management, bloggt und referiert regelmäßig zu Wirtschaftsthemen, u.a. unter <https://legonomics.de>. Eine pointiertere Version dieser Jahresprognose ist unter <https://legonomics.de/2020/01/12/stell-dir-vor-es-ist-der-31-12-2020-2030-uhr/abrufbar>.

¹ S. zuletzt *Beissenhirtz*, ZInsO 2019, 525 (für 2019), *ders.*, ZInsO 2018, 281 (für 2018).

I. Prognosen 2019 – wie war die Trefferquote?

Zumindest in Deutschland setzte sich auch 2019 – trotz zwischenzeitlicher Befürchtung einer „technischen Rezession“² – das prognostizierte Basisszenario und damit das „wirtschaftliche Biedermeier“³ erneut durch. Insgesamt wenig überraschend, aber in ihrer Kurzfristigkeit und Stärke durchaus nicht erwartet, wurde der Eintritt des Basisszenarios durch Eingriffe der Zentralbanken mehr oder minder erzwungen.⁴ Die (weiter unten näher thematisierte) dramatische geldpolitische Kehrtwende der US-Federal Reserve (Fed)⁵ Mitte September 2019 dürfte der entscheidende Wendepunkt gewesen sein, um kurzfristig das Wachstum nicht einbrechen zu lassen.

Dagegen haben sich die in der letzten Prognose⁶ genannten Risiken nicht oder zumindest nicht so materialisiert, dass der Zustand der „Metastabilität“⁷ und des „New Normal“⁸ gefährdet gewesen wäre. Auch scheint die seit Ende 2018 gestiegene Nervosität an den Märkten in 2019 einem gewissen Fatalismus gegenüber den bestehenden Risiken gewichen zu sein. Denn selbst der Eintritt an sich markanter Ereignisse, wie etwa der Zahlungsausfall Argentiniens⁹ oder das Platzen der IPO-Blase nach dem abgesagten Börsengang von WeWork,¹⁰ die als Kristallisationspunkt für eine weitere Finanzkrise hätten dienen können, hat die Weltwirtschaft letztendlich nicht weiter erschüttert. Auch die (an dieser Stelle nicht vorhergesehenen) Proteste in Hongkong, Südamerika und zuletzt dem Iran, wie auch die globalen Demonstrationen der Klimaschützer konnten die globale Wirtschaft in 2019 nicht erschüttern.

II. Wie geht es weiter? – Langfristige Trends

Die Frage ist, ob sich die zuvor geschilderte „Metastabilität“ auch in 2020 fortsetzt, ob sich die Erkenntnis ihrer langfristigen negativen Folgen doch Bahn bricht oder der Eintritt einer der nachfolgend skizzierten Risiken das Basisszenario eines geringen und von den Zentralbanken erkaufte Wachstums nachhaltig erschüttern kann. Als Grundlage der nachfolgenden kurzfristigen Prognose für 2020 sollen, zur Beantwortung dieser Frage zunächst (wie immer) kurz die Entwicklungen der langfristigen globalen Mega-Trends¹¹ nachgezeichnet werden:



Das alles beherrschende Trend-Thema des vergangenen Jahres war natürlich der *Klimawandel*,¹² verkörpert durch *Greta Thunberg* und ihre „Fridays for Future“-Demonstrationen. Der erneute Rekordsommer in Deutschland¹³ könnte ein Indiz für den fortschreitenden Klimawandel sein. Scheinbar zeitigt er sogar schon weitere Effekte, wie etwa das Auftauen des Permafrost-Bodens in Russland und Kanada, der das (natürlich klimaschädliche) Methan-Gas freisetzt.¹⁴

Auch 2020 wird dieses Thema zweifellos weiter für Schlagzeilen sorgen, wie schon die Prognosen zu einem erneuten Rekordsommer zeigen.¹⁵

Auch die *geopolitischen Spannungen* haben im vergangenen Jahr eher zu- als abgenommen. Zwar hat das in der letzten Prognose¹⁶ genannte Risiko einer Konflikteskalation im süd-

2 Nach der am meisten verbreiteten Definition liegt eine Rezession vor, wenn die Wirtschaft in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen im Vergleich zu den Vorquartalen nicht wächst oder ein Rückgang zu verzeichnen ist, s. Wikipedia, abrufbar unter: <https://de.wikipedia.org/wiki/Konjunktur>.

3 Die Epoche des Biedermeier (1815 – 1848) war in Deutschland gekennzeichnet von einer wachsenden wirtschaftlichen Prosperität, die aber durch die Restauration, sprich die Aufrechterhaltung feudaler Machtstrukturen bei Unterdrückung der politischen Freiheit, erkaufte wurde (s. näher dazu bei Wikipedia, abrufbar unter: <https://de.wikipedia.org/wiki/Biedermeier>). Seit der letzten Finanzkrise ist zumindest die Geldpolitik der Zentralbanken gekennzeichnet durch die sog. „finanzielle Repression“ (s. näher dazu bei Wikipedia unter: https://de.wikipedia.org/wiki/Finanzielle_Repression), mit der die Zentralbanken Wirtschaftswachstum etwa durch Niedrigzinsen zulasten des Sparvermögens der Bürger erkaufen. Insgesamt wird hierdurch – zumindest unter Duldung der Regierungen – die wirtschaftliche Freiheit des einzelnen zugunsten der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung beschränkt. Diese Entwicklung bezeichne ich schlagwortartig als „wirtschaftliches Biedermeier“; ähnlich *Martin Sabrow*, der diese Epoche „elektrifiziertes Biedermeier“ nennt, vgl. Redaktionsnetzwerk Deutschland, „Die Zwanziger Jahre sind ein im Nachhinein geschaffener Mythos“, abrufbar unter: <https://www.rnd.de/politik/die-zwanziger-jahre-sind-ein-im-nachhinein-geschaffener-mythos-LAS3132LZBCWPFDSYZI7K7M3ZE.html>.

4 S. hierzu nur Zerohedge, „Morgan Stanley: It’s Fair To Say That The Market Rally Is Due To The Fed’s QE4“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/morgan-stanley-its-fair-say-market-rally-entirely-due-feds-qe4>.

5 S. dazu nur den Kommentar von *El Erian*, Handelsblatt, „Es wird ein schwieriges Jahr für die Notenbanken“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/meinung/gastbeitraege/gastkommentar-es-wird-ein-schwieriges-jahr-fuer-die-notenbanken/25440094.html>.

6 ZInsO 2019, 525, 536 ff.

7 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>.

8 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/>.

9 S. näher dazu unten und bei Legonomics, „Morning Briefing – 2.9.2019 – Argentinien/Indien/Türkei“, abrufbar unter: <https://legonomics.de/2019/09/02/morning-briefing-2-september-2019-argentinien-indien-tuerkei/>.

10 S. näher dazu unten und bei Legonomics, „Morning Briefing – 10.10.2019 – „Blasen-Platzer“-Special“, abrufbar unter: <https://legonomics.de/2019/10/10/morning-briefing-10-oktober-2019-blasen-platzer-special/>.

11 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.

12 Für vertiefende Einsichten, s. auch: <https://legonomics.de/?s=Klimawandel>.

13 Tagesschau, „Ein Rekordsommer mit Folgen“, abrufbar unter: <https://www.tagesschau.de/inland/wetterbilanz-deutschland-101.html>.

14 Süddeutsche Zeitung, „Wie im Sommer 2090?“, abrufbar unter: <https://www.sueddeutsche.de/wissen/kanada-permafrost-klimawandel-co2-1.4489525>; Spektrum/Scilogs, „Klimaschock durch Methan, zum zweiten“, abrufbar unter: <https://scilogs.spektrum.de/fischblog/klima-schock-methan/>.

15 Merkur, „Schock-Prognose“, abrufbar unter: <https://www.merkur.de/welt/deutschland-wetter-2020-duerre-prognose-vorhersage-warnung-hitze-rekord-klima-schock-zr-13376332.html>.

16 *Beissenhirtz*, ZInsO 2019, 525, 540.

chinesischen Meer nicht verwirklicht, es schwelt aber genau so weiter,¹⁷ wie der Konflikt um Nordkorea.¹⁸ Dagegen sind die Konflikte im Nahen Osten, dort insbesondere um den Iran¹⁹ und Syrien²⁰ im letzten Jahr eskaliert, ohne allerdings zu bereits global merklichen wirtschaftlichen Auswirkungen geführt zu haben.

Mittlerweile ist die „De-Globalisierung“ in den deutschen Medien angekommen.²¹ Gemeint ist natürlich die mittlerweile wieder schrumpfende Integration der globalen Wirtschaft. So nehmen die globalen Warenströme ab.²² Auch werden Produktionen aus China in andere Staaten,²³ aber auch in die USA zurückverlegt.²⁴ Zwar werden für diesen Prozess Handelskriege oder die aktuellen globalen Konflikte im südchinesischen Meer oder im Nahen Osten als Gründe angeführt, jedoch könnte die *Digitalisierung* schon jetzt einen gewissen Beitrag zu dieser Entwicklung geleistet haben,²⁵ genau so, wie der sich seit einigen Jahren verstärkende *Nationalismus*.²⁶

Die v.g. eskalierenden Konflikte könnten schon in 2020 für wieder steigende *Migrations*-Ströme sorgen, ein Thema, welches in Deutschland aktuell zwar in den Medien nicht mehr, gleichwohl bei der Bevölkerung (noch vor Klimapolitik und Umweltschutz) im Vordergrund steht.²⁷ In diesem Fall dürften sich die Nationalisierungs-Tendenzen erneut verstärken, mit entsprechenden politischen Folgen.

Neben dem „Sub-Trend“ zur *Re-Nationalisierung* treiben auch andere Entwicklungen der *gesellschaftlichen Reorientierung* an, so etwa die mittlerweile auch von Banken erkannte Spaltung der Gesellschaft durch die immer weiter auseinanderdriftende Einkommens- und Vermögensverteilung²⁸ – derer sich die Bevölkerung nicht nur in Frankreich (aktuell gegen die Rentenreform),²⁹ sondern auch in weiten Teilen des südamerikanischen Kontinent mit teils gewalttätigen Protesten erwehrt.³⁰ Diese „Scher“ dürfte auf Dauer den Populismus genau so fördern, wie unregulierte Migrationsströme. Problematisch dabei ist, dass die deutsche Bevölkerung ihren Politikern nicht mehr zutraut, diese Probleme zu lösen.³¹ Besonders deutlich wird diese (gefühlte?) Inkompetenz der Politiker beim Thema „*Digitalisierung*“, bei dem 60 % der Bevölkerung der Politik bescheinigen, digital rückständig zu sein.³²

Fraglos werden diese Trends (und die hier nicht näher behandelten, wie etwa *Energieversorgung*³³ oder die *demografische Entwicklung*),³⁴ vor allem in ihrem Zusammenwirken, einen mehr oder minder starken Einfluss auf die Entwicklung der Weltwirtschaft haben – und zwar wohl nicht nur langfristig, sondern bereits in 2020.

III. Wirtschaftliche Entwicklung 2019 – Basisszenario

Vor dem Hintergrund dieser Megatrends sollen nachfolgend – aufbauend auf den wesentlichen Entwicklungen in 2019 – zunächst die gängigen Prognosen für die wirtschaftliche Entwicklung in 2020 im Sinne eines „Basisszenarios“ nachgezeichnet werden. Der Fokus ist dabei auf die Entwicklung der wirtschaftlich wichtigsten globalen Wirtschaftsräume

(USA, China, Europa) im Vorjahr und auf die Vorhersage von konkreten Entwicklungen und Ereignisse gerichtet.

- 17 S. nur Focus-Online, „Ein Meer von Problemen“, abrufbar unter: https://www.focus.de/die-welt-2020/the-world-in-2020-ein-meer-von-problemen_id_11423929.html.
- 18 S. nur Zeit-Online, „Hält Kim Jong Un weiter still?“, abrufbar unter: <https://www.zeit.de/politik/ausland/2020-01/atomstreit-iran-nordkorea-usa-donald-trump-kim-jong-un>.
- 19 Zuletzt durch die Tötung des iranischen Generals *Soleimani* durch US-Kampfdrohnen, s. dazu nur: Süddeutsche Zeitung, „Iran droht mit Rache“, abrufbar unter: <https://www.sueddeutsche.de/politik/us-militaer-toetet-iranischen-general-iran-droht-mit-rache-1.4744512>.
- 20 SPON, „Mehr als 380.000 Tote im Syrienkonflikt seit 2011“, abrufbar unter: <https://www.spiegel.de/politik/ausland/mehr-als-380-000-todesopfer-seit-beginn-des-syrienkonflikts-beobachtungsstelle-a-1303680.html>.
- 21 Die Welt, „Die De-Globalisierung hat längst begonnen“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/wirtschaft/article158523661/Die-De-Globalisierung-hat-laengst-begonnen.html>; Handelsblatt, „Die De-Globalisierung – Warum der Stillstand Teil eines längeren Trends ist“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/infografiken/grafik/infografik-die-de-globalisierung-warum-der-stillstand-teil-eines-laengeren-trends-ist/25184102-all.html>; NZZ, „Die Ära der Globalisierung geht möglicherweise zu Ende“, abrufbar unter: <https://www.nzz.ch/wirtschaft/die-aera-der-globalisierung-geht-moeglicherweise-zu-ende-ld.1521124>.
- 22 DVZ, „Warenströme verlieren an Kraft“, abrufbar unter: <https://www.dvz.de/rubriken/markt-unternehmen/detail/news/warenstroeme-verlieren-an-kraft.html>.
- 23 ZeroHedge, „HP, Dell & Amazon Join Manufacturing Exodus Leaving China“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-07-03/hp-dell-amazon-join-manufacturing-exodus-leaving-china>.
- 24 Wolfstreet, „Tariff-Front-Running Hits US Manufacturing, after Causing Biggest Surge since 2004“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2019/10/01/tariff-front-running-hits-us-manufacturing-after-causing-biggest-surge-since-2004/>.
- 25 S. dazu die gute (aber lange) Analyse bei Mauldin Economics, „World Gone Backwards“, abrufbar unter: <https://www.mauldineconomics.com/frontlinethoughts/world-gone-backwards>.
- 26 S. dazu nur den passenden Kommentar bei SPON, „Die Stunde der Nationalisten“, abrufbar unter: <https://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/usa-china-und-die-eu-letzter-ausweg-handelskrieg-a-1294573.html>.
- 27 „DeutschlandTrend“ v. 9.1.2020 – abrufbar unter: <https://www.tagesschau.de/inland/deutschlandtrend-2059.html>; R+V, „Die Ängste der Deutschen 2019“, abrufbar unter: <https://www.ruv.de/presse/aengste-der-deutschen>.
- 28 S. nur Deutsche Bank, „Inequality tops Torsten Slok’s 20 risks to markets in 2020“, abrufbar unter: https://www.db.com/newsroom_news/2019/inequality-tops-torsten-slok-s-20-risks-to-markets-in-2020-en-11636.htm.
- 29 Die Zeit, „Hunderttausende Franzosen protestieren gegen Rentenreform“, abrufbar unter: <https://www.zeit.de/politik/ausland/2020-01/frankreich-demonstrationen-rentenreform-emmanuel-macron-streik>.
- 30 S. nur SPON, „Chile als Beispiel des sozialen Aufstands in Lateinamerika“, abrufbar unter: <https://www.spiegel.de/politik/ausland/chile-demonstranten-organisieren-sich-in-buergerversammlungen-a-1301013.html>.
- 31 So belegte in der jährlichen Umfrage der R+V-Gruppe die Angst der Bevölkerung vor einer „Überforderung der Politiker“ immerhin Platz 4, vgl. R+V, „Die Ängste der Deutschen 2019“, abrufbar unter: <https://www.ruv.de/presse/aengste-der-deutschen>.
- 32 Die Welt, „Bundesbürger halten Regierung für digital rückständig“, abrufbar unter: https://www.welt.de/print/die_welt/wirtschaft/article204900590/Bundesbuergler-halten-Regierung-fuer-digital-rueckstaendig.html.
- 33 So erhöht die Umstellung auf alternative Energiequellen derzeit das Risiko für einen Blackout, s. nur Legonomics, Morning Briefing – 8.8.2019, abrufbar unter: <https://legonomics.de/2019/08/08/morning-briefing-8-august-2019-windenergie-stromtrassen-blackout-energiespeicher/>; s. vertiefend zu dieser Thematik auch <https://legonomics.de/?s=Energie>.
- 34 Die sich derzeit noch vorwiegend im (vorgebliehen?) Fachkräftemangel manifestiert, s. nur hier: Die Zeit, „Fachkräftemangel größtes Geschäftsrisiko für Unternehmen“, abrufbar unter: <https://www.zeit.de/wirtschaft/2019-12/arbeitsmarkt-fachkraeftemangel-risiko-unternehmen-handwerk-fachkraeftegapfel>.

Auch für 2020 feiert die „Prognostitis“ wieder feierliche Urstände,³⁵ wobei die letztjährige Spaltung in positive und eher negative Prognosen für dieses Jahr einem allgemeinen „Grauschleier“ gewichen ist: Fast niemand³⁶ prophezeit den ganz großen Crash, aber genau so wenig wird ein größerer Wirtschaftsboom vorhergesagt. Sehr zutreffend charakterisiert *Control Risks* die aktuelle Stimmungslage denn auch mit der Umschreibung „wirtschaftliche Ängste treffen auf politische Fragilität“.³⁷ Plastisch lässt sich diese Metapher an drei Kernthemen festmachen, die (neben der alles überwölbenden Frage nach den Folgen des Klimawandels) immer wieder genannt werden: Die wachsende Ungleichheit bei Vermögen und Einkommen,³⁸ die (bange) Frage, ob die Zentralbanken nicht doch ihr Pulver verschossen haben³⁹ und die Frage, ob China weiterhin als Wachstumslokomotive der Weltwirtschaft fungiert – oder eher als Bremsklotz.⁴⁰

1. Welt – allgemein

Die wirtschaftliche Entwicklung der Welt hat auch 2019 weiter an Dynamik verloren, was sich – nach ersten Schätzungen – in einem auf nur noch 2,3 % (2018: 3,0 %)⁴¹ zurückgegangenen Wachstum niederschlägt. Selbst dieses geringe Wachstum wurde zudem erneut nur durch eine in Relation dazu überproportionale Steigerung der Verschuldung erkaufte werden. Während der globale Schuldenstand Ende 2014 noch 199 Billionen \$,⁴² Mitte 2018 rd. 247 Billionen \$ oder 318 % des globalen Bruttoinlandsprodukts (BIP) betrug,⁴³ war er bis Ende 2019 auf geschätzte 255 Billionen \$ oder 330 % der Weltwirtschaftsleistung angestiegen.⁴⁴

Dieses Schuldenwachstum war zu großen Teilen in der akkommodierenden Politik der Zentralbanken begründet. So kehrte die *Fed* unter ihrem neuen Präsidenten nicht nur der bisherigen Politik der „graduellen Zinserhöhungen“ den Rücken, sondern zündete mit der Wiederaufnahme der sog. „Repo-Operations“ geradezu einen Nachbrenner, was die Liquiditätsversorgung der Märkte angeht. Aber auch die Europäische Zentralbank (EZB), die China *People's Bank of China* (PBOC) und die *Bank of Japan* (BOJ) dehnten ihre Politik des leichten Geldes eher noch aus. Lediglich die schwedische *Riksbank* scherte gegen Ende des Jahres aus dieser „Phalanx“ aus und erhöhte den Leitzins um 0,25 Basispunkte auf 0 %.⁴⁵

Getrieben durch die durch die Zentralbanken injizierte gigantische Liquidität haben die globalen Börsen in 2019 (wie durchaus prognostiziert)⁴⁶ – trotz des eher mauen allgemeinen

Wirtschaftswachstums – neue Höchststände erklommen.⁴⁷ Für 2020 dürften die Börsen-Aussichten erneut gut sein, auch

Risiken-fuer-die-Zukunft-der-Welt.html; Control Risks Group, „Top 5 Riskmap 2020“, abrufbar unter: <https://www.controlrisks.com/riskmap/top-5-risks>; Eurasia Group, „Top Risks 2020“, abrufbar unter: <https://www.eurasiagroup.net/live>; DIHK-Konjunkturumfrage, Herbst 2019, abrufbar unter: <https://www.dihk.de/de/themen-und-positionen/wirtschaftspolitik/konjunktur-und-wachstum/dihk-konjunkturumfrage-herbst-2019-13970>; Bloomberg, „The Optimist's Guide to 2019“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/graphics/optimists-guide-to-2020/>; Goldman Sachs, „Global Economic Outlook 2020: A Break in the Clouds“, abrufbar unter: <https://www.goldmansachs.com/insights/pages/global-outlook-2020.html>; Saxo Bank, „Saxo Banks Outrageous Predictions 2020“, abrufbar unter: <https://www.home.saxo/insights/news-and-research/thought-leadership/outrageous-predictions>; Deutsche Bank, „Kapitalmarktausblick 2020: Die Politik regiert auch an den Märkten“, abrufbar unter: https://www.db.com/newsroom_news/2019/kapitalmarktausblick-2020-de-11643.htm; s. aber auch Deutsche Bank, „Inequality tops Torsten Slok's 20 risks to markets in 2020“, abrufbar unter: https://www.db.com/newsroom_news/2019/inequality-tops-torsten-slok-s-20-risks-to-markets-in-2020-en-11636.htm.

36 Außer den „üblichen Verdächtigen“, wie etwa *Nouriel Roubini*, Moneycontrol, „Nouriel, 'Dr. Doom' Roubini predicts recession in 2020“, abrufbar unter: <https://www.moneycontrol.com/news/http://www.moneycontrol.com/news/business/markets/nouriel-dr-doom-roubini-predicts-recession-in-2020-4163901.html>.

37 „Economic anxiety meets political fragility“, Control Risks, „Top 5 Riskmap 2020“, abrufbar unter: <https://www.controlrisks.com/riskmap/top-5-risks/economic-anxiety-meets-political-fragility>.

38 S. nur Deutsche Bank, „Inequality tops Torsten Slok's 20 risks to markets in 2020“, abrufbar unter: https://www.db.com/newsroom_news/2019/inequality-tops-torsten-slok-s-20-risks-to-markets-in-2020-en-11636.htm.

39 S. nur United Nations, „World Economic Situation and Prospects 2020“, abrufbar unter: <https://www.un.org/development/desa/dpad/publication/world-economic-situation-and-prospects-2020/>, Executive Summary, S. 4; Main Body, S. 13.

40 Besonders kritisch: Zerohedge, „China's Long Con: A Paper Tiger In A Fragile Economy“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-09-07/chinas-long-con-paper-tiger-fragile-economy>, das die Frage aufwirft, ob China ein gigantisches Schneeballsystem ist.

41 So die Schätzungen der Vereinten Nationen, „World Economic Situation and Prospects 2020“, abrufbar unter: <https://www.un.org/development/desa/dpad/publication/world-economic-situation-and-prospects-2020/>.

42 McKinsey Global Institute, „Debt and (not much) deleveraging“, abrufbar unter: <https://www.mckinsey.com/featured-insights/employment-and-growth/debt-and-not-much-deleveraging>.

43 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>.

44 Zerohedge, „Global Debt To Hit All Time High \$255 Trillion, 330 % Of World GDP“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/economics/global-debt-end-2019-record-high-255-trillion-330-global-gdp>.

45 NZZ, „Schweden beendet das Negativzins-Regime“, abrufbar unter: <https://www.nzz.ch/wirtschaft/schweden-verlaesst-die-negativzinsen-ld.1529609>; s. auch Zerohedge, „Why Sweden Ended Its Negative Interest Rate Experiment“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/economics/why-sweden-ended-its-negative-interest-rate-experiment>.

46 S. nur 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>.

47 Für den Dax, s. nur SPON, „25 Prozent Plus beim Dax – geht das so weiter?“, abrufbar unter: <https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/boerse-in-2020-25-prozent-plus-beim-dax-geht-das-so-weiter-a-1301999.html>; Für die US-Börsen s. nur Handelsblatt, „Gutes Jahr für die Wall Street – US-Börsen beenden 2019 im Plus“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/marktberichte/dow-jones-nasdaq-sundp-500-gutes-jahr-fuer-die-wall-street-us-boersen-beenden-2019-im-plus/25379116.html>.

35 S. bspw.: Vereinte Nationen, „World Economic Situation and Prospects 2020“, abrufbar unter: <https://www.un.org/development/desa/dpad/publication/world-economic-situation-and-prospects-2020/>. Weltbank, „January 2020 Global Economic Prospects: Slow growth, policy challenges“, abrufbar unter: <https://www.worldbank.org/en/news/feature/2020/01/08/january-2020-global-economic-prospects-slow-growth-policy-challenges>; IWF, „World Economic Outlook update, January 2020“, abrufbar unter: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/01/20/weo-update-january2020>; WEF, „The global growth outlook has stabilized. What's ahead in 2020?“, abrufbar unter: <https://www.weforum.org/agenda/2020/01/global-growth-stabilized-2020/>; WEF, „The Global Risks Report 2020“, abrufbar unter: <https://www.weforum.org/global-risks>; gute Zusammenfassung: Die Welt, „Erstmals nur grüne Themen unter den fünf größten Gefahren für die Welt“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/wirtschaft/article205034846/Weltwirtschaftsforum-Die-groessten>

wenn nach dem Börsengang-Debakel von *WeWork* im letzten Jahr das Umfeld für IPOs nicht optimal ist.⁴⁸ Sollte der Liquiditätsstrom der Zentralbanken dagegen – aus welchen Gründen auch immer – „versagen“, droht ein Absturz der globalen Börsen. Ansonsten scheinen selbst Zuspitzungen von Krisen den Börsenkursen nicht viel anhaben zu können, wie der „Rebound“ nach dem Konflikt um die Tötung des iranischen Generals *Soleimani* zeigt.

Zwar ist Deutschland besonders stark vom allgemeinen Abschwung und Strukturwandel in der Automobilindustrie⁴⁹ betroffen, gleichwohl ist dieser Trend nicht auf Deutschland beschränkt. Vielmehr dürfte der Rückgang der weltweiten Autoverkäufe seit dem Rekordjahr 2017 (mit ca. 86 Mio. verkauften Einheiten), die im Jahr 2019 nach ersten Schätzungen nur noch 78 Millionen (-9 %) betragen,⁵⁰ tatsächlich einer der Treiber der globalen Wachstumsschwäche gewesen sein.

Die internationalen Organisationen sehen 2019 zwar als Tiefpunkt an, bescheinigen der Weltwirtschaft aber für 2020 zu meist auch nur eine geringfügig steigende Wachstumskurve. Die *Weltbank* sieht dementsprechend verhalten auf 2020 und rechnet, ebenso wie die *Vereinten Nationen*,⁵¹ nur noch mit einem Zuwachs um 2,5 %.⁵² Die *Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung* (OECD) sieht das globale Wirtschaftswachstum für die nächsten 2 Jahre bei immerhin 3 %.⁵³ Der *Internationale Währungsfonds* (IWF) ist noch optimistischer und prognostiziert ein globales Wirtschaftswachstum von immerhin noch 3,3 % für 2020.⁵⁴ Die v.g. Institutionen werden dabei aber nicht müde, zu betonen, dass selbst diese eher moderaten Prognosen unter dem Vorbehalt stehen, dass sich keine der bekannten Risiken realisiert. Auch dürfte ein Großteil der verbleibenden „Wirtschaftsdynamik“ in 2020 wieder einer akkommodierenden, wenn nicht sogar stark expansiven Politik der Zentralbanken zu verdanken sein.⁵⁵

2. USA⁵⁶

Nachdem das Wirtschaftswachstum in den USA auch im dritten Quartal 2019 auf moderaten 2,1 % verharrte,⁵⁷ wird angesichts relativ guter Wirtschaftsdaten im vierten Quartal für das Gesamtjahr ein Wachstum knapp unterhalb der 2,9 % von 2018 erwartet.⁵⁸ Zwischenzeitlich machte gleichwohl das „R“-Wort die Runde, denn die viel beachteten Zinskurven zwischen US-Staatsanleihen mit zwei- und zehnjähriger Laufzeit verliefen zwischen dem 14.8.⁵⁹ und dem 5.11.2019⁶⁰ „invers“. Traditionell gilt eine solche inverse Zinskurve als Frühindikator für eine Rezession.⁶¹ Nicht nur die v.g. Zinssenkungen der Fed, sondern auch der Schwenk hin zum Ankauf von kurzläufigen US-Staatsanleihen („*T-Bills*“) dürfte bewusst mit der Absicht vorgenommen worden sein, die Zinskurven wieder zu normalisieren – und damit die Rezessionsgefahr zumindest symbolisch zu bannen.⁶²

Getrieben durch die Niedrigzinspolitik der Fed, die ab September auch noch durch Liquiditätsspritzen begleitet wurde (s. dazu im Einzelnen sogleich unten) haben die US-Börsen neue Allzeithochs erreicht (*Dow Jones*: 28.538 Punkte, *Nasdaq*: 8.972 Punkte, *S&P 500*: 3.230 Punkte)⁶³ – und für

2020 werden sogar neue Höchststände erwartet. Teilweise gehen Experten davon aus, dass der *Dow Jones* Ende 2020 bei 32.000 stehen könnte.⁶⁴

Wie schon das Beispiel des Börsenindizes belegt, spielte die *Fed* im Jahr 2019 wieder eine entscheidende Rolle bei der An-

48 Handelsblatt, „2019 schwächstes Jahr für Börsengänge seit der Finanzkrise“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/boerse-inside/studie-2019-schwaechstes-jahr-fuer-boersengaenge-seit-der-finanzkrise/25313450.html>; Legonomics, „Morning Briefing – 10.10.2019 – „Blasen-Platzer“-Special“, abrufbar unter: <https://legonomics.de/2019/10/10/morning-briefing-10-oktober-2019-blasen-platzer-special/>.

49 Für vertiefende Einsichten, s. auch: <https://legonomics.de/?s=Carmageddon>.

50 Zero Hedge, „The Global Auto Market Collapse In 4 Charts“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/personal-finance/global-auto-market-collapse-4-charts>.

51 Vereinte Nationen, „World Economic Situation and Prospects 2020“, abrufbar unter: <https://www.un.org/development/desa/dpad/publication/world-economic-situation-and-prospects-2020/>.

52 The World Bank, „January 2020 Global Economic Prospects: Slow growth, policy challenges“, abrufbar unter: <https://www.worldbank.org/en/news/feature/2020/01/08/january-2020-global-economic-prospects-slow-growth-policy-challenges>; s. dazu auch die Kommentierung bei SPON, „Weltbank rechnet mit schwächerem Wachstum“, abrufbar unter: <https://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/weltbank-rechnet-mit-schwaecherem-wachstum-a-8b9a8855-c0f4-48e6-b2b6-1687a17a52ec>.

53 OECD, „OECD Economic Outlook, November 2019“, abrufbar unter: <http://oecd.org/economic-outlook/>.

54 IWF, „World Economic Outlook update, January 2020“, abrufbar unter: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/01/20/weo-update-january2020>; gute Grafik bei Statista, „IWF-Prognose: Wachstumsschwäche Weltwirtschaft“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/infografik/17818/iwf-prognose-zur-weltwirtschaft/>.

55 Dagegen prognostiziert die Saxo Bank sogar eine Zinserhöhung der EZB, Saxo Bank, „OP 2020: ECB folds and hikes rates“, abrufbar unter: <https://www.home.saxo/content/articles/outrageous-predictions/op-2020-ecb-folds-and-hikes-rates-03122019>, und die Weltbank geht davon aus, dass die Fed ebenfalls ihre lockere Geldpolitik wieder zurückfahren wird, vgl. Weltbank, „January 2020 Global Economic Prospects: Slow growth, policy challenges“, abrufbar unter: <https://www.worldbank.org/en/news/feature/2020/01/08/january-2020-global-economic-prospects-slow-growth-policy-challenges>.

56 Für vertiefende Einsichten s. auch: <https://legonomics.de/?s=USA>.

57 CNBC, „US third-quarter economic growth unrevised at 2.1 %“, abrufbar unter: <https://www.cnbc.com/2019/12/20/us-gdp-q3-2019-final-reading.html>.

58 CNBC, „Latest data show the economy ended 2019 on a strong note, putting recession fears to bed“, abrufbar unter: <https://www.cnbc.com/2020/01/07/us-economy-the-big-recession-scare-is-over.html>.

59 Zero Hedge, „Recession Countdown Begins: Treasury 2s10s Yield Curve Inverts For First Time In 12 Years; 30Y Yield Drops To All Time Low“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-08-13/recession-alert-ust-2s10s-yield-curve-inverts-first-time-12-years>.

60 Wolfstreet, „Yield Curve Un-Inverts, 10-Year Yield Spikes, Middle-Age Sag Disappears“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2019/11/05/treasury-yield-curve-un-inverts-10-year-yield-spikes-middle-age-sag-disappears/>.

61 S. oben Fn. 59.

62 So auch Wolfstreet, „Yield Curve Un-Inverts, 10-Year Yield Spikes, Middle-Age Sag Disappears“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2019/11/05/treasury-yield-curve-un-inverts-10-year-yield-spikes-middle-age-sag-disappears/>.

63 Für die US-Börsen, s. nur Handelsblatt, „Gutes Jahr für die Wall Street – US-Börsen beenden 2019 im Plus“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/marktberichte/dow-jones-nasdaq-sundp-500-gutes-jahr-fuer-die-wall-street-us-boersen-beenden-2019-im-plus/25379116.html>.

64 Peter Navarro in CNBC, „Peter Navarro sees ‚at least‘ Dow 32,000 in 2020 and US economic growth closer to 3 % next year“, abrufbar unter: <https://www.cnbc.com/2019/12/31/navarro-sees-dow-32000-in-2020-and-us-economic-growth-closer-to-3percent.html>.

kurbelung der seit Ende 2018 im Rückwärtsgang befindlichen Weltwirtschaft. So kehrte der seit Ende 2018 amtierende Präsident der Fed, Jerome Powell, den Kurs der „graduellen Zinserhöhungen“⁶⁵ seiner Vorgängerin, Janet Yellen, um und senkte mit einem als „mid-cycle-adjustment“ bezeichneten Kurs insgesamt drei Mal den Leitzins der US-Notenbank von bis zu 2,5 % auf nunmehr bis zu 1,75 %.⁶⁶ Ein, wenn nicht der geldpolitische Schlüsselmoment des Jahres war der 16.9.2019, der Tag, an dem die Fed völlig überraschend ihre sog. „Repo-Operations“ wieder aufnahm.⁶⁷ Dieses Finanzierungsinstrument dient grds. zur kurzfristigen Liquiditätsabdeckung für „Schattenbanken“,⁶⁸ sprich Finanzintermediäre, die keine Bankgeschäfte betreiben, wie etwa Fonds. Allerdings wird vermutet (Informationen zu den Darlehensnehmern in diesem Markt sind nicht öffentlich), dass sich auch ausländische Banken über diesen Markt mit Liquidität in US-Dollars versorgen.⁶⁹ Die Fed wurde anscheinend vom Anstieg der Zinssätze in diesem Bereich völlig überrascht,⁷⁰ weswegen auch die Theorien sprießen, warum es überhaupt zu einem derartigen Liquiditätsengpass in diesem Markt kommen konnte: Einer der Hintergründe dürfte die seit Herbst 2016 laufende Reduzierung der Fed-Bilanz gewesen sein (sog. „Quantitative Tightening“), die zu einer Reduzierung der Liquidität führte. Ein weiterer Aspekt könnten großvolumige Spekulationen verschiedener Fonds in den US-Immobilienmarkt (der sich zumindest auf einer Plateauphase befinden dürfte)⁷¹ gewesen sein. Dementsprechend wird vermutet, dass die Fed schlicht einige Hedgefonds auf diesem Weg vor der Pleite bewahrt hat.⁷² Aber auch eine „Erpressung“ der Fed durch US-Großbanken wird nicht ausgeschlossen, da diese Banken scheinbar relativ plötzlich als Darlehensgeber am Repo-Markt „ausfielen“ und das mit den hohen Anforderungen an die Eigenkapitalquoten begründeten.⁷³ Auch wenn die Fed immer wieder betont, dass es sich bei den Repo-Operations nicht um eine Neuauflage des „Quantitative Easing“ handeln würde, mit dem die letzte Finanzkrise bekämpft wurde, so sehen die Kommentatoren dieses „Not-QE“ genau als das an und befürchten (wohl nicht zu Unrecht) eine erneute Preisspirale bei Vermögenswerten.⁷⁴ Die könnte sich mit den neuen Höchstständen gerade an den US-Börsen tatsächlich schon realisiert haben.⁷⁵

Bedenklich ist dieser Vorgang aus mehreren Gründen. Zum einen startete die letzte Finanzkrise mit Liquiditätsengpässen im Interbanken-Markt,⁷⁶ wobei damals zumeist die Banken den Immobilienmarkt finanzierten, eine Rolle, die heute in den USA zumeist von Schattenbanken und Hedgefonds übernommen wird.⁷⁷ Dementsprechend dürfte der starke Anstieg der Zinsen im „Repo-Markt“ mehr als nur ein Fingerzeig dafür gewesen sein, wie fragil das Finanzsystem auch über 10 Jahre nach Ende der Finanzkrise ist. Zum anderen zeugt der Umstand, dass die Fed vom sprunghaften Zinsanstieg überrascht wurde, nicht gerade von einem Marktüberblick der wichtigsten Notenbank der Welt. Sollte es zudem tatsächlich so sein, dass einige Mega-Banken die Fed zu erpressen vermögen, wäre dies gesellschaftspolitisch sehr bedenklich. Schließlich veranschaulicht diese Episode, wie schwer es für die Zentralbanken ist, aus der „Politik des leichten Geldes“ nachhaltig auszusteigen.⁷⁸

Nicht nur aufgrund der v.g. Wiederaufnahme der „Repo-Operations“ ist die Verschuldung der USA in allen Bereichen auch im abgelaufenen Jahr weiter stark gestiegen. So überschritt die Staatsverschuldung bereits im November 2019 die Marke von 23 Billionen \$ und dürfte damit einen gegenüber 2018,⁷⁹ als der Anteil der Staatsschulden am BIP 106 % betrug, nunmehr einen noch höheren Anteil am BIP ausmachen. Bedenklich dabei ist, dass die Zuwachsrates der Verschuldung mit 5,7 % die des BIP

65 Spiegel Online, „Zinserhöhung in den USA kommt – irgendwann bald“, abrufbar unter: <https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/fed-chef-janet-yellen-sieht-argumente-fuer-zinserhoehung-a-1109688.html>.

66 Tagesschau, „Fed senkt Leitzins erneut“, abrufbar unter: <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/fed-leitzins-119.html>.

67 Als „Repo“ wird ein „Repurchase agreement“, zu deutsch „Rückkaufvereinbarung“, bezeichnet, das als kurzzeitiges Finanzierungsinstrument mit einer Laufzeit von einem Tag bis zu einem Jahr dient; s. näher zu dem Vertragskonstrukt bei Wikipedia unter: https://en.wikipedia.org/wiki/Repurchase_agreement (englisch); <https://de.wikipedia.org/wiki/R%C3%BCckkaufvereinbarung> (deutsch). Für vertiefende Einsichten, s. auch: <https://legonomics.de/?s=Repo>.

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

69 Risk Quantum, „HSBC leads foreign banks in fed fund and repo borrowings“, abrufbar unter: <https://www.risk.net/risk-quantum/7068046/hsbc-leads-foreign-banks-in-fed-fund-and-repo-borrowings>.

70 Wolfstreet, „Fed Admits Failure of ‚Plan A‘ to Control Money Market Rates, Shifts Back to Repos (which was ‚Plan A‘ till 2008)“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2019/09/20/fed-admits-plan-a-of-controlling-money-market-rates-fails-shifts-to-plan-b-repos-which-was-plan-a-till-2008/>.

71 S. dazu die detaillierte Übersicht bei Wolfstreet, „The Most Splendid Housing Bubbles in America, Dec. Update“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2020/01/01/the-most-splendid-housing-bubbles-in-america-december-update/>.

72 Zerohedge, „944 Trillion Reasons Why The Fed Is Quietly Bailing Out Hedge Funds“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/944-trillion-reasons-why-fed-quietly-bailing-out-hedge-funds>.

73 S. nur Zerohedge, „Here Is The Megabank Behind September’s Repo Shock“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/here-megabank-behind-septembers-repo-shock>.

74 Zerohedge, „Who Could Have Known? ... What The Repo Fiasco Entails“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/who-could-have-known-what-repo-fiasco-entails>; Zerohedge, „The Fed’s ‚Not-QE‘ & The \$33 Trillion Stock Market In Three Charts“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/feds-not-q-33-trillion-stock-market-three-charts>; Zerohedge, „Morgan Stanley: Central Bank ‚Liquidity Surge‘ Could Push S&P To 3,500“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/morgan-stanley-central-bank-liquidity-surge-could-push-sp-3500>.

75 Zerohedge, „The Price Of Year-End Market Stability: \$414 Billion“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/price-year-end-market-stability-414-billion>.

76 „Als Beginn der Finanzkrise wird der 9.8.2007 festgemacht, denn an diesem Tag stiegen die Zinsen für Interbankfinanzkredite sprunghaft an.“, aus Wikipedia „Weltfinanzkrise“, abrufbar unter: <https://de.wikipedia.org/wiki/Weltfinanzkrise>.

77 Wolfstreet, „What the Fed Did to Calm Year-End Hissy-Fit of its Crybaby Cronies on Wall Street“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2020/01/02/what-the-fed-did-to-calm-year-end-hissy-fit-of-its-crybaby-cronies-on-wall-street/>.

78 Auch wenn die Fed scheinbar mit Beginn des Jahres versucht, Liquidität „aus dem Markt zu nehmen“, s. Zerohedge, „The Price Of Year-End Market Stability: \$414 Billion“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/price-year-end-market-stability-414-billion>; Wolfstreet, „Fed Drains \$45 Billion from Repo Market, back to Oct Level. T-Bill Purchases Continue. Assets Shrink by Most Since QT“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2020/01/09/fed-drains-45-billion-from-repo-market-back-to-oct-level-t-bill-purchases-continue-balance-sheet-shrinks-by-most-since-qt/>.

79 Trading Economics, „United States Gross Federal Debt to GDP“, abrufbar unter: <https://tradingeconomics.com/united-states/government-debt-to-gdp?poll=2019-12-31>.

von 3,7 % in derselben Periode überstieg – mithin das Wachstum lediglich über eine Erhöhung der Neuverschuldung finanziert wurde.⁸⁰ Der Anstieg der Verschuldung von US-Unternehmen steht dem der Staatsverschuldung indes nicht nach. So stieg die Gesamtverschuldung der US-Unternehmen im Laufe des Jahres 2019 um fast 2,5 Billionen \$⁸¹ auf fast 10 Billionen \$ an, was umgerechnet einen Anteil von 47 % am US-BIP ausmacht.⁸²

Diese Quote ist so hoch, dass selbst die *Fed* sie als Risiko für die (US-amerikanische) Finanzmarktstabilität ansieht, obwohl sie sie durch ihre eigene Zinspolitik befeuert haben dürfte.⁸³ Tatsächlich erscheint die Lage in einzelnen Segmenten nicht unkritisch: Während Rating-Herabstufungen bei Unternehmensanleihen über das Jahr (möglicherweise aus fragwürdigen Gründen)⁸⁴ noch überschaubar blieben, nahm die Zahl der Herabstufungen bei Darlehen für hoch verschuldete Unternehmen („*Leveraged Loans*“) im dritten Quartal 2019 zu und einige Beobachter nehmen an, dass der Markt bereits seinen Zenit überschritten hat.⁸⁵ Tatsächlich schwächte sich das Kreditwachstum in den USA gegen Ende 2019 ab.⁸⁶

Obwohl die *Fed* in der November-Ausgabe ihres „*Financial Stability Report*“⁸⁷ hervorhebt, dass Verschuldung der US-Verbraucher nur „moderat“ gestiegen sei, trifft dies eigentlich nur auf die Kreditkartenschulden zu, die – nachdem sie im Jahresverlauf zunächst gestiegen waren⁸⁸ – zum Jahresende wieder etwas abfielen⁸⁹ (genau wie im Vorjahr).⁹⁰ Die anderen beiden Bereiche – nämlich Auto- und Studentenkredite – stiegen derweil übers Jahr gesehen stetig weiter an, sodass im Oktober 2019 das Gesamtvolumen der Verbraucherkredite auf 4,13 Billionen \$ gestiegen war.⁹¹ Zu erwähnen ist noch, dass in diesem Jahr auch sog. „*Subprime*“-Kredite, also Kredite für Verbraucher, die eigentlich ein für eine Kreditvergabe zu schlechtes Rating aufweisen (und deswegen auch sehr hohe Zinsen zahlen) ein gewisses Comeback feierten. Zwar ist das Gesamtvolumen dieses Marktes mit (derzeit) 27 Mrd. \$ noch sehr klein, gerade verglichen mit den 1,8 Billionen (!) zu Beginn der letzten Finanzkrise.⁹² Interessanter als das Volumen selbst ist, denn auch eher die Haltung der Wall Street, solche „Produkte“ überhaupt wieder anzubieten.⁹³ Dies gilt auch für die – sich bereits wieder dem Niveau von vor der Finanzkrise annähernden⁹⁴ – Verbriefung von Forderungen.

Für 2020 rechnen die Institutionen mit einem Wirtschaftswachstum in den USA von 1,7/1,8 %⁹⁵ bis zu 2,0 %.⁹⁶ Dieser eher moderaten Prognose dürfte auch die andauernde Rezession im produzierenden Gewerbe⁹⁷ zugrunde liegen: Zwar ist der Autoabsatz in den USA im Jahr 2019 wohl nur um 1,2 %

im Vergleich zum Vorjahr zurückgegangen sein. Gleichwohl zeigt ein Vergleich mit dem Jahr 2000, in dem – trotz damals niedriger Bevölkerungszahl (!) – mehr Autos verkauft wurden, wie gesättigt der US-Automarkt ist.⁹⁸ Schon aufgrund der Ver-

Kommentar bei Wolfstreet, „Is the Corporate-Debt Bubble Ripe Yet?“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2019/12/12/is-the-corporate-debt-bubble-ripe-yet/>.

84 WSJ, „Bond Ratings Firms Go Easy on Some Heavily Indebted Companies“, abrufbar unter: <https://www.wsj.com/articles/bond-ratings-firms-go-easy-on-some-heavily-indebted-companies-11571563801>.

85 Wolfstreet, „Leveraged-Loan Downgrades Spike, Collateralized Loan Obligations Get Cold Feet, Selloff in B-Rated Loans Ensues“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2019/11/04/leveraged-loan-downgrades-spike-collateralized-loan-obligations-clo-get-cold-feet-trigger-selloff-b-rated-loans/>; Zerohedge, „The Loan Market Is Starting To Freeze Up Again: There Is Growing Risk Of Credit Accidents“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/loan-market-starting-freeze-again-there-growing-risk-credit-accidents>; Zerohedge, „One Bank Finds Major Cracks In The Leveraged Credit Market“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/one-bank-finds-major-cracks-leveraged-credit-market>.

86 Zerohedge; „Commercial And Industrial Loan Growth Stalls Amid Manufacturing Recession“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/commercial-loan-growth-stalls-amid-industrial-recession/>; Wolfstreet, „It's Time to Pay Attention to Commercial & Industrial Loans“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2020/01/11/its-time-again-to-pay-attention-to-commercial-industrial-loans/>.

87 Federal Reserve, „Financial Stability Report“, November 2019, S. 20 abrufbar unter: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/financial-stability-report-20191115.pdf>.

88 S. dazu nur: Zerohedge, „Consumer Credit Card Debt Explodes In July Despite Rates At 18-Year Highs“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-09-09/consumer-credit-card-debt-explodes-july-despite-rates-18-year-highs>; Zerohedge, „Consumer Credit Hits All Time High As Credit Card Debt Surges“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-07-08/consumer-credit-hits-all-time-high-credit-card-debt-surges>.

89 Zerohedge, „US Consumers Unexpectedly Paid Down Credit Card Debt In November Even As Student, Auto Loans Soared“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/economics/us-consumers-unexpectedly-paid-down-credit-card-debt-november-even-student-auto-loans>.

90 Beissenhirtz, ZInsO 2019, 525, 528.

91 Wolfstreet, „The State of the American Debt Slaves, Q3 2019“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2019/11/08/the-state-of-the-american-debt-slaves-q3-2019-paying-the-university-corporate-financial-complex/>.

92 Zerohedge, „It's Obviously Disturbing“ – Mortgage Market Reopens To Subprime Borrowers“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/mortgage-market-reopens-subprime-borrowers>.

93 Tatsächlich wird schon wieder über ein starkes Wachstum dieses Marktes spekuliert, s. nur Zerohedge, „Subprime Will Be Back With A Vengeance In 2020“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/personal-finance/subprime-will-be-back-vengeance-2020>.

94 Financial Times, „Debt securitisation rebounds to pre-crash levels“, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/482f7ba6-d884-11e9-8f9b-77216eb1f17>.

95 Vereinte Nationen, „World Economic Situation and Prospects 2020“, abrufbar unter: <https://www.un.org/development/desa/dpad/publication/world-economic-situation-and-prospects-2020/>; Weltbank, „January 2020 Global Economic Prospects: Slow growth, policy challenges“, abrufbar unter: <https://www.worldbank.org/en/news/feature/2020/01/08/january-2020-global-economic-prospects-slow-growth-policy-challenges>.

96 WEF, „The global growth outlook has stabilized. What's ahead in 2020?“, abrufbar unter: <https://www.weforum.org/agenda/2020/01/global-growth-stabilized-2020/> (im Bericht auf S. 8).

97 S. dazu nur die ständig aktualisierten Auflistungen bei The Economic Collapse Blog, zuletzt etwa „12 Signs That The Economy Is Seriously Slowing Down As 2020 Begins“, abrufbar unter: <http://theeconomiccollapseblog.com/archives/12-signs-that-the-economy-is-seriously-slowing-down-as-2020-begins>.

98 Wolfstreet, „US New Car & Truck Sales in 2019 Fell Below Year 2000 Level, 3rd Year in a Row Below 2016 Peak“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2020/01/06/us-new-car-truck-sales-in-2019-fell-below-2000-level-third-year-below-2016-peak/>.

80 Wolfstreet, „US National Debt Passed \$23 Trillion, Jumped \$1.3 Trillion in 12 Months“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2019/11/02/us-national-debt-passed-23-trillion-jumped-1-3-trillion-in-12-months/>.

81 Beissenhirtz, ZInsO 2019, 525, 528.

82 Washington Post, „Corporate debt nears a record \$10 trillion, and borrowing binge poses new risks“, abrufbar unter: https://www.washingtonpost.com/business/economy/corporate-debt-nears-a-record-10-trillion-and-borrowing-binge-poses-new-risks/2019/11/29/1f86ba3e-114b-11ea-bf62-eadd5d1f559_story.html.

83 S. dazu nur (ab S. 21): Federal Reserve, „Financial Stability Report“, November 2019, abrufbar unter: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/financial-stability-report-20191115.pdf>; s. dazu auch den (eher zynischen)

schuldungslage der US-Verbraucher⁹⁹ ist deswegen nicht mit einem Wachstum des Autoabsatzes in den USA für 2020 zu rechnen. Auch ist davon ausgehen, dass ein langandauernder Produktionsstopp bei der *Boeing 737 Max* zu einem Abschlagn vom veranschlagten Wachstum von bis zu 0,5 % führen kann.¹⁰⁰ Manager von (großen) US-Unternehmen scheinen dementsprechend schon wesentlich pessimistischer zu sein, wie eine aktuelle Studie von *Deloitte* zeigt: Demnach gehen 97 % der befragten CFO's davon aus, dass die USA entweder schon in einer Rezession sind oder 2020 in eine Rezession rutschen werden.¹⁰¹ Diese Einschätzung wird durchaus von der aktuellen Zurückhaltung bei den bislang boomenden Aktienrückkäufen bestätigt.¹⁰²

Angesichts der im November anstehenden Präsidentschaftswahlen und der bisherigen (erfolgreichen) Einflussnahme des US-Präsidenten auf die Politik der *Fed*, ist ein Rückgang des Wirtschaftswachstums in den USA um fast ein Prozent kaum vorstellbar. Ein Wachstum von lediglich 1,8 % dürfte schon – wenn sich keines der weiter unten dargestellten Risiken realisiert – den *worst case* für Herrn *Trump* darstellen, würde er dann doch kaum besser dastehen, als sein Vorgänger. Deswegen ist der „*base case*“ eher bei 2,0 % +, „X“ anzusetzen, welchen Herr *Trump* durch weiteren Druck auf die *Fed* zu erreichen versuchen wird. Gibt die *Fed* dem Druck indes nicht nach, erscheinen die prognostizierten 1,8 % angesichts der sonstigen negativen Indikatoren zumindest im produzierenden Gewerbe schon wieder hoch.

3. China¹⁰³

Wie schon in der letzten Prognose erwartet, hat sich das Wirtschaftswachstum Chinas weiter abgekühlt, nach ersten Angaben der chinesischen Statistiker dürfte es im Jahr 2019 nur zu 6,1 % gereicht haben (nach 6,8 % in 2018).¹⁰⁴ Unabhängig von der Frage, wie zuverlässig diese Zahlen an sich sind,¹⁰⁵ so dürfte selbst dieses Wachstum zu einem nicht unerheblichen Teil Maßnahmen der chinesischen Zentralbank (*PBOC*) zu verdanken sein. Nachdem die *PBOC* bereits zum Jahresbeginn 2019 Liquidität im Wert von umgerechnet 1 Billion Yuan (über 160 Mrd. \$) in den Markt gepumpt hatte,¹⁰⁶ senkte sie im September die Mindestkapitalanforderungen für Banken und hat dadurch umgerechnet 126 Mrd. \$ für den Markt frei gegeben.¹⁰⁷ Direkt zu Jahresbeginne lockerte die *PBOC* diese Mindestkapitalanforderungen erneut und senkte den Leitzins um weitere 0,2 %.¹⁰⁸

Das trotz (oder wegen?) dieser monetären Maßnahmen schon im Bankensektor 2019 alles andere als optimal verlief, wird daran deutlich, dass die Zentralregierung sich gezwungen sah, fünf größere Handels- und Regional-Banken zu retten,¹⁰⁹ was z.T. als Anfang einer (erzwungenen) Konsolidierungswelle in diesem Bereich gesehen wird.¹¹⁰ Auch lässt die *PBOC* scheinbar mittlerweile den Ausfall von Anleihen bei staatseigenen Unternehmen zu,¹¹¹ wie das Beispiel der *Tewoo Group* zeigt.¹¹² Diese Ereignisse bewirkten augenscheinlich einen Vertrauens-

99 Die mittlerweile auch in deutschen Medien die Runde macht, s. nur SPON, „Amerikas nächste Blase“, abrufbar unter: <https://www.spiegel.de/wirtschaft/usa-verschuldung-durch-autokredite-steigt-amerikas-naechste-blase-a-1298698.html>.

100 S. nur CNN Business, „Boeing's 737 Max crisis will weigh on America's GDP growth in 2020“, abrufbar unter: <https://edition.cnn.com/2019/12/18/economy/boeing-gdp-impact/index.html>.

101 Deloitte, „Deloitte CFO Signals™ Survey“, abrufbar unter: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/about-deloitte/articles/press-releases/ninety-seven-percent-of-cfos-say-a-downturn-has-either-already-begun-or-will-next-year.html>; Zerohedge, „97 % of CFOs Believe A Recession Is Coming In 2020, Survey“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/97-cfos-believe-recession-coming-2020-survey>.

102 S. dazu nur Cashkurs, „US-Finanzvorstände: Ankündigungen zu Aktienrückkäufen auf Talfahrt“, abrufbar unter: <https://www.cashkurs.com/wirtschaftsfacts/beitrag/us-finanzvorstaende-ankuendigungen-zu-aktienrueckkaeufen-auf-talfahrt/>.

103 Für vertiefende Einsichten s. auch: <https://tegonomics.de/?s=China>.

104 Die Welt, „So langsam wuchs Chinas Wirtschaft seit Jahrzehnten nicht mehr“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/wirtschaft/article205091428/China-So-langsam-wuchs-die-Wirtschaft-seit-fast-30-Jahren-nicht-mehr.html>; Zerohedge, „China Growth Slows To 29 Year Low In 2019 Despite Q4 Rebound“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/geopolitical/china>.

105 Zu den Zweifeln, s. nur Zerohedge, „Brookings Says China Overstated Size Of Its Economy By 12 %“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-03-07/brookings-says-chinas-economy-12-smaller-official-data-show>.

106 Zerohedge, „China Injects Gargantuan 1.1 Trillion In Liquidity This Week“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-01-16/china-injects-gargantuan-1-1-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>.

107 Bloomberg, „China Signals Further Stimulus Coming as Economic Headwinds Rise“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-09-04/china-cabinet-calls-for-timely-rrr-cut-to-support-economy>; Zerohedge, „China Cuts Required Reserve Ratio Releasing \$126BN In Liquidity; Yuan Surges“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-09-06/china-cuts-required-reserve-ratio-releasing-126bn-liquidity-yuan-surges>; kritisch: Zerohedge, „China RRR Cuts Are Not Stimulus, They Are A Warning“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-09-07/china-rrr-cuts-are-not-stimulus-they-are-warning>.

108 Zerohedge, „China Cuts Reserve Ratio By 50bps Ahead Of January's \$400 Billion ‚Liquidity Hole‘“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/china-cuts-reserve-ratio-50bps-ahead-januarys-400-billion-liquidity-hole>.

109 *Baoshang Bank*, Zerohedge, „It Begins: For The First Time Ever, China Takes Over An Insolvent Bank“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-05-24/it-begins-first-time-ever-china-takes-over-insolvent-bank>; *Bank of Jinchou*, Zerohedge, „Chinese Bank With \$100 Billion In Assets Is Bailed Out“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-07-28/chinese-bank-100-billion-assets-bailed-out>; *Heng Feng Bank*, Zerohedge, „Bailout #3: Chinese Bank With \$200 Billion In Assets Is Nationalized“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-08-09/bailout-3-chinese-bank-200-billion-assets-nationalized>; *Henan Yichuan Rural Commercial Bank*, Zerohedge, „Chinese Bank On Verge Of Collapse After Sudden Bank Run“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/chinese-bank-verge-collapse-after-sudden-bank-run>; *Harbin Bank*, Zerohedge, „China Quietly Bails Out Another Bank With 620 Billion Yuan In Assets“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/economics/china-quietly-bails-out-another-major-bank>.

110 Washington Post, „A Too-Big-to-Fail Toxic Monster. China's Plan C?“, abrufbar unter: https://www.washingtonpost.com/business/a-too-big-to-fail-toxic-monster-chinas-plan-c/2019/11/25/7fca4b16-0fe0-11ea-924c-b34d09bbc948_story.html.

111 Bloomberg, „China's Government Is Letting a Wave of Bond Defaults Just Happen“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-12-26/china-s-government-is-letting-a-wave-of-bond-defaults-just-happen>.

112 Zerohedge, „China's ‚Moment Of Reckoning‘ Arrives: \$38BN State-Owned Giant Announces Largest Dollar Bond Default In Two Decades“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/chinas-moment-reckoning-arrives-38bn-state-owned-giant-announces-largest-dollar-bond>.

verlust, der sich in höheren Zinsen im Interbanken-Markt niederschlug.¹¹³ Die insgesamt wohl auf ein Zurückstutzen des zwischenzeitlich ausgeuferten Schattenbankensystems gerichtete Politik von PBOC und Regierung, hat schon übers Jahr,¹¹⁴ zum Jahresende sogar verstärkt, zu einem Rückgang des Kreditwachstums geführt zu haben.¹¹⁵ Da die v.g. Maßnahmen noch durch die Verschärfung der schon in den letzten Jahren eingeführten Kapitalverkehrskontrollen und einige Währungsabwertungen flankiert wurden,¹¹⁶ ergibt sich ein (ungewollter?) Mix aus akkommodierenden und repressiven Maßnahmen, sodass die geldpolitischen Maßnahmen ihren Zweck verfehlen könnten.

Aber nicht nur der Finanzsektor litt, auch die chinesische Exportwirtschaft kam nicht ungeschoren davon und ging, nach 2 Jahren mit zweistelligen Zuwachsraten, nach ersten Schätzungen in 2019 insgesamt um 0,5 % zurück.¹¹⁷ So schrumpfte der Export von Smartphones im letzten Jahr wohl um über 6 %.¹¹⁸ Doch auch der Inlands-Wirtschaft ging es nicht besser: So gingen die Autoverkäufe in China im Dezember 2019 zum 18 Mal in den letzten 19 Monaten und dabei um 3,6 % zurück; insgesamt wurden in 2019 damit 7,5 % weniger Autos verkauft, als im Vorjahr. Für 2020 wird ein Rückgang um weitere 2 % prognostiziert.¹¹⁹ Die Situation wird noch dadurch verschlechtert, dass die chinesische Zentralregierung bereits im Sommer die Subventionen für Elektro-Autos drastisch gekürzt hat – und die Verkäufe dementsprechend einbrachen.¹²⁰ Auch nicht hilfreich für die wirtschaftliche Entwicklung dürfte gewesen sein, dass mit *Ruihua Certified Public Accountants* die zweitgrößte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft des Landes der Begehung von Unregelmäßigkeiten bezichtigt wird und in der Folge über 40 geplante Börsengänge zwischenzeitlich gestoppt wurden.¹²¹

Angesichts der zahlreichen geldpolitischen Interventionen ist es nicht weiter verwunderlich, dass die Verschuldung Chinas in allen Bereichen auch in 2019 erneut gestiegen ist: Alleine die Staatsverschuldung wuchs im letzten Jahr um knapp 5 % auf nunmehr 55 %, ¹²² die der privaten Haushalte auf aktuell 51 % des BIP (ca. 7,1 Billionen \$).¹²³ Bereits Ende 2018 (also ohne die v.g. Liquiditätsspritzen (!) hatten die Unternehmen Chinas (ohne Banken) eine Verschuldung von über 33 Billionen \$ angehäuft.¹²⁴ Insgesamt hat die Verschuldensquote Chinas bereits im ersten Quartal 2019 die 300 %-Marke überschritten.¹²⁵ Das dabei die Risiken zunehmen, wird schon anhand der in 2019 stark steigenden Zahl von ausgefallenen Unternehmensanleihen deutlich.¹²⁶

Für 2020 wird mit einem weiteren Rückgang der Wachstumsrate von 6,1 % auf dann „nur“ noch 5,82 % gerechnet.¹²⁷ Dabei wird viel davon abhängen, wie sich die chinesische (Export-) Wirtschaft nach dem Abflauen des Handelskrieges mit den USA entwickelt. Insgesamt scheinen die von den USA verhängten Strafzölle der chinesischen Wirtschaft tatsächlich geschadet zu haben,¹²⁸ aber bereits in Anbetracht des erst im Januar 2020 unterzeichneten ersten Abkommens zwischen den USA und China zur Beilegung der Handelsstreitigkeiten waren die Ausfuhren aus China im Dezember 2019 bereits um 7,6 % im Vergleich zum Vorjahresmonat gestiegen.¹²⁹ Unab-

hängig davon hat diese Wachstumsrate möglicherweise zu wenig Schwung, um die noch verbliebenen unterentwickelten Schichten und Regionen in China „mitzunehmen“. Die Regierung scheint dieses Problem aber erkannt zu haben,¹³⁰ sodass

- 113 Zero Hedge, „Chinese Banks No Longer Trust One Another As Repo Rates Skyrocket“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-08-11/chinese-banks-no-longer-trust-one-another-repo-rates-skyrocket>.
- 114 Zero Hedge, „Chinese Credit Growth Unexpectedly Crashes In February“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-03-10/chinese-credit-growth-unexpectedly-crashes-february>.
- 115 Zero Hedge, „China’s Credit Creation Unexpectedly Collapses At The Worst Possible Time“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/economics/chinas-credit-creation-unexpectedly-collapses-worst-possible-time>.
- 116 Wolfstreet, „China Imposes New Capital Controls, Targets Foreign Real Estate Purchases, as Yuan Falls to 11-Year Low“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2019/08/30/china-imposes-new-capital-controls-targets-foreign-real-estate-purchases-as-yuan-falls-to-11-year-low/>.
- 117 Die Zeit, „Chinas Außenhandel sackt ab“, abrufbar unter: <https://www.zeit.de/wirtschaft/2020-01/handelskrieg-usa-china-handel-einbruch>.
- 118 Zero Hedge, „China’s Mobile Phone Shipments Plunge 6.2 % In 2019“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/chinas-mobile-phone-shipments-plunge-62-2019>.
- 119 Zero Hedge, „China Car Sales Plunge 7.5 % In 2019 And 3.6 % For December, Marking The 18th Fall In 19 Months“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2020-01-09/china-car-sales-plunge-36-marking-18th-fall-19-months>.
- 120 Zero Hedge, „Beijing No Longer Seems Interested In Footing The Bill For Electric Vehicles“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/technology/beijing-no-longer-seems-interested-footing-bill-electric-vehicles>.
- 121 Wolfstreet, „Fake Cash & Fake Accounting: Chinese Regulators Suddenly Halt 46 IPOs and Bond Offerings“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2019/07/29/spooked-by-fake-accounting-fake-cash-chinese-regulators-suddenly-halt-46-ipos-and-bond-offerings/>; Zero Hedge, „China’s Second Largest Auditor Accused Of Fabricating Data, Has IPOs Halted“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-07-29/chinas-second-largest-auditor-accused-fabricating-data-has-ipos-halted>.
- 122 Beeindruckende Übersicht bei Statista, „China: Staatsverschuldung von 1995 bis 2018 und Prognosen bis 2024 in Relation zum Bruttoinlandsprodukt“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/167167/umfrage/staatsverschuldung-von-china-in-relation-zum-bruttoinlandsprodukt-bip/>.
- 123 Finanzmarktwelt, „China: Bremsklotz oder Wachstumslokomotive für 2020?“, abrufbar unter: <https://finanzmarktwelt.de/china-bremsklotz-oder-wachstumslokomotive-fuer-2020-153387/>.
- 124 BIS, „Total credit to the non-financial sector“, abrufbar unter: <https://stats.bis.org/statx/srs/table/f1.2>.
- 125 IIF, „Global Debt Monitor – July 2019“, abrufbar unter: <https://www.iif.com/Publications/Members-Only-Content-Sign-in?returnurl=/publications/id/3438>; Zusammenfassung bei Reuters, „China’s debt tops 300 % of GDP, now 15 % of global total: IIF“, abrufbar unter: <https://www.reuters.com/article/us-china-economy-debt/chinas-debt-tops-300-of-gdp-now-15-of-global-total-iif-idUSKCN1UD0KD>.
- 126 Financial Times, „Corporate defaults in China surge in 2019 to record high \$18.6bn“, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/068a83e0-27a7-11ea-9305-4234e74b0ef3>.
- 127 Statista, „Wirtschaftswachstum in China anhand des BIP (Bruttoinlandsprodukt) bis 2024“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/14560/umfrage/wachstum-des-bruttoinlandsprodukts-in-china/>.
- 128 S. dazu ausführlich Die Zeit, „Chinas Außenhandel sackt ab“, abrufbar unter: <https://www.zeit.de/wirtschaft/2020-01/handelskrieg-usa-china-handel-einbruch>.
- 129 Börse Online, „Chinas Exporte wachsen wieder: Handelskriege bleiben“, abrufbar unter: <https://www.boerse-online.de/nachrichten/aktien/chinas-exporte-wachsen-wieder-handelskriege-bleiben-1028814601>.
- 130 So identifizierte Präsident Xi drei wesentliche Bereiche eines „harten Kampfes“: gezielte Armutsbekämpfung, die effektive Kontrolle der Finanzrisiken und eine generelle Verbesserung der Umweltbedingungen, vgl. Japan Times, „What’s in store for China’s economy in 2020?“, abrufbar unter: <https://www.japantimes.co.jp/opinion/2019/12/31/commentary/world-commentary/whats-store-chinas-economy-2020/>.

auch in 2020 mit weiteren (monetären) Stimuli zu rechnen ist. In diesem Zusammenhang muss man nämlich berücksichtigen, dass China noch über Währungsreserven von 3,1 Billionen \$¹³¹ und geldpolitisch ebenfalls noch über einen – gerade im Vergleich zu westlichen Staaten – großen Handlungsspielraum verfügt.¹³² Deswegen dürften etwaige Stimulierungsmaßnahmen die chinesische Zentralregierung – trotz des hohen Schuldenniveaus – in 2020 (noch) nicht in größere Schwierigkeiten bringen, selbst wenn die Exporte nach dem Waffenstillstand im Handelsstreit nicht wieder anziehen sollten. Zumindest im Basisszenario ist für 2020 nicht mit dem gefürchteten (chinesischen) „Minsky-Moment“ zu rechnen.¹³³ Gleichwohl dürfte sich China bereits mittelfristig von einer „Lokomotive“ zu einem „Bremsklotz“ der Weltwirtschaft“ entwickeln.

4. Europa¹³⁴

Während das Wirtschaftswachstum 2018 in der EU noch 1,9 % und in der Eurozone 1,8 % betrug,¹³⁵ schwächte es sich nach ersten Schätzungen in 2019 auf 1,2 % ab.¹³⁶ Zu diesem Rückgang dürften nicht nur die Unsicherheiten über den *Brexit*,¹³⁷ sondern auch die Wachstumsschwäche Deutschlands beigetragen haben. Während die Kurse europäischer Bankaktien (wohl auch wegen fehlenden Eigenkapitals)¹³⁸ allgemein unter der Negativ-Zinspolitik der EZB litten,¹³⁹ stiegen die europäischen Börsen 2019 auf neue Rekordstände.¹⁴⁰

Wie in den Vorjahren beruhte auch in diesem Jahr ein Großteil dieses Wachstums auf der weiterhin expansiven Geldpolitik der EZB. So senkte *Mario Draghi* nicht nur – quasi als letzte Amtshandlung – noch im September 2019 den Einlagezins, den die Banken der EZB zahlen müssen, um weitere 0,15 auf -0,5 % ab, sondern er nahm auch die umstrittenen Anleihekäufe – gegen scheinbar z.T. erheblichen Widerstand seines Direktoriums¹⁴¹ – in einem Volumen von 20 Mrd. €/Monat ab November 2019 wieder auf.¹⁴² Auch nach dem Amtsantritt von Frau *Christine Lagarde* als Nachfolgerin von Herrn *Draghi* dürfte sich der expansive Kurs der EZB nicht ändern, lediglich die Begründung wird voraussichtlich eher auf das Schlagwort „Klimapolitik“ gemünzt sein.¹⁴³ Womöglich aufgrund der abflachenden Wachstumskurve nahmen übers Jahr gesehen die Target 2-Salden zugunsten der *Bundesbank* ab, von 966 Mrd. € im Dezember 2018 auf „nur“ noch 895 Mrd. € im Dezember 2019.¹⁴⁴

Trotz der expansiven Politik der EZB soll zumindest die Defizitquote in der Eurozone und der EU bis 2020 aufgrund des gewachsenen BIP insgesamt sinken,¹⁴⁵ eine Entwicklung, die aktuelle Zahlen ansatzweise schon bestätigen.¹⁴⁶ Allerdings hat sich – insbesondere durch Frankreich (mit einer Netto-Kredit-Neuaufnahme von 56 Mrd. €) – der nominelle Schuldenstand bis zum dritten Quartal 2019 insgesamt um 100 Mrd. € gegenüber dem Vorjahr erhöht.¹⁴⁷ Demgegenüber beliefen sich die Schulden der EU-Unternehmen im Jahr 2018 (neuere Daten liegen noch nicht vor) auf über 48 Billionen €, was einem Anteil von über 96 % (!) am EU-BIP ausmacht.¹⁴⁸ Auch direkt zu Beginn des Jahres 2020 gaben europäische Unternehmen Anleihen im Wert von 16 Mrd. € neu aus,¹⁴⁹ die

Schuldenorgie geht also ungebremst weiter. Womöglich schlicht, um den US-amerikanischen Trend zu Aktienrück-

131 CEIC, „China Foreign Exchange Reserves“, abrufbar unter: <https://www.ceicdata.com/en/indicator/china/foreign-exchange-reserves>.

132 FinanzmarktWelt, „China: Bremsklotz oder Wachstumslokomotive für 2020?“, abrufbar unter: <https://finanzmarktWelt.de/china-bremsklotz-oder-wachstumslokomotive-fuer-2020-153387/>.

133 Für eine negativere Sicht bereits im Basisszenario, s. ZeroHedge, „China’s Long Con: A Paper Tiger In A Fragile Economy“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2019-09-07/chinas-long-con-paper-tiger-fragile-economy>; Financial Times, „China’s impending Minsky moment“, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/ae2ef72f-6413-4b57-a599-2deb0531444a>; s. dazu schon *Beissenhirtz*, ZInsO 2019, 525, 531.

134 Für vertiefende Einsichten, s. auch: <https://legonomics.de/?s=Europa>.

135 Statista, „Europäische Union & Euro-Zone: Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 2008 bis 2018“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/156282/umfrage/entwicklung-des-bruttoinlandsprodukts-bip-in-der-eu-und-der-eurozone/>.

136 Ifo (München), Kof (Zürich) und Istat (Rom), „Eurozone Economic Outlook Januar 2020“, abrufbar unter: <https://www.ifo.de/node/51262>.

137 S. näher und aktuell dazu unter: <https://legonomics.de/?s=Brexit>.

138 FAZ, „Europas Banken fehlen 135 Milliarden Euro“, abrufbar unter: <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/europas-banken-fehlen-135-milliarden-euro-16265130.html>.

139 So sank der „EURO STOXX Banks“-Index (abrufbar unter: https://www.finanzen.net/index/euro_stoxx_bank) bis August 2019 bedenklich ab, erholte sich aber bis zum Jahresende. Allerdings ist er weit von den Höchstständen vor der Finanzkrise entfernt. S. dazu auch *Die Welt*, „Die Angst vor dem Kollaps“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/wirtschaft/article198683079/Banken-Experten-fuerchten-Kernschmelze-bei-Bankaktien.html>.

140 S. allgemein Aktiencheck, „Aktien – Erwartungen übertroffen, Fortsetzung möglich“, abrufbar unter: http://www.aktiencheck.de/exklusiv/TecDAX-Aktien-Erwartungen_uebertroffen_Fortsetzung_moeglich-10816307.

141 Handelsblatt, „Bericht: EZB-Chef Draghi hat sich über interne Empfehlung hinweggesetzt“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/geldpolitik/neue-anleihenkaeufer-bericht-ezb-chef-draghi-hat-sich-ueber-interne-empfehlung-hinweggesetzt/25103050.html>; ZeroHedge, „Draghi Steamrolled Over Objections From ECB’s Own Policy Committee When Restarting QE“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/economics/draghi-revived-ecbs-qe-over-objections-influential-policy-committee>.

142 SPON, „EZB verlangt höhere Strafzinsen von Banken“, abrufbar unter: <https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/ezb-verlangt-hoehere-strafzinsen-von-banken-a-1286467.html>.

143 S. dazu nur den kritischen Kommentar bei *Gabor Steingart*, „Morning Briefing“, abrufbar unter: <https://www.gaborsteingart.com/newsletter-morning-briefing/geheimplan-geldflutung-in-gruen/>.

144 Statista, „Target2-Salden der Deutschen Bundesbank von Dezember 2016 bis Dezember 2019“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/233130/umfrage/target2-salden-der-bundesbank/>.

145 Statista, „Europäische Union: Prognose zur Staatsverschuldung in den Mitgliedsstaaten von 2018 bis 2020“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/207261/umfrage/prognose-der-staatsverschuldung-von-ausgewaehlten-europaeischen-laendern/>.

146 Tagesschau, „Wie geht es Europas Staaten?“, abrufbar unter: <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/wirtschaftsdaten104.html>; Statista, „Europäische Union: Staatsverschuldung in den Mitgliedsstaaten im 2. Quartal 2019 in Relation zum Bruttoinlandsprodukt“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/163692/umfrage/staatsverschuldung-in-der-eu-in-prozent-des-bruttoinlandsprodukts/>.

147 *Die Welt*, „Die Rezession enttarnt Europas Zehn-Billionen-Euro-Problem“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/wirtschaft/article202279150/Staatsschulden-Die-Euro-Zone-rutscht-immer-staerker-in-die-Miesen.html>.

148 Eurostat, „Non-financial corporations – statistics on financial assets and liabilities“, abrufbar unter: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Non-financial_corporations_-_statistics_on_financial_assets_and_liabilities.

149 Handelsblatt, „Europäische Unternehmen geben Rekord-Volumen an Anleihen aus“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/anleihen/neuemissionen-europaeische-unternehmen-geben-rekord-volumen-an-anleihen-aus/25420948.html>.

käufen zu kopieren?¹⁵⁰ Oder soll eher Liquidität für schlechtere Zeiten „gebunkert“ werden?

Während die Arbeitslosigkeit in der EU und der Eurozone in 2019 auf einem Rekordtief verharrte,¹⁵¹ droht in einigen Branchen Ungemach: So zeigte die Pleite des Reiseveranstalters *Thomas Cook* erneut die Probleme der europäischen Fluggesellschaften auf,¹⁵² und auch der europäische Automobilsektor steckt in der Krise fest. Denn trotz der (nachfolgend besprochenen) guten Verkaufszahlen in Deutschland über das ganze Jahr und im November auch in Europa¹⁵³ dürften die Auto-Verkäufe in Europa in 2019 insgesamt weiter gesunken sein.¹⁵⁴

Für 2020 prognostiziert der *IWF* ein Wachstum von immerhin noch 1,7 %¹⁵⁵ die *EU-Kommission* von 1,2 %, ¹⁵⁶ die *EZB* dagegen von lediglich 1,1 %.¹⁵⁷ Ohne auf die Details der einzelnen Prognosen einzugehen, zeigt ihre Divergenz, dass bereits das Basisszenario – ohne Berücksichtigung der (nachfolgend näher dargestellten) Risiken – mit erheblichen Unwägbarkeiten verbunden ist. So dürfte z.B. zwar der *Brexit* bis zur Drucklegung dieses Artikels eine *fait accompli* sein – unklar ist aber, wie es danach weitergeht. Auch dürften die Streiks und Unruhen in Frankreich noch nicht vorbei sein. Vom italienischen oder spanischen Bankensektor ganz zu schweigen.

5. Deutschland¹⁵⁸

a) Wirtschaftliche Entwicklung¹⁵⁹

Die gute Nachricht ist, dass Deutschland trotz eines starken Absinkens der wirtschaftlichen Dynamik weder Ende 2018 noch in 2019 in eine Rezession gefallen ist, obwohl es mehrfach danach aussah. Allerdings hat sich das Wirtschaftswachstum in Deutschland im Vergleich zu 2018 dann doch mehr als halbiert – von 1,5 % auf nur noch (voraussichtlich) 0,6 % in 2019.¹⁶⁰ Damit kam die deutsche Wirtschaft – trotz der Maßnahmen der Zentralbanken – wie an dieser Stelle prognostiziert¹⁶¹ – einer Rezession bedenklich nahe.

Der Dax zeigte sich von dieser eher schwachen Wirtschaftsentwicklung überhaupt nicht beeindruckt und legte im Verlauf des Jahres 2019 um 25 % zu.¹⁶² Deutschland ist zugleich einer der wenigen Staaten weltweit, der seine Verschuldung (seit nunmehr Jahren) kontinuierlich abbaut – die „schwarze Null“ stand auch in 2019, denn Finanzminister *Scholz* geht derzeit von einem Überschuss (zumindest auf Bundesebene) von ca. 13,5 Mrd. € aus.¹⁶³

Anders sieht es bei den Unternehmen aus, die ihre Verschuldung seit der Finanzkrise eher systematisch nach oben fahren. Nach Berechnungen des *Handelsblatts* haben die im relativ unbekanntem HDax vertretenen rd. 100 größten deutschen börsennotierten Unternehmen (außer Banken), ihre Gesamtfinanzverbindlichkeiten seit 2009 um 380 Mrd. € auf aktuell 797 Mrd. € erhöht – den höchsten jemals gemessenen Stand.¹⁶⁴ Von wenigen Ausnahmen abgesehen, haben zumindest in 2019 fast alle Dax-Konzerne mehr Schulden gemacht, als sie vor Abzug der Kosten verdienten. Ein immer größerer Anteil der neuen Schulden wird dabei über Unternehmensanleihen

und nicht über den klassischen Bankkredit aufgenommen. Dagegen dürften sich für kleinere und mittlere Unternehmen die Finanzierungsbedingungen schon verschärft haben – auch wenn die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) dies in ihrem Kreditmarktausblick eher als nachlassenden Kreditimpuls formuliert.¹⁶⁵

Zum Rückgang der Wachstumsraten in Deutschland – wie auch zu den gedämpften Aussichten für das kommende Jahr – dürften die schon oben besprochenen Probleme der deutschen Automobilindustrie beigetragen haben, sank doch ihre Produktion insgesamt um mindestens 9 % auf den tiefsten Stand

150 FinanzmarktWelt, „Aktienrückkäufe: der neue risikoreiche Trend?“, abrufbar unter: <https://finanzmarktWelt.de/aktienrueckkaeufe-der-neue-risikoreiche-trend-152455/>.

151 Eurostat, „Arbeitslosenquote im Euroraum bei 7,5 %“, abgerufen unter: <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/10159288/3-09012020-AP-DE.pdf/0e80297a-3585-922f-e35a-da8f215416db>; FAZ, „Arbeitslosigkeit in der EU weiter auf Rekordtief“, abrufbar unter: <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/konjunktur/arbeitslosigkeit-in-der-eu-weiter-auf-rekordtief-16572603.html>.

152 Zusammenfassend, s. Legonomics, „Morning Briefing – 15.10.2019 – Airlines-Pleiten-Special“, abrufbar unter: <https://legonomics.de/2019/10/15/morning-briefing-15-oktober-2019-airlines-pleiten-special/>.

153 Tagesschau, „Deutlich höherer Autoabsatz in Europa“, abrufbar unter: <https://boerse.ard.de/aktien/deutlich-hoeherer-auto-absatz-in-europa100.html>.

154 Zerohedge, „The Global Auto Market Collapse In 4 Charts“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/personal-finance/global-auto-market-collapse-4-charts>.

155 IWF, „World Economic Outlook update, January 2020“, abrufbar unter: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/01/20/weo-update-january2020>; gute Grafik bei Statista, „IWF-Prognose: Wachstumsschwache Weltwirtschaft“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/infografik/17818/iwf-prognose-zur-weltwirtschaft/>.

156 EU-Kommission, „Herbstprognose 2019: Europa geht schwierigeren Zeiten entgegen“, abrufbar unter: https://ec.europa.eu/germany/news/20191107-herbstprognose-2019_de.

157 EZB, „gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Dezember 2019“, abrufbar unter: https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections201912_eurosystemstaff-c7a91336cb.de.html.

158 Für vertiefende Einsichten, s. auch: <https://legonomics.de/?s=Deutschland>.

159 Für eine monatliche Übersicht über die wichtigsten Kennzahlen, s. auch „legonomics monthly“, abrufbar unter: <https://legonomics.de/category/monthly/>.

160 Destatis, „Deutsche Wirtschaft ist im Jahr 2019 um 0,6 % gewachsen“, abrufbar unter: https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2020/01/PD20_018_811.html; Statista, „Veränderung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in Deutschland gegenüber dem Vorjahr von 1992 bis 2019“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/2112/umfrage/veraenderung-des-bruttoinlandsprodukts-im-vergleich-zum-vorjahr/>.

161 *Beissenhirtz*, ZInsO 2019, 525, 534.

162 SPON, „25 Prozent Plus beim Dax – geht das so weiter?“, abrufbar unter <https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/boerse-in-2020-25-prozent-plus-beim-dax-geht-das-so-weiter-a-1301999.html>.

163 Süddeutsche Zeitung, „Rekord-Überschuss beim Bund“, abrufbar unter: <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/milliarden-ueberschuss-bund-steuersenkungen-haushalt-berlin-altmaier-scholz-1.4753443>.

164 Handelsblatt, „Das 70-Billionen-Risiko: Wie Schulden die Weltwirtschaft gefährden“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/management/gefahr-in-den-bilanzen-das-70-billionen-risiko-wie-schulden-die-weltwirtschaft-gefahrdet-seite-2/25323502-2.html>.

165 KfW-Kreditmarktausblick, Dezember 2019, „Unternehmenskredite: langsames Wachstum, mehr Vorsicht“, abrufbar unter: https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-KfW-Kreditmarktausblick/Kreditmarktausblick_Q4-2019.pdf.

seit 23 Jahren.¹⁶⁶ Darüber können auch die (Rekord-)Zahlen der Neuzulassungen in 2019¹⁶⁷ nicht hinwegtäuschen, die zu einem Großteil auf Nachholeffekten nach Einführung des neuen Standards zur Verbrauchsmessung (WLTP) im Jahr 2018 beruhen dürften.¹⁶⁸ Für 2020 werden denn auch wieder zurückgehende Verkaufszahlen prognostiziert.¹⁶⁹ Die Wirkungen der generell zurückgehenden Produktions- und Verkaufszahlen schlagen mittlerweile auf die finanzielle und personelle Situation der Automobilwirtschaft durch. Während die OEMs (noch) auf einen, teils massiven,¹⁷⁰ Personalabbau setzen, kämpfen selbst große Zulieferer teilweise ums nackte Überleben: So etwa musste *Leoni* ein Sanierungsgutachten in Auftrag geben, um neue Kredite zu erhalten,¹⁷¹ *Schlemmer* stellte noch im Dezember 2019 einen Insolvenzantrag¹⁷² und die *Neue Halberg Guss* wird, ebenfalls nach Insolvenz in 2019, komplett stillgelegt.¹⁷³ Zudem wird in 2020 der Strukturwandel in der Automobilindustrie weitergehen, sodass mit einer Besserung der Finanzlage selbst bei einer Verbesserung der Absatzzahlen nicht zu rechnen ist.¹⁷⁴

Noch im Oktober 2019 ist der umgangssprachlich auch als „Wirtschaftsweise“ bezeichnete *Sachverständigenrat für die Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung* noch von einem Wachstum von 1,1 % in 2020 ausgegangen.¹⁷⁵ Aber auch der *IWF* sieht in seiner erst im Januar 2020 veröffentlichten Prognose ein Wirtschaftswachstum von 1,1 %.¹⁷⁶ Dagegen sieht die *OECD* angesichts der für Deutschland schwierigen Rahmenbedingungen nur ein mageres Wirtschaftswachstum von 0,4 % voraus,¹⁷⁷ der *BDI* von 0,5 %, wobei er vorrechnet, dass „allein 0,4 Prozentpunkte – also rund 80 Prozent des BIP-Zuwachses – sich aus der vergleichsweise hohen Zahl von Arbeitstagen 2020 ergeben“.¹⁷⁸ Berücksichtigt man, dass die führenden globalen Institutionen der Weltwirtschaft insgesamt einen nur sehr moderaten Anstieg der Wirtschaftsleistung zugestehen und die – neben Europa wichtigsten – Handelspartner Deutschlands, nämlich die USA und China, in 2020 wohl ein weiter zurückgehendes Wirtschaftswachstum hinnehmen müssen, dann erscheint der obere Wert von 1,1 %, der fast einer Verdoppelung des Wachstums gegenüber 2019 gleichkäme, als eher hoch gegriffen. Berücksichtigt man noch, dass Deutschland extrem exportabhängig ist, aber der Weltmarkt weiterhin abzukühlen droht, dann erscheint selbst die Prognose der *OECD* noch ehrgeizig.

b) Rechtliche und praktische Entwicklungen im Bereich Restrukturierung, Sanierung und Insolvenz¹⁷⁹

Obwohl in diesem Jahr die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen zumindest in einigen Monaten stieg, dürfte die Gesamtzahl nach aktuellen Schätzungen auch in 2019 noch einmal, wenn auch nur noch geringfügig, auf knapp unter 19.400 zurückgegangen sein.¹⁸⁰ Insbesondere die Zahl großer Insolvenzen hat in 2019 allerdings wesentlich zugenommen,¹⁸¹ wie die Fälle von *Gerry Weber*, *Thomas Cook*, *Germania* oder *Sen-vion* zeigen.

Aufgrund des nun langjährigen Rückgangs der Unternehmensinsolvenzen hat sich der Konsolidierungsprozess in der

Branche unweigerlich fortgesetzt. Neben dem tragischen Unfalltod eines bekannten Berliner Insolvenzverwalters¹⁸² mach-

166 Zerohedge, „German Car Production Crashes To 23 Year Low“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/economics/german-car-production-crashes-23-year-low>; n-tv, „2019 war Horrorjahr für die Autoindustrie“, abrufbar unter: <https://www.n-tv.de/wirtschaft/2019-war-Horrorjahr-fuer-die-Autoindustrie-article21468033.html>.

167 Autozeitung, „Die Neuzulassungen im Dezember 2019“, abrufbar unter: <https://www.autozeitung.de/zulassungsstatistik-140455.html>.

168 T-Online, „Warum der Auto-Absatz plötzlich boomt“, abrufbar unter: https://www.t-online.de/auto/recht-und-verkehr/id_86747638/auto-neuzulassungen-im-oktober-warum-der-absatz-plotzlich-boomt.html.

169 N-tv, „2019 war Horrorjahr für die Autoindustrie“, abrufbar unter: <https://www.n-tv.de/wirtschaft/2019-war-Horrorjahr-fuer-die-Autoindustrie-article21468033.html>.

170 Daimler: -10.000 (bis 2022), s. Zeit-Online, „Daimler schließt Entlassungen trotz Sparprogramm aus“, abrufbar unter: <https://www.zeit.de/wirtschaft/unternehmen/2019-12/autoindustrie-daimler-mercedes-benz-sparprogramm>; BMW: bis zu -6.000 (bis 2022), s. Süddeutsche Zeitung, „BMW plant offenbar Umbau beim Personal“, abrufbar unter: <https://www.sueddeutsche.de/muenchen/muenchen-bmw-personal-stellen-1.4608581>; VW: -14.000 & Audi: -9.500 (bis 2025), s. Manager Magazin, „SUV-Boom hilft VW – Rekordgewinn in Sicht“, abrufbar unter: <https://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/vw-betriebsgewinn-2019-gestiegen-11-milliarden-euro-fuer-e-autos-a-1302124.html>; insgesamt sollen längerfristig zwischen 234.000 und 410.000 Jobs in der deutschen Automobilindustrie gefährdet sein, Focus-Online, „Autoexperten: Umstieg auf E-Autos bedroht rund 234.000 Jobs“, abrufbar unter: https://www.focus.de/finanzen/boerse/politik-will-helfen-autoexperten-umstieg-auf-e-autos-bedroht-rund-234-000-jobs_id_11193318.html; Handelsblatt, „Umstellung auf E-Mobilität gefährdet 410.000 Arbeitsplätze“, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/autoindustrie-umstellung-auf-e-mobilitaet-gefahrdet-410-000-arbeitsplaetze/25405230.html>.

171 Finance-Magazin, „Leoni beauftragt Sanierungsgutachten nach IDW S6“, abrufbar unter: <https://www.finance-magazin.de/finanzierungen/schuldscheine/leoni-beauftragt-sanierungsgutachten-nach-idw-s6-2049511/>.

172 Wirtschaftswoche, „Der Autozulieferer Schlemmer Group hat Insolvenz angemeldet“, abrufbar unter: <https://www.wiwo.de/unternehmen/auto/automotive-krise-der-autozulieferer-schlemmer-group-hat-insolvenz-angemeldet/25419766.html>.

173 Bild, „Der Gußwerke Schock“, abrufbar unter: <https://www.bild.de/regional/saarland/saarland-news/saarbruecken-alles-aus-der-gusswerke-schock-66690324.bild.html>.

174 S. zu den Herausforderungen nur n-tv, „Das kommt auf die Autobranche zu“, abrufbar unter: <https://www.n-tv.de/wirtschaft/Das-kommt-auf-die-Autobranche-zu-article21435017.html>.

175 Sachverständigenrat, Jahresgutachten 2019/2020 („Herbstgutachten“), „Konjunktur: Deutliche Abkühlung“, abrufbar unter: https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/gutachten/jg201920/JG201920_01_Konjunktur.pdf.

176 IWF, „World Economic Outlook update, January 2020“, abrufbar unter: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/01/20/weo-update-january2020>.

177 OECD, „OECD Economic Outlook, November 2019“, abrufbar unter: <http://oecd.org/economic-outlook/>; s. auch die Zusammenfassung bei Spiegel Online, „OECD rechnet mit anhaltender Flaute der deutschen Wirtschaft“, abrufbar unter: <https://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/konjunktur-oecd-rechnet-mit-anhaltender-flaute-a-1297580.html>.

178 BDI, „Saft- und kraftloses Wachstum 2020“, abrufbar unter: <https://bdi.eu/artikel/news/saft-und-kraftloses-wachstum-2020/>.

179 S. hierzu vertiefend (und ständig aktualisiert) auch <https://www.beissenhirtz.com/de/?s=Destatis>.

180 Creditreform, „Insolvenzen in Deutschland, Jahr 2019“, abrufbar unter: <https://www.creditreform.de/footer/creditreform/presse/show/insolvenzen-in-deutschland-jahr-2019>.

181 Euler Hermes, „Insolvenzradar November 2019“, abrufbar unter: <https://www.eulerhermes.de/presse/insolvenzen-in-deutschland--immer-mehr-grosse-unternehmen-gerate.html>.

182 S. den würdevollen Nachruf auf *Rolf Rattunde* in ZInsO 28/2019, III.

te dabei die Nachricht vom (endgültigen) Zerfall einer bekannten deutschen Insolvenzverwalterkanzlei die Runde.¹⁸³ Einige Firmen und Kanzleien scheinen sich aber auch für eine „Pleitewelle“ zu rüsten. So „sammeln“ größere Kanzleien und Beratungsgesellschaften Partner oder gleich ganze Boutiquen ein.¹⁸⁴ Allerdings geraten die (vermeintlich?) hohen Beraterkosten zumindest bei gescheiterten Sanierungen ins Visier der Presse.¹⁸⁵ Vergegenwärtigt man sich, dass die sog. „EU-Restrukturierungsrichtlinie“ ausdrücklich¹⁸⁶ dazu dienen soll, die Kosten der Restrukturierung und Insolvenz zu senken, dann dürfte bei einer tatsächlichen „Insolvenzwellen“ die Vergütung von Beratern und Verwaltern noch viel mehr in den Fokus geraten.

Angesichts der schwächelnden Wirtschaft prophezeit nicht nur *Euler Hermes* für 2020 einen Anstieg der Unternehmensinsolvenzen (nicht nur in Deutschland),¹⁸⁷ allerdings nur um 3 %. Was sich nach relativ viel anhört, würde aber (ausgehend von 19.370) einen Anstieg auf knapp unter 20.000 Insolvenzen – also etwa dem Stand von 2017 – bedeuten, ein Jahr in dem Insolvenzen nicht gerade die Tagespresse beherrschten. Das *Institut der Deutschen Wirtschaft* geht von einer „Stagnation“ der Insolvenzzahlen in 2020 aus, erst ab einem (nicht erwarteten) Einbruch der Wirtschaftsleistung um mehr als 1 % würde demnach die Zahl der Insolvenzen signifikant steigen.¹⁸⁸ Für einen Anstieg der Sanierungs- und Insolvenzfälle spricht auch, dass *Crifbürgel* einen um 1,7 % gestiegenen Anteil „insolvenzgefährdeter“ Unternehmen im Vergleich zum Vorjahr sieht.¹⁸⁹ Sowohl die Großinsolvenzen des vergangenen Jahres, wie auch mögliche neue größere Insolvenzen dürften zudem für Folgeinsolvenzen sorgen, denn, wie *Euler Hermes* in seiner v.g. Studie betont, ist „der Dominoeffekt bei Großinsolvenzen auf die Lieferkette meist sehr groß.“ Die aktuellen Branchenanalysen¹⁹⁰ „stoßen“ ins gleiche Horn und prognostizieren – durch die Bank weg – einen Anstieg sowohl der Restrukturierungs- als auch der Insolvenzfälle für das Jahr 2020. Wenig überraschend wird das höchste Insolvenzrisiko und der höchste Restrukturierungsbedarf in der Automobilbranche gesehen, gefolgt vom Maschinen- und Anlagenbau, sowie Textil/Bekleidung und dem Einzelhandel. Aufgrund der Personalreduzierungen im Work-Out Bereich und der erhöhten Eigenkapitalanforderungen an die deutschen Banken dürfte jedoch bankseitig nicht (mehr) viel

Unterstützung für gerade kleinere und mittlere Sanierungsfälle zu erwarten sein.¹⁹¹ Insgesamt dürfte es damit zu einem (2020 wohl noch leichten) Anstieg der Verkäufe notleidender Kreditforderungen kommen.¹⁹²

Gespannt wartet die Fachwelt auf den – nunmehr für das Frühjahr 2020 angekündigten¹⁹³ – Gesetzesentwurf zur Umsetzung der EU-Restrukturierungsrichtlinie und der aus der ESUG-Evaluation (Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen – ESUG) folgenden Konsequenzen.¹⁹⁴ Derweil bringen sich schon die verschiedenen Berufs-

183 Juve, „Zukunft geklärt: Kübler-Partner schließen sich Pluta an“, abrufbar unter: <https://www.juve.de/nachrichten/namenundnachrichten/2019/06/zukunft-geklart-kuebler-partner-schliessen-sich-pluta-an>; Finance Magazin, „Insolvenzexpertin Breitenbücher kooperiert mit Baker Tilly“, abrufbar unter: <https://www.finance-magazin.de/banking-berater/kanzleien/insolvenzexpertin-breitenbuecher-kooperiert-mit-baker-tilly-2050361/>.

184 S. nur Finance Magazin, „EY holt Restrukturierer Bizenberger von Alix Partners“, abrufbar unter: <https://www.finance-magazin.de/banking-berater/consulting/ey-holt-restrukturierer-bizenberger-von-alix-partners-2047531/>; Juve, „Sanierer verkauft: Andersch wird [...] ein Teil von FTI“, abrufbar unter: <https://www.juve.de/nachrichten/deals/2019/07/sanierer-verkauft-andersch-wird-mit-dla-piper-ein-teil-von-fti>; Finance Magazin, „Buchalik verliert Bozidar Radner an Deloitte“, abrufbar unter: <https://www.finance-magazin.de/banking-berater/consulting/berater-news-newmark-buchalik-odgers-berndtson-2046471/>; HubertusBartelheimer wechselt zu Pluta, s. „PLUTA wächst weiter“, abrufbar unter: <https://www.pluta.net/profil/unternehmensinformation/pluta-wachst-weiter.html>.

185 Capital, „Wie Anwälte und Berater an der Kettcar-Pleite verdienen“, abrufbar unter: <https://www.capital.de/wirtschaft-politik/Wie-Anwaelte-und-Berater-an-der-Kettcar-Pleite-verdienen>.

186 Erwägungsgrund 15 der EU-Restrukturierungs-RL; vollständig: „Richtlinie (EU) 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20.6.2019 über präventive Restrukturierungsrahmen, über Entschuldung und über Tätigkeitsverbote sowie über Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren und zur Änderung der Richtlinie (EU) 2017/1132“, abrufbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/de/TXT/?uri=CELEX:32019L1023>.

187 Euler Hermes, „Global Insolvency Index“, abrufbar unter: https://www.eulerhermes.com/en_global/media-news/news/euler-hermes-global-insolvency-index-insolvencies-to-rise-in-4.html; gute Zusammenfassung bei: Wirtschaftswoche, „Der Dominoeffekt auf die Lieferkette ist sehr groß“, abrufbar unter: <https://www.wiwo.de/unternehmen/handel/firmenpleiten-der-dominoeffekt-auf-die-lieferkette-ist-sehr-gross/25400132.html>.

188 IW e.V., „Unternehmensinsolvenzen in Deutschland – Trendwende voraus?“, abrufbar unter: <https://www.iwkoeln.de/studien/iw-trends/beitrag/klaus-heiner-roehl-unternehmensinsolvenzen-in-deutschland-trendwende-voraus-449151.html>.

189 Crifbürgel, „Anzahl insolvenzgefährdeter Unternehmen steigt um 1,7 Prozent auf knapp 310.000“, abrufbar unter: <https://www.crifbuergel.de/de/aktuelles/studien/anzahl-insolvenzgefaehrdeter-unternehmen-steigt-um-17-prozent-auf-knapp-310000>.

190 S. nur CIC Consultingpartner, „Expertendialog – der deutsche Restrukturierungsmarkt 2020“, Zusammenfassung bei Finance-Magazin, „Die Furcht vor Zombie-Unternehmen geht um“, abrufbar unter: <https://www.finance-magazin.de/wirtschaft/deutschland/die-furcht-vor-zombie-unternehmen-geht-um-2051031/>; TMA Deutschland, „TMA Branchenbarometer“, abrufbar unter: <https://www.tma-deutschland.org/presse-leser/tma-branchenbarometer-2019.html>; Finance-Magazin/Struktur Management Partner, 15. Restrukturierungsbarometer, „Das Ende des Aufschwungs“, abrufbar unter: https://www.finance-magazin.de/fileadmin/user_upload/Restrukturierungsbarometer-15-2019-L.pdf; Roland Berger, „Wirtschaft im Abschwung. Sanierung im Wandel.“, abrufbar unter: https://www.rolandberger.com/publications/publication_pdf/roland_berger_restrukturierungsstudie_2.pdf; IfUS, „Studie zum deutschen Restrukturierungsmarkt 2019“, abrufbar unter: https://www.ifus-institut.de/fileadmin/Studien_und_Newsletter/Newsletter/IfUS/E-Paper-09_Restrukturierungsmarkt-2019_ISBN-978-3-942648-34-9.pdf.

191 Und die Frage ist, ob z.B. Private Equity in diese „Bresche“ springen kann – sieht es doch bei ihren Investments auch eher nach Restrukturierung aus, vgl. nur Finance Magazin, „Private-Equity-Manager bängen um ihre Renditen“, abrufbar unter: <https://www.finance-magazin.de/deals/private-equity-private-debt/private-equity-manager-bangen-um-ihre-renditen-2050821/>.

192 So auch Finance Magazin, „Finanzierung im Abschwung: kranke Banken, knappe Berater“, abrufbar unter: <https://www.finance-magazin.de/finanzierungen/alternative-finanzierungen/finanzierung-im-abschwung-kranke-banken-knappe-berater-2050351/>; allerdings bezweifle ich den im Artikel benannten Beratermangel.

193 InDat-Report 10/2019, 60, „Drei verschnürte Pakete und ein eröffneter Konteneinblick“, auch abrufbar unter: https://www.vid.de/wp-content/uploads/2019/12/Kongresse-Tagungen-Deutscher-Insolvenzverwalterkongress-2019-INDat-Report-10_2019-V%C3%96-18-12-2019.pdf.

194 S. dazu auch vertiefend: *Beissenhirtz*, ZInsO 2019, 525, 535; *ders.*, ZInsO 2019, 181 ff.

verbände mit „Positionspapieren“ für die Diskussion in Stellung, wobei erwartungsgemäß Fragen nach dem Fortbestand oder zumindest Umfang des Überschuldungstatbestands nach § 19 InsO, über die Person und Einbindung des „Restrukturierungsberaters“ oder die erforderlichen Mehrheiten sowie Eingriffsbefugnisse des „Gerichts“ im Vordergrund stehen.¹⁹⁵ Im europäischen Kontext ist interessant, wie sich andere Länder, etwa die Niederlande, offensichtlich mit andersgearteten Auslegungen der Richtlinie (und entsprechend anderer Umsetzung), in Stellung zu bringen versuchen, um die nach dem *Brexit* aus London abwandernden „Migrationsfälle“ an sich zu ziehen.¹⁹⁶

Im deutschen Recht deutet sich eine vorsichtige Änderung der Rechtsprechung des IX. ZS des BGH in Richtung der mit der Reform des Anfechtungsrechts durch den Gesetzgeber intendierten Entschärfung gerade der Absichtsanfechtung nach § 133 InsO an. So entschied der BGH etwa, dass die angedrohte Einzelzwangsvollstreckung (die den Schuldner zur Zahlung veranlasste) außerhalb der Dreimonatsfrist ungeeignet sei, eine Vorsatzanfechtung zu begründen.¹⁹⁷ Auch entschärfte er seine Rechtsprechung im Hinblick auf das zur Innenfinanzierung von Konzernen häufig genutzte sog. „Cash-Pooling“¹⁹⁸ und in Bezug auf die Anforderungen an den sog. „bargeschäftsähnlichen Leistungsaustausch“ im Rahmen einer „Exkulpation“ der Anfechtung nach § 133 InsO.¹⁹⁹ Gerade in den Entscheidungen zur Zwangsvollstreckung und zum „bargeschäftsähnlichen Leistungsaustausch“ vollzieht der BGH eine gewisse Abkehr von der auch vom *Verfasser* vielfach kritisierten²⁰⁰ „Kettenvermutungsregel“, bei der aus dem Vorliegen objektiver Umstände bereits auf die subjektive Tatbestandsseite geschlossen wird.

Ob aus der Schaffung eines „vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahrens“ infolge der EU-Restrukturierungsrichtlinie, der Reform der InsO nach der Evaluation und der (zaghafte) Änderung der Rechtsprechung des BGH zur Absichtsanfechtung eine Abkehr vom „Schön-Wetter-Insolvenzrecht“,²⁰¹ das nach der Finanzkrise insbesondere durch die Rechtsprechung herausgebildet wurde, hin zu der immer wieder geforderten „Sanierungskultur“²⁰² folgt, wird sich erst längerfristig erweisen, nicht schon 2020. Ein erster Schritt zumindest zu einer besseren „Insolvenzkultur“²⁰³ könnte sich allerdings aus der geplanten Verkürzung der Restschuldbefreiungsphase für natürliche Personen auf 3 Jahre ergeben.²⁰⁴

6. Zusammenfassung

Wie im Vorjahr ist bereits im Basisszenario weltweit von einer gegenüber dem Vorjahr nachlassenden Wachstumsdynamik auszugehen. Die Ausgangslage hat sich gegenüber 2019 sogar verschlechtert, denn nicht nur dürften eher keine Wachstumsimpulse von den drei großen Wirtschaftsblocken – USA, China, EU – ausgehen. Vielmehr dürfte selbst das „Minimalwachstum“, das die Prognostiker diesen Regionen überhaupt zubilligen, unter dem Vorbehalt stehen, dass die Zentralbanken weiterhin die Zinsen niedrig halten (oder sogar noch absenken) und zusätzliche Liquidität in den Markt pumpen. Denn die (nach wie vor vorhandene)²⁰⁵ Hoffnung, dass sich

die „*Fundamentals*“ bessern (sprich, die Wirtschaft anzieht) bevor die Effekte der erneut offenen Schleusen der Zentral-Bank Politik nachlassen, dürfte angesichts der oben beschriebenen Kehrtwende der *Fed* im Herbst 2016 verfehlt sein.

IV. Risiken für das Basisszenario

Wie schon o.a., dürfte zumindest für 2020 die paradoxe Situation bestehen, dass die „Metastabilität“, in der sich die globale Wirtschaft befindet, aufgrund der Zwangslage, in die sich die Notenbanken durch ihre überlockere Finanzpolitik manövriert haben, selbst durch (einzelne) „katastrophale“ Ereignisse nur schwerlich „aus der Bahn“ geworfen werden dürfte. Denn die nachlassende konjunkturelle Dynamik „zwingt“ die Notenbanken nunmehr zu ständigem Einschreiten, sollte sich ein Konjunkturunbruch abzeichnen. Das größte Risiko, dem das Basisszenario ausgesetzt ist, dürfte deswegen eine – wie auch immer geartete – Unwirksamkeit ihres Eingreifens sein, etwa, weil das Eingreifen zu spät erfolgt oder der Markt sich trotz Eingreifen nicht erholt. Natürlich würde auch ein Wiederaufflammen der Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China das Basisszenario insgesamt belasten.

1. Wirtschaftliche Risiken nach Regionen

a) USA

Schon angesichts der zuvor dargestellten Ansicht führender US-Manager, die zu 97 % von einer Rezession in den USA in 2020 ausgehen, kann das Risiko einer Rezession natürlich nicht ausgeblendet werden. Zumal – ähnlich wie in Deutschland – das produzierende Gewerbe (das aber einen geringeren Anteil am BIP als in Deutschland aufweist) bereits rezessive Tendenzen aufweist.²⁰⁶ Aber die *Fed* dürfte etwaigen rezessi-

195 S. dazu vertiefend auch *Beissenhirtz*, „EU: Präventiver Restrukturierungsrahmen – Positionen werden bezogen“, abrufbar unter: <https://www.beissenhirtz.com/de/eu-praeventiver-restrukturierungsrahmen-positionen-werden-bezogen/>.

196 S. zu den Niederlanden schon vorige Fn. (195).

197 BGH, Urt. v. 6.7.2017 – IX ZR 178/16, ZInsO 2017, 1881 Rn. 17, abrufbar unter: <http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&nr=79357&pos=0&anz=1>.

198 BGH, Urt. v. 12.9.2019 – IX ZR 16/18, ZInsO 2019, 2164 – Baumarkt, abrufbar unter: <http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&az=IX%20ZR%2016/18&nr=99808>.

199 BGH, Urt. v. 26.9.2019 – IX ZR 25/19, ZInsO 2019, 2365, abrufbar unter: <http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&nr=88831&pos=0&anz=1>.

200 S. nur *Beissenhirtz*, ZInsO 2016, 1778, 1785.

201 S. dazu näher *Beissenhirtz*, ZInsO 2019, 525, 535.

202 S. dazu nur *Paulus*, WM 2011, 2205.

203 S. dazu nur *Vallender*, NZI 2010, 838.

204 S. dazu die Argumentation des BMJV auf der VID-Tagung 2019, InDat-Report 10/2019, 60, „Drei verschnürte Pakete und ein eröffneter Konteneinblick“, auch abrufbar unter: https://www.vid.de/wp-content/uploads/2019/12/Kongresse-Tagungen-Deutscher-Insolvenzverwalterkongress-2019-IN-Dat-Report-10_2019-V%C3%96-18-12-2019.pdf.

205 S. nur *Zerohedge*, „The Question For 2020: Can Fundamentals Ramp Up Before Policy Fades“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/question-2020-can-fundamentals-ramp-policy-fades>.

206 S. nur CNN Business, „US manufacturing plunges deeper into recession“, abrufbar unter: <https://edition.cnn.com/2020/01/03/economy/december-manufacturing-downturn/index.html>.

ven Tendenzen mit noch mehr Liquidität begegnen, schon weil auch die *Demokraten* ja auf mehr Staatsausgaben pochen – und damit keine der beiden Parteien die Aktivitäten der Fed kritisieren sollte.²⁰⁷ Deswegen dürfte das Risiko einer tatsächlich eintretenden Rezession in den USA – ohne Hinzutreten weiterer Faktoren – eher unwahrscheinlich sein.²⁰⁸

Neben dem nicht seriös vorhersehbaren Ausgang des sog. *Impeachment*-Verfahrens²⁰⁹ gegen US-Präsident *Trump*²¹⁰ kommt natürlich den Präsidentschaftswahlen im November eine herausragende – und über die USA hinausgehende²¹¹ – Bedeutung auch für wirtschaftliche Aspekte zu. Herr *Trump* dürfte gerade aus wahltaktischen Gründen davon absehen etwaige Konflikte eskalieren zu lassen (s. dazu näher unten), aber die Konflikte „am köcheln“ halten.

Bei den wirtschaftlichen Risiken sticht natürlich der Flugzeugbauer *Boeing* hervor, dessen Absatzzahlen nach dem 737 *Max*-Desaster drastisch eingebrochen sind und dessen wirtschaftliche Lage deswegen nicht unkritisch ist.²¹² Selbst wenn *Boeing* im Laufe des Jahres wieder eine gültige Fluglizenz für dieses Muster erhalten sollte, dürfte schon der finanzielle Verlust für *Boeing* hoch sein. Bei einer endgültigen Aufgabe dieses Musters erscheint es zudem nicht völlig unwahrscheinlich, dass der Flugzeugbauer Gläubigerschutz nach *Chapter 11 US Bankruptcy Code* beantragt. Wie schon o.a., dürfte ein derartiger Schritt das US-Wachstum um bis zu 0,5 % nach unten ziehen. Aber auch *General Electric* wird mittlerweile als Kandidat für eine Restrukturierung nach *Chapter 11* gehandelt.²¹³

Angesichts der hier – auch nur sehr oberflächlich betrachteten – politischen und wirtschaftlichen Risiken für das Basisszenario ist eine Rezession in den USA nicht auszuschließen, wenn sich mehrere derartige Risiken verwirklichen und ein etwaiges Eingreifen der *Fed* gleichwohl keine Wirkung zeigt.

b) China

Das für die volkswirtschaftliche Entwicklung Chinas zuvor gezeichnete Basisszenario ist einigen – gegenüber 2019 sogar einer gestiegenen Zahl von – Risiken ausgesetzt: So könnte sich der Coronavirus als schwarzer Schwan herauskristalisieren (s.u.). Zwar kein schwarzer Schwan, aber durchaus eine „Black Box“ ist die Entwicklung in Hongkong, das seit Monaten von Protesten erschüttert wird.²¹⁴ Auch wenn zwischenzeitliche Berichte über einen möglichen Kollaps der Sonderwirtschaftszone wohl übertrieben sein dürften,²¹⁵ sollte der Einfluss dieser Proteste auf die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung nicht unterschätzt werden. Bereits jetzt meldet der dortige Einzelhandel rückläufige Zahlen.²¹⁶ Sollten diese Proteste außer Kontrolle geraten oder auf das Kernland überspringen, so könnten diese Unruhen das Basisszenario negativ beeinflussen.

Auch die Konflikte mit den Anrainern des südchinesischen Meeres sind nicht ausgestanden, vielmehr dürften expansive Schritte Chinas in dieser Region für eine Steigerung des Konfliktpotenzials sorgen.²¹⁷ Da aber absehbar ist, dass Mr. *Trump* im Jahr der Präsidentschaftswahl keinen Krieg in dieser Region

vom Zaune brechen wird, sind hier für 2020 nur geringe Risiken für das Basisszenario ersichtlich. Dies dürfte – trotz des Wahlsieges der Kräfte, die gegen eine Vereinigung mit dem Kernland sind – im Großen und Ganzen auch im Konflikt mit Taiwan gelten.

Generell ist zudem Chinas Anteil an allen wichtigen globalen Wirtschaftsparametern mittlerweile gigantisch²¹⁸ und geradezu furchteinflößend, wenn man sich die Folgen vorstellt, sollte die Expansion der chinesischen Wirtschaft stocken – was aktuell prognostiziert wird. Dann definieren diese gigantischen Werte gleichzeitig die Fallhöhe nicht nur der chinesischen, sondern auch der globalen Wirtschaft. Nicht umsonst werden Vergleiche mit Japan der 80er Jahre des vorigen Jahrhunderts gezogen – vor dem Absturz.²¹⁹ Diese Fallhöhe könnte insbesondere dann „getestet“ werden, wenn die *PBOC* und die Zentralregierung die Finanzrisiken, denen die Entwicklung der chinesischen Wirtschaft mittlerweile ausgesetzt ist,

207 So ist die demokratische US-Präsidentschaftskandidatin *Elizabeth Warren* eine der Vordenkerinnen der sog. „Modern Monetary Theory“, s. nur Forbes, „It’s Time We Talked About Modern Monetary Theory (MMT)“, abrufbar unter: <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2019/07/01/its-time-we-talked-about-modern-monetary-theory-mm/#1035b73750f9>.

208 S. aber in regelmäßigen Abständen die Rezessionsignale auf The Economic Collapse Blog, zuletzt: „12 Signs That The Economy Is Seriously Slowing Down As 2020 Begins“, abrufbar unter: <http://theeconomiccollapseblog.com/archives/12-signs-that-the-economy-is-seriously-slowing-down-as-2020-begins>.

209 S. näher Wikipedia, „Impeachment in the United States“, abrufbar unter: https://en.wikipedia.org/wiki/Impeachment_in_the_United_States.

210 Zum aktuellen Stand, s. Wikipedia, „Impeachment of Donald Trump“, abrufbar unter: https://en.wikipedia.org/wiki/Impeachment_of_Donald_Trump.

211 S. nur Control Risks, „Top 5 Risk Map 2020“ (No. 1), abrufbar unter: <https://www.controlrisks.com/riskmap/top-5-risks/geopolitics-united-states-campaign-election>.

212 Wolfstreet, „After Blowing \$43 Bn on Share-Buybacks in 6 Years, Boeing Scrambles to Borrow \$10 Bn, on Top of a \$9.5 Bn Credit Line in Oct, to Fund its 737 MAX Fiasco“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2020/01/20/after-blowing-43-bn-on-share-buybacks-in-6-years-boeing-scrambles-to-borrow-10-bn-on-top-of-the-9-5-bn-credit-line-it-got-in-oct-to-fund-the-surgings-costs-of-its-737-max-fiasco/>.

213 Think Beyond The Obvious, „Löst General Electric die nächste Finanzkrise aus?“, abrufbar unter: <https://think-beyondtheobvious.com/stelter-in-den-medien/loest-general-electric-die-naechste-finanzkrise-aus/>.

214 Umfassend: Wikipedia, „Proteste in Hongkong 2019“, abrufbar unter: https://de.wikipedia.org/wiki/Proteste_in_Hongkong_2019.

215 S. nur Zerohedge, „Brink Of Collapse: Hong Kong Businesses Struggle To Survive Amid Violent Protests“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/brink-collapse-hong-kong-businesses-struggle-survive-amid-violent-protests>.

216 Financial Times, „Hong Kong retail and leisure sectors struggle in lean festive season“, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/21dac500-2145-11ea-b8a1-584213ee7b2b>.

217 Man schaue nur auf die Bestrebungen Chinas, den US-Flugzeugträgerflotten etwas Adäquates entgegen zu setzen, Businessinsider, „China will mit neuem Flugzeugträger auftrumpfen“, abrufbar unter: <https://www.businessinsider.de/politik/welt/china-will-mit-neuem-flugzeugtraeger-auftrumpfen-und-scheitert-an-einem-simplen-problem/>.

218 S. nur die anschaulichen Grafiken in Der Standard, „Sieben Grafiken zeigen Chinas gigantische Übermacht“, abrufbar unter: <https://www.derstandard.at/story/2000107420452/sieben-grafiken-zeigen-chinas-gigantische-uebermacht>.

219 Washington Post, „If you want a peek at the future, try looking at Japan. You may not like what you see.“, abrufbar unter: https://www.washingtonpost.com/opinions/japans-fate-could-be-everyone-elses-100/2019/06/12/de70af18-8d20-11e9-adf3-f70f78c156e8_story.html.

nicht eindämmen können und es zu einem Crash – etwa infolge stark zunehmender Ausfälle von Unternehmensanleihen – kommen sollte. Seriös kann dieses Risiko aufgrund der nicht immer transparenten Informationslage nicht eingeschätzt werden, aber die Wahrscheinlichkeit dürfte schon wegen der Währungsreserven Chinas in 2020 unter 30 % liegen.

c) Europa

Im letzten Jahr noch schien in Europa – insbesondere im Fall eines unregelmäßigen Brexit – der größte Zündstoff für eine (potenziell über die Region hinausgehende) Krise zu liegen. Nach dem klaren Wahlsieg von *Boris Johnsons* Tories Ende 2019 wird der eigentliche *Brexit*²²⁰ (wahrscheinlich relativ unspektakulär) Ende Januar 2020 von statten gehen. Da allerdings für die Handelsbeziehungen und die Anwendung der EU-Bestimmungen nur eine Übergangsphase bis Ende 2020 gilt, kurz danach die Verhandlungen über die Folgen erneut kontrovers geführt werden, Dementsprechend droht zum 31.12.2020 erneut ein unregelmäßiger Austritt aus dem Binnenmarkt. Sprich, das Problem ist nur aufgeschoben und spätestens im Sommer 2020 wird sich das Verhandlungskarussell wieder drehen, mit ähnlichen Wirkungen auf die Börsen und Wirtschaft in der EU und Großbritannien wie bereits 2019.²²¹ Sollten die Verhandlungen mit Großbritannien allerdings zu scheitern drohen, wird die EU im Zweifel (wie gehabt) Fristverlängerungen gewähren. Dementsprechend werden diese Verhandlungen zwar Auswirkungen auf das Basisszenario haben – aber alle Beteiligten dürften sich an dieses Szenario längst gewöhnt haben.

Während sich Griechenland scheinbar ganz langsam aus dem Martyrium der letzten Finanzkrise zu befreien scheint, drohen Italien und Frankreich aufgrund ihrer jeweiligen Verschuldungsgrade²²² verbunden mit nicht gerade überbordenden Wachstumsprognosen²²³ und mit entweder einer nicht stabilen Regierung (Italien) oder einer dauer-protestierenden Bevölkerung (Frankreich) zum neuen Problem der EU und der Eurozone zu werden. Gegenüber dem Vorjahr haben sich die Probleme in beiden Ländern eher verschärft.²²⁴ Und auch Spanien, ebenfalls mit einer hohen Staatsverschuldung „gesegnet“, könnte für eine Krise gut sein. In allen drei Ländern verengt sich das Problem nicht lediglich auf die Staatsverschuldung, sondern liegt auch im nationalen Bankensektor begründet. So dürften die spanischen Banken wegen ihrer „Investments“ in südamerikanische Staaten noch etliche Abschreibungen tätigen dürfen.²²⁵ Nicht umsonst ist der europäische Bankenindex deswegen im Sommer 2019 auf einen neuen Tiefstand gefallen.²²⁶

Die politische Unwucht der EU, zusammen mit den erneuten Verhandlungen nach dem *Brexit* und der Verschuldungssituation der größten verbleibenden EU-Mitglieder nach Deutschland, ergibt eine Mischung, die für eine zumindest emotionale Achterbahnfahrt im Jahr 2020 gut sein dürfte. Insgesamt erscheint – auch wegen der dauernden Bereitschaft der EZB, finanziell „einzuspringen“ – ein aus Europa entspringendes Krisenmoment zwar nicht ausgeschlossen, aber für 2020 eher nicht wahrscheinlich. Aber der Stress in der EU könnte, bei

Realisierung anderer Risiken zu einem geringeren Wachstum führen, als im Basisszenario prognostiziert.

d) Deutschland

In Deutschland stehen in 2020 – bis auf die Bürgerschaftswahlen in Hamburg im Februar – keine Landtags- oder Bundestagswahlen an. Schon aufgrund des bisherigen Verhaltens der neuen SPD-Führung und der Haltung von Frau *Merkel* erscheint eine Fortsetzung der großen Koalition im Jahr 2020 als wahrscheinlich. Dies wäre zumindest ein Garant für politische Stabilität, dürfte damit aber weder eine positive noch negative Auswirkung auf die wirtschaftliche Entwicklung haben.

Aus wirtschaftlicher Sicht dürfte neben der „Dauerbaustelle“ Automobilindustrie (s. dazu schon oben), die aber – je nach Ausmaß – „lediglich“ zu einer Rezession in Deutschland in 2020 führen könnte, eine sich manifestierende Krise im Bankbereich eine über Deutschland hinausgehende Finanz- und Wirtschaftskrise entfalten.

e) Schwellenländer²²⁷

Obwohl der *IWF* die Schwellenländer mittlerweile mit einem prognostizierten Wachstum von 4,4 %²²⁸ für 2020 *de facto* zur potenziellen „Wachstumslokomotive“ erklärt, ist die Entwicklung durchaus mit Risiken behaftet. So hat sich allein die auf Unternehmensanleihen beruhende Verschuldung der Schwellenländer in der abgelaufenen Dekade auf \$ 2,3 Billionen fast vervierfacht – was zu Bedenken hinsichtlich der Liquiditätsdeckung in einem etwaigen Krisenfall führt.²²⁹ Einen nicht zu unterschätzenden Anteil an diesem Risiko dürfte – wie im Vor-

220 Für vertiefende Einsichten, s. auch: <https://legonomics.de/?s=Brexit>.

221 SPON, „Die EU fürchtet den Zombie-Brexit“, <https://www.spiegel.de/politik/ausland/brexit-eu-will-schnelles-abkommen-mit-boris-johnson-a-1301183.html>.

222 S. dazu näher bei Statista, „Europäische Union: Prognose zur Staatsverschuldung in den Mitgliedsstaaten von 2018 bis 2020“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/207261/umfrage/prognose-der-staatsverschuldung-von-ausgewaehlten-europaeischen-laendern/>.

223 So prognostiziert der *IWF* für Italien ein Wachstum des BIP von 0,5% und für Frankreich eines von 1,3%, vgl. *IWF*, „World Economic Outlook update, January 2020“, abrufbar unter: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/01/20/weo-update-january2020>.

224 Für die Überschuldung italienischer Konglomerate, s. nur Wolfstreet, „Natty Bond Wonderland in Europe Just Reached New Heights of Madness“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2020/01/15/natty-bond-wonderland-in-europe-just-reached-new-heights-of-madness/>.

225 Wolfstreet, „Threat of Contagion to Eurozone from Spanish Banks' Huge Bet on Emerging Markets: UBS“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2019/04/18/ubs-warns-of-contagion-to-eurozone-from-spanish-banks-huge-bet-on-emerging-markets/>.

226 S. näher dazu schon oben Fn. 148.

227 Für vertiefende Einsichten, s. auch: <https://legonomics.de/?s=Emerging+Markets>.

228 *IWF*, „World Economic Outlook update, January 2020“, abrufbar unter: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/01/20/weo-update-january2020>.

229 Financial Times, „Boom in emerging market corporate debt stirs fears“, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/3008bbf6-3878-11ea-a6d3-9a26f8c3cba4>.

jahr²³⁰ – Argentinien und der Türkei zuzuschreiben sein. So erklärte Argentinien nur 18 Jahre nach der letzten fulminanten Staatspleite – und weniger als 2 Jahre nach der Auflage einer Staatsanleihe mit 100 Jahren Laufzeit – in 2019 erneut die Zahlungsunfähigkeit.²³¹ Neben den politischen Problemen beschäftigt die Türkei nach wie vor wirtschaftliche Probleme: So verlor die türkische Lira nicht mehr so stark an Wert, wie im Vorjahr (als sie 27 % verlor), aber immerhin betrug der Wertverlust noch über 7 %.²³²

Als „schwarzer Schwan“ entpuppte sich im Verlauf des Jahres Indien, das am Rande einer Wirtschaftskrise wandert: So dürfte die indische Wirtschaft nach Erhebungen des IWF in 2019 zwar noch um 4,8 % gewachsen sein,²³³ das liegt aber weit hinter den 7,2 % die noch 2017 erreicht wurden.²³⁴ Aber auch dieses Wachstum beruhte augenscheinlich auf einer überhöhten Kreditaufnahme – und daraus resultierenden Ausfällen.²³⁵ Diese Kreditausfälle mündeten im Laufe des Jahres 2019 in eine Krise bei indischen Banken-, Immobilien und Automobilsektor.²³⁶ Dementsprechend sind die Prognosen für 2020 eher gemäßigt.

Insgesamt dürfte sich die Situation der Schwellenländer im abgelaufenen Jahr gegenüber 2018 verschlechtert haben. Gerade auch die Verschuldungs„orgie“²³⁷ der dieser Ländergruppe zuzuordnenden Staaten lässt immer wieder Befürchtungen vor einer Wiederholung der Asienkrise 1997/1998 aufsteigen.²³⁸ Angesichts der schlechten Ausgangslage ist eine Ausbreitung dieser schwelenden Schwellenländer-Krise schon wegen der negativen Entwicklung Indiens bereits in 2020 nicht unwahrscheinlich – dann würde aus der gerade noch gelobten „Lokomotive“ schnell ein „Bremsklotz“ der Weltwirtschaft.

2. Risiken der „Financialization“

Aktuell warnt die *Weltbank* an Hand einer aktuellen und umfassenden Studie eindringlich vor den Folgen der allgemein weltweit hohen Verschuldungsstände, die zu einem Crash der globalen Wirtschaft führen könnten.²³⁹ Dieses Risiko ist tatsächlich weiterhin als nicht völlig unwahrscheinlich einzustufen. Denn die Folgen eines Scheiterns des sog. „Finanzmarkt-Kapitalismus“ (auch: Finanzkapitalismus, englisch „*Financialization*“)²⁴⁰ dürften den Eintritt des Basisszenarios nicht unerheblich beeinflussen, wobei neben der allgemein hohen Verschuldung die Japanisierung bzw. Zombifizierung der Wirtschaft und das Platzen der „*Everything Bubble*“ thematisch im Vordergrund stehen. Die Thematik der „*Weaponization of Finance*“ kommt so langsam auch in den Leitmedien an, während die Einkommens- und Vermögensungleichheit erst seit kurzer Zeit als eines der prioritären Themen anerkannt wird.

a) „Japanisierung“ von Regionen und „Zombifizierung“ von Unternehmen

Mit dem Begriff der „Japanisierung“ ist (entsprechend der wirtschaftlichen Situation Japans), ein Minizins für Staatsanleihen, eine beharrlich unter dem Ziel der Zentralbanken lie-

gende Inflationsrate und ein trotz Vollbeschäftigung blutarmes Wachstum der Wirtschaft in Regionen oder Ländern gemeint.²⁴¹ Nach einer bereits zurückgehenden Wirtschaftsleistung in 2019 und einem weiteren möglichen Rückgang in 2020 ist das Risiko einer „Japanisierung“ Europas, wie auch weltweit²⁴² als relativ hoch einzustufen. Allerdings dürften die daraus resultierenden Probleme eher langfristiger, also über 2020 hinausreichender, Natur sein. Dann dürfte dieses Phänomen jedoch verheerende Folgen für die Produktivität der Wirtschaft zeitigen.

„Zombie“-Unternehmen (und „Zombie“-Banken), unter der man solche Unternehmen versteht, die dauerhaft nicht in der Lage sind, ihren Schuldendienst aus dem operativen Gewinn zu leisten,²⁴³ bleiben ein Dauerthema. Angesichts des gerade im Unternehmensbereich seit Jahren ansteigenden Verschuldungsniveaus ist ein Anstieg der „Zombie-Quote“ auch nicht verwunderlich. Weltweit soll der Anteil dieser „Untoten“ sich schon wieder dem Niveau vor der Finanzkrise annähern.²⁴⁴ In den USA können nach aktuellen Schätzungen mittlerweile bis

230 S. dazu *Beissenhirtz*, ZInsO 2019, 525, 537.

231 Für nähere Erläuterungen und Nachweise s. *Legonomics*, „Morning Briefing – 2.9.2019 – Argentinien/Indien/Türkei“, abrufbar unter: <https://legonomics.de/2019/09/02/morning-briefing-2-september-2019-argentinien-indien-tuerkei/>.

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

233 S. IWF, „World Economic Outlook update, January 2020“, abrufbar unter: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/01/20/weo-update-january2020>.

234 S. dazu näher bei *Die Welt*, „In der Wundernation wächst eine gewaltige Kreditblase“, 2018, abrufbar unter: <https://www.welt.de/finanzen/article175242234/Indien-In-der-Wundernation-waechst-eine-gewaltige-Kreditblase.html>.

235 S. dazu *ZeroHedge*, „Step Aside Italy: India Is Emerging As Ground Zero Of The World’s Biggest NPL Crisis“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-07-04/step-aside-italy-india-emerging-ground-zero-worlds-biggest-npl-crisis>.

236 S. dazu näher bei *Legonomics*, „Morning Briefing 11.10.2019 – Indien-Special“, abrufbar unter: <https://legonomics.de/2019/10/11/morning-briefing-11-oktober-2019-indien-special/>.

237 S. dazu nur *World Bank*, „Global Waves of Debt: Causes and Consequences“, abrufbar unter: <https://www.worldbank.org/en/research/publication/waves-of-debt>.

238 S. dazu detaillierter bei *Wikipedia*, „Asienkrise“, abrufbar unter: <https://de.wikipedia.org/wiki/Asienkrise>.

239 *World Bank*, „Global Waves of Debt: Causes and Consequences“, abrufbar unter: <https://www.worldbank.org/en/research/publication/waves-of-debt>; gute Zusammenfassung bei *ZeroHedge*, „World Bank Warns ‚Wave Of Debt‘ Could Unleash Historic Crisis, Crush The Global Economy“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/world-bank-warns-wave-debt-could-unleash-historic-crisis-crush-global-economy>.

240 Der im deutschen eher wenig bekannte sozialwissenschaftliche Begriff des „Finanzmarkt-Kapitalismus“ beschreibt einen neueren Typus von Kapitalismus, in dem die Finanzmärkte einen wachsenden Einfluss auf die Realökonomie ausüben, s. vertiefend hierzu bei *Wikipedia*, „Financialization“, abrufbar unter: <https://en.wikipedia.org/wiki/Financialization>.

241 S. näher dazu *FAZ*, „Die Japanisierung Europas“, abrufbar unter: <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/mayers-weltwirtschaft/f-a-s-kolumnist-thomas-mayer-ueber-die-japanisierung-europas-16148131.html>.

242 S. dazu *Bloomberg*, „Japanification the Scourge Threatening to Go Global in 2020“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-12-09/japanification-is-the-scourge-threatening-to-go-global-in-2020>.

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

244 *Financial Times*, „Beware the dawn of the corporate dead“, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/609f4980-0d38-11ea-b2d6-9bf4d1957a67>.

zu 40 % der an Börsen gelisteten Unternehmen keine operativen Gewinne vorweisen.²⁴⁵ Während aber das *Institut der Deutschen Wirtschaft e.V. (IW e.V.)* dieses Phänomen in Deutschland für nicht übermäßig relevant hält,²⁴⁶ stuften 76 % der befragten Finanzexperten einer aktuellen Studie von *CIC Consultingpartner* die Bedeutung der Zombifizierung von Unternehmen als „bedeutend“ oder „sehr bedeutend“ ein. Die Zombifizierung selbst dürfte auch in 2020 kein Risiko für das Auslösen einer Finanzkrise darstellen, sie dürfte aber als Brandbeschleuniger im Fall einer Krise wirken.

b) Platzen der „Everything Bubble“

Die Politik des „lockeren Geldes“ der Zentralbanken zur Bekämpfung der letzten Finanzkrise hat im Endeffekt zu einer inflationären Wertentwicklung diverser Sachwerte, wie Immobilien und Aktien, aber auch Kunst und Uhren geführt, der sog. „Everything Bubble“.²⁴⁷ Nachdem es gegen Ende 2018 so aussah, als wäre angesichts fallender Börsenkurse zumindest die „Börsenblase“ geplatzt,²⁴⁸ konnten die Zentralbanken durch die hier bereits geschilderten Finanzspritzen zumindest diese Blase noch einmal „retten“. Dagegen dürfte nach dem gescheiterten Börsengang von *WeWork*²⁴⁹ zumindest die sog. „IPO-Blase“ geplatzt sein. Da das *WeWork*-Desaster anscheinend Auswirkung auf die Finanzierung von VC-Fonds hatte,²⁵⁰ litt auch die Finanzierung von *Fintech-Startups*.²⁵¹ Angesichts der ausufernden Unternehmensverschuldung wird natürlich auch über ein Platzen insbesondere der (globalen) „Anleihe-Blase“ spekuliert.²⁵² Schließlich scheinen sich die Aussichten auf dem US-Immobilienmarkt – der über dem Niveau von 2007 notiert²⁵³ – derzeit zumindest einzutrüben.²⁵⁴

Das „Platzen“ auch nur einer der v.g. (oder anderer) Sachwert-Blasen wäre weltwirtschaftlich der GAU und würde unweigerlich zu einer Wiederholung der Finanzkrise führen. Ein Platzen in 2020 zeichnet sich zwar aktuell nicht ab, das Risiko wird jedoch – da eine wachsende Verschuldung auf ein schrumpfendes Wirtschaftswachstum trifft, von Jahr zu Jahr wahrscheinlicher.

c) „Weaponisation of Finance“

Die „Weaponisation of Finance“, also die Nutzung von „Schulden als Waffe“ kommt so langsam auch in den deutschen Leitmedien an.²⁵⁵ Im Zentrum der Diskussion steht aktuell China mit seiner Finanzierung von Infrastrukturprojekten vorwiegend entlang der Seidenstraße und in Afrika.²⁵⁶ Aber auch in Europa beginnt China mittlerweile Darlehen für Infrastrukturprojekte als „Waffe“ einzusetzen.²⁵⁷ Allerdings scheinen sich afrikanische Staaten mittlerweile zumindest z.T. gegen derartige Projekte und Kreditvergaben zu wehren.²⁵⁸ Wie auch im vergangenen Jahr sind die konkreten Auswirkungen dieser Machtpolitik auf die konkrete wirtschaftliche Entwicklung in 2020 nur schwer einzuschätzen. Die Auswirkungen insbesondere auf die Finanzverhältnisse in den zumeist betroffenen Entwicklungs- und Schwellenländern sollte angesichts der dort sowieso schon bestehenden Verschuldung nicht unterschätzt werden. Im Fall einer

Schwellenländerkrise dürfte diese Thematik zumindest „brandbeschleunigend“ wirken.

d) Risiken aus ungleicher Einkommens- und Vermögensverteilung²⁵⁹

Nachdem selbst der Chef-Ökonom der Deutschen Bank (Securities), *Torsten Slok*, die Ungleichheit der Einkommens- und Vermögensverteilung (und auch der Gesundheitsversorgung!) als eines der Top-Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung

245 Zerohedge, „The Zombification Of America – Over 40 % Of Listed Companies Don't Make Money“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/zombification-america-over-40-listed-companies-dont-make-money>.

246 IW e.V., „Unternehmensinsolvenzen in Deutschland – Trendwende voraus?“, abrufbar unter: <https://www.iwkoeln.de/studien/iw-trends/beitrag/klausheiner-roehl-unternehmensinsolvenzen-in-deutschland-trendwende-voraus-449151.html>; s. auch Die Welt, „Streit um den ‚Zombie-Effekt‘“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/finanzen/article204442520/Firmeninsolvenzen-Das-Raetsel-der-wenigen-Pleiten.html>.

247 Zum aktuellen Stand s. nur: Financial Times, „The Federal Reserve is the cause of the bubble in everything“, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/bc83fda6-3702-11ea-a6d3-9a26f8c3cba4>.

248 S. dazu *Beissenhirtz*, ZInsO 2019, 525, 539.

249 S. näher dazu bei Legonomics, „Morning Briefing – 10.10.2019 – ‚Blasen-Platzer-Special‘“, abrufbar unter: <https://legonomics.de/2019/10/10/morning-briefing-10-oktober-2019-blasen-platzer-special/>.

250 Vgl. Zerohedge, „VC Bubble Cracks, Funding Plunges In Late 2019“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/vc-bubble-cracks-funding-plunges-late-2019>.

251 Zerohedge, „Fintech Bubble Implodes And Nobody Even Noticed“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/fintech-bubble-implodes-and-nobody-even-noticed>, s. zur Situation deutscher Startups auch Legonomics, „Morning Briefing – 6.12.2019 – Startup Special“, abrufbar unter: <https://legonomics.de/2019/12/06/morning-briefing-6-dezember-2019-startup-special/>.

252 S. nur Wolfstreet, „Is the Corporate-Debt Bubble Ripe Yet?“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2019/12/12/is-the-corporate-debt-bubble-ripe-yet/>.

253 S. Fred, Case-Shiller U.S. National Home Price Index, abrufbar unter: <https://fred.stlouisfed.org/series/CSUSHPINSA>.

254 S. dazu die detaillierten periodischen Berichte bei Wolfstreet, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/category/all/housing/>.

255 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; s. dazu grundlegend: *Paulus*, ZIP 2019, 637, 643 ff.; *ders.*, 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; *Lin*, „Financial Weapons of War“, abrufbar unter: http://www.minnesotalawreview.org/wp-content/uploads/2016/04/Lin_ONLINEPDF.pdf.

256 S. zum aktuellen Stand nur Zerohedge, „Visualizing How Chinese Financing Is Fueling Megaprojects Around The World“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/geopolitical/visualizing-how-chinese-financing-fueling-megaprojects-around-world>.

257 S. Frankfurter Rundschau, „Montenegro: China finanziert eine Autobahn im Land – Vom Traum zur Tragödie“, abrufbar unter: <https://www.fr.de/panorama/china-finanziert-autobahn-montenegro-mega-projekt-wird-tragoedie-13276788.html>.

258 Zerohedge, „Is Africa Beginning To Push Back Against China's ‚Predatory‘ Lending?“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/geopolitical/africa-beginning-push-back-against-chinas-predatory-lending>.

259 S. dazu bereits die grundlegenden Ausführungen bei *Beissenhirtz*, ZInsO 2018, 281, 284; s. aktuell auch unter Legonomics, „Morning Briefing 7.10.2019 – ‚Einkommens- und Vermögensverteilung-Special‘“, abrufbar unter: <https://legonomics.de/2019/10/07/morning-briefing-7-oktober-2019-einkommens-und-vermoegensverteilung-special/>.

2020 benannt hat,²⁶⁰ dürfte die Diskussion über diesen aus der *Financialisation* folgenden Aspekt auch im Mainstream angekommen sein. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund relevant, dass der Börsencrash von 1929 zu einem Gutteil auch auf der damals ebenfalls vorherrschenden Ungleichheit Einkommens- und Vermögensverteilung beruhte.²⁶¹ Aber nicht nur die aus dieser Ungleichverteilung resultierenden Risiken für die Finanzmarktstabilität infolge einer einsetzenden „Zockermentalität“²⁶² stellt ein direktes Risiko für die volkswirtschaftliche Entwicklung dar, sondern auch die daraus folgende Unzufriedenheit der „nicht-reichen“ Bevölkerung (und ihre sogleich unten besprochenen Proteste). Angesichts des weit fortgeschrittenen Stadiums in dem sich die Ungleichverteilung der Einkommens- und Vermögensverhältnisse mittlerweile befindet (so verfügt das 1 % der reichsten US-Amerikaner über das selbe Vermögen, wie die obere und mittlere Mittelklasse zusammen)²⁶³ dürfte eine weitere Verschiebung zugunsten des „oberen Prozent“ zwar keine oder nur marginale direkte wirtschaftliche Auswirkungen (mehr) haben. Aber hier, wie auch in anderen Bereichen der *Financialisation*, ist damit der Zunder aufgeschichtet, der eine beginnende Krise befeuern könnte.

e) Zusammenfassung

Zusammenfassend dürfte das „realistischste“ Risiko aus dem Bereich der *Financialisation* mit einer spürbaren Auswirkung auf das Basisszenario in 2020 die Pleite einer (im Zweifel europäischen) Bank – vielleicht aufgrund des Platzens der oder von Teilen der „*Everything Bubble*“ sein, deren Folgen von der Finanzindustrie, den Zentralbanken oder staatlichen Stellen nicht aufgefangen werden kann. Die anderen Aspekte der *Financialisation* dürften in einem solchen Fall als Brandverstärker wirken.

3. Cyber-Attacken²⁶⁴

Einigermaßen aktuelle Informationen deuten an, dass die Zahl der IT-Angriffe im Jahr 2019 erneut erheblich gestiegen ist. So wurden im ersten Halbjahr 2019 neun Mal (!) so viele Cyberattacken auf Geräte innerhalb des *Internet of Things (IoT)* verübt, wie im gleichen Zeitraum des Vorjahres.²⁶⁵ Neben den „üblichen“, nicht einer Täter- oder Staatengruppe direkt zurechenbaren, Cyber-Attacken, wie etwa die drei auf drei verschiedene Universitäten in Europa (Gießen, Kiel, Maastricht)²⁶⁶ fielen die teilweise synchronen Angriffe auf amerikanische Kommunen (bis zu 23 auf einmal)²⁶⁷ ins Auge.

Schon aufgrund der fortschreitenden Digitalisierung dürften die Cyber-Angriffe auch in 2020 weiter deutlich zunehmen. Sollten hierbei kritische IT-Infrastruktursysteme, wie etwa Warenwirtschafts-, Verkehrsleitsysteme oder Kraftwerksteuern betroffen sein, dürfte dies massive Auswirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung zumindest in der betroffenen Region haben. Angesichts der Ziele, die bislang erfolgreich angegriffen wurden, ist ein derartiger Angriff mittlerweile als wahrscheinlich einzustufen, die Schäden und die Schockwirkung werden natürlich vom Umfang eines (erfolgreichen) Angriffs abhängen.

4. Konflikte

a) Innerstaatliche Konflikte, Protestbewegungen

Wohl auch aufgrund der (oben bereits diskutierten) fortgeschrittenen Ungleichverteilung von Einkommen und Vermögen steigt nicht nur der Stimmenanteil populistischer Parteien, sondern die Proteste brechen sich z.T. bereits gewalttätig Bahn. So auch wieder 2019 in Frankreich, wo der Protest gegen die von Präsident *Macron* angestrebte Rentenreform zuletzt tausende auf die Straße trieb.²⁶⁸ Die Proteste in Hongkong,²⁶⁹ verschiedenen südamerikanischen Staaten²⁷⁰ und erst recht im Iran²⁷¹ kamen dagegen eher überraschend auf, quasi ein schwarzer Schwan. Diese Proteste dürften sich bereits mit zunehmender Ungleichverteilung verstärken, ihrerseits aber auch für politische Unruhen und damit politische Instabilitäten sorgen, die wiederum die wirtschaftliche Entwicklung dämpfen. Zahl und der Umfang, wie auch die Gewaltbereitschaft bei derartigen Protesten dürften in 2020 zunehmen.

b) Zwischenstaatliche Konflikte, Kriege²⁷²

Die Zahl zwischenstaatlicher Konflikte (oder Bürgerkriegen mit Einfluss ausländischer Staaten, wie bspw. in Syrien oder Libyen) hat in 2019 ebenfalls weiter zugenommen. Gerade der

260 Deutsche Bank, „Inequality tops Torsten Slok’s 20 risks to markets in 2020“, abrufbar unter: https://www.db.com/newsroom_news/2019/inequality-tops-torsten-slok-s-20-risks-to-markets-in-2020-en-11636.htm.

261 S. nur *Galbraith*, *Der Große Crash*.

262 Sehr interessante Ansicht dazu von *Wolfstreet*, „Here’s What I’m Worried About. And It’s Not a Recession“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2019/09/04/heres-what-im-worried-about-and-its-not-a-recession/>, der es für möglich hält, dass die Gerüchte über eine bevorstehende Rezession von Banken gestreut werden, um die Preise für Anleihen herunterzutreiben, um so Gewinne für bestimmte Transaktionen zu generieren.

263 *Zerohedge*, „America’s Richest 1% Now Own As Much Wealth As The Middle And Lower Classes Combined“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/economics/americas-richest-1-now-own-much-wealth-middle-and-lower-classes-combined>.

264 S. ständig aktuell auch unter: <https://legonomics.de/?s=Cyber>.

265 *Elektronik-Praxis*, „IoT-Geräte in Gefahr: 105 Millionen Cyber-Angriffe im ersten Halbjahr 2019“, abrufbar unter: <https://www.elektronikpraxis.vogel.de/iot-geraete-in-gefahr-105-millionen-cyber-angriffe-im-ersten-halbjahr-2019-a-874327/>.

266 S. näher dazu bei *Legonomics*, „Morning Briefing – 8.1.2020 – Kiel/Gießen/Maastricht“, abrufbar hier: <https://legonomics.de/2020/01/08/morning-briefing-8-januar-2020-kiel-giessen-maastricht/>.

267 S. näher dazu bei *Legonomics*, „Morning Briefing 30.8.2019 – Cyber-Special“, abrufbar unter: <https://legonomics.de/2019/08/30/morning-briefing-30-august-2019-cyber-special/>.

268 Tagesschau, „Tausende gegen Rentenreform auf der Straße“, abrufbar unter: <https://www.tagesschau.de/ausland/frankreich-proteste-rentenreform-101.html>.

269 S. dazu Wikipedia, „Proteste in Hongkong 2019/2020“, abrufbar unter: https://de.wikipedia.org/wiki/Proteste_in_Hongkong_2019/2020.

270 Allgemein: *Tagesspiegel*, „Massenproteste, Gewalt, Tote – was ist los in Südamerika?“, abrufbar unter: <https://www.tagesspiegel.de/politik/von-venezuela-bis-argentinien-massenproteste-gewalt-tote-was-ist-los-in-suedamerika/25184016.html>; Chile: Wikipedia, „Proteste in Chile 2019/2020“, abrufbar unter: https://de.wikipedia.org/wiki/Proteste_in_Chile_2019/2020.

271 S. dazu Wikipedia, „2019–20 Iranian protests“, abrufbar unter: https://en.wikipedia.org/wiki/2019%E2%80%9320_Iranian_protests.

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

Konflikt zwischen dem Iran und den USA, der in der Tötung des iranischen Generals *Soleimani* Anfang Januar 2020 seinen zwischenzeitlichen Höhepunkt erreichte,²⁷³ könnte – etwa im Fall der Sperrung der *Straße von Hormuz* – extreme wirtschaftliche Auswirkungen haben. Allerdings ist zum einen davon auszugehen, dass Mr. *Trump* im Wahljahr weder die offene Konfrontation mit dem Iran noch im südchinesischen Meer suchen wird. Der verhaltene Vergeltungsschlag des Iran lässt auf eine ähnliche Haltung der iranischen Führung angesichts der Proteste im Inland schließen. Auch im Krisenherd des südchinesischen Meers scheint die Neigung Pekings begrenzt zu sein, sich auf einen offenen Konflikt mit den USA oder deren Verbündeten einzulassen. Deswegen ist der Ausbruch eines größeren Konflikts, der maßgeblich Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung 2020 ausüben könnte, nicht wahrscheinlich. Die Konflikte werden zumindest 2020 eher als Stellvertreterkriege und ohne direkte Konfrontation mit der Großmacht USA geführt.

5. Naturkatastrophen

In einem weiteren „Jahrhundertsommer“ trat mit *Greta Thunberg* und ihrer „*Fridays for Future*“-Demo der Klimawandel²⁷⁴ und seine Folgen endgültig ins Rampenlicht. Zwar dürfte nicht jedes Wetter- oder Naturphänomen tatsächlich dem Klimawandel zuzurechnen sein und auch die Frage, ob genau dieser Klimawandel tatsächlich menschengemacht ist, ebbt noch nicht ab.²⁷⁵ Mittlerweile mehren sich allerdings die Belege, dass (teils dramatische) Umwälzungen in der Natur mehr oder minder durch den Klimawandel beeinflusst werden, so z.B. der Artenschwund²⁷⁶ oder die Erwärmung der Ozeane.²⁷⁷ Alle globalen Institutionen haben den Klimawandel als Priorität anerkannt; so auch das Weltwirtschaftsforum (World Economic Forum – *WEF*), der „erstmalig nur grüne Themen unter den fünf größten Gefahren für die Welt“ erkennt.²⁷⁸ Unabhängig von der Frage, ob die verheerenden Busch- und Waldbrände in letzter Zeit in Australien²⁷⁹ oder Kalifornien²⁸⁰ dem Klimawandel zurechnen sind, verursachen sie schon für sich genommen Schäden, die die volkswirtschaftliche Entwicklung in diesen Regionen negativ beeinflussen. Im Zweifel werden derartige Ereignisse oder auch, weniger dramatisch zwar, aber langfristig genau so schädlich, schlichte Dürren (wie etwa in Südafrika)²⁸¹ mit dem sich verstärkenden Klimawandel zunehmen. Für Deutschland wird teilweise bereits für 2020 eine Dürre prognostiziert.²⁸² Daneben besteht ein erhöhtes Risiko, dass die afrikanische Schweinegrippe – die bereits kostspielige Folgen in China auslöste²⁸³ – auf Deutschland übergreift.²⁸⁴ Global dürfte mit hoher Wahrscheinlichkeit in 2020 erneut das Wetterphänomen *El Nino*²⁸⁵ als nachteiliger Faktor hinzutreten (und möglicherweise die Effekte des Klimawandels noch einmal verstärken).²⁸⁶ Alleine schon die hier genannten Klima- und Wetterphänomene dürften bereits in 2020 die globale wirtschaftliche Entwicklung negativ beeinflussen, etwa durch steigende Lebensmittelpreise.

Aktuell könnte auch der sich rasch nicht nur in China ausbreitende Coronavirus als „pandemischer schwarze Schwan“ des Jahres 2020 entpuppen.²⁸⁷ Eine Ausbreitung dieses für den Menschen tödlichen Virus über den Globus würde (wei-

tere) negative Auswirkungen schon auf das Basisszenario haben.

6. Zusammenfassung

Während das Risiko des Eintritts einer Rezession in einer der wichtigen Weltregionen (China, USA, Europa) schon aufgrund der Bereitschaft der jeweiligen Zentralbanken, in diesem Fall die geldpolitischen Schleusen zu öffnen, zwar nicht ausgeschlossen werden kann, so wird es doch zumindest für 2020 noch als vorhanden (10 % Eintrittswahrscheinlichkeit) eingestuft. Auch die Wahrscheinlichkeit direkter wirtschaftlicher Auswirkungen der Risiken aus der „*Financialisation*“ auf die Realwirtschaft dürfte in 2020 – mit prominenter Ausnahme des Platzens (von Teilen) der „*Everything Bubble*“ – überschaubar sein. Platzt allerdings diese Blase auch nur in Teilen, dann dürften es die Zentralbanken schwer haben, das sowieso schon rezessive Basisszenario aufrechtzuerhalten. Dieselben

273 S. dazu näher bei Die Zeit, „Der falsche Held“, abrufbar unter: <https://www.zeit.de/politik/ausland/2020-01/kassem-soleimani-ermordung-general-terror-iran-usa>.

274 S. dazu näher auch: <https://legonomics.de/?s=Klima>.

275 S. dazu nur FAZ, „Mehr Licht im Dunkel des Klimawandels“, abrufbar unter: <https://www.faz.net/aktuell/wissen/klima/wider-die-klimahysterie-mehr-licht-im-dunkel-des-klimawandels-1407477.html>; s. aber auch Spektrum, „Die gängigsten Mythen zum Klimawandel“, abrufbar unter: <https://www.spektrum.de/wissen/die-gaengigsten-mythen-zum-klimawandel/1674472>.

276 Tagesspiegel, „Das Verschwinden der Arten ist die Krise des Jahrhunderts“, abrufbar unter: <https://www.tagesspiegel.de/wissen/bedrohlicher-als-der-klimawandel-das-verschwinden-der-arten-ist-die-krise-des-jahrhunderts/25401902.html>.

277 Heise, „Klimawandel: Ozeane inzwischen deutlich wärmer – ‚Es wird schlimmer‘“, abrufbar unter: <https://www.heise.de/newsticker/meldung/Klimawandel-Ozeane-inzwischen-deutlich-waermer-Es-wird-schlimmer-4634062.html>.

278 WEF, „The Global Risks Report 2020“, abrufbar unter: <https://www.weforum.org/global-risks>; gute Zusammenfassung: Die Welt, „Erstmalig nur grüne Themen unter den fünf größten Gefahren für die Welt“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/wirtschaft/article205034846/Weltwirtschaftsforum-Die-groessten-Risiken-fuer-die-Zukunft-der-Welt.html>.

279 S. dazu nur bei Zerohedge, „The Shocking Size Of The Australian Wildfires“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/health/shocking-size-australian-wildfires>.

280 S. dazu umfassend: SPON, „Waldbrände in Kalifornien“, abrufbar unter: https://www.spiegel.de/thema/waldbraende_in_kalifornien/.

281 S. nur taz, „Das einsame Nashorn“, abrufbar unter: <https://taz.de/Duerre-in-Suedafrika/!5638910/>.

282 Vgl. nur Morgenpost, „Trockenheit: Droht 2020 eine Dürre in Deutschland?“, abrufbar unter: <https://www.morgenpost.de/ratgeber/article228207599/Trockenheit-Droht-2020-eine-Duerre-in-Deutschland.html>.

283 S. nur Die Welt, „Chinas Hunger auf Schwein verteuert das Lieblingsfleisch der Deutschen“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/wirtschaft/article205080122/Afrikanische-Schweinepest-Chinas-Nachfrage-als-Preistreiber.html>.

284 Tagesspiegel, „Wie gefährlich ist die Afrikanische Schweinepest?“, abrufbar unter: <https://www.tagesspiegel.de/wirtschaft/tierseuche-kommt-naeher-wie-gefaehrlich-ist-die-afrikanische-schweinepest/25457596.html>.

285 S. dazu näher bei Wikipedia, „El Nino“, abrufbar unter: https://de.wikipedia.org/wiki/El_Ni%C3%B1o.

286 SPON, „2020 droht wieder Extremwetter durch El Niño“, abrufbar unter: <https://www.spiegel.de/wissenschaft/natur/el-nino-2020-droht-wieder-extremwetter-durch-klimaphaenomen-a-1300663.html>.

287 S. näher dazu bei Legonomics, „Morning Briefing 27.1.2020“, abrufbar unter: <https://legonomics.de/2020/01/27/morning-briefing-23-januar-2020-kraftstoffe-wasserstoff-energieversorgung/#more-3502>.

Erwägungen gelten für (innerstaatliche und zwischenstaatliche) Konflikte: An den Krisenherden der Welt, an denen die großen Mächte beteiligt sind, wird man einer direkten Auseinandersetzung aller Wahrscheinlichkeit nach aus dem Weg gehen; so etwa Präsident *Trump*, um seine Wiederwahl nicht zu gefährden. Auch scheint nur im Iran die Wucht innerstaatlicher Proteste so stark zu sein, dass ein Sturz des Regimes durch innerstaatliche Proteste nicht ausgeschlossen erscheint.

Dagegen wächst das Risiko, dass ein oder mehrere Cyber-Angriffe zu auch das Basisszenario beeinflussenden wirtschaftlichen Schäden führen, mit jedem Jahr; folglich auch in diesem. Daneben könnten aufgrund der (z.B. auch durch *El Nino* forcierten) Wasserknappheit in vielen Teilen der Welt die Ernten in 2020 zurückgehen und damit – ggf. im „Zusammenspiel“ mit den Folgen der afrikanischen Schweinepest – die Lebensmittelpreise steigen, was das Wirtschaftswachstum bereits im Basisszenario negativ beeinflussen würde.

V. Chancen für das Basisszenario – Best Case Szenario

Auch wenn die „Digitalisierung“ in aller Munde ist und sogar Quantencomputer mittlerweile ihren Durchbruch erzielt haben sollten,²⁸⁸ dürften selbst die psychologischen Effekte derartiger technischer Fortschritte nicht zu einem größeren positiven Impuls für die Wirtschaft in 2020 führen.

Auch lässt sich eigentlich ein „upside-scenario“ für die globale Wirtschaft nicht an einer einzigen Person festmachen. Eine Ausnahme dazu dürfte ohne Zweifel Mr. *Trump* sein. Angesichts seiner – gelinde gesagt nicht immer vorhersagbaren – Politik²⁸⁹ dürfte entweder seine Absetzung im Rahmen des laufenden *Impeachment*-Verfahrens oder das Scheitern seiner Bemühungen um eine Wiederwahl im November 2020 zumindest der Stimmungslage weltweit verbessern – wenn es nicht auch gleich zu positiveren Wirtschaftsdaten führen dürfte. Allerdings steht diese Annahme unter dem *caveat*, dass natürlich die (zu erwartenden) Verschwörungstheorien über seinen Amtsverlust nicht über Hand nehmen.

Sollten Krisenherde im Verhandlungswege, wenn nicht befriedet, so doch zumindest beruhigt werden, wie möglicherweise der Konflikt in Libyen im Rahmen der Berliner Konferenz,²⁹⁰ dürfte das natürlich auch für eine Verbesserung der wirtschaftlichen Aussichten sorgen.

VI. Eigene Prognose

Mit „zu viele Hasen sind des Fuchses Tod“ hatte ich im abgelaufenen Jahr diesen Abschnitt begonnen. 2019 hatte der Fuchs noch Vorsprung und auch in diesem Jahr dürfte er diesen ins Ziel retten, allerdings nur knapp, um im Bild zu bleiben. Sprich, dass Basisszenario hat eine hohe Wahrscheinlichkeit der Realisierung – was paradoxer Weise auf der höheren Bereitschaft der *Fed* und anderer Zentralbanken beruht, bei rezessiven Tendenzen die Märkte mit noch niedrigeren Zinsen und ggf. Liquiditätsspritzen zu stützen. So gesehen stellte die erneute Kehrtwende der *Fed* im September 2019 nicht nur

eine Kapitulation vor dem globalen Schuldenberg dar, sondern zeigte auch grds., dass die Zentralbanken nicht gewillt sind, auch nur ein Abschwellen der „*Everything Bubble*“ zuzulassen. Denn nicht nur die *Fed* ist mittlerweile „von einer Geisel der Finanzblase zu deren Wächter mutiert.“²⁹¹ Sollte diese „neue normale“ („*new normal*“) Geldpolitik der Zentralbanken tatsächlich im Laufe des Jahres an ihre Grenze stoßen, dürften die Zentralbanker – auch auf Druck der Politik (die selber Reformen aus Angst vor dem Wähler vermeidet) – deswegen nur noch tiefer in die monetäre Trickkiste und zu Maßnahmen der sog. „*Modern Monetary Theory*“²⁹² wie etwa „Helikoptergeld“²⁹³ greifen. Mithin dürften Befürchtungen, dass die Zentralbanken ihr „Pulver“ weitestgehend verschossen hätten, (noch) unbegründet sein. Diese geldpolitischen Maßnahmen werden kurzfristig helfen, die globale wie die jeweilige nationale Wirtschaft 2020 über die Ziellinie zu bringen, allerdings deren Schwächen, z.B. bei der Produktivität, nicht beheben, sondern langfristig sogar verstärken. Schon deswegen erhöht sich das Risiko eines Crashes mit jedem erneuten Eingreifen der Zentralbanken.

Insgesamt ist eine Rezession in den USA, China oder in Europa wegen der erwarteten Aktivitäten der Zentralbanken zwar nicht auszuschließen, aber eher nicht wahrscheinlich. Dementsprechend dürften die Welt mit 2,5 %, die USA mit knapp 2 %, China mit unter 6 % und Deutschland mit unter 0,5 % wachsen. Demgegenüber halte ich die von den meisten Institutionen prognostizierte (kleine) Trendwende hin zu einem gegenüber 2019 höheren Wachstumstempo angesichts der von denselben Institutionen vorhergesagten weiteren Abschwächung der globalen Wirtschaft für nicht realistisch. Vielmehr dürfte das Tempo gegenüber dem Vorjahr noch einmal etwas zurückgehen. So wird sich etwa die globale Schwächephase der Automobilindustrie auch im Jahr 2020 aus zyklischen (Marktsättigung), wie strukturellen (Umstieg auf umweltfreundliche Antriebe) Gründen selbst im Basisszenario fortsetzen. (Handels-)Konflikte dürften dagegen eine geringere Auswirkung haben, als in 2019.

Bei den Risiken für das Basisszenario dürfte ein groß angelegter Cyber-Angriff und dessen Folgen mittlerweile die höchste

288 So SPON, „Und plötzlich ist da eine andere Welt“, abrufbar unter: <https://www.spiegel.de/wissenschaft/mensch/quantencomputer-geleakter-fachartikel-beschreibt-technologie-durchbruch-a-1290065.html>.

289 Auch intern, wie SPON, „Eine langfristige Gefahr für das Land“, abrufbar unter: <https://www.spiegel.de/politik/ausland/donald-trump-neues-buch-a-very-stable-genius-enthueilt-labilitaet-des-praesidenten-a-8cd6ec5c-a5f7-4154-9e35-1fdc332b38f8> anschaulich belegt.

290 S. nur Die Welt, „Libyen-Konferenz beschließt Waffenstillstand“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/politik/article205155760/Einigung-in-Berlin-Libyen-Konferenz-beschliesst-Waffenstillstand.html>.

291 So zutreffend ZeroHedge, „Instability Rising: Why 2020 Will Be Different“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/instability-rising-why-2020-will-be-different>.

292 S. hierzu näher bei Wikipedia, „Modern Monetary Theory“, abrufbar unter: https://en.wikipedia.org/wiki/Modern_Monetary_Theory.

293 S. hierzu nur *Stelter*, Focus Money Online, „10.000 Euro für jeden Bürger: Ökonom fordert radikalen Schwenk bei der EZB“, abrufbar unter: https://www.focus.de/finanzen/boerse/experten/geld-fuer-buerger-statt-fuer-die-staaten-10-000-euro-fuer-jeden-buerger-oekonom-fordert-radikalen-schwenk-bei-der-ezb_id_11213961.html.

Wahrscheinlichkeit der Realisierung mit dem größtmöglichen Schock- und Schadenspotenzial haben. Selbst das Basisszenario wird unter den dargestellten Naturphänomenen, wie Dürren und *El Nino* zu leiden haben; sollte es zu größeren Katastrophen, zu der etwa auch eine extrem schlechte Ernte zählen würde (Wahrscheinlichkeit unter 30 %), kommen, dürfte das Basisszenario extrem negativ beeinflusst werden. Das Risiko einer Bankenpleite (gerade im europäischen und chinesischen Wirtschaftsraum) dürfte zwar bei über 50 % liegen. Da aber seit der letzten Finanzkrise diese Fälle generell aufgefangen wurden, droht ein (mit ebenfalls 30 % zu bezifferndes) Risiko nur im Fall eines „Lehman“-Moments, sprich, die entsprechende Bank scheitert spektakulär und eine Rettung scheitert. Quasi als „Joker“ für dieses Jahr kommt als Risiko die Corona-Pandemie dazu. Sollte sie die „Qualität“ der SARS-Pandemie von 2002/2003²⁹⁴ erreichen, dürfte das Basisszenario nicht zu halten sein. Höchstwahrscheinlich kann allerdings nur die kumulierte Verwirklichung verschiedener Risiken die bestehende „Metastabilität“ wirklich erschüttern. Auf der anderen Seite sind großartige positive Impulse, die für ein über dieses Potenzial hinausgehendes Wachstum sorgen könnten, nicht in Sicht.

Der mittel- und langfristige Ausblick in die nun angebrochene Dekade gibt darüber hinaus kaum Hoffnung dafür, dass sich diese Jahre des „*new normal*“ oder „wirtschaftlichen Biedermeiers“ – einem *perpetuum mobile* gleich – ständig wiederholen werden.²⁹⁵ Vielmehr werden die langfristigen Folgen der ständigen „Rettung“ der Weltwirtschaft zu irgendeinem Zeitpunkt durchschlagen – sprich, die vielen Hasen werden den Fuchs ereilen. Treiber dafür dürften die eingangs geschilderten Trends zur „De-Globalisierung“ und Zersplitterung der politischen Ordnung auf nationaler wie internationaler Ebene²⁹⁶ sein, die eine koordinierte Antwort der Weltgemeinschaft auf essenzielle Fragen, wie den Klimawandel, behindern.²⁹⁷ Auch wird – mit zunehmendem Ablauf der Dekade – die demografische Entwicklung Auswirkungen auf die globale wirtschaftliche Entwicklung und damit auch die Fähigkeit haben, den Krisenausbruch weiter zu verschieben.²⁹⁸ Es erscheint fast unausweichlich, dass bei einem derartigen Krisenausbruch das derzeit herrschende Finanzsystem in Mitleidenschaft gezogen, wenn nicht sogar zerstört wird (der berühmt-berühmte „*Minsky-Moment*“).^{299,300}

Neben diesen eher „objektiven“ Aspekten ist aber auch der *Zeitgeist*, der mit diesem „wirtschaftlichen Biedermeier“ mitschwingt, bedenklich. Nicht umsonst werden angesichts der aktuellen politischen und wirtschaftlichen Situation fast täglich Vergleiche mit den 20er Jahren des vorigen Jahrhunderts gezogen. So zuletzt von Mrs. *Kristalina Georgieva*, der neuen Chefin des *IWF*,³⁰¹ die angesichts von Ungleichheit und Instabilität des Finanzsektors vor einer neuen „Großen Depression“ warnt. Möglicherweise merken die Menschen aber, dass „die Hasen“ (sprich viele kleine Risiken) dem „Fuchs“ (des Wirtschaftswachstums) immer näher kommen. Dazu passt der Kommentar eines Berliner Historikers:³⁰²

„Die Fieberhaftigkeit dieser Epoche kommt auch daher, dass sich die Zeitgenossen bereits bewusst waren, dass die

Blüte kurz sein würde, dass sich die Epoche quasi selbst verzehrt. Das Bild der Zwanziger Jahre hat das Element der Scheinblüte in sich. Man tanzt Charleston, während draußen das Land von Krise zu Krise taumelt und der politische Mord die Szenerie beherrscht.“

Möglicherweise „tanzt“ aus dieser Erkenntnis heraus ein Großteil der Bundesbürger zwar nicht „Charleston“, hat sich aber im übertragenen Sinne in der Gegenwart „gemütlich“ eingerichtet.³⁰³ Passend dazu blickt der Historiker dann auch gleich darauf, wie unsere Nachfahren diese Epoche beurteilen werden:

„Aus der Perspektive der Nachgeborenen leben wir in einer Zeit des elektrifizierten Biedermeier. Unsere Zeit hat keine klaren Zukunftsperspektiven mehr. Wir versuchen uns die Gegenwart so angenehm wie möglich zu machen, und wenn Zukunft ins Spiel kommt, dann allenfalls als Dystopie, als negative Utopie und Sorge vor einer unbeherrschbaren Welt von morgen. Die Idee des Fortschritts macht uns eher Angst als Hoffnung, und wir leben nicht mehr mit dem Credo des Fortschrittszeitalters, dass unsere Kinder es dereinst besser haben werden.“

Trifft diese Analyse zu, wäre das verheerend, denn ein tatsächlicher Eintritt des Basisszenarios – sprich ein weiteres Jahr des „wirtschaftlichen Biedermeiers“ – würde nach

294 S. näher dazu bei Wikipedia, „SARS-Pandemie 2002/2003“, abrufbar unter: https://de.wikipedia.org/wiki/SARS-Pandemie_2002/2003.

295 S. dazu schon den kritischen Ausblick bei ZeroHedge, „On the Edge Of A Precipice – A Challenging Decade Is Upon Us“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/markets/edge-precipice-challenging-decade-upon-us>.

296 Vgl. dazu auch Project Syndicate, „The Global Economy’s Luck May Run Out“, abrufbar unter: <https://www.project-syndicate.org/commentary/global-economy-outlook-2020-and-five-years-out-by-mohamed-a-el-erian-2019-12> (El-Erian).

297 So auch SPON, „Unruhe ist die neue Normalität“, abrufbar unter: <https://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/globale-konjunktur-unruhe-ist-die-neue-normalitaet-a-1291328.html>.

298 S. dazu Bloomberg, „It’s Groundhog Day for Markets Again“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-11-01/markets-caught-in-disaster-loop-headlights-authors-newsletter-k2fobuvy>.

299 S. vertiefend hierzu nur New Yorker, „The Minsky Moment“, abrufbar unter: <https://www.newyorker.com/magazine/2008/02/04/the-minsky-moment>.

300 Financial Times, „Cracks are opening in the global monetary system“, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/271f4a2e-17d5-11e9-9e64-d150b3105d21>; gute Zusammenfassung bei Think Beyond The Obvious, „FT: Die globale Geldordnung ist am Ende“, abrufbar unter: <https://think-beyondtheobvious.com/stelters-lektuere/ft-die-globale-geldordnung-ist-am-ende/>.

301 S. dazu nur The Guardian, „IMF boss says global economy risks return of Great Depression“, abrufbar unter: <https://amp.theguardian.com/business/2020/jan/17/head-of-imf-says-global-economy-risks-return-of-great-depression>; ZeroHedge, „IMF Chief Warns Global Economy Faces New ‘Great Depression’“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/geopolitical/imf-chief-warns-global-economy-faces-global-depression>.

302 Prof. Dr. Sabrow (HU Berlin) in Redaktionsnetzwerk Deutschland, „Die Zwanziger Jahre sind ein im Nachhinein geschaffener Mythos“, abrufbar unter: <https://www.rnd.de/politik/die-zwanziger-jahre-sind-ein-im-nachhinein-geschaffener-mythos-LAS3I32LZBCWPFDZYI7K7M3ZE.html>.

303 So fürchteten sich nach der oben zitierten R+V-Studie (R+V, „Die Ängste der Deutschen 2019“, abrufbar unter: <https://www.ruv.de/presse/aengste-der-deutschen>) zumindest im Spätsommer 2019 – also zu einem Zeitpunkt, an dem ich vollmundig verkündet hatte, dass die „Krise jetzt Mainstream“ sei (vgl. Legonomics, „Morning Briefing – 29.7.2019 – neue Vorsätze“, abrufbar unter: <https://legonomics.de/2019/07/29/morning-briefing-29-juli-2019-neue-vorsaeetze/>) – nur 25 % der Deutschen vor einer Rezession!

diesem Verständnis zu einer Vertiefung der fatalistischen Grundhaltung bis hin zu totaler Resignation führen. Damit hätten nicht nur die Notenbanken sich selber in eine ausweglose Lage manövriert, sondern auch gleich die Weltwirtschaft. Dementsprechend dürfte dann der Willen und die geistige Fähigkeit der Menschen, sich aus diesem Dilemma zu befreien, beständig sinken. Bedenkt man, dass nach *Ludwig Erhard* „Wirtschaft zu 50 Prozent Psychologie“ ist, dann ist die Feststellung der psychologischen Lähmung unserer Generation im Angesicht der Krise noch viel schlimmer, als die Krise selbst („Stell dir vor, es ist Krise und keinen interessiert’s“)

Dabei kommt man allerdings nicht umhin, sich Gedanken über das aktuelle „*mind-set*“ der Eliten zu machen. Führende Persönlichkeiten der Welt (und dazu rechne ich die zuvor zitierte Chefin des *IWF*) dürfen sich nicht darauf beschränken, zu warnen. Sie müssen vielmehr führen. Tun sie das nicht, machen sie sich selber obsolet – und werden vom berühmt-berühmtesten „starken (alten weißen) Mann“ verdrängt. Und genau das passiert gerade – wie man sehr deutlich am Beispiel der Wahl von *Mr. Trump* in den USA festmachen kann.

VII. Was könnte man besser machen?

Vor dem Hintergrund dieser – kurzfristig fatalistischen, aber bereits mittelfristig eher pessimistischen – Prognose stellt sich natürlich die Frage, was die „führenden Persönlichkeiten“ denn tun könnten, um ein „Untergangs-Szenario“ abzuwenden. Bei der Vorbereitung dieser Prognose stieß der *Verfasser* auf mehrere Artikel,³⁰⁴ die ihn – in ihren grundsätzlichen Feststellungen – erschreckend an die „Ruck-Rede“ des damaligen Bundespräsidenten *Roman Herzog* aus dem Jahr 1997³⁰⁵ erinnerten. Bei der Lektüre kann einen durchaus das Gefühl beschleichen, dass die Kernanliegen dieser Rede durchaus noch aktuell sind. Dementsprechend könnten sich die „führenden Persönlichkeiten“ an den Grundsätzen dieser Rede orientieren. Es würde erneut den Rahmen dieses Artikels sprengen, sich auch nur ansatzweise mit Lösungsmöglichkeiten für die aktuelle Situation zu beschäftigen. An dieser Stelle deswegen nur ein paar wenige Ansätze:³⁰⁶

So ist „Resilienz“ zwar neben „Agilität“ eines der *Buzz-Words* der letzten Dekade, das als Worthülse längst totgeritten ist, aber als Konzept nicht nur angesichts des Klimawandels immer wichtiger werden dürfte.³⁰⁷ Die Ausbildung einer Resilienz von Institutionen, aber auch der Bevölkerung dürfte unabdingbar sein, schon um die „gesellschaftliche Reorientierung“ weg von populistischen, hin zu konstruktiven Lösungen zu befördern. Doch, wie füllt man dieses *Buzz-Word* nun mit sinnvollen Inhalten?

Wohl nicht ganz zu Unrecht weist z.B. *Horx* darauf hin, dass Europa gerade aus seiner Chaotik durchaus Elemente von Antifragilität (sprich „Resilienz“) bezieht.³⁰⁸ Gerade die vielfach erhobene Forderung nach „mehr Europa wagen“³⁰⁹ – weg von kleinteiligen, aber einzelwirksamer Systemen hin zu einem zentralistischen Staat – mag deswegen ein Schritt in die falsche Richtung sein. Vielleicht könnte man den *Brexit* dazu nutzen, diese Resilienz der einzelnen europäischen

Staaten zu stärken, anstatt mehr Macht nach Brüssel zu transferieren.

Unabhängig davon könnte man in Deutschland – sozusagen als Vorreiter – bereits etliche Maßnahmen umsetzen. So wird Deutschland zur Gewinnung nicht nur von Resilienz, sondern ganz praktisch gegen den fortschreitenden Klimawandel und für eine verminderte Abhängigkeit von Einfuhren fossiler Brennstoffe die festgefahrene Energiewende wieder in Schwung bringen müssen. Ebenfalls nicht nur im Hinblick auf den Umgang mit dem Klimawandel wird man auch ein ressourcenschonendes, (Plastik-)Müll vermeidendes, Wachstum anstreben müssen.³¹⁰

Daneben wird man sich auf den (die Konjunktur jetzt schon maßgeblich stützenden) Binnenkonsum als Pfeiler der deutschen Wirtschaft rückbesinnen müssen und die Quote des Außenhandels am deutschen BIP, die von 43 % im Jahr 1997 auf über 70 % (!) im Jahr 2017 angestiegen ist³¹¹ auf ein auch für die Weltwirtschaft erträgliches Maß herunterschrauben müssen. Dieser Schritt wird umso einfacher werden, als die Exporte sowieso aufgrund des allgemeinen Trends zur De-Globalisierung und der Handelsstreitigkeiten zurückfallen. Natürlich wird man diesen Wandel über Jahre strecken müssen, aber, eine Stärkung des Konsums und der Kaufkraft der (mittelständischen) Bundesbürger ist schon erforderlich, um weitere soziale Verwerfungen und damit eine Stärkung extremer Parteien zu vermeiden. Dementsprechend wird man auch in Deutschland nicht umhinkommen, die Einkommens- und Vermögensverteilung politisch neu zu verhandeln.³¹² Die derzeitigen Ansätze dazu in der SPD mögen unbeholfen sein,

304 Die Welt, „Wo ist das Wir-Gefühl im Merkel-Land?“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/debatte/plus184438428/Claus-Strunz-Wo-ist-der-deutsche-Teamgeist.html>; SPON, „Deutschland, ein Wirtschaftsmärchen“, abrufbar unter: <https://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/deutschland-ein-wirtschaftsmaerchen-a-1302516.html>.

305 Roman Herzog, „Aufbruch ins 21. Jahrhundert“, abrufbar unter: http://www.bundespraesident.de/SharedDocs/Reden/DE/Roman-Herzog/Reden/1997/04/19970426_Rede.html.

306 Für weitere, s. nur Bloomberg „Optimist’s Guide to 2020“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/graphics/optimists-guide-to-2020/>.

307 S. dazu nur *Talib*, Antifragilität; *Horx*, Zukunft wagen; *Harari*, 21 Lektionen für das 21. Jahrhundert.

308 *Horx* (Fn. 307), S. 246.

309 S. statt vieler die Antrittsrede von *Joachim Gauck* als Bundespräsident am 22.3.2012, abrufbar unter: <http://www.bundespraesident.de/SharedDocs/Reden/DE/Joachim-Gauck/Reden/2012/03/120323-Vereidigung-des-Bundespraesidenten.html>.

310 S. dazu nur *NZZ*, „Kapitalismus = Wachstumszwang = Ressourcenverschleiss. Diese Gleichung ist falsch“, abrufbar unter: <https://www.nzz.ch.dn.ampproject.org/c/s/www.nzz.ch/amp/wirtschaft/mehr-wohlstand-mit-weniger-ressourcen-das-ist-keine-utopie-sondern-findet-statt-auch-in-der-schweiz-ld.1529445>.

311 Statista, „Außenhandelsquote von Deutschland von 1991 bis 2017“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/260731/umfrage/aussenhandelsquote-von-deutschland/>; s. auch Bundeszentrale für politische Bildung, „Entwicklung des deutschen Außenhandels“, abrufbar unter: <http://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52842/aussenhandel>.

312 S. dazu umfassend bei *Legonomics*, „Morning Briefing – 6.8.2019 – Mittelstand/IWF/Mittelschicht“, abrufbar unter: <https://legonomics.de/2019/08/06/morning-briefing-6-august-2019-mittelstand-ibf-mittelschicht/>.

aber das waren die ersten Schritte der „Agenda 2010“ auch. Letztere dürfte aber zu einem 14-jährigen Aufschwung in Deutschland zumindest beigetragen haben.³¹³

Aus Sicht des Wirtschaftsrechts könnte man (neben den o.g. Bemühungen zur Schaffung einer „Sanierungskultur“) die deutsche Wirtschaft auch resilienter gestalten, indem man die Möglichkeit von Aktienrückkäufen von Kapitalgesellschaften erneut – wie vor 1998 – stark beschränkt.³¹⁴ Hierdurch würde die Eigenkapitalquote gerade börsennotierter Unternehmen nachhaltig gestärkt – und sie damit resistenter gegen einen Abschwung. Dies wäre daneben ein erster Schritt, um eine bewusste „Rückabwicklung“ der auch durch das Credo des „Shareholder Value“³¹⁵ verursachten „Financialisation“ einzuleiten.

Den meisten dieser Vorschlägen – und den vielen anderen, die hier nicht genannt werden können – ist inhärent, dass sie weder schnell umsetzbar sind, noch nach ihrer Umsetzung unmittelbar Wirkung entfalten. Auch dürften die Profiteure der bisherigen Vorgehensweise dagegen Sturm laufen und es gilt, eine bislang eher indifferente Bevölkerung für die Reformen zu gewinnen. Aber das Umsteuern muss jetzt erfolgen, ansonsten könnten auf die „goldenen 20er“ schneller, als uns lieb ist, die „bleiern 30er“ folgen.³¹⁶

VIII. Fazit

Wie in diesem Artikel ausführlich argumentiert, dürfte 2020 im wahrscheinlichsten Fall ein weiteres Jahr im unendlich erscheinenden Zeitalter des „wirtschaftlichen Biedermeiers“ werden, gepaart mit zunehmenden „wirtschaftlichen Ängsten, die auf politische Fragilität“³¹⁷ treffen. Insgesamt dürfte die Welt mit 2,5 %, die USA mit knapp 2 %, China mit unter 6 % und Deutschland mit unter 0,5 % wachsen. Auch dieses Wachstum wird aber eher durch Steuerungsmaßnahmen seitens der Zentralbanken, denn durch generisches Wachstum der Wirtschaft selbst erzeugt werden. Schon das Basisszenario wird unter Naturphänomenen, wie Dürren und *El Nino* leiden; sollte es zu größeren Natur-Katastrophen kommen, dürfte das Basisszenario negativ beeinflusst werden. In einer (mit einer Eintrittswahrscheinlichkeit von 30 % zu beziffernden) nicht-abgefederten Bankenpleite liegt das größte Risiko

der „Financialisation“ für 2020. Quasi als „Joker“ könnte in 2020 die aktuelle Corona-Pandemie für eine wesentliche Verschlechterung des Basisszenarios sorgen. Höchstwahrscheinlich kann aber nur die kumulierte Verwirklichung verschiedener Risiken die bestehende „Metastabilität“ erschüttern.

In Kontrast zu der eher „blutleeren“ wirtschaftlichen Entwicklung, die durch zunehmende Risiken gefährdet wird, nimmt nicht nur der *Verfasser*³¹⁸ aktuell eher eine Verdrängungshaltung, vielleicht sogar Fatalismus, gegenüber den daraus bereits mittelfristig drohenden Folgen wahr. In 2020 wird es deswegen maßgeblich darauf ankommen, sowohl mental, als auch mit realen Schritten, den verschiedenen potenziellen Krisen zu begegnen – bevor sie sich realisieren. Vielleicht braucht es ja eine Greta zur Rettung des Kapitalismus, die mit einer „Ruck-Rede“ dem Fatalismus im Land entgegen tritt?

313 S. dazu auch die Anregungen in der Süddeutschen Zeitung, „Deutschland braucht eine Agenda 2040“, abrufbar unter: <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/merkel-reformen-agenda-2010-1.4569431>.

314 Für diese (und weitere Vorschläge) s. nur Legonomics, „Morning Briefing 21.5.2019 – ‚Problemzonen‘//KonTraG//Glass-Steagall“, abrufbar unter: <https://legonomics.de/2019/05/21/morning-briefing-21-mai-2019-problemzonen-kontrag-glass-steagall/>.

315 S. näher zu diesem Prinzip bei Wikipedia, „Shareholder Value“, abrufbar hier: https://en.wikipedia.org/wiki/Shareholder_value; führende US-Wirtschaftslenker haben diesem Prinzip erst 2019 öffentlich abgeschworen, s. nur Forbes, „America’s CEOs Seek a New Purpose for the Corporation“, abrufbar unter: <https://fortune.com/longform/business-roundtable-ceos-corporations-purpose/>.

316 So zumindest Ray Dalio, „The Next Logical Steps In A Dangerous Journey To War, The 1935-45 Analog“, Zerohedge, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/geopolitical/dalio-next-logical-steps-dangerous-journey-war-1935-45-analog>.

317 So das von Control Risks identifizierte „Top 4-Risiko“ („Economic anxiety meets political fragility“), abrufbar unter: <https://www.controlrisks.com/risknap/top-5-risks/economic-anxiety-meets-political-fragility>.

318 Z.B. auch Think Beyond The Obvious, „Die Deutschen verdrängen die bittere ökonomische Realität“, abrufbar unter: <https://think-beyondtheobvious.com/stelters-lektuere/die-deutschen-verdraengen-die-bittere-oekonomische-realitaet/>.