

ZInsO-Aufsätze

2018 – Cassandras Blick in die Glaskugel

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

The market can remain irrational longer than you can remain solvent. (John M. Keynes)

Das Jahr 2016 hat mit dem Brexit, der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten und dem Siegeszug der AfD neben politischen Problemen erneut aufgezeigt, dass Prognosen ziemlich schwer sind, insbesondere, wenn sie die Zukunft betreffen, um ein Mark Twain zugeschriebenes Bonmot zu bemühen.

Im Gegensatz zu diesen „katastrophalen Ereignissen“ und entgegen der zumeist kritischen Vorhersagen für das Jahr¹ wirkte 2017 dann eher „bieder“.² Die wirtschaftliche Entwicklung war weltweit fast durchwegs positiv (mit der prominenten Ausnahme Venezuelas).³ Politisch waren einige „Erdbeben“ zu verzeichnen, wie z.B. die „Palastrevolte“ in Saudi Arabien.⁴ Häufig spielten sich die maßgeblichen Ereignisse jedoch als Folge von politischen „Erdbeben“ ab, die bereits zuvor für Furore sorgten. So führten die Verhandlungen um den Brexit⁵ oder die gerichtlichen Auseinandersetzungen über den von Donald Trump verhängten Einreisestopp⁶ zu teils heftigen öffentlichen Diskussionen. Derzeit ist aber selbst in England ein negativer Effekt des Brexit nur in Teilbereichen absehbar und die Wirtschaftsdaten der USA sind seit der Wahl von Trump eher noch besser als vorher.

I. Prognosen 2017 – wie war die Trefferquote?

Weder ist die in einem im September 2016 an dieser Stelle erschienen Artikel⁷ vorhergesagte Rezession bis Ende 2017 eingetreten noch ist eine solche in Sicht (sieht man mal von allgemeinen Gefühlen des Unwohlseins ab⁸). Auch wenn andere „Cassandras“ mit ihren Prognosen ähnlich danebenlagen,⁹ stellt sich die Frage, woran die eigene Fehlprognose lag, wenn sich die Parameter, an der sie damals festgemacht wurde, nicht geändert haben (also vor allen Dingen die Verschuldung, s. dazu weiter unten).

Bei der damaligen Prognose wurde zunächst der Einfluss der Zentralbanken, insbesondere die Auswirkungen ihrer mittlerweile konzertiert wirkenden Aktionen, unterschätzt und die Fragilität der Finanzmärkte überschätzt. Spätestens seit sich die (noch) amtierende Präsidentin des *Federal Reserve Systems*, kurz Fed, Janet Yellen, im Sommer dieses Jahres zu der Aussage verstieg, dass wir „zu unseren Lebzeiten keine Finanzkrise mehr erleben werden“,¹⁰ dürfte klar sein, dass die Zentralbanken meinen, den „heiligen Gral“ der Finanzmarktstabilität gefunden zu haben. Und die wirtschaftliche Entwicklung gibt ihnen zumindest bislang Recht.

Daneben wurde die Wirkung der zuvor genannten – mit diversen Befürchtungen verbundenen – Ereignisse (Brexit, Trump) überschätzt – sie stellten eben nicht die befürchtete „Katastro-

phe“ dar. Im Endeffekt bedeutet dies, dass die Finanzmärkte durch die Politik der Zentralbanken den Zustand einer „Meta-stabilität“ erreicht haben, der nur durch ein noch „katastropha-

¹ „Forecasting the world in 2017“, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/dc8bc230-c858-11e6-8f29-9445cac8966f>.

² So auch die Einschätzung von Goldman Sachs, „Goldman Sachs says if you thought 2017 was surprisingly good, just wait for 2018“, abrufbar unter: <https://www.cnbc.com/2017/11/17/goldman-sachs-says-2017-was-surprisingly-good.html>.

³ S. dazu z.B. NZZ, „Venezuela droht die größte Staatspleite der Weltgeschichte“, abrufbar unter: <https://www.nzz.ch/finanzen/raetseln-ueber-venezuelas-pleite-ld.1327563>; Die Zeit, „Russland gewährt Aufschub für venezolanische Schulden“, abrufbar unter: <http://www.zeit.de/wirtschaft/2017-11/venezuela-russland-umschuldung-nicolas-maduro>; s. generell unter: <http://www.zeit.de/thema/venezuela>.

⁴ Der Spiegel, „Morgen ein König“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/politik/ausland/saudi-arabien-kronprinz-mohammed-raeunt-rivalen-aus-dem-weg-a-1176677.html>.

⁵ S. zuletzt die Meldung über einen ersten „Durchbruch“ bei den Verhandlungen, etwa in <http://www.sueddeutsche.de/politik/grossbritannien-und-eu-erster-durchbruch-bei-brexit-verhandlungen-1.3783599>.

⁶ S. zuletzt zur Entscheidung des *US-Supreme Courts*: <http://www.faz.net/aktuell/politik/trumps-praesidentschaft/usa-oberstes-gericht-erlaubt-trumps-einreiseverbot-15325006.html>.

⁷ Beissenhirtz, ZInsO 2016, 1778.

⁸ Wirtschaftswoche, „Die wankende Wachstumswirtschaft“, abrufbar unter: <http://www.wiwo.de/politik/europa/knauss-kontert-die-wankende-wachstumswirtschaft/20600752.html>; The Guardian, „Heretics welcome! Economics needs a new Reformation“, abrufbar unter: <https://www.theguardian.com/business/2017/dec/17/heretics-welcome-economics-needs-a-new-reformation>, mit Hinw. auf The New Weather Institute, „33 Thesis for an Economic Reformation“, abrufbar unter: <http://www.newweather.org/wp-content/uploads/2017/12/33-Theses-for-an-Economics-Reformation.pdf>.

⁹ S. auch: Die Welt, „Das grandiose Scheitern der Crash-Propheten“, 2014, abrufbar unter: <https://www.welt.de/finanzen/geldanlage/article131318393/Das-grandiose-Scheitern-der-Crash-Propheten.html>.

¹⁰ Reuters, „Fed's Yellen expects no new financial crisis in 'our lifetimes'“, abrufbar unter: <https://www.reuters.com/article/us-usa-fed-yellen/feds-yellen-expects-no-new-financial-crisis-in-our-lifetimes-idUSKBN19215>; kritisch dazu z.B. Forbes, „There Is No Excuse For Janet Yellen's Complacency“, abrufbar unter: <https://www.forbes.com/sites/stevekeen/2017/06/28/there-is-no-excuse-for-janet-yellens-complacency/#6f90768b430e>.

* Der Autor ist Partner der CIC Consultingpartner GmbH, Lehrbeauftragter der Hochschule Landshut und bloggt regelmäßig zu Wirtschaftsthemen unter <https://tegonomics.de>. Eine pointiertere Version dieser Jahresprognose ist unter <https://tegonomics.de/stell-dir-vor-es-ist-der-31-dezember-2018> abrufbar. Der Beitrag befindet sich redaktionell auf dem Stand vom 20.1.2018. Nach diesem Zeitpunkt eingetretene Änderungen konnten nicht mehr berücksichtigt werden.

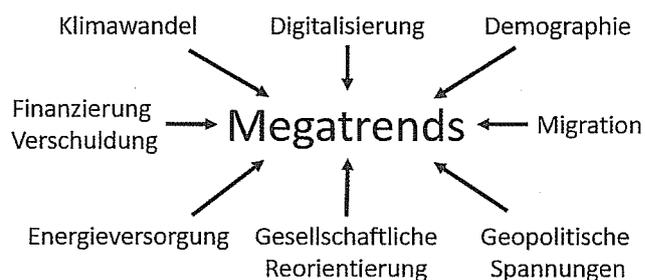
¹ S. nur: Eurasia Group, „Top Risks 2017“, abrufbar unter: https://www.eurasiagroup.net/files/upload/Top_Risks_2017_Report.pdf; Bloomberg, „The Pessimist's Guide to 2017“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/graphics/pessimists-guide-to-2017/>; Financial Times, →

leres“ Ereignis zerstört werden kann,¹¹ als die des Brexit oder der Wahl *Trumps*. Bis dahin ist der „normale“ Konjunkturverlauf ausgehebelt und es gilt „The New Normal“.¹²

II. Wie geht es 2018 weiter?

Auch für 2018 grassiert wieder die „Prognostitis“ – alle möglichen Institutionen geben ihre (mehr oder minder positiven) Jahresprognosen ab.¹³ Nachfolgend wird versucht, unter Berücksichtigung dieser Prognosen eine eigene Vorschau für die wirtschaftliche Entwicklung 2018 zu erarbeiten. Dabei sollen einige langfristige globale Trends, ihre Wirkungen auf die deutsche Wirtschaft (einschließlich der deutschen Restrukturierungsbranche) wie auch potenzielle Risiken berücksichtigt werden.

1. Langfristige Trends



Die in der Grafik dargestellten langfristigen Trends sind weder neu noch besonders originell.¹⁴ Gleichwohl sollte man sie sich auch für die eher kurzfristige Prognose des kommenden Jahres vergegenwärtigen – denn auch diese langfristigen Trends materialisieren sich irgendwann.¹⁵ So hat z.B. der „demografische Faktor“ längst die Arbeitsplatz- und Ausbildungssituation in Deutschland erreicht¹⁶ – da ändern auch die jüngsten Migrationswellen nichts mehr.

Für die Prognose für das Jahr 2018 wird beispielhaft der Megatrend der „Finanzierung/Verschuldung“ und die daraus folgenden Sub-Trends der ungleichen Verteilung von Vermögen und Einkommen und der „Zombifizierung“ der Wirtschaft herausgegriffen – schlicht, weil die Auswirkung dieses Trends den Ausgang bereits des Jahres 2018 fundamental beeinflussen könnte. Denn schon 2016 hatte die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ, sozusagen die Zentralbank der Zentralbanken) vor einer „riskanten Dreierkonstellation“ gewarnt, nämlich der Kombination aus einem ungewöhnlich niedrigen Produktivitätswachstum, globalen Schuldenständen von historischem Ausmaß und einem äußerst engen wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum, der die Weltwirtschaft höchst anfällig mache.¹⁷ Die Trends der Verschuldung, der ungleichen Vermögensverteilung und der „Zombifizierung“ der Wirtschaft werden diese riskante Dreierkonstellation zumindest langfristig auf die Spitze treiben.

2. Finanzierung/Verschuldung

Die Verschuldungslage¹⁸ hat sich seit der letzten Prognose eher noch verschlechtert: So hat die Staatsverschuldung seit dem Beginn der Finanzkrise bis zum Jahr 2016 (letzte verfü-

bare Zahlen) weltweit auf über 60 Billionen \$ zugenommen,¹⁹ die Gesamtverschuldung der Welt betrug Ende des dritten Quartals 2017 wahrscheinlich rd. 233 Billionen \$ und damit das Dreifache des weltweit erwirtschafteten Bruttoinlands-

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

12 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/>.

13 S. bspw.: Eurasia Group, „Top Risks 2018“, abrufbar unter: <https://www.eurasiagroup.net/issues/top-risks-2018>; gute Zusammenfassung bei Finanzen100, „2018 droht eine geopolitische Krise vom Ausmaß der 2008er-Finanzkrise“, abrufbar unter: https://www.finanzen100.de/finanznachrichten/wirtschaft/researchfirma-warnt-2018-droht-eine-geopolitische-krise-vom-ausmass-der-2008er-finanzkrise_H805263230_528117/; Deutsche Bank, „10 Prognosen für das Jahr 2018“, abrufbar unter: https://www.deutschebank.de/pfb/content/markt-und-meinung_10-prognosen-fuer-das-jahr-2018.html; DIHK – Konjunkturumfrage | Herbst 2017: https://www.dihk.de/resources/downloads/dihk-konjunkturumfrage-10-2017/at_download/file?mdate=1508398279941; s. dazu auch Der Spiegel, „DIHK rechnet mit 600.000 neuen Jobs“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/dihk-rechnet-2018-mit-600-000-neuen-jobs-a-1175721.html>; Carter, in: Bloomberg, „13 Things to Look Forward To (or Fear) in 2018“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/view/articles/2017-12-29/13-things-to-look-forward-to-or-fear-in-2018>; Bloomberg, „The Pessimist’s Guide to 2018“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/graphics/pessimists-guide-to-2018/>; Goldman Sachs, in: Bloomberg, „Goldman ‘Pretty Optimistic’ for 2018 Despite China Debt Unknowns“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-11-21/goldman-pretty-optimistic-for-2018-despite-china-debt-unknowns>; SocGen, in: Zerohedge, „Get Ready For The End Of Goldilocks – SocGen’s 7 Key Calls For 2018“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-01-03/get-ready-end-goldilocks-socgens-7-key-calls-2018>; Handelsblatt, „Bitcoin bricht ein, Fed verliert die Unabhängigkeit“, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/provokanter-blick-auf-2018-bitcoin-bricht-ein-fed-verliert-die-unabhaengigkeit/20701628.html>; Zerohedge, „The 10 Most Interesting Predictions From 2018 Forecasts“, abrufbar unter: [http://www.zerohedge.com/news/2017-12-22/2018-prediction-roundup-midterms-mobile-tech-managed-care; Weik/Friedrich, in: Focus Money, „Der Euro ist gescheitert: Wirtschaftsprognosen für Europa“, abrufbar unter: \[https://www.focus.de/finanzen/experten/so-geht-es-ab-2018-weiter-der-euro-ist-gescheitert-wirtschaftsprognosen-fuer-europa_id_8150833.html\]\(https://www.focus.de/finanzen/experten/so-geht-es-ab-2018-weiter-der-euro-ist-gescheitert-wirtschaftsprognosen-fuer-europa_id_8150833.html\).](http://www.zerohedge.com/news/2017-12-22/2018-prediction-roundup-midterms-mobile-tech-managed-care; Weik/Friedrich, in: Focus Money, „Der Euro ist gescheitert: Wirtschaftsprognosen für Europa“, abrufbar unter: https://www.focus.de/finanzen/experten/so-geht-es-ab-2018-weiter-der-euro-ist-gescheitert-wirtschaftsprognosen-fuer-europa_id_8150833.html)

14 S. hierzu z.B. bei Westkämper, „Struktureller Wandel durch Megatrends“, 2013, abrufbar unter: http://www.springer.com/cda/content/document/cda_downloadaddocument/9783642202582-c_1.pdf?SGWID=0-0-45-1423602-p174129788.

15 S. hierzu z.B. „A Decade of Disruption: Ten Stories of Change across ten years“, abrufbar unter: <https://thisiscaffeine.com/blog/inspiration/decade-disruption-ten-stories/>.

16 S. hierzu nur die Bertelsmann-Studie, „Entwicklung der Berufsausbildung in Klein- und Mittelbetrieben“, 2017, abrufbar unter: https://www.bertelsmann-stiftung.de/fileadmin/files/BSt/Publikationen/GrauePublikationen/Entwicklung_Berufsausbildung_2017.pdf.

17 86. Jahresbericht der Bank für Zahlungsausgleich, Basel, 2016, abrufbar unter: https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2016_1_de.pdf.

18 So auch David Stockman, in: Zerohedge, „Stockman Exposes ‘The Black Swan In Plain Sight’ – Debt Out The Wazoo“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2017-11-07/black-swan-plain-sight-debt-out-wazoo>; Daniel Stelter schreibt einen Blog, der sich praktisch nur um die Facetten dieses Themas dreht: <https://think-beyondtheobvious.com>; auch die BIZ sieht es ähnlich, s. Der Spiegel, „Oberste Zentralbank sieht Parallelen zu letztem Crash“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/biz-warnt-indirekt-vor-neuer-finanzkrise-a-1181646.html>.

19 The Economist, „The global debt clock“, abrufbar unter: http://www.economist.com/content/global_debt_clock (Stand: 11.12.2017).

produktes.²⁰ Um die Geschwindigkeit und den Umfang der Neuverschuldung zu verdeutlichen, sei nur auf den Sprung in der Neuverschuldung der USA um 723 Mrd. \$ innerhalb von nur 12 Wochen verwiesen, nachdem die sog. „*Debt Ceiling*“ suspendiert worden war.²¹ Diese innerhalb kürzester Zeit aufgenommene Neuverschuldung der USA beläuft sich auf mehr als ein Drittel der gesamten Staatsverschuldung Deutschlands.²² Auch wenn man schon angesichts der unterschiedlichen Bevölkerungszahlen und Arten der Staatsfinanzierung mit derartigen Vergleichen vorsichtig umgehen sollte, sprengt der Umfang der Neuverschuldung doch die Vorstellungskraft – dementsprechend besorgt, äußerte sich *Janet Yellen* auch dazu. Laut des *Allianz Global Wealth Reports* „stiegen 2016 die Verbindlichkeiten der privaten Haushalte weltweit mit 5,5 % so stark wie seit 2007 nicht mehr. Erstmals seit dem Jahr 2009 wuchsen die Schulden damit auch wieder schneller als die nominale Wirtschaftsleistung, wodurch sich die globale Schuldenstandsquote (Verbindlichkeiten in Prozent des BIP) um einen knappen Prozentpunkt auf 64,6 % erhöhte.“²³ Insgesamt darf bezweifelt werden, dass diese nationalen wie supranationalen Schuldenberge je abgetragen werden können – dies ist die ultimative Blase.²⁴ Dementsprechend machen sich internationale Organisationen, wie die OECD,²⁵ der Internationale Währungsfonds (IWF)²⁶ oder die BIZ²⁷ auch Gedanken über den Umgang mit diesem Problem.

3. Politik der Zentralbanken

Vielleicht auch angesichts dieser Schuldenlast scheinen die nationalen Notenbanken mittlerweile in eine Art „geldmarktpolitische Planwirtschaft“ abzudriften – wenn man sich bspw. anschaut, wie die Japanische Zentralbank (Bank of Japan – BOJ) versucht, die „Zinskurve zu kontrollieren“.²⁸

Zu denken gibt in diesem Zusammenhang das Eingeständnis führender Fed-Funktionäre, dass man eigentlich keine Ahnung habe, wie die angestrebte Inflation eigentlich ausgelöst werde.²⁹ Angesichts der Argumentation, wie wichtig die Inflation sei und dass man diese mit „*Quantitative Easing*“³⁰ und „*ZIRP*“³¹ oder „*NIRP*“³² signifikant steigern könne,³³ stellt nicht nur die renommierte *Financial Times* gegenüber den Zentralbanken die Vertrauensfrage.³⁴ Auch weil die zuvor zitierte Äußerung *Yellens* fatal an die des renommierten US-Ökonomen *Irving Fischer* kurz vor dem Börsencrash 1929 erinnert, wonach „die Aktienkurse ein permanent hohes Niveau“ erreicht hätten,³⁵ stellt sich die Frage, ob die Zentralbanken tatsächlich die Situation kontrollieren oder sich und ihre Rolle schlicht überschätzen. Wird also die nächste Krise durch eine Fehlsteuerung der Zentralbanken ausgelöst? Und: Wer rettet dann die Zentralbanken?

Vielleicht auch in Anerkennung der eigenen Grenzen versuchen die Notenbanken seit 2017 – in variierender Intensität – aus den verschiedenen Maßnahmen der „lockeren Geldpolitik“ auszusteiern. So hat *Janet Yellen* zu ihrem Abschied als Präsidentin der Fed noch einmal die Leitzinsen erhöht (der Korridor liegt seit dem 13.12.2017 nun bei 1,25 – 1,5 %) und die Äuguren erwarten, dass in 2018 auch zumindest drei, wenn nicht sogar vier Zinserhöhungen folgen werden.³⁶ Mithin wäre das Zinsniveau der Fed dann Ende 2018 bei bis zu 2,50 % angelangt.³⁷ Da nach den bisherigen Plänen die EZB in abseh-

- 20 Nach Bloomberg, „Global Debt Hits Record \$ 233 Trillion“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-05/global-debt-hits-record-233-trillion-but-debt-to-gdp-is-falling>; s. auch: BusinessInsider, „Global debt is around 3 times the size of the world economy – and it shows no sign of slowing down“, abrufbar unter: <http://www.businessinsider.de/global-debt-growth-2017-9?r=US&IR=T>; Reuters, „Worldwide debt more than triple economic output as central bank shift looms“, abrufbar unter: <https://www.reuters.com/article/us-global-debt-iif/worldwide-debt-more-than-triple-economic-output-as-central-bank-shift-looms-idUSKBN1CUIV9>; Zerohedge, „Global Debt Hits A New Record High Of \$217 Trillion; 327 % Of GDP“, abrufbar unter: <http://www.zerohedge.com/news/2017-06-29/global-debt-hits-new-record-high-217-trillion-327-gdp> (Stand: Juni 2017).
- 21 Wolfstreet, „US Gross National Debt Jumps \$723 billion in 12 Weeks, Yellen ‚Very Worried about Sustainability of US Debt Trajectory‘“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2017/11/30/us-gross-national-debt-jumps-723-billion-in-12-weeks-yellen-very-worried-about-sustainability-of-us-debt-trajectory/>.
- 22 Handelsblatt, „Deutsche Staatsschulden sinken unter zwei Billionen Euro“, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/niedrigste-verschuldung-seit-jahren-deutsche-staatsschulden-sinken-unter-zwei-billionen-euro/19996054.html>; s. auch „Schuldenuhr“, abrufbar hier: <https://www.gold.de/staatsverschuldung-deutschland/>.
- 23 Pressemeldung zum Allianz Global Wealth Report, abrufbar unter: https://www.allianz.com/de/presse/news/studien/170927_allianz-global-wealth-report-2017/.
- 24 S. dazu auch Real Investment Advice, „Is this The Bubble?“, abrufbar unter: <https://realinvestmentadvice.com/is-this-the-bubble/>; Zerohedge, „The Debt Beneath“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-01-04/debt-beneath>.
- 25 OECD, „Resilience in a time of high debt“, abrufbar unter: <http://www.oecd.org/eco/outlook/Resilience-in-a-time-of-high-debt-november-2017-OECD-economic-outlook-chapter.pdf>.
- 26 IMF, „Global Financial Stability Report“, abrufbar unter: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2017/09/27/global-financial-stability-report-october-2017#Summary>; s. auch die Kommentierung von *Zitelmann*, „Die Finanzkrise ist längst nicht vorbei“, abrufbar unter: <https://www.titchys-einblick.de/meinungen/die-finanzkrise-ist-laengst-nicht-vorbei/>.
- 27 Der Spiegel, „Oberste Zentralbank sieht Parallelen zu letztem Crash“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/biz-warnt-in-direkt-vor-neuer-finanzkrise-a-1181646.html>.
- 28 Die Welt, „Notenbanken eröffnen das Zeitalter der Planwirtschaft“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/finanzen/article158304673/Notenbanken-eroeffnen-das-Zeitalter-der-Planwirtschaft.html>.
- 29 Financial Times, „Fed has no reliable theory of inflation, says Tarullo“, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/a5438cce-a933-11e7-ab55-27219df83c97>.
- 30 „Quantitative Lockerung“, d.h. unkonventionelle Ausweitung der Geldbasis durch die Zentralbanken zumeist durch Aufkauf von privaten oder öffentlichen Wertpapieren. Dieser Schritt dient dazu, die langfristigen Zinsen am Anleihemarkt zu senken und zusätzliche Liquidität ins Bankensystem zu schleusen, um damit wiederum die Inflationsrate auf 2 % zu treiben, s. vertiefend hierzu: https://de.wikipedia.org/wiki/Quantitative_Lockerung.
- 31 „Zero Interest Rate Policy“ – „Null-Zins-Politik“, weitere Informationen dazu hier: https://en.wikipedia.org/wiki/Zero_interest_rate_policy.
- 32 „Negative Interest Rate Policy“ – „Negativ-Zins-Politik“, weitere Informationen dazu hier: <https://www.investopedia.com/terms/n/negative-interest-rate-policy-nirp.asp>.
- 33 S. bspw. die Stellungnahme der Bank of England dazu: <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/quantitative-easing>.
- 34 Financial Times, „Central bankers face a crisis of confidence as models fail“, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/333b3406-acc5-11e7-beba-5521c713abf4>; interessant insbesondere die Aussage: „In the words of billionaire investor *Warren Buffett*, they [the central banks] risk being the next ones to be found swimming naked when the tide goes out.“
- 35 S. dazu die aktuelle Diskussion bei Finanz und Wirtschaft, „Keine Finanzkrise mehr zu unseren Lebzeiten?“, abrufbar unter: <https://www.fuw.ch/article/nmtm-keine-finanzkrise-mehr-zu-unseren-lebzeiten/>.
- 36 Handelsblatt, „Zum Abschied eine Zinserhöhung“, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/finanzen/geldpolitik/janet-yellen-zum-abschied-eine-zinserhoehung/20710496.html>.
- 37 S. hierzu Financial Times, „Rising cheer on US economy points to series of Fed rate rises“, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/c3c988b0-dd2c-11e7-a8a4-0a1e63a52f9c>; Bloomberg, „Investors Told to Brace for Steepest Rate Hikes Since 2006“, abrufbar unter: →

barer Zeit den Leitzins nicht anheben wird, könnte die steigende Zinsdifferenz zwischen dem Euroraum und den USA (und vielleicht auch China?)³⁸ für einige Spannungen sorgen.

Ferner hat die Fed damit begonnen, das noch unter *Ben Bernanke* 2008 gestartete *Quantitative Easing*, das die Fed-Bilanzsumme auf mehr als 4,5 Billionen \$ vervierfacht hatte, wieder abzubauen, also die angekauften Wertpapiere entweder wieder zu verkaufen oder bei Fälligkeit auslaufen zu lassen (sog. „QE-unwind“).³⁹ Zwar hat auch die EZB angekündigt, das seit 2015 laufende Ankaufprogramm von bislang 60 Mrd. € im Monat ab Januar 2018 auf „nur“ noch 30 Mrd. € im Monat abschmelzen zu wollen (sog. „QE-tapering“), die Käufe sollen allerdings frühestens im Herbst 2018 auslaufen.⁴⁰ Die EZB hat im Rahmen dieses Programms mittlerweile für 2 Billionen € an Anleihen aufgekauft.⁴¹ Das Programm sollte ursprünglich im September 2016 auslaufen – und wird, selbst wenn es denn im September 2018 enden sollte – damit mehr als doppelt so lange gelaufen sein, als ursprünglich geplant. Das ursprüngliche Volumen von 1,1 Billionen € dürfte sich damit im September 2018 gegenüber den ursprünglichen Plänen ebenfalls mehr als verdoppelt haben.

Die BOJ nimmt auch bzgl. der expansiven Geldpolitik der Zentralbanken eine Sonderrolle ein. Denn die japanische Wirtschaft befindet sich seit dem Platzen einer Spekulationsblase zu Beginn der 90er Jahre des letzten Jahrhunderts nicht mehr auf einem mit den USA oder Europa vergleichbaren Wachstumspfad. Ende 2012 trat der damals neu gewählte Premier *Shinzo Abe* sein Amt mit dem Ziel an, die seit fast 3 Jahrzehnten bestehende Deflationsspirale zu durchbrechen und durch Erzeugen einer nennenswerten Inflationsrate für einen (nachhaltigen) Wirtschaftsaufschwung zu sorgen, sog. „Abenomics“.⁴² Hierzu hat die BOJ bereits 2013 begonnen, massiv Wertpapiere aufzukaufen und zwar nicht nur beschränkt auf (Staats-)Anleihen, wie die Fed und die EZB, sondern auch Aktien. Dies hat zur Folge, dass die BOJ mittlerweile maßgebliche Anteile an japanischen Firmen⁴³ sowie an ETF⁴⁴ hält. Seit Februar 2016 gilt zudem ein negativer Leitzins von -0,1 %. Letzteren will die BOJ bis auf Weiteres so belassen.⁴⁵ Stellungnahmen des Präsidenten, *Haruhiko Kuroda*, lassen auch nicht den Schluss zu, dass die BOJ in absehbarer Zeit von diesem expansiven Kurs abweichen wird.⁴⁶ Dementsprechend wird die Staatsverschuldung Japans in Relation zum BIP aktuell mit 240 % angegeben.⁴⁷

Angesichts des weltweit auf breiter Basis anziehenden Wirtschaftswachstums gehen die Auguren allgemein davon aus, dass die Zentralbanken im Jahr 2018 zumindest die angekündigten und hier nachgezeichneten Schritte einleiten werden.⁴⁸ Damit ist ein Rückgang der weltweiten Verschuldung derzeit nur durch die Maßnahmen der Fed zu erwarten (deren Politik aber möglicherweise durch die expansive Wirtschaftspolitik von Präsident *Trump* konterkariert wird). Damit wird die (konzertierte) Politik der Notenbanken aber lediglich das Tempo der Neu-Verschuldung drosseln, aber nicht die globale Schuldenkrise lösen.

4. Einkommens- und Vermögensverteilung

Nicht erst seit *Thomas Piketty's* Bestseller „Das Kapital im 21. Jahrhundert“ ist die ungleiche Vermögens- und Einkommensverteilung Dauerbrenner in der öffentlichen Diskussion.

Unabhängig von eher politisch motivierten Diskussionen über Verteilungsgerechtigkeit hat eine ungleiche Vermögens- und Einkommensverteilung nach wissenschaftlichen Untersuchungen eine Schlüsselrolle gerade bei Finanzkrisen der jüngeren Geschichte gespielt⁴⁹ und dient mithin als Krisenindikator.

Und die derzeitige Vermögens- und Einkommensverteilung weist Krisenniveau auf: Während weltweit die Vermögen wachsen,⁵⁰ gehören nach einer aktuellen Studie der nicht ge-

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-12-11/investors-told-to-brace-for-steepest-rate-hikes-since-2006>.

- 38 Die chinesische Zentralbank hat am selben Tag, wie die Fed (13.12.2017), aber relativ unbemerkt von der Öffentlichkeit den Leitzins angehoben, s. <http://www.zerohedge.com/news/2017-12-13/china-unexpectedly-hikes-rates-despite-disappointing-retail-sales-growth>.
- 39 S. näher zu den Hintergründen: Financial Times, „Fed set to press the button to unwind quantitative easing“, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/c80b6ad2-9d6d-11e7-8cd4-932067bf946>; s. auch: The Economist, „The case against shrinking the Fed's balance-sheet“, abrufbar unter: <https://www.economist.com/blogs/freeexchange/2017/09/unwinding-qe>.
- 40 Der Spiegel, „EZB leitet vorsichtige Wende bei Geldpolitik ein“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/ezb-leitet-vorsichtige-wende-bei-zinspolitik-ein-a-1174843.html>; Handelsblatt, „EZB halbiert Volumen der Anleihekäufe“, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/finanzen/geldpolitik/geldpolitik-ezb-halbiert-volumen-der-anleihekäufe/20508032.html>.
- 41 Darunter auch z.B. solche der Steinhoff-Gruppe, deren Anleihen wegen eines konzerninternen Finanzskandals mittlerweile auf Ramsch-Niveau notieren, s. Wolfstreet, „Bonds Issued by Acquirer of Mattress Firm & Sherwood Bedding Collapse after ECB Buys Them as Part of QE“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2017/12/06/new-bonds-of-steinhoff-acquirer-of-mattress-firm-sherwood-bedding-etc-collapse-just-after-the-ecb-bought-them/>.
- 42 S. dazu näher bei Nachdenkseiten, „Abenomics vs. Merkeltillismus – Japans drei Pfeile gegen die Krise“, abrufbar unter: <http://www.nachdenkseiten.de/?p=17398>.
- 43 S. Zerohedge, „Is This The Biggest Damocles Sword Hanging Over The Markets?“, abrufbar unter: <http://www.zerohedge.com/news/2017-09-13/biggest-damocles-sword-hanging-over-markets>.
- 44 S. Zerohedge, „WTF Chart Of The Day: BoJ Now Owns 75 % of Japanese ETFs“, abrufbar unter: <http://www.zerohedge.com/news/2017-09-11/wtf-chart-day-boj-now-owns-75-japanese-etfs>.
- 45 Handelsblatt, „Japans Notenbank tastet Leitzins nicht an“, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/finanzen/geldpolitik/bank-of-japan-japans-notenbank-tastet-leitzins-nicht-an/20764264.html>.
- 46 S. dazu Reuters, „BOJ to persist with monetary easing to boost inflation: Kuroda“, abrufbar unter: <https://www.reuters.com/article/us-boj-policy-kuroda/boj-to-persist-with-monetary-easing-to-boost-inflation-kuroda-idUSKBN1DD28T>.
- 47 Statista, „Japan: Staatsverschuldung von 2007 bis 2017 in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP)“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/152666/umfrage/staatsverschuldung-japans-in-relation-zum-bruttoinlandsprodukt-bip/>.
- 48 So *El-Erian*, in: Bloomberg, „Behind What Central Banks Will Do This Week?“, abrufbar unter: https://www.bloomberg.com/view/articles/2017-12-13/behind-what-central-banks-will-do-this-week?lipi=urn%3Ali%3Apage%3Ad_flagship3_feed%3B1ZnGuJXQu216C8Cehlsmg%3D%3D.
- 49 So ist für *John Kenneth Galbraith* die ungleiche Vermögens- und Einkommensverteilung die Hauptursache für den Ausbruch der Finanzkrise 1929, vgl. *J.K. Galbraith*, „Der Große Crash“, 4. Aufl. 2008, mit Vorwort von *Max Otte*, Einl., S. 7, 13; *Wisman/Baker*, „Rising Inequality and the financial crises of 1929 and 2008“, abrufbar unter: <https://www.american.edu/cas/economics/pdf/upload/2010-10.pdf>; New York Times, „Income Inequality and Financial Crises“, abrufbar unter: <http://www.nytimes.com/2010/08/22/weekinreview/22story.html>.
- 50 Allianz Global Wealth Report, abrufbar unter: https://www.allianz.com/de/press/newsstudien/170927_allianz-global-wealth-report-2017/; zit. in Der Spiegel, „Weltweites Vermögen wächst auf 169 Billionen Euro“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/reichtum-weltweites-vermoegen-waechst-auf-169-billionen-euro-a-1170114.html>.

rade im Verdacht des Klassenkampfes stehenden *Credit Suisse* mittlerweile einem Prozent der Weltbevölkerung rd. 50 % des weltweiten Vermögens.⁵¹ Laut einer neuen Studie unter Beteiligung von *Piketty* ist die Vermögensverteilung in Deutschland wieder auf dem Niveau von 1913 angekommen – mit anderen Worten, Deutschland wäre wieder so ungleich, wie zu Kaisers Zeiten.⁵² Auch wenn diese Forschungen immer wieder kritisch beleuchtet werden,⁵³ so dürfte die Grundtendenz einer zumindest sich langsam öffnenden Schere zwischen Arm und Reich doch mittlerweile unbestritten sein,⁵⁴ wie auch das nach dem sog. „Gini-Koeffizienten“⁵⁵ ermittelte Länder-Ranking⁵⁶ belegt.⁵⁷

Folge dieser ungleichen Vermögens- und Einkommensverteilung ist, dass zu viele Gelder in spekulative⁵⁸ Anlagen fließen – und damit das Finanzsystem insgesamt instabiler gestalten. Die in den *Panama-Papers*⁵⁹ und *Paradise Papers*⁶⁰ vorgefundenen Steuersparmodelle dürften ebenso symptomatisch für die mit einer wachsenden Schicht von „Super-Reichen“ einhergehende neuzeitliche Spekulationswelle sein, wie der seit Jahren anhaltende M&A-Boom.⁶¹

Man wird auch für 2018 und die Folgejahre von einem Fortschreiten der Ungleichverteilung bei den weltweiten Vermögens- und Einkommensverhältnissen ausgehen können. Folglich dürften sich auch die spekulativen Geschäfte in 2018 auf hohem Niveau bewegen, was zumindest bei ungestörtem Verlauf an noch höheren Aktienkursen und M&A-Aktivitäten abzulesen sein dürfte. Auf der anderen Seite dürfte die private Verschuldung weiter ansteigen und möglicherweise der Konsum auf breiter Basis zurückgehen (= Rezessionsindikator). Sollten sich im Jahresverlauf tatsächlich rezessive Tendenzen zeigen, dürften die Zentralbanken dieser Entwicklung aber mit erneuten Zinssenkungen und anderen Maßnahmen entgegenzutreten. Aufgrund der bisherigen Erfahrung dürften derartige Maßnahmen zwar kurzfristig die Konjunkturlage wieder stabilisieren, langfristig aber zu einer Verstärkung der ungleichen Vermögens- und Einkommenssituation führen.

5. „Zombie-Firmen“

Genau so wie vor der letzten Finanzkrise, so kursieren auch derzeit wieder Warnungen vor sog. „Zombie-Firmen“,⁶² gerade vonseiten der OECD.⁶³ Als „Zombies“ werden solche Unternehmen angesehen, die ihre Schuldenlast dauerhaft nicht mehr bedienen können. Insbesondere die Verdoppelung der Anzahl der Zombie-Firmen in den USA zwischen 2007 und 2015 gibt zu denken,⁶⁴ denn gerade hier wurde ja die schnelle Erholung von der Wirtschaftskrise gepriesen. Vielleicht war die Erholung dann doch nicht so nachhaltig. Aber auch in Europa sieht es nicht gut aus – so hat zwar Griechenland mit 28 % den höchsten Anteil an „untoten“ Unternehmen, aber auch Italien mit 19 % oder Spanien mit 16 % weisen nicht gerade auf eine gesunde Wirtschaft hin. Angesichts niedriger Gründungszahlen ist auch die Quote „untoter“ Unternehmen von 15 % in Deutschland nicht gerade beruhigend.⁶⁵ Umso mehr, wenn man bedenkt, dass sich die deutsche Wirtschaft im siebten Jahr eines ununterbrochenen Aufschwungs befindet. Auch diese „Zombie-Firmen“ werden im Rahmen des

- 51 Credit Suisse, Global Wealth Report 2017, abrufbar unter: <https://www.credit-suisse.com/corporate/en/research/research-institute/global-wealth-report.html>; übersichtliche Zusammenfassung bei The Guardian, „Richest 1 % own half the world's wealth, study finds“, abrufbar unter: <https://www.theguardian.com/inequality/2017/nov/14/worlds-richest-wealth-credit-suisse>.
- 52 Thomas Piketty u.a., „World inequality report 2018“, zitiert im Handelsblatt, „Was in der neuen Studie des Star-Ökonomen steht“, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/wohlstandstudie-ungleichheit-ist-kein-schicksal/20708734.html>; s. auch Süddeutsche Zeitung, „Deutschland ist heute so ungleich wie 1913“, abrufbar unter: <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/gesellschaft-deutschland-ist-heute-so-ungleich-wie-1.3791665>.
- 53 S. etwa iwd, „Dossier: Arm und Reich“, abrufbar unter: <https://www.iwd.de/dossiers/arm-und-reich/>; Die Zeit, „Die Mittelschicht ist stabiler als ihr Ruf“, abrufbar unter: <http://www.zeit.de/wirtschaft/2017-09/einkommensverteilung-mittelschicht-wachstum-wahlkampf>.
- 54 S. BMF, „Einkommensungleichheit und soziale Mobilität“, abrufbar unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Ministerium/Geschaeftsbereich/Wissenschaftlicher_Beirat/Gutachten_und_Stellungnahmen/Ausgewaehlte_Texte/2017-02-28-einkommensungleichheit-und-soziale-mobilitaet-anlage.pdf?__blob=publicationFile&v=6.
- 55 S. näher dazu bei: <https://de.wikipedia.org/wiki/Gini-Koeffizient>.
- 56 Abrufbar unter: https://de.wikipedia.org/wiki/Liste_der_L%C3%A4nder_nach_Einkommensverteilung.
- 57 Laut Wikipedia (https://de.wikipedia.org/wiki/Liste_der_L%C3%A4nder_nach_Einkommensverteilung) mit Verweis auf die OECD-Statistik (<https://dx.doi.org/10.1787/822437534501>), dass die Einkommensunterschiede in Deutschland seit Mitte der 80er Jahre des 19. Jahrhunderts schneller zugenommen haben, als im OECD-Mittel: „Die höchstbezahlten zehn Prozent der Arbeitnehmer verdienten im Jahr 2005 im Schnitt 3,1-mal so viel wie die zehn Prozent mit den niedrigsten Löhnen. Im Jahr 1995 war es nur 2,8-mal so viel. In den 20 OECD-Ländern für die Daten verfügbar sind, haben sich nur in den Transformationsländern Ungarn, Polen sowie in Südkorea und Neuseeland die Löhne noch stärker auseinanderentwickelt.“
- 58 Galbraith (Fn. 49), S. 36, definiert als spekulativ alle Anlagen, bei denen man in erster Linie auf die Wertsteigerung und nicht auf die laufenden Erträge (Miete etc. schaut).
- 59 S. näher hierzu bei: https://de.wikipedia.org/wiki/Panama_Papers; <http://panamapapers.sueddeutsche.de/>.
- 60 S. näher hierzu bei: https://de.wikipedia.org/wiki/Paradise_Papers; <https://projekte.sueddeutsche.de/paradisepapers/politik/das-ist-das-le-ak-e229478/>.
- 61 Finance-Magazin, „M&A-Berater feiern Rekordauslastung“, abrufbar unter: <https://www.finance-magazin.de/banking-berater/ma-berater/ma-berater-feiern-rekordauslastung-2003431/>; wenn man sich dazu die aktuellen Fusionsprojekte Linde/Praxair (s. dazu <http://www.handelsblatt.com/my/unternehmen/industrie/linde-und-praxair-kartell-rechliche-huerden-der-fusion/19894060.html?ticket=ST-258700-cB9c4SYc7X6PuSOcOb6d-ap4/>) und Bayer/Monsanto (s. dazu <http://www.handelsblatt.com/my/unternehmen/industrie/uebernahme-von-monsanto-bayer-holt-luft-fuer-seinen-megadeal/19902318.html?ticket=ST-705546-TfaBEQfhwliMKX39thcB-ap2/>) anschaut, dann fühlt man sich in die Zeiten der „Hochzeit im Himmel“ (s. dazu <https://www.welt.de/wirtschaft/article871657/Wie-die-Hochzeit-im-Himmel-scheiterte.html>) oder Mannesmann/Vodafone (s. dazu <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/a-242161.html>) zurückversetzt.
- 62 FAZ, „In Europa gibt es zu viele tote Unternehmen“, abrufbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/tote-unternehmen-belasten-europaeische-wirtschaft-15331525.html?GEPc=s5>; s. für mehr Artikel unter: <https://le-gonomics.de/2017/08/02/zombies-ploetzlich-auf-allen-kanalen/>.
- 63 OECD, „Zombie firms and weak productivity“, abrufbar unter: <http://www.oecd.org/eco/growth/exit-policies-and-productivity-growth.htm>; s. auch schon die OECD-Studie aus dem Januar 2017: „The Walking Dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries“, abrufbar unter: <https://www.oecd.org/leco/The-Walking-Dead-Zombie-Firms-and-Productivity-Performance-in-OECD-Countries.pdf>.
- 64 Quartz, „One out of every 10 American companies is a ‚zombie‘“, abrufbar unter: <https://qz.com/1141732/one-in-every-10-american-companies-is-a-zombie/>.
- 65 S. Creditreform, „Schuldentragfähigkeit der deutschen Unternehmen“, abrufbar unter: <https://www.creditreform.de/nc/aktuelles/news-list/details/news-detail/schuldentragfaehigkeit-der-deutschen-unternehmen.html>; s. auch Die Welt, „Eine Gefahr hängt wie ein Damoklesschwert über deutschen Unternehmen“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/> →

nachfolgend beschriebenen Basisszenarios wohl größtenteils auch 2018 überleben. Es steht aber zu erwarten, dass ihr Anteil aufgrund der spekulativen Tendenzen eher noch steigen wird. Auch in der Endphase vor der letzten Finanzkrise stieg z.B. die Anzahl von schuldengetriebenen Unternehmensübernahmen (sog. *Leveraged Buyouts* [LBO]).⁶⁶ Im Fall eines Kriseneintritts wird dieses Phänomen dann genauso krisenverstärkend wirken, wie die ungleiche Vermögens und Einkommensverteilung im Privatsektor.

III. Wirtschaftliche Entwicklung 2018 – Basisszenario

Vor dem Hintergrund der zuvor genannten Megatrends sollen nachfolgend die gängigen Prognosen für die wirtschaftliche Entwicklung in 2018 im Sinne eines „Basisszenarios“ ohne Berücksichtigung von Risiken nachgezeichnet werden. Der Fokus ist dabei auf die Entwicklung der wirtschaftlich wichtigsten Wirtschaftsräume (USA, China, Europa) gerichtet.

1. Welt – allgemein

Nach einem aktuellen Bericht der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) soll die Weltwirtschaft 2018 um insgesamt 3,7 % (nach 3,1 % in 2016 und 3,6 % in 2017) zulegen.⁶⁷ Der IWF sieht ein Wachstum in ähnlichen Bahnen,⁶⁸ während die Vereinten Nationen mit einer Prognose von 2,9 % für 2018 eher pessimistisch nach vorne blicken.⁶⁹ Die Prognosen der internationalen Institutionen machen aber deutlich, dass sich das Wachstum ungleich auf die Weltwirtschaft verteilen wird.

2. USA

Entgegen der Zweifel, die mit dem Amtsantritt von *Donald Trump* verbunden waren, hat sich die US-Wirtschaft in 2017 positiv entwickelt – was sich an einigen Höchst- bzw. Niedrigständen festmachen lässt. So haben die US-Börsen im Jahr 2017 neue Höchststände markiert: Der Dow Jones stieg von 19.881 Punkten am 3.1. um über 4.800 Punkte auf 24.719 Punkte am 29.12.2017. Der S&P 500 stieg nicht ganz so spektakulär von 2.257 Punkten am 3.1. um 416 Punkte auf 2.673 Punkte am 29.12.2017. Gleichzeitig notiert der *Case-Shiller-Index*, mit dem die Immobilienpreisentwicklung in wichtigen Metropolen der USA gemessen wird,⁷⁰ auf einem neuen Höchststand (und hat damit über seinem bisherigen Rekordstand aus dem Jahr 2006 direkt vor dem Ausbruch der letzten Finanzkrise).⁷¹

Auch das Wirtschaftswachstum beschleunigte sich in 2017: So wuchs die US-Wirtschaft nach 1,8 % im ersten Quartal bereits um über 3 % im zweiten Quartal 2017.⁷² Über das gesamte Jahr 2017 hinweg wird derzeit ein Wachstum von 2,18 % prognostiziert.⁷³ Derweil ist die (offizielle) Arbeitslosenzahl mit geschätzten 4,39 %⁷⁴ auf den niedrigsten Stand seit dem Jahr 2000 gesunken.⁷⁵ Allgemein schreiben die Prognostiker diese Entwicklung für 2018 fort und gehen insgesamt von einer weiter positiven wirtschaftlichen Entwicklung aus.⁷⁶

Gerade in den USA wird diese positive wirtschaftliche Entwicklung aber vor allem durch einen starken Anstieg der Ver-

schuldung getragen, wobei die bisher „tragende Rolle“ der Fed mehr und mehr durch direkte staatliche Verschuldung ersetzt wird. Wie schon oben beispielhaft am Sprung in der staatlichen Verschuldung während der Suspension der Schuldenobergrenze für die staatliche Verschuldung aufgezeigt, hat sich auch die Verschuldung der US-Unternehmen⁷⁷ wie auch die private Verschuldung⁷⁸ in den USA in 2017 ungebremst weiter erhöht. Dieses Erkaufen einer wirtschaftlich positiven Entwicklung durch Verschuldung birgt natürlich auch Risiken für die weitere wirtschaftliche Entwicklung – aufgrund der Entwicklungen in 2017 würde ich diese aber für 2018 als zunächst gering einschätzen.

Allgemein dürften nicht nur aufgrund der Eskapaden des US-Präsidenten, sondern auch aufgrund struktureller Themen,⁷⁹ die wirtschaftliche Entwicklung in den USA selbst in

wirtschaft/article/171518815/Eine-Gefahr-haengt-wie-ein-Damoklesschwert-ueber-deutschen-Unternehmen.html.

66 S. grundlegend zu diesen Konstruktionen *Burrough/Helyar*, „Barbarians at the Gate“, über die Übernahmeschlacht um RJR Nabisco, an der u.a. KKR beteiligt war; s. bei Wikipedia: https://en.wikipedia.org/wiki/Barbarians_at_the_Gate:_The_Fall_of_RJR_Nabisco.

67 Umfassend: OECD, „Economic Outlook and Interim Economic Outlook“, abrufbar unter: <http://www.oecd.org/eco/outlook/economic-outlook/>; Übersicht dazu bei Deutsche Welle, „OECD: Weltwirtschaft mit stärkstem Wachstum seit 2010“, abrufbar unter: <http://www.dw.com/de/oecd-weltwirtschaft-mit-st%C3%A4rkstem-wachstum-seit-2010/a-41560490>.

68 IMF, „World Economic Outlook, October 2017 – Seeking Sustainable Growth“, abrufbar unter: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2017/09/19/world-economic-outlook-october-2017>.

69 United Nations, „World Economic Situation and Prospects 2018“, abrufbar unter: <https://www.un.org/development/desa/dpad/publication/world-economic-situation-and-prospects-2018/>.

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

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

72 Trading Economics, „Vereinigte Staaten von Amerika – BIP-Wachstum“, abrufbar unter: <https://de.tradingeconomics.com/united-states/gdp-growth>.

73 S. <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/14558/umfrage/wachstum-des-bruttoinlandsprodukts-in-den-usa/>.

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

75 Der Spiegel, „Arbeitslosenquote in den USA fällt auf niedrigsten Stand seit 17 Jahren“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/usa-wirtschaft-us-arbeitslosenquote-faellt-auf-niedrigsten-stand-seit-2000-a-1176385.html>.

76 So etwa *Stewart*, in: SeekingAlpha, „2018 Is Looking Like Another Solid Economic Year“, abrufbar unter: <https://seekingalpha.com/article/4134515-2018-looking-like-another-solid-economic-year>.

77 New York Times, „Mountain of Debt Casts Shadow Over Broadcom-Qualcomm Deal“, abrufbar unter: <https://www.nytimes.com/2017/11/06/business/dealbook/broadcom-qualcomm-debt.html>; zu den möglichen Folgen, s. Financial Times, „Corporate debt boom will come to a nasty end“, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/a7b4f94c-e66a-11e7-97e2-916d4fbac0da>.

78 Zerohedge, „US Credit Card Debt Rises Above \$1 Trillion As Student, Auto Loans Hit All Time High“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2017-11-07/us-credit-card-debt-rises-above-1-trillion-student-auto-loans-hit-all-time-high>.

79 Beispielhaft sei hier nur genannt das „Sterben“ des Einzelhandels und der in den USA bislang so beliebten „Malls“, s. beispielhaft zuletzt nur die Ankündigung von Sears, weitere 103 Läden zu schließen, Zerohedge, „These Are The 103 Stores That Sears Announced It Will Be Closing“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-01-04/these-are-103-stores-sears-announced-it-will-be-closing>.

einem Basisszenario das größte Abwärtspotenzial haben. Dazu kommt ein realistisches Krisenpotenzial im Bereich Automotive und (angesichts nicht nur des zuvor genannten Höchststands des *Case-Shiller-Index*) möglicherweise wieder auf dem Immobilienmarkt. Denn aufgrund der *erwarteten höheren Zinsen* nach der US-Steuerreform ist die Zahl der Anträge auf Hypothekendarlehen in den USA im Dezember 2017 zurückgegangen.⁸⁰ Diese Trends bergen einige Risiken für die bislang vorhergesagte positive Entwicklung.

3. China⁸¹

China ist seit Jahrzehnten Projektionsfläche für riesige Hoffnungen („größter Absatzmarkt der Welt“) wie auch fast hysterischer Ängste („Auslöser der nächsten Finanzkrise“).⁸² Die Frage ist, wie realistisch ein Krisenszenario für China tatsächlich ist.

Zwar ist das Wirtschaftswachstum seit Jahren rückläufig,⁸³ mit den zuletzt für das dritte Quartal 2017 angegebenen 6,6 %⁸⁴ aber immer noch rund dreimal so hoch, wie das deutsche. Gleichwohl steigen auch in China die Schulden disproportional zum Wachstum: So soll sich das Kreditwachstum in China alleine zwischen Januar und Oktober 2017 verdoppelt haben.⁸⁵ Auch soll sich die Relation von Krediten zum Brutto-Inlandsprodukt in China mittlerweile zwischen 230 %, ⁸⁶ 257,8 %⁸⁷ bis hin zu 328 %⁸⁸ bewegen (zum Vergleich: Bei Japan geht man von einer Staatsverschuldung/BIP-Relation von 240 % aus).⁸⁹ Neben den Unzulänglichkeiten des chinesischen Berichtssystems könnte die hohe Diskrepanz zwischen den einzelnen Schätzungen auch mit dem Schattenbankensektor in China zusammenhängen.⁹⁰

Dementsprechend warnt die chinesische Zentralbank seit einiger Zeit vor den wachsenden Schulden einhergehenden Risiken. Nachdem der Gouverneur der chinesischen Zentralbank, *Zhou Xiaochuan*, bereits während des Parteikongresses vor einem „chinesischen Minsky Moment“⁹¹ gewarnt hatte, wies er Anfang November 2017 auf „plötzliche, komplexe, versteckte, infektiöse und insgesamt gewaltige“ Risiken hin.⁹² Der IWF fand bei einem Stresstest denn auch eine Finanzierungslücke von 280 Mrd. \$ bei 33 chinesischen Banken.⁹³

Nachdem der 19. Parteitag der Kommunistischen Partei Chinas (KPC)⁹⁴ erwartungsgemäß *Xi Jinping* für weitere 5 Jahre als Parteichef bestätigt hat,⁹⁵ scheint die Staatsmacht nun zu versuchen, das chinesische Finanzsystem zu stabilisieren, indem

langsam die Luft aus der ausufernden Kreditblase abgelassen wird. So ließ die chinesische Zentralbank schon Gedankenspiele zu möglichen Insolvenzen von Kommunen verlauten, um der ausufernden Kommunalverschuldung Herr zu werden.⁹⁶

80 CNBC, „Mortgage applications end 2017 lower as rates rose“, abrufbar unter: <https://www.cnb.com/2018/01/03/mortgage-applications-end-2017-lower-as-rates-rose.html>.

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

82 Zerohedge, „The 4 Possible Channels For A Chinese Financial Crisis“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2017-10-23/4-possible-channels-chinese-financial-crisis>; Beyond the Obvious, „China zählt weiter zu den Hauptrisiken“, abrufbar unter: <https://think-beyondtheobvious.com/stel-ters-lecture/china-bleibt-eines-der-hauptrisiken/>; Zerohedge, „China's Growth Story. Don't Look For A Happy Ending!“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2017-12-18/chinas-growth-story-dont-look-happy-ending>; Zerohedge, „China Beige Book Warns Economic Slowdown Has Begun“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2017-12-27/china-beige-book-warns-economic-slowdown-has-begun>.

83 S. näher dazu: <https://legonomics.de/2014/01/20/chinas-wirtschaftswachstum-auf-dem-geringsten-niveau-seit-1999/>.

84 Handelszeitung, „Chinas Wirtschaft wächst um 6,8 Prozent“, abrufbar unter: <https://www.handelszeitung.ch/konjunktur/chinas-wirtschaft-waechstum-68-prozent-1505556>.

85 Finanzen 100, „Albert Edwards warnt – ‚Die aktuelle Situation ist noch schlimmer als im Vorfeld der 2008er-Krise‘“, abrufbar unter: https://www.finanzen100.de/finanznachrichten/wirtschaft/unbeachteter-risikofaktor-albert-edwards-warnt-die-aktuelle-situation-ist-noch-schlimmer-als-im-vorfeld-der-2008er-krise_H1496394207_518893/.

86 IMF, „Global Financial Stability Report“, abrufbar unter: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2017/09/27/global-financial-stability-report-october-2017#Summary>.

87 China Banking News, „China's Total Debt Hit 257.8% of GDP in Q1 2017“, abrufbar unter: <http://www.chinabankingnews.com/2017/09/26/chinas-total-debt-hit-257-8-gdp-q1-2017/>.

88 Shih, Mercator Institute for China Studies, „MERICS China Monitor No. 42“, abrufbar unter: <https://www.merics.org/en/merics-analysis/china-monitor/merics-china-monitor-no-42/>.

89 Eine weit extremere Schätzung geht von einer Relation von bis zu 833 % aus, vgl. Balding's World, „Everything We Think We Know About Chinese Finances is Wrong“, abrufbar unter: <http://www.baldingsworld.com/2017/10/23/everything-we-think-we-know-about-chinese-finances-is-wrong/>; s. auch Forbes, „China's Debt Bomb Just Keeps Getting Bigger“, abrufbar unter: <https://www.forbes.com/sites/douglasbulloch/2017/12/15/chinas-debt-bomb-just-keeps-getting-bigger/#7fc37e3ebe4f>.

90 S. z.B. Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, 23.7.2017, S. 22, „Der Sonntagsökonom – Chinas Gefährliche Finanzjongleure“; Zerohedge, „China's Shadow-Lending Ecosystem Could Be As Large As \$40 Trillion, PBOC Guesses“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2017-10-03/chinas-shadow-lending-ecosystem-could-be-large-40-trillion-pboc-guesses>; Cashkurs, „Panik vor einer Panik: In Chinas Schattenbankensystem drohen Massenzahlungsausfälle“, abrufbar unter: <https://www.cashkurs.com/wirtschaftsfacts/beitrag/panik-vor-einer-panik-in-chinas-schattenbankensystem-drohen-massenzahlungsausfaelle/>. Allerdings ist das Problem der Schattenbanken spätestens seit 2011 bekannt (The Economist, „Trust Belt“, 2011, abrufbar unter: <http://www.economist.com/node/18118975>; s. auch Die Welt, „China zieht die Zügel bei Schattenbanken an“, 2014, abrufbar unter: <https://www.welt.de/finanzen/article123586823/China-zieht-die-Zuegel-bei-Schattenbanken-an.html>), seitdem haben sich die Wirtschaftsdaten Chinas nicht grundlegend verschlechtert und die chinesische Führung hat bereits gezeigt, dass sie auch mit diesem Problem umgehen kann (dafür z.B. BusinessInsider, „China is going to war with price“, abrufbar unter: <http://www.businessinsider.de/china-plans-for-npls-2016-3?r=US&IR=T>).

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

92 Zerohedge, „PBOC's Zhou Warns Of ‚Sudden, Complex, Hidden, Contagious, Hazardous‘ Risks In Global Markets“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2017-11-05/chinas-zhou-warns-sudden-complex-hidden-contagious-hazardous-risks-global-markets>.

93 S. den Bericht bei Zerohedge, „IMF Stress Tests Find \$ 280 Billion Black Hole In Chinese Banks' Capital“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2017-12-07/imf-stress-test-finds-280-billion-black-hole-chinese-banks-capital>.

94 S. näher dazu bei Merator Institute for China Studies, „19. Parteitag der KPC“, abrufbar unter: <https://www.merics.org/merics-analysen/china-mapping/19-parteitag-der-kpc/>.

95 Der Tagesspiegel, „Xi Jinping für weitere fünf Jahre als Parteichef bestätigt“, abrufbar unter: <http://www.tagesspiegel.de/politik/china-xi-jinping-fuer-weitere-fuenf-jahre-als-partei-chaef-bestaetigt/20499882.html>.

96 Bloomberg, „China Central Bank Official Says Bankruptcy May Benefit the Country“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-12-25/pboc-official-says-local-government-bankruptcies-are-needed>.

China geht aber nicht nur aktiv die Schulden thematik an, sondern verfolgt auch ehrgeizige strategische Pläne für zukünftige, wirtschaftliche Projekte. Der bekannteste hiervon ist der für den Bau einer neuen Seidenstraße.⁹⁷ Allgemein wird unterstellt, dass *Xi Jinping* sich nach Ablauf der seit dem Ende des Kongresses laufenden 5-Jahres-Periode erneut zur Wahl stellen wird und somit zu diesem Zeitpunkt eine prosperierende, chinesische Wirtschaft präsentieren will. Wahrscheinlich wird die chinesische Staatsführung in den kommenden 2, 3 Jahren deswegen versuchen, einerseits den Auswüchsen des Kreditwachstums einen Riegel vorzuschieben und andererseits die ambitionierten Zukunftspläne nach vorne zu bringen. Dazu wird sie wahrscheinlich eine (mäßige) Abschwächung des Wachstums in diesem Zeitraum in Kauf nehmen.⁹⁸ Hierbei sollte man berücksichtigen, dass China Ende September 2017 wieder über mehr als 3 Billionen \$ an Devisenreserven verfügte.⁹⁹ Mit dieser „Munition“ in der Hinterhand dürfte die chinesische Staatsführung eine weltweite Finanzkrise und erst recht (bewusst in Kauf genommene) lokale rezessive Tendenzen besser abwettern als die westlichen Ökonomien oder Japan.¹⁰⁰

4. Europa

Nach Einschätzung des IWF entwickelt sich Europa mit einem prognostizierten Wirtschaftswachstum von 2,1 % in 2018 (nach 1,7 % in 2016 und 2,4 % in 2017) zur Wachstumslokomotive der Weltwirtschaft.¹⁰¹ Die Europäische Kommission teilt diese Prognose,¹⁰² während die EZB mit einer Wachstumsprognose von 2,3 % für die Euro-Zone sogar leicht darüber liegt.¹⁰³ Lediglich für Großbritannien sagen die Auguren – wegen der mit dem Brexit verbundenen Unsicherheiten – für 2018 ein schwächeres Wachstum voraus.¹⁰⁴

Auch in Europa wird dieses Wachstum allerdings durch eine immense (und verdeckte) Neu-Verschuldung erkaufte, wie bereits oben in Bezug auf das Aufkaufprogramm der EZB (*Quantitative Easing*) dargelegt. Dieses Ankaufprogramm hat die Bilanz der EZB bislang auf über 4,44 Billionen € anschwellen lassen, was über 41 % des europäischen BIP entspricht.¹⁰⁵ Bis September 2018 wird die Bilanz voraussichtlich auf 4,7 Billionen € anschwellen. Dazu kommen die sog. „Target-2-Salden“,¹⁰⁶ die den Zentralbanken der Mitgliedstaaten grob gesagt eine weitere indirekte Kreditfinanzierung erlaubt. Mit derzeit fast 850 Mrd. € ist Deutschland größter Gläubiger in diesem System, Spanien und Italien größte Schuldner.¹⁰⁷

Aber auch die Verschuldung der Nationalstaaten ist in Europa seit Ausbruch der Finanzkrise – mit der prominenten Ausnahme Deutschlands¹⁰⁸ – nicht wirklich zurückgegangen, sondern wächst weiter¹⁰⁹ und könnte, wenn es nach den bekannt gewordenen Plänen der EU-Kommission geht,¹¹⁰ sogar noch schneller und höher steigen. Allerdings scheinen nach den aktuellen Haushaltsplänen zumindest die „Defizitsünder“ Frankreich und Italien die Maastricht-Kriterien für die Neu-Verschuldung in 2018 einzuhalten.¹¹¹

Eine ähnliche Situation zeigt sich bei der privaten Verschuldung und der Verschuldung von Unternehmen: So warnt die EZB etwa vor den Risiken, die von sog. „Non-Performing-Loans“ (NPL) ausgehen.¹¹² Tatsächlich mussten im Jahr

2017 drei mit derartigen NPL „gesegnete“ italienische Banken gerettet werden – *Monte dei Paschi*, *Banca Popolare di*

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

98 So auch Zulauf/Muir, in: Zerohedge, „This Cycle: It's Not The Economy, It's China, Stupid!“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2017-11-30/cycle-its-not-economy-its-china-stupid>.

99 S. Grafik bei Trading Economics, „China Foreign Exchange Reserves“, abrufbar unter: <https://tradingeconomics.com/china/foreign-exchange-reserves>.

100 So auch Financial Times, „Stop worrying about Chinese debt, a crisis is not brewing“, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/0ca50290-d82c-11e7-9504-59efdb70e12f>; kritisch hierzu: Zerohedge, „China Battles ‚Impossible Trinity‘“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2017-09-03/china-battles-impossible-trinity>, oder auch Zerohedge, „In Dramatic Reversal, China Gives Up On Deleveraging Pledge“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2017-12-19/stunning-reversal-china-gives-deleveraging-pledge>.

101 IMF, „Regional Economic Outlook: Europe Hitting Its Stride“, abrufbar unter: <https://www.imf.org/en/Publications/REO/EU/Issues/2017/11/06/Eurreo1117>; s. auch die Zusammenfassung im Handelsblatt, „IWF sieht Wirtschaftswachstum in Europa auf Kurs“, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/nachrichten/internationalen-waehrungsfonds-iwf-sieht-wirtschaftswachstum-in-europa-auf-kurs/20574826.html>.

102 EU-Kommission, „Autumn 2017 Economic Forecast“, abrufbar unter: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts/autumn-2017-economic-forecast_en.

103 EZB, „Dezember 2017 Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“, abrufbar unter: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections201712_eurosystemstaff.de.pdf?d5781f851042a2a597139c2f870b3e05.

104 Der Spiegel, „Britische Firmen rechnen mit schwachem Wachstum“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/brexit-britische-firmen-rechnen-mit-schwachem-wachstum-a-1185244.html>.

105 EZB, „Annual consolidated balance sheet of the Eurosystem“, 2016, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.en.html>; für aktuelle Daten s. Die Welt, „Der ‚Poco-Crash‘ offenbart das neue Problem der EZB“, abrufbar unter <https://www.welt.de/finanzen/article171338948/Der-Poco-Crash-offenbart-das-neue-Problem-der-EZB.html>; seit Sommer 2017 ist die Bilanz der EZB damit größer, als die der Fed – vgl. Zerohedge, „BoJ, ECB Balance Sheets Exceed The Fed's For First Time Ever – What Happens Next?“, abrufbar unter <https://www.zerohedge.com/news/2017-06-01/boj-ecb-balance-sheets-exceed-feds-first-time-ever-what-happens-next>.

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

107 S. jeweils zum aktuellen Stand: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/233148/umfrage/target2-salden-der-euro-laender/>.

108 Handelsblatt, „Deutsche Staatsschulden sinken unter zwei Billionen Euro“, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/niedrigste-verschuldung-seit-jahren-deutsche-staatsschulden-sinken-unter-zwei-billionen-euro/19996054.html>.

109 S. für einen Überblick: https://www.google.de/publicdata/explore?ds=ds22a34krhq5p_&met_y=gd_pc_gdp&hl=de&dl=de.

110 Vgl. dazu Die Welt, „Jedes Jahr 200 Milliarden Euro mehr Schulden im Euro-Raum?“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/wirtschaft/article171227117/Jedes-Jahr-200-Milliarden-Euro-mehr-Schulden-im-Euro-Raum.html>.

111 Zu Italien s. NZZ, „Mit der Verabschiedung des Haushalts hat Italiens Parlament seine letzte Aufgabe vollbracht“, abrufbar unter: <https://www.nzz.ch/wirtschaft/mit-der-verabschiedung-des-haushalts-hat-italiens-parlament-seine-letzte-aufgabe-vollbracht-ld.1343076>; zu Frankreich s. Handelsblatt, „Die zwölf Aufgaben des Herkules“, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/politik/international/macron-2018-die-zwoelf-aufgaben-des-herkules/20797002.html>.

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

Vicenza und Veneto Banca¹¹³ – während eine spanische Bank (*Banco Popular*) geschlossen wurde.¹¹⁴

Sollte sich über 2018 hinweg das Basisszenario entwickeln, so dürften die eingangs genannten Wachstumsprognosen für Europa nicht unrealistisch sein. Auf einem anderen Blatt steht, dass im Zweifel diese positive Ausgangslage nicht genutzt werden wird, um die strukturellen Probleme in Europa und insbesondere in der Eurozone anzugehen. Spezifisch europäische Risiken – die zumindest zu einer Erschütterung des Basisszenarios in Europa führen können – liegen in der Art der Loslösung Großbritanniens aus der EU, der Entwicklung der Flüchtlingskrise¹¹⁵ und den Entwicklungen an der Ostflanke der EU, insbesondere in der Ukraine. Daneben könnte auch eine weit und nachhaltig über die Zielmarke von 2 % hinauschießende Inflationsrate für die wirtschaftliche Entwicklung gefährlich sein,¹¹⁶ wie auch ein Blick ins Vereinigte Königreich zeigt. Dort hat die Bank of England trotz einer Inflationsrate, die mit 3,1 % weit über der angestrebten Zielmarke von 2 % liegt, den Leitzins im Dezember 2017 unangetastet gelassen, um einen wirtschaftlichen Abschwung zu vermeiden.¹¹⁷

5. Deutschland

a) Allgemein

Die deutsche Wirtschaft hat in 2017 in allen Belangen ein Rekordjahr hingelegt, sowohl was das BIP-Wachstum (Schätzungen gehen derzeit von 2,2 % aus)¹¹⁸ als auch was die Arbeitslosenquote (5,7 % im Jahresdurchschnitt)¹¹⁹ als auch was andere Parameter, wie etwa das Geschäftsklima, angeht.¹²⁰

Auch für 2018 wird ein nahezu ungebremster Aufschwung vorausgesagt.¹²¹ So sieht das Jahresgutachten 2017/2018 der sog. „Wirtschaftsweisen“ ein Wirtschaftswachstum von 2,2 % für 2018 voraus und spricht bereits von einer „Überschuldung“ der deutschen Wirtschaft.¹²² Die Bundesregierung war zumindest in ihrer Herbstprojektion mit einem prognostizierten Wirtschaftswachstum von 1,9 % für 2018 noch etwas pessimistischer.¹²³ Das Wirtschaftswachstum in Deutschland dürfte dabei allerdings auch in 2018 zu großen Teilen vom Exportüberschuss getragen werden,¹²⁴ was zu einem Wieder-Aufflammen der entsprechenden Kritik aus anderen Ländern, gerade auch aus den USA, führen könnte.

Im Gegensatz zu anderen Staaten profitiert Deutschland zwar unstrittig auch von der Niedrigzinspolitik der EZB, nutzt diese aber zumindest teilweise zum Schuldenabbau (wie oben

dargelegt). Die vom damaligen Finanzminister Schäuble in 2015 erstmals seit 1969 wieder erreichte „schwarze Null“,¹²⁵ sprich ein ausgeglichener Bundes-Haushalt, wird wohl auch in 2018 erreicht werden.

Diesem – als außerordentlich positiv zu bewertenden – wirtschaftlichen „Basisszenario“ werden von den Auguren zwar einige (deutschlandspezifische) Risiken gegenübergestellt, die aber wohl eher in den Jahren nach 2018 greifen werden, so

um lediglich 7.000 überschritten (Statista, „Anzahl der Asylanträge [insgesamt] in Deutschland von 1995 bis 2017“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/76095/umfrage/asylantraege-insgesamt-in-deutschland-seit-1995/>). Für eine Entwarnung ist es aber noch zu früh (so auch Der Spiegel, „Im ganz normalen Krisenmodus“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/politik/deutschland/fluechtlinge-so-war-2017-und-so-wird-2018-a-1184058.html>), denn zum einen zeigen sich jetzt erst vermehrt die (internen) Probleme, die mit der hohen Zahl von Flüchtlingen in den Vorjahren einhergehen – z.B. betreffend Kriminalität (s. hierzu die aktuelle Untersuchung bei Die Welt, „Was die Studie zur Gewalt durch Zuwanderer aussagt“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/politik/deutschland/article172153774/Gewalt-durch-Zuwanderer-Polizeigewerkschaften-fordern-Konsequenzen.html>). Zum anderen ist die Flüchtlingsproblematik insgesamt nicht gelöst. Zwar reduziert sich seit Monaten die Zahl der Flüchtlinge über das Mittelmeer (s. die gute und ständig aktualisierte Darstellung bei UNHCR, „Refugee Situation“, abrufbar unter: <https://data2.unhcr.org/en/situations/mediterranean/>). Da aber z.B. die Situation in Syrien, der Türkei und damit den Kurdengebieten auch nach dem Ende des Bürgerkriegs in Syrien noch unklar ist, könnten sich hieraus auch in 2018 relativ schnell neue Flüchtlingsströme ergeben. Generell gilt, dass ein (Wieder-)Aufflammen von Krisenherden im Nahen Osten sich erhöhend auf die Flüchtlingszahlen und damit insgesamt den Migrationsdruck auf Europa und insbesondere Deutschland auswirken dürfte.

116 So auch Wall Street Journal, „The Biggest Risk to the Eurozone’s Booming Economy: Inflation“, abrufbar unter: <https://www.wsj.com/articles/the-biggest-risk-to-the-eurozones-booming-economy-inflation-1515012283>.

117 Der Spiegel, „Bank of England belässt Leitzins bei 0,5 Prozent“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/bank-of-england-belaesst-leitzins-bei-0-5-prozent-a-1183330.html>.

118 S. Statista, <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/74644/umfrage/prognose-zur-entwicklung-des-bip-in-deutschland/>.

119 Pressemitteilung Bundesagentur für Arbeit v. 3.1.2018, „Jahresrückblick 2017“, abrufbar unter: <https://www.arbeitsagentur.de/presse/2018-02-jahresruckblick-2017-sehr-gute-entwicklung-des-arbeitsmarktes>.

120 S. allgemein dazu die Monatsberichte unter: <https://legonomics.de/category/monthly/>.

121 Guter Überblick über die Prognosen bei Tagesschau, „Die Vorhersagen der Wirtschaftsschätzer“, abrufbar unter: <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/konjunkturprognose114.html>; s. auch DIHK – Konjunkturumfrage vom Herbst 2017, abrufbar unter: https://www.dihk.de/ressourcen/downloads/dihk-konjunkturumfrage-10-2017/at_download/file?mda-te=1508398279941.

122 „Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung“, abrufbar unter: <https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/jahresgutachten-2017-2018.html>.

123 BMWi, „Wirtschaftliche Entwicklung und Konjunktur“, abrufbar unter: <https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Dossier/wirtschaftliche-entwicklung.html>.

124 So wird Deutschland wohl wieder der Titel des „Exportweltmeisters“ verliehen, s. WEKA-Medien, „Exportüberschuss: Deutschland weltweit auf Platz 1“, abrufbar unter: <https://www.weka.de/einkauf-logistik/exportueberschuss-deutschland-weltweit-auf-platz-1/>; s. auch FAZ, „Deutscher Export knackt Billionen-Marke schon jetzt“, abrufbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/deutscher-export-knackt-billionen-marke-schon-jetzt-15330679.html>.

125 S. dazu Der Spiegel, „Vergesst die schwarze Null“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/schwarze-null-ist-ein-deutsches-glaubensbekenntnis-a-1175320.html>; CDU, „Die schwarze Null steht“, abrufbar unter: <http://www.die-schwarze-null.de/>.

113 S. zu den beiden letztgenannten auch: NZZ, „Intesa Sanpaolo streicht 7500 Stellen“, abrufbar unter: <https://www.nzz.ch/wirtschaft/intesa-sanpaolo-streicht-tausende-stellen-ld.1341849>.

114 S. jeweils mit näheren Nachweisen unter: <https://legonomics.de/?s=mon-te+dei+paschi>.

115 Nach der eher unkontrollierten Zuwanderung von über einer Million Flüchtlinge in 2015/2016 (s. umfassend dazu Wikipedia, „Flüchtlingskrise in Deutschland ab 2015“), abrufbar unter: https://de.wikipedia.org/wiki/Fl%C3%BChtlingskrise_in_Deutschland_ab_2015, hat sich die Situation der unkontrollierten Migration zumindest nach Deutschland auf hohem Niveau stabilisiert. So wurde die von der CSU geforderte Grenze von 200.000 nach ersten Schätzungen zum Jahresende 2017 →

z.B. die abnehmende Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands, die fehlenden Investitionen in die Infrastruktur oder potenzielle Kapitalfehlallokationen aufgrund der billigen Zinsen.¹²⁶

b) Entwicklung des Insolvenz- und Restrukturierungsmarktes in Deutschland

Die deutsche Insolvenz- und Restrukturierungsbranche befindet sich seit Jahren – quasi spiegelbildlich zur gesamtwirtschaftlichen Lage Deutschlands – in einer Rezession. Ausgehend von einem bereits sehr niedrigen Niveau sind die Insolvenzen von Unternehmen in Deutschland im Jahr 2017 – mit bis zu -14 % im September 2017 teilweise dramatisch – weiter zurückgegangen. Insgesamt sank die Zahl der Unternehmens-Insolvenzen von 21.518 im Jahr 2016¹²⁷ um 8 % bis Ende September 2017 und könnte damit zum Jahresende möglicherweise sogar unter 20.000 absinken.¹²⁸ Darüber kann auch die Insolvenz von *Air Berlin* mit ihrem Medienecho nicht hinwegtäuschen, selbst wenn man berücksichtigt, dass nach Angaben des *Finance-Magazins*¹²⁹ im dritten Quartal 2017 die Zahl der „Großinsolvenzen“ (ab 10 Mio. €/Jahresumsatz) anzog.¹³⁰

Für den Bereich der außergerichtlichen Sanierungen/Restrukturierungen liegen noch nicht einmal relevante Schätzungen vor. Allerdings kann man davon ausgehen, dass sich der Trend im Insolvenzbereich auch im Restrukturierungs-/Sanierungsbereich widerspiegeln dürfte – somit also auch hier die Fallzahlen im Lauf des Jahres 2017 weiter zurückgegangen sind.

Dementsprechend hat sich der bereits seit Jahren laufende Konsolidierungsprozess im Bereich der Insolvenzverwaltung¹³¹ und bei Sanierungsberatungen im Jahr 2017 noch einmal verschärft, wie der Zerfall einer alteingesessenen Kölner Insolvenzkanzlei,¹³² die Einschnitte bei einer bundesweit agierenden Verwalter- und Sanierungskanzlei¹³³ oder der Zusammenschluss einer bekannten Verwaltungs- und Sanierungseinheit mit einer (wiederauferstandenen) Wirtschaftsprüfungsguppe¹³⁴ plakativ verdeutlichen.¹³⁵

Aktuelle Befragungen für diese Branchen deuten auch für 2018 keine Trendwende an. So sehen die für das aktuelle *Restrukturierungsbarometer*¹³⁶ interviewten Mitarbeiter von Banken „ihre Felle davon schwimmen“, sprich sie gehen mehrheitlich davon aus, dass die Fallzahlen entweder stagnieren oder sogar zurückgehen werden und dementsprechend auch die Sanierungsabteilungen in den Banken schrumpfen werden. Auch die Ergebnisse einer Befragung der Unternehmensberatung *CIC Consultingpartner* weisen in dieselbe Richtung: So erwartet nur ein kleiner Teil der Befragten eine Änderung der Zinspolitik der EZB vor dem Ablauf von 3 Jahren. Dementsprechend sieht auch nur ein geringer Teil der Befragten ein zeitnahes (und wie auch immer geartetes) Platzen der Finanzblase und daraus resultierend einen Anstieg des Restrukturierungsbedarfes bei Unternehmen.¹³⁷

Schließlich sieht *Creditreform* für 2018 ebenfalls keine Wende im Sanierungs- und Insolvenzbereich¹³⁸ – es sei denn, es käme zu einer Zinswende bei der EZB.¹³⁹ Einzig die Auskunftfei

CRIFBÜRGEL sieht für das nächste Jahr eine Trendwende bei den Unternehmensinsolvenzen nahen¹⁴⁰ und begründet dies mit dem (bereits oben diskutierten) Anstieg der Anzahl „finanzschwacher Firmen“ (= Zombies) um 9,5 % in 2017.

Schaut man sich die vergangenen Krisen (Dotcom-, Finanzkrise) an, so stellt man zudem eine gewisse „Latenz-“ oder „Inkubationszeit“ fest, sprich, es dauerte einige Zeit vom Beginn der Krise bis zum Anstieg der Insolvenzen in Deutschland. So etwa wird der Beginn der letzten Finanzkrise ziem-

126 S. hierzu Wirtschaftswoche, „Deutschlands kranker Boom“, abrufbar unter: <http://www.wiwo.de/politik/konjunktur/konjunktur-deutschlands-kranker-boom/20762626.html>; Handelsblatt, „Aufschwung ohne Ende? Was den Boom beenden könnte“, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/nachrichten/wirtschaftswachstum-aufschwung-ohne-ende-was-den-boom-beenden-koennte/20795866.html>.

127 Statista, „Zahl der Unternehmensinsolvenzen geht zurück“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/infografik/8494/unternehmensinsolvenzen-in-deutschland/>.

128 Handelsblatt, „Firmenpleiten auf niedrigstem Stand seit 1994“, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/management/air-berlin-zum-trotz-firmenpleiten-auf-niedrigstem-stand-seit-1994/20700306.html> mit Verweis auf Creditreform, „Insolvenzen in Deutschland, Jahr 2017“, abrufbar unter: <https://www.creditreform.de/inc/aktuelles/news-list/details/news-detail/insolvenzen-in-deutschland-jahr-2017.html>.

129 Finance-Magazin, „Zahl der Großinsolvenzen zieht weiter an“, abrufbar unter: <https://www.finance-magazin.de/wirtschaft/deutschland/zahl-der-grossinsolvenzen-zieht-weiter-an-2000751/>.

130 Handelsblatt, „Firmenpleiten auf niedrigstem Stand seit 1994“, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/management/air-berlin-zum-trotz-firmenpleiten-auf-niedrigstem-stand-seit-1994/20700306.html>.

131 S. hierzu *Beissenhirtz*, ZInsO 2016, 1778, 1789.

132 Juve, „Insolvenzmarkt: Kübler-Verwalter wechseln zu Römermann“, abrufbar unter <https://www.juve.de/nachrichten/namenundnachrichten/2017/09/insolvenzmarkt-kuebler-verwalter-wechseln-zu-roemermann>.

133 Juve, „Restrukturierung in eigener Sache: hww will unrentable Verfahren drastisch reduzieren“, abrufbar unter <https://www.juve.de/nachrichten/namenundnachrichten/2017/06/restrukturierung-in-eigener-sache-hww-will-unrentable-verfahren-drastisch-reduzieren>.

134 Juve, „Restrukturierung: Thierhoff Müller schließt sich Andersen Tax & Legal an“, abrufbar unter <https://www.juve.de/nachrichten/namenundnachrichten/2017/12/restrukturierung-thierhoff-mueller-schliesst-sich-andersen-tax-legal-an>.

135 S. hierzu auch *Woltersdorf/Reuter*, INDat-Report 4/2017, „Berufsstand und Markt der Insolvenzverwalter im Umbruch – zu viele Angler am fast leer gefischten Teich?“, abrufbar unter: <http://www.hrm-rechtsanwaeltie.de/grafikos/hrm-recht/presseberichte/Ringen%20um%20Position%20und%20Rolle.pdf>; mit einem interessanten „alternativen“ Ranking der Insolvenzverwalter, wonach gerade kleinere Kanzleien mehr Verwaltungen zu generieren scheinen, als die großen.

136 Finance-Magazin/Struktur Management Partner, 11. Restrukturierungsbarometer, „Die Kreditvergabe wird immer lockerer“, abrufbar unter: <http://www.finance-magazin.de/fileadmin/PDF/Restrukturierungsbarometer/Restrukturierungsbarometer-11-2017.pdf>.

137 Steht zur Veröffentlichung voraussichtlich in der KSI an.

138 Handelsblatt, „Firmenpleiten auf niedrigstem Stand seit 1994“, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/management/air-berlin-zum-trotz-firmenpleiten-auf-niedrigstem-stand-seit-1994/20700306.html>.

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

140 CRIFBÜRGEL, „Über 310.000 der Unternehmen in Deutschland haben finanzielle Probleme – Trendwende bei den Firmeninsolvenzen prognostiziert“, abrufbar unter: <https://www.crifbuergel.de/de/aktuelles/pressemitteilungen/ueber-310000-der-unternehmen-in-deutschland-haben-finanzielle-probleme>.

lich genau auf den 15.8.2007 verortet,¹⁴¹ die Insolvenzen in Deutschland stiegen aber erst 2009 signifikant an¹⁴² – also mit einer Verzögerung von mehr als 18 Monaten (allerdings nur wenige Monate nach dem Zusammenbruch der *Lehman-Brothers*, der so gesehen als „katastrophales“ Ereignis gewertet werden könnte). Legt man diese Verzögerung als Maßstab an, so könnte selbst ein „katastrophales“ Ereignis zumindest in 2018 noch keinen Niederschlag in der Zahl der Unternehmensinsolvenzen finden.

Befragt nach den Branchen, die momentan und zukünftig im Fokus von Restrukturierungen, Sanierungen und Insolvenzen stehen (werden), fielen über alle Studien¹⁴³ hinweg ähnliche Antworten: So werden die Branchen Textil- und Bekleidung, Handel, Maschinen- und Anlagenbau und zukünftig wieder vermehrt die Automobilindustrie als krisenanfällig bezeichnet.¹⁴⁴

5 Jahre nach Einführung des „Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen“ (ESUG)¹⁴⁵ läuft derzeit die offizielle Evaluation der Reform.¹⁴⁶ Aktuelle Umfragen sehen die Folgen des ESUG überwiegend in einem positiven Licht.¹⁴⁷ Pünktlich zur Evaluation der Wirkungen des ESUG gab es allerdings einen Dämpfer für Insolvenzplanverfahren & Co.: Nach der (erst im Februar 2017 veröffentlichten) Entscheidung des *BFH*, den sog. „Sanierungserlass“¹⁴⁸ als verfassungswidrig für unanwendbar zu erklären,¹⁴⁹ ist die Zahl der Insolvenzplanverfahren selbst bei Großverfahren im Zeitraum v. 1.3. bis 15.8.2017 von 25 % aus 12 % zurückgegangen.¹⁵⁰ Der deutsche Gesetzgeber reagierte zwar ungewohnt schnell und führte in abgewandelter Form das mit der Einführung der InsO abgeschaffte gesetzliche Steuerprivileg für Sanierungsgewinne in § 3 Nr. 66 EStG als § 3a EStG wieder ein.¹⁵¹ Allerdings hängt das Inkraft-Treten dieser Regelung von der Genehmigung der EU-Kommission ab, die auch bei Redaktionsschluss für diesen Artikel noch nicht vorlag. Solange sie fehlt, dürften Insolvenzplanverfahren eine eher untergeordnete Rolle bei Unternehmenssanierungen spielen.

Nachdem die EU-Kommission im November 2016 mit dem Vorschlag für eine Richtlinie zur Schaffung eines „präventiven Restrukturierungsverfahrens“¹⁵² zunächst hohe Wellen geschlagen hatte, durchläuft das Vorhaben derzeit den regulären Normsetzungsprozess in den Institutionen der EU.¹⁵³ Da aber selbst im Fall einer Verabschiedung der Richtlinie in 2018 die Umsetzungsphase in deutsches Recht frühestens 2019 beginnen kann, werden sich die tatsächlichen Auswirkungen der Richtlinie in 2018 in Grenzen halten, weswegen an dieser Stelle nicht weiter auf dieses Projekt eingegangen wird.

Zusammenfassend dürfte für Deutschland trotz (steigender) Zahlen an „Zombie-Firmen“ für 2018 nicht mit tatsächlich steigenden Insolvenz- und Restrukturierungszahlen zu rechnen sein, es sei denn, es tritt eines der nachfolgend beschriebenen „katastrophalen“ Ereignissen ein. Dementsprechend dürfte der Konsolidierungsprozess in der Branche weitergehen.

IV. Risiken¹⁵⁴ für das Basisszenario – das „katastrophale“ Ereignis

Nachfolgend sollen exemplarisch einige prominente Risikoszenarien diskutiert werden, die – im Fall ihres Eintrittes – aufgrund ihrer Brisanz zu einer negativen Abweichung vom oben beschriebenen Basisszenario führen können – eben das eingangs bezeichnete „katastrophale“ Ereignis.

Wie bereits anfangs dieses Artikels aufgezeigt, besteht das aktuelle Problem aber gerade darin, sowohl potenziell „katastrophale“ Ereignisse zu identifizieren als auch deren Eintrittswahrscheinlichkeit und tatsächlichen Auswirkungen abzuschätzen. Denn einige Ereignisse, wie etwa die Wahl von *Donald Trump* zum US Präsidenten im Jahr 2016, führten ge-

141 FAZ, „Warum in Finanzkrisen Märkte versagen“, abrufbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftswissen/kreditvergabe-warum-in-finanzkrisen-maerkte-versagen-1679880.html>.

142 Statista, „Zahl der Unternehmensinsolvenzen geht zurück“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/infografik/8494/unternehmensinsolvenzen-in-deutschland/>.

143 CIC Consultingpartner, voraussichtlich in der KSI veröffentlicht; Finance-Magazin/Struktur Management Partner, 11. Restrukturierungsbarometer, „Die Kreditvergabe wird immer lockerer“, S. 3, abrufbar unter: <http://www.finance-magazin.de/fileadmin/PDF/Restrukturierungsbarometer/Restrukturierungsbarometer-11-2017.pdf>; s. auch zu potenziellen Krisen im Franchisebereich: Handelsblatt (Druckversion), 20.9.2017, S. 24.

144 S. dazu auch *Der Spiegel*, „2018 – das wird ein Jahr der Umbrüche“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/branchenvor-schau-2018-firmen-stehen-vor-historischen-umbruechen-a-1184470.html>.

145 S. näher dazu hier: <http://dipbt.bundestag.de/extrakt/ba/WP17/338/33871.html>.

146 S. dazu Näheres hier: <https://www.esug-evaluation.de/>.

147 S. näher dazu bei: Finance-Magazin/Struktur Management Partner, 10. Restrukturierungsbarometer, „Fünf Jahre neues Insolvenzrecht“, abrufbar unter: https://www.finance-magazin.de/fileadmin/user_upload/Restrukturierungsbarometer-10-2017.pdf; The Boston Consulting Group, „Fünf Jahre ESUG – wesentliche Ziele erreicht“, abrufbar unter: <http://media-publications.bcg.com/Focus-ESUG-Studie-16May17.pdf>.

148 BMF-Schreiben v. 27.3.2003 – „Sanierungserlass“, abrufbar unter: http://www.gmbhr.de/heft/10_03/sanierungserlass.pdf.

149 *BFH*, Beschl. v. 28.11.2016 – GrS 1/15, abrufbar unter: <https://juris.bundesfinanzhof.de/cgi-bin/rechtsprechung/druckvorschau.py?Gericht=bfi&Art=pm&nr=34228>.

150 Fröhlich (perspektiv GmbH), *Distressed M&A Monitor* (September 2017), Folie 16, abrufbar unter: <https://www.perspektiv.de/files/img/Docs/PDF/FIMA%202017%20Distressed%20MA%20Monitor.pdf>.

151 S. Gesetz gegen schädliche Steuerpraktiken im Zusammenhang mit Rechteüberlassungen – BT-Drucks. 18/11531, abrufbar unter: <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/18/115/1811531.pdf>.

152 EU Kommission, „Vorschlag des Europäischen Parlaments und des Rates für eine Richtlinie über präventive Restrukturierungsrahmen, die zweite Chance und Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren und zur Änderung der Richtlinie 2012/30/EU“, COM(2016) 723 final v. 22.11.2016; abrufbar unter: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2016/DE/COM-2016-723-F1-DE-MAIN-PART-1.PDF>.

153 S. zum aktuellen Stand *Bismarck/Reisch*, KSI 17, 277; Bericht *Madaus* unter: <http://stephannadaus.de/2017/12/06/auf-dem-weg-zur-finalen-restrukturierungsrichtlinie-das-europaparlament-sucht-seine-position/>.

154 Nachfolgend werden bewusst die „Chancen“ ausgelassen, die zu einer noch besseren Entwicklung in 2018 führen könnten, wie z.B. positive Folgen der Digitalisierung. Denn in diesem Artikel geht es um die Berücksichtigung und „Einpreisung“ von Risiken, zumal die Prognosen für 2018 an sich schon sehr positiv sind und eine positive Abweichung deswegen keine größeren Effekte nach sich ziehen sollte, die hier betrachtet werden müssten.

rade nicht zu den befürchteten Katastrophen. Per Definitionem nicht vorhersehbar sind dabei die seit dem Erscheinen des gleichnamigen Werks von *Nassim Nicholas Taleb* überall befürchteten „Schwarzen Schwäne“.¹⁵⁵ Denn ein schwarzer Schwan kann tatsächlich der sprichwörtliche „Schlag des Schmetterlingsflügels“¹⁵⁶ am andern Ende der Welt sein, sprich ein für sich genommen gar nicht so relevant erscheinendes Ereignis. Ein prägnantes und anschauliches Beispiel hierfür ist der Ausbruch des sog. „arabischen Frühlings“, der durch die Selbstverbrennung eines frustrierten Kleinhändlers in Tunesien ausgelöst wurde,¹⁵⁷ ein Ereignis, dessen Bedeutung man erst retrospektiv feststellen konnte. Allerdings war nur das auslösende Ereignis (Selbstverbrennung) ein schwarzer Schwan, die danach folgenden Ereignisse beruhten aber auf der Kumulation verschiedener Themen (Unterdrückung, Armut, Perspektivlosigkeit), die zuvor allesamt angelegt und bekannt waren, deren Gewicht aber falsch eingeschätzt wurde. Ausgehend von der o.g. Arbeitshypothese der „riskanten Dreierkonstellation“ für die Weltwirtschaft, die durch einen weiteren Anstieg der Verschuldung, der ungleichen Vermögensverteilung und der „Zombifizierung“ der Wirtschaft auf die Spitze getrieben wird, sind mithin auch in der weltwirtschaftlichen Entwicklung die Themen schon gesetzt – es fehlt „nur“ der Auslöser.

Deswegen konzentrieren sich die nachfolgenden Betrachtungen auf „graue“¹⁵⁸ Schwäne, also auf (potenzielle) Ereignisse oder Verläufe, die zwar bekannt sind, aber in den üblichen Basisszenarien nicht berücksichtigt werden, weil ihre Eintrittswahrscheinlichkeit nicht überwiegend ist. Sollten sie allerdings eintreten und sich die dahinter stehenden Risiken realisieren, könnten die Leitindizes, allen voran die Börsen, einbrechen und so ein Ende des Booms signalisieren.¹⁵⁹ Als solche „grauen“ Schwäne werden derzeit die Korea-Krise, die sich ausweitende Krise im Nahen und Mittleren Osten, das Risiko von Cyber-Angriffen, natürlich Bitcoin & Co. und die Entwicklung des Ölpreises identifiziert.

1. Asien, insbesondere Nordkorea

Natürlich steht der Konflikt um das atomare Interkontinental-Raketenprogramm von Nordkorea im Mittelpunkt der Betrachtungen: Nach mehreren Tests von atomwaffenfähigen Interkontinentalraketen in 2017,¹⁶⁰ die mittlerweile sowohl die USA als auch Europa erreichen können, drohte US-Präsident *Donald Trump* unverhohlen mit einem Angriff auf das kommunistische Land.¹⁶¹ Eine Eskalation des Konflikts auf der koreanischen Halbinsel dürfte eines der Haupt-Risiken für 2018 darstellen. Zwar ist der offene Ausbruch von Feindseligkeiten trotz der verbalen Schlagabtausche zwischen *Trump* und *Kim* eher unwahrscheinlich – aber ein „Weiter so“ wird *Trump* auch nicht akzeptieren, da dann das Risiko eines atomaren Erstschlags für die USA übermäßig zunehmen dürfte. Wie aber genau die Lösung aussehen wird, kann sich (zumindest noch) niemand so richtig vorstellen.¹⁶² Deswegen wird der Konflikt um Nordkorea auch als das „offensichtlichste Risiko eines geopolitischen Unfalls“ bewertet.¹⁶³

Aber auch jenseits des Korea-Konflikts könnten machtpolitische Geplänkel die wirtschaftliche Lage beeinflussen, isoliert

im Zweifel noch nicht 2018, aber möglicherweise im Zuge eines Konflikts mit Nordkorea. So baut China die künstlichen Inseln, die innerhalb der von ihm beanspruchten Zone¹⁶⁴ des südchinesischen Meers liegen, unter Protest der Anrainerstaaten mittlerweile zu Militärstützpunkten aus.¹⁶⁵ Japan, das sich nicht nur mit der nordkoreanischen Atomwaffenpolitik, sondern auch mit den chinesischen Territorialansprüchen konfrontiert sieht, arbeitet an einer Remilitarisierung – was wiederum Angst bei seinen Nachbarn schürt.¹⁶⁶

155 So etwa *Savills*, in: Die Welt, „Ein ‚Schwarzer Schwan‘ kann den Boom jäh beenden“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/finanzen/immobilien/article171564371/Ein-Schwarzer-Schwan-kann-den-Boom-jaeh-beenden.html>.

156 Nach *Lorenz*, „Predictability: Does the Flap of a Butterfly’s Wings in Brazil Set Off a Tornado in Texas?“, 1972, abrufbar unter: http://eaps4.mit.edu/research/Lorenz/Butterfly_1972.pdf.

157 S. hierzu die Erläuterungen bei *Tetlock/Gardner*, Superforecasting, S. 6 ff.

158 S. allgemein dazu bei *ZeroHedge*, „The 10 ‚Grey Swans‘ Events For 2018“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2017-12-18/10-grey-swans-events-2018>; s. auch „Eurasia Group’s Top risks For 2018“, abrufbar unter: <https://www.eurasiagroup.net/issues/top-risks-2018>; *Weik/Friedrich*, in: Focus Money, „Der Euro ist gescheitert: Wirtschaftsprognosen für Europa“, abrufbar unter: https://www.focus.de/finanzen/experten/so-geht-es-ab-2018-weiter-der-euro-ist-gescheitert-wirtschaftsprognosen-fuer-europa_id_8150833.html; *dies.*, in: Wallstreet-Online, „Ausblick 2018 – In 1 – 2 Jahren ist Merkel weg – Das Schicksalsjahr für die EU, den Euro und unser Geldsystem“, abrufbar unter: <https://www.wallstreet-online.de/nachricht/10170257-ausblick-2018-1-2-jahren-merkel-schicksalsjahr-eu-euro-geldsystem>; *ZeroHedge*, „Doug Kass’ 15 Surprises For 2018: FANG Crackdown, Gold All-Time-Highs, Stocks Slump“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2017-12-19/doug-kass-15-surprises-2018-fang-crackdown-gold-all-time-highs-stocks-slump>; *ZeroHedge*, „After Getting Almost Nothing Right In 2017, Here Are Byron Wien’s ‚Ten Surprises‘ For 2018“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2018-01-02/after-getting-almost-nothing-right-2017-here-are-byron-wiens-ten-surprises-2018>.

159 S. etwa Handelsblatt, „Der Dax kann zeitweilig um 2.000 Punkte einbrechen“, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/trends/ausblick-auf-die-aktienmaerkte-der-dax-kann-zeitweilig-um-2-000-punkte-einbrechen/20699006.html>.

160 S. zuletzt *Der Spiegel*, „Nordkorea schießt seine bisher reichweitenstärkste Rakete ab“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/politik/ausland/nordkorea-schießt-seine-bisher-reichweitenstärkste-rakete-ab-a-1180814.html>.

161 Die Welt, „Trump-Vertrauter sieht Risiko für Militärschlag bei bis zu 70 Prozent“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/politik/ausland/article171608008/Trump-Vertrauter-sieht-Risiko-fuer-Militaerschlag-bei-bis-zu-70-Prozent.html>; *ZeroHedge*, „Trump Warns North Korea Of ‚Grave Danger‘ In Rousing Speech“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2017-11-08/trump-warns-north-korea-do-not-underestimate-us-rousing-speech>.

162 S. aber die umfassende Analyse in *Die Zeit*, „Nichts ist mehr sicher“, <http://www.zeit.de/2017/51/sicherheitspolitik-internationale-krisen-usa-mittlerer-osten-nordkorea/komplettansicht>.

163 *Eurasia Group*, „Top Risks 2018“, abrufbar unter: <https://www.eurasiagroup.net/issues/top-risks-2018>; gute Zusammenfassung bei *Finanzen100*, „2018 droht eine geopolitische Krise vom Ausmaß der 2008er-Finanzkrise“, abrufbar unter: https://www.finanzen100.de/finanznachrichten/wirtschaft/researchfirma-warnt-2018-droht-eine-geopolitische-krise-vom-ausmass-der-2008er-finanzkrise_H805263230_528117/.

164 S. dazu *Der Spiegel*, „Insel oder Felsen? Worum es beim Streit im Südchinesischen Meer geht“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/politik/ausland/suedchinesisches-meer-was-bedeutet-das-urteil-aus-den-haaga-a-1102595.html>.

165 *Die Zeit*, „China baut Militärstützpunkte weiter aus“, abrufbar unter: <http://www.zeit.de/politik/ausland/2017-12/suedchinesisches-meer-china-militaerstaetuzpunkte-usa-asia-maritime-initiative>; *Der Spiegel*, „China baut vierte künstliche Insel“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wissenschaft/technik/china-baut-kuenstliche-insel-im-suedchinesischen-meer-an-spraty-islands-a-1004769.html>.

166 *Die Zeit*, „Schluss mit dem Pazifismus“, abrufbar unter: <http://www.zeit.de/2017/53/japan-armee-verfassungsreform-pazifismus>.

Insgesamt wirkt die Region instabiler als noch vor 5 Jahren. Allerdings dürfte nur eine Eskalation des Nordkorea-Konflikts zu einem Flächenbrand in dieser Region innerhalb der nächsten 12 Monate führen.

2. Naher/Mittlerer Osten

Bezeichnend für die dynamische Entwicklung der Konflikte im Nahen und Mittleren Osten ist, dass keine der Prognosen für 2018, die vor Mitte Dezember erschienen, die gegenwärtigen, krisenhaften Entwicklungen im Iran auf dem Radar hatte.¹⁶⁷ Dabei werden der Protestbewegung nur geringe Chancen eingeräumt, ihre Ziele zu verwirklichen.

Andere Brandherde dagegen dürften das Potenzial haben, diese Region tiefer in die Krise zu stürzen: So sind die Auswirkungen von *Trumps* Anerkennung von Jerusalem als Hauptstadt Israels, die für weitere Spannungen mit der arabischen Welt sorgt, noch nicht abschließend auszumachen.¹⁶⁸ Ebenso sind die Auswirkungen des Boykotts der arabischen Welt gegenüber Katar genau so wenig absehbar,¹⁶⁹ wie die „Nachkriegsordnung“ in Syrien.¹⁷⁰

Insgesamt sind Prognosen über diese Region aufgrund der Vielzahl der beteiligten Player, ihren unterschiedlichen Zielsetzungen und den Möglichkeiten zur (gewaltsamen) Durchsetzung ihrer Ziele nur schwierig möglich.¹⁷¹ Zunächst dürfte aber sicher sein, dass die Region in 2018 nicht zu befrieden sein wird; es ist nicht ausgeschlossen, dass sich aus den verschiedenen „Glutnestern“ der Region erneut Flächenbrände entwickeln. Sollten von einem solchen Gewaltausbruch auch Ölproduzenten betroffen sein, so wird das zumindest zu einer Erhöhung der Ölpreise führen (s. dazu unten), bei einem ernst zu nehmenden (aber unwahrscheinlichen) Angriff auf Israel wären aber auch über die Region hinausgehende wirtschaftliche Implikationen zu befürchten.

3. Cyber-Attacken

Die Bedrohung durch sog. „Cyber-Attacken“, also (durch staatliche Stellen oder Kriminelle) ausgeführte Attacken (auf oder über das Internet) ist spätestens seit dem Jahr 2017¹⁷² durch „WannaCry“¹⁷³ und „Petya“¹⁷⁴ auch im Bewusstsein der Bevölkerung angekommen. Selbst wenn die Auswirkungen derartiger Angriffe in Deutschland bislang noch beschränkt geblieben sind, so haben die davon betroffenen Unternehmen durchaus nennenswerte wirtschaftliche Verluste erlitten.¹⁷⁵ In den USA wurde allerdings ein Daten-Hack bei dem etwa mit *Creditreform* vergleichbaren US-Dienstleister *Equifax* bekannt, bei dem die Daten von über 145 Mio. US-Amerikanern einschließlich Kreditkarten- und Sozialversicherungsnummern gestohlen wurden.¹⁷⁶ Vor dem Hintergrund des Anstiegs in öffentlichkeitswirksamen, weil sehr umfassenden Cyber-Attacken sind die Medien auch nicht zimperlich, was die Voraussagen neuerlicher Attacken in 2018 angeht.¹⁷⁷ Angesichts der Behauptungen aus den USA, dass Nordkorea für einen Hack in eine Krypto-Währungsbörse¹⁷⁸ sowie den Computer-Virus „WannaCry“¹⁷⁹ verantwortlich sei, ist denn auch nicht weiter verwunderlich, dass dabei eine mit langer Ausfallzeit verbundene Attacke auf US-Regierungsrechner ganz oben auf der Prioritätenliste steht. Berücksichtigt man auf der anderen

Seite, dass ein Angriff auf 900.000 Telekom-Rechner Ende 2016 mittlerweile einem einzelnen Täter zugeschrieben werden konnte,¹⁸⁰ wird deutlich, dass die Gefahren für die Sicherheit des gesamten Internets nicht nur von Staaten oder Organisationen, sondern ganz profan von frustrierten und/oder gierigen Einzeltätern mit ein wenig technischem Know-how ausgehen. Mithin dürfte eines der größten Risiken für 2018 darin liegen, dass eine massive Cyber-Attacke Auswirkungen bis hinein in die wirtschaftliche Entwicklung zeitigt.¹⁸¹

167 Sehr gut dazu: Die Welt, „Die Dynamik des iranischen Protestes blamiert unsere Realpolitiker“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/debatte/kommentare/article172082014/Proteste-im-Iran-Blamage-fuer-unsere-Realpolitiker.html>.

168 S. dazu zunächst Die Zeit, „Trump erkennt Jerusalem als Hauptstadt Israels an“, abrufbar unter: <http://www.zeit.de/politik/ausland/2017-12/us-praesident-trump-erkennt-jerusalem-als-hauptstadt-von-israel-an>. Die Diskussion über diesen Schritt alleine würde den Umfang dieses Artikels sprengen. Dementsprechend soll an dieser Stelle zunächst auf erste Konsequenzen hingewiesen werden: So hat die UN mit überraschend großer Mehrheit die Anerkennung als „Null und Nichtig“ bezeichnet: s. Die Zeit, „UN-Vollversammlung erklärt Trump-Entscheidung für ‚null und nichtig‘“, abrufbar unter: <http://www.zeit.de/politik/ausland/2017-12/jerusalem-entscheidung-recep-tayyip-erdogan-benjamin-netanjahu-un-versammlung>. Die USA haben danach die Zahlungen an die UN empfindlich gekürzt, s. The Guardian, „US to make at least \$285m cut to UN budget after vote on Jerusalem“, abrufbar unter: <https://www.theguardian.com/world/2017/dec/26/us-to-make-at-least-285m-cut-to-un-budget-after-vote-on-jerusalem>.

169 S. dazu Wikipedia, „Katar-Krise 2017“, abrufbar unter: https://de.wikipedia.org/wiki/Katar-Krise_2017.

170 S. nur Der Spiegel, „Assad hat den Krieg gewonnen – und jetzt?“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/spiegel/syrien-das-assad-regime-hat-den-krieg-gewonnen-bis-zum-frieden-ist-es-noch-weit-a-1185131.html>.

171 S. aber die umfassende Analyse in Die Zeit, „Nichts ist mehr sicher“, <http://www.zeit.de/2017/51/sicherheitspolitik-internationale-krisen-usa-mittlerer-osten-nordkorea/komplettansicht>.

172 Für die Zeit davor, s. <https://legonomics.de/2017/01/21/cyber-attacken/>.

173 S. näher bei: <https://de.wikipedia.org/wiki/WannaCry>; <https://www.heise.de/newsticker/meldung/WannaCry-Was-wir-bisher-ueber-die-Ransomware-Attacke-wissen-3713502.html>.

174 S. näher bei: <https://de.wikipedia.org/wiki/Petya>; <https://www.heise.de/security/meldung/Petya-NotPetya-Kein-Erpressungstrojaner-sondern-ein-Wiper-3759293.html>.

175 So musste bei Beiersdorf die Produktion wegen des Virenbefalls zeitweilig eingestellt, s. <https://www.stern.de/wirtschaft/hackerangriff-beeintraechtigt-nivea-produktion-7516298.html>; bei der Deutschen Bahn fielen zahlreiche Anzeigentafeln aus, vgl. <https://www.heise.de/newsticker/meldung/Ransomware-WannaCry-befallt-Rechner-der-Deutschen-Bahn-3713426.html>.

176 S. näher hierzu bei Wolfstreet, „LEAKED: Worst Data Hack in US History Gets Worse“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2017/10/10/leaked-worst-data-hack-in-us-history-gets-worse/>; s. zu weiteren Attacken auch: <https://legonomics.de/2017/10/04/cyber-unter-der-oberflaeche/>.

177 S. etwa Forbes, „60 Cybersecurity Predictions For 2018“, abrufbar unter: <https://www.forbes.com/sites/gilpress/2017/11/26/60-cybersecurity-predictions-for-2018/#7caa17f673ff>.

178 BBC, „North Korea ‚hacked crypto-currency exchange in South‘“, abrufbar unter: <http://www.bbc.com/news/world-asia-42378638>.

179 Der Spiegel, „USA machen Nordkorea für ‚WannaCry‘-Attacke verantwortlich“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/netzwelt/web/wannacry-attacke-usa-machen-nordkorea-verantwortlich-a-1184011.html>.

180 Der Spiegel, „Wie ein Bräutigam bei einer Million Deutschen das Internet ausknipste“, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/spiegel/telekom-hackerangriff-ein-braeutigam-knipste-das-internet-ausknipste-a-118406.html>.

181 Das zeigt schon die zum Jahreswechsel aufgedeckte Sicherheitslücke bei Prozessoren in Milliarden (!) Rechnern, s. nur Heise-Online, „Gravierende Prozessor-Sicherheitslücke: Nicht nur Intel-CPUs betroffen, erste Details und Updates“, abrufbar unter: <https://www.heise.de/security/meldung/Gravierende-Prozessor-Sicherheitsluecke-Nicht-nur-Intel-CPUs-betroffen-erste-Details-und-Updates-3932573.html>.

4. Bitcoin & Co.

Das Gesamtvolumen der Bitcoins wies bereits bei einem Kurs von 11.000 \$ eine „Marktkapitalisierung“ von 181 Mrd. \$ auf,¹⁸² am 12.12.2017 wiesen alle Krypto-Währungen zusammen eine Marktkapitalisierung von über 500 Mrd. \$ auf.¹⁸³ Mittlerweile gibt es erste Meldungen dazu, dass Menschen sozusagen „Haus und Hof“ verpfänden, um in dem Hype mitzumischen – in der Hoffnung, ein Vermögen zu machen.¹⁸⁴ Das nennt man einen klassischen Fall der „Dienstmädchenhaushausse“.¹⁸⁵ Sollte es zu einem ernsthaften Abschwung in dieser „Asset-Klasse“ – also auch bei anderen sog. „Krypto-Währungen“ – kommen, dann könnte dieser Crash somit die vielbefürchtete Domino-Wirkung auf andere Vermögenswerte erzeugen – und möglicherweise eine Rezession oder eine Rettungsaktion durch die Zentralbanken („*too big to fail*“) auslösen.¹⁸⁶ Unabhängig vom konkreten Ausgang dürfte das „Vertrauen“ der Anleger nachhaltig enttäuscht sein, mit negativen Folgen, die möglicherweise über die Krypto-Währungen hinausgehen.

5. Ölpreis

Relativ unbemerkt von der Öffentlichkeit ist der Ölpreis seit dem Tief von knapp 43 \$/Barrel im Juni 2017 auf fast 60 \$/Barrel Ende Dezember 2017 – oder um fast 50 % – gestiegen.¹⁸⁷ Auch wenn die Gründe oder Auswirkungen noch nicht klar sind,¹⁸⁸ so könnte doch auch die fortgesetzte Förderkürzung seitens der OPEC¹⁸⁹ für diese Preissteigerung verantwortlich sein. Allerdings dürfte weiteren Steigerungen des Ölpreises zunächst die (dann wieder) profitable Ölförderung durch Fracking insbesondere in den USA entgegenstehen.¹⁹⁰ Somit sollte der Ölpreis in 2018 nicht oder nur wenig zu wie auch immer gearteten Umwälzungen an den Märkten beitragen. Diese Einschätzung könnte sich aber bei einem teilweisen Ausfall eines oder mehrerer Förderer – etwa infolge von Unruhen im Nahen/Mittleren Osten – ändern. Bei einem nachhaltigen Anstieg des Ölpreises über 80 \$/Barrel, dürfte die Inflation zumindest in den Industrienationen spürbar anziehen – mit negativen Auswirkungen auf die Weltwirtschaft.

V. Eigene Prognose – „Basisszenario“ als wahrscheinliches Szenario ...

Selbst unter Berücksichtigung der v.g. Risiken prognostiziere ich, dass die wirtschaftliche Entwicklung auch in 2018 in der derzeitigen „Metastabilität“¹⁹¹ gefangen sein wird. Das bedeutet, dass der oben dargelegte Basisszenario als Szenario mit der höchsten Eintrittswahrscheinlichkeit gilt, schon weil die Zentralbanken mit (konzertierten?) Aktionen etwaiger Wirtschaftsschwankungen austarieren werden. Von daher dürfte die derzeitige wirtschaftliche Phase des „New Normal“ noch eine Weile anhalten.

Gerade weil wichtige (negative) Ereignisse (Brexit, Trump) nicht zu einer Trendwende geführt haben, ist es schwer, ein Ereignis zu prognostizieren, was nicht entweder schon durch die Märkte, spätestens aber durch die Zentralbanken abgedeckt würde. Selbst ein einigermaßen glimpflich ablaufender Erstschlag der USA auf Nordkorea könnte möglicherweise keinen

größeren oder nachhaltigen Absturz der Wirtschaft zur Folge haben. Vor diesem Hintergrund wird klar, warum etliche Szenarien, die an sich auch den Status eines „grauen Schwans“ verdient hätten, an dieser Stelle gar nicht diskutiert werden: Zu nennen wären hier die Euro-Krise, die Krise der EU an sich oder ein drohender „*Governmental Shutdown*“ in den USA. Oder auch das Scheitern der Bemühungen um eine Regierungsbildung in Deutschland mit Neuwahlen im Frühsommer 2018. Diese unbestreitbar vorhandenen Risiken und Probleme werden im Zweifel für sich genommen nicht zu einer Wirtschaftskrise führen, sondern könnten lediglich eine sich im Entwicklungsstadium befindliche Krise weiter befeuern. Auf einem ganz anderen Blatt steht, was die langfristige Konsequenz der ständig steigenden weltweiten Verschuldung auch und gerade für Deutschland haben wird.¹⁹² Aber solche Konsequenzen werden erst jenseits des Jahres 2018 durchschlagen.

VI. ... aber mit einigen realistischen „Abwärtsrisiken“

Neben den eher oben beschriebenen eher unwahrscheinlichen, im Fall ihres Eintritts aber folgenschweren („katastro-

182 Der Aktionär, „Experte Küfner: Blockchain ist überholt“, abrufbar unter: <http://www.deraktionaer.de/aktie/iota-ueberholt-bitcoin-mit-284-prozent-blockchain-ist-ueberholt-347480.htm>.

183 The Motley Fool, „Kryptowährungen erreichen 500 Milliarden Dollar Marktwert – aber nicht wegen Bitcoin“, abrufbar unter: <https://www.fool.de/2017/12/17/kryptowaehrungen-erreichen-500-milliarden-dollar-marktwert-aber-nicht-wegen-bitcoin/>.

184 Zerohedge, „It's In The Mania Phase“, abrufbar unter: <http://www.zerohedge.com/news/2017-12-11/its-mania-phase-securities-regulator-warns-mortgages-are-being-taken-out-buy-bitcoin>.

185 Zum Begriff s. Wikipedia, „Dienstmädchenhaushausse“, abrufbar unter: <https://de.wikipedia.org/wiki/Dienstm%C3%A4dchenhaushausse>.

186 So Markus Schön, in: manager-magazin, „Kursziel Bitcoin 100.000 US-Dollar – leider!“, abrufbar unter: <http://www.manager-magazin.de/finanzen/boerse/warum-der-bitcoin-boom-unser-wirtschaftssystem-gefahrdet-a-1183366.html>.

187 Bezogen auf WTI-Crude, s. hier: <https://www.bloomberg.com/quote/CL1:COM>.

188 S. z.B. The Wall Street Journal, „Oil Prices Chase \$60 After a Year of Surging Demand“, abrufbar unter: <https://www.wsj.com/articles/oil-prices-chase-60-after-a-year-of-surg-ing-demand-1511865001>.

189 Handelsblatt, „Öl-Allianz verlängert Förderbremse bis Ende 2018“, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/devise-n-rohstoffe/opec-und-partner-oel-allianz-verlaengert-foerderbremse-bis-ende-2018/20653488.html>; s. aber zum Verfall des OPEC-Kartells Die Welt, „Das Öl-Kartell kapituliert vor seinem mächtigsten Gegner“, abrufbar unter: <https://www.welt.de/finanzen/article170421545/Das-Oel-Kartell-kapituliert-vor-seinem-maechtigsten-Gegner.html>.

190 So auch Zerohedge, „The Biggest Factors In Future Oil Production“, abrufbar unter: <http://www.zerohedge.com/news/2017-12-26/biggest-factors-future-oil-production>; s. auch die Zusammenfassung verschiedener Marktanalysen bei FAZ, „Wird der Ölpreis zur Bedrohung für die Weltwirtschaft?“, abrufbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/wird-der-oelpreis-zur-bedrohung-fuer-die-weltwirtschaft-15374029-p1.html>.

191 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>.

192 S. vertiefend hierzu Brand, „Die Deutschen sind die Volltrottel der Globalisierung“, abrufbar unter: <https://de.linkedin.com/pulse/die-deutschen-sind-volltrottel-der-globalisierung-kurt-brand>, <https://www.xing.com/news/insiders/articles/die-deutschen-sind-die-volltrottel-der-globalisierung-838835>.

phalen“) Ereignissen, halte ich den Eintritt der nachfolgend geschilderten drei Szenarien in 2018, die das Basisszenario erschüttern könnten, für zumindest nicht unwahrscheinlich:

1. Crash der Krypto-Währungen in Verbindung mit einer Cyber-Attacke

Ein realistisches Szenario, was den Base-Case nachhaltig erschüttern könnte, ist eine Cyber-Attacke, die zunächst zu einem technischen Problem bei einer maßgeblichen Krypto-Währung mit daraus resultierendem Vertrauensverlust und einem zumindest zwischenzeitlichen kompletten Zusammenbruch dieses Marktes führt. Die Meldungen über Hacker-Angriffe auf Börsen, an denen Krypto-Währungen gehandelt werden, häufen sich bereits,¹⁹³ wie auch Meldungen über andere kriminelle Umtriebe im Zusammenhang mit Krypto-Währungen.¹⁹⁴ Und je höher der Kurs dieser Währungen steigt, umso interessanter wird der „Einstieg“ auch für Kriminelle. Angesichts einer Marktkapitalisierung von derzeit rd. 500 Mrd. \$ und der zwischenzeitlichen Vernetzung dieser Asset-Klasse mit anderen Vermögenswerten über sog. „Margin Loans“ sind die „Infektionskanäle“ in die Wirtschaft im Rahmen eines Crashes vorgezeichnet. Je nachdem, wieweit „normale“ Geschäftsbanken zum Zeitpunkt eines Crashes in diese Währungen investiert sind, ist auch eine Bankenkrise im Zuge eines Crashes nicht ausgeschlossen.

2. Carmageddon USA

Wie bereits oben und an anderer Stelle¹⁹⁵ diskutiert, könnte sich der Autoabsatz in den USA zu einem Zündfunken für eine negative Entwicklung entwickeln: Seit Ende 2016 zeichnet sich nämlich ab, dass der Automarkt in den USA den Zenit des aktuellen Marktzyklus überschritten hat. Die Zahl der verkauften Neufahrzeuge im Jahr 2017 liegt um 1,8 %¹⁹⁶ hinter dem Vorjahr zurück und auch für das nächste Jahr wird ein weiterer Rückgang um 1,5 % – 5 % prophezeit.¹⁹⁷ Zum Ende des dritten Quartals 2017 standen an zur Ankurbelung des Autoabsatzes vergebenen Krediten aber insgesamt über 1,112 Billionen \$ aus.¹⁹⁸ Alleine im Jahr 2017 wurden davon über 70 Mrd. \$ verbrieft.¹⁹⁹ Zwischenzeitlich wurden auch in diesem Bereich zudem Kredite an sog. „subprime“ Darlehensnehmer vergeben, also an eigentlich nicht kreditwürdige Personen. Die ersten Anzeichen deuten darauf hin, dass die Ausfälle in diesem Bereich in 2017 deutlich zunahmen.²⁰⁰ Zwar erreicht das Marktvolumen aller Autokredite nicht das Volumen des damaligen Subprime-Marktes im Immobilienbereich, dessen Volumen kurz vor Ausbruch der letzten Finanzkrise mit einem Volumen von 1,3 Billionen \$ beziffert wird.²⁰¹ Gleichwohl könnte hier ein Einfallstor für rezessive Tendenzen in den USA liegen.

3. Zusätzliche Zinserhöhungen in den USA

Wie bereits oben beschrieben, dürfte sich der Leitzins der US-Fed auf einem Niveau von 2,25 % – 2,5 % Ende 2018 bewegen. Diese Zinserhöhungen dürften sich direkt auf Auto- oder Immobilienkredite auswirken. Dazu könnten sich aber auch zusätzliche Zinserhöhungen für etliche für private

Schulden und Schulden von Unternehmen infolge der Inflation gesellen. Die seit Sommer steigende Inflationsrate lag im November 2017 nämlich bereits bei 2,2 %.²⁰² Ein auch nur moderat anziehender Ölpreis dürfte die Inflationsrate auch in 2018 über dieser Marke belassen. Zum Ausgleich der Inflationsrate könnten dann Banken und alternative Anbieter den Zinssatz über die Zielmarke der Fed hinaus steigern, was zur Verteuerung von Krediten führen könnte.

Es ist allerdings davon auszugehen, dass die Fed bei den geringsten Anzeichen dafür, dass die Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt, „Carmageddon“ oder zusätzliche Zinserhöhungen in eine tatsächliche Krise münden könnten, die Leitzinsen wieder senken und/oder die Maßnahmen der quantitativen Lockerung entweder nicht auslaufen lassen oder sogar wieder hochfahren wird.²⁰³ Sollten entweder einzelne oder mehrere der v.g. Risiken eintreten und/oder die Fed der dann drohenden Eintrübung der US-Konjunktur nicht entschieden genug entgegentreten, so wird dies den „Base-Case“ negativ beeinflussen, ein Effekt, der dann durch die „Megatrends“ der Verschuldung nebst Sub-Trends noch verstärkt würde. In diesem (eher unwahrscheinlichen) Fall könnte eine Rezession der Wirtschaft in den USA die Folge sein.

193 S. z.B. Wolfstreet, „Another Cryptocurrency Gets Hacked, Money Disappears. Here are the 30 Biggest Crypto Hacks“, abrufbar unter: <https://wolfstreet.com/2017/11/21/tether-cryptocurrency-hacked-list-of-biggest-crypto-hacks-money-stolen/>.

194 Zerohedge, „The World's Largest ICO Is Imploding After Just 3 Months“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2017-10-19/worlds-largest-ico-imploding-after-just-3-months>; Handelsblatt, „Schweizer Behörden gehen gegen E-Coin-Betrüger vor“, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/devisen-rohstoffe/erfundene-kryptowaehrung-schweizer-behoerden-gehen-gegen-e-coin-betrueger-vor/20346512.html>.

195 Legonomics, „Carmageddon – und weiter geht's!“, abrufbar unter: <https://legonomics.de/2018/01/04/carmageddon-und-weiter-gehts-2/>.

196 Vgl. Legonomics, „Carmageddon – und weiter geht's!“, abrufbar unter: <https://legonomics.de/2018/01/04/carmageddon-und-weiter-gehts-2/>.

197 Forbes, „U.S. Car Sales Will Slip A Bit In 2018, But Things Could Get Grim After That“, abrufbar unter: <https://www.forbes.com/sites/neilwinton/2017/12/28/u-s-car-sales-will-slip-a-bit-in-2018-but-things-could-get-grim-after-that/#4bba9bf7809e>.

198 Zerohedge, „US Credit Card Debt Rises Above \$1 Trillion As Student, Auto Loans Hit All Time High“, abrufbar unter: <https://www.zerohedge.com/news/2017-11-07/us-credit-card-debt-rises-above-1-trillion-student-auto-loans-hit-all-time-high>.

199 Financial Times, „Securitized auto loans hit post-financial crisis high“, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/37390b14-ec86-11e7-8713-513b1d7ca85a>.

200 Bloomberg, „Subprime Auto Defaults Are Soaring, and PE Firms Have No Way Out“, abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-12-21/subprime-auto-defaults-are-soaring-and-pe-firms-have-no-way-out>; ValueWalk, „Moody's Warns Of Deteriorating Auto Loan Quality“, abrufbar unter: <http://www.valuewalk.com/2017/12/auto-loan-quality/>.

201 Wikipedia, „Subprime mortgage crisis“, abrufbar unter: https://en.wikipedia.org/wiki/Subprime_mortgage_crisis (s. unter „Subprime mortgage market“).

202 Trade Economics, „United States Inflation Rate“, abrufbar unter: <https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>.

203 S. dazu aber JP Morgan in BusinessInsider, „JP Morgan: Here's what could cause the next financial crisis“, abrufbar unter: <https://amp.businessinsider.com/stock-market-news-jpmorgan-explains-next-financial-crisis-2017-10>.

VII. Fazit

Die Wahrscheinlichkeit ist also groß, dass wir nach 2017 wirtschaftlich gesehen ein weiteres „biederes“ Jahr 2018 erleben werden, das von weiteren Aufwärtsbewegungen bei Vermögenswerten, allen voran den Börsen und Krypto-Währungen geprägt ist, aber mit Erosionen seiner Grundlagen zu kämpfen hat.

Zwar sollte man gerade vor dem Hintergrund des Bonmots, dass „Märkte Gespräche seien“,²⁰⁴ auch psychologische Aspekte nicht unterschätzen. Denn tatsächlich kann man sich fragen, ob die angesichts der nahezu ungebremst weiter wachsenden Verschuldung fantastisch anmutende und im Basisszenario auch für 2018 fortgeschriebene Marktentwicklung nicht „zu gut ist, um wahr zu sein“. Dieser „Bubble-Talk“²⁰⁵ übersieht allerdings, dass insbesondere die Verschuldungssituation über Jahre gewachsen ist – und sich die Marktteilnehmer zumindest insoweit mit den Gegebenheiten, wenn nicht angefreundet, dann doch zumindest abgefunden haben. Dieses „wirtschaftliche Biedermeier“ hat durch die koordinierte Politik der Zentralbanken eine gewisse „Metastabilität“ erreicht, die nur durch ein „katastrophales“ Ereignis erschüttert werden kann. Außerhalb von „schwarzen Schwänen“ ist die Wahrscheinlichkeit eines solchen katastrophalen Ereignisses für 2018 allerdings wohl „nur“ im Bereich der Cyber-Sphäre (ggf. zusammen mit einem destabilisierenden Ereignis bei den Krypto-Währungen) realistisch. Dagegen dürfte eine Eskalation des Konflikts um Nordkorea oder ein Wiederaufflammen der Konflikte im Nahen und Mittleren Osten wohl nur bei Hinzutreten weiterer Umstände spürbare Auswirkungen auf die Weltwirtschaft in 2018 haben.

Diese Einschätzung birgt natürlich das Risiko, den eingangs beschriebenen Prognosefehler nunmehr umgekehrt zu begehen und den Einfluss der Zentralbanken zu über- und den von politischen (ggf. sogar kriegerischen) Entscheidungen zu unterschätzen. Gerade angesichts der Erfahrungen mit der japanischen Finanzpolitik – die die japanische Wirtschaft seit

Jahrzehnten mithilfe einer kreativen Finanzpolitik stabil hält – und weil die Zentralbanken „The New Normal“ im Fall einer Krise z.B. noch mit sog. „Helikoptergeld“²⁰⁶ auf die Spitze treiben könnten, halte ich dieses Risiko für die eher kurzfristige Prognose des Verlaufs von 2018 für gering.

Gleichwohl ist – zumindest lang-, wenn nicht sogar bereits mittelfristig – aber sicher, dass Behauptungen, wie die von *Janet Yellen*, wonach es „in unserer Lebenszeit keine Krise mehr geben wird“, angesichts der nur aufgrund einer stetig anwachsenden Verschuldung noch prosperierenden Wirtschaft reine Augenwischerei sind. Die von der BIZ benannte „riskante Dreierkonstellation“ wird aktuell durch verschiedene Auswüchse der Verschuldung, also z.B. die Vermögens- und Einkommensungleichheit oder „Zombifizierung“ der Wirtschaft, auf die Spitze getrieben – und bildet nicht nur Grundlage, sondern auch Verstärker der nächsten Krise. Diese nächste Krise wird die Schwächen des jetzigen Systems schmerzhaft offenlegen, wie einige kritische Artikel renommierter Wirtschaftszeitungen nahelegen.²⁰⁷ Und es bleibt ein Restrisiko, dass 2018 die Krise durch einen der genannten „grauen“ Schwäne (oder einen „schwarzen“) ausgelöst wird. Bis dahin bleibt nur – in Anlehnung an das bekannte Zitat von *John M. Keynes* eingangs dieses Artikels – die (traurige) Feststellung, dass „The New Normal“ länger andauern könnte, als uns allen lieb ist – vielleicht sogar über 2018 hinaus.

204 S. dazu das Das Cluetrain Manifesto, abrufbar unter: <http://www.cluetrain.com/auf-deutsch.html>.

205 Verwiesen wird hier nur auf die zahllosen in Fn. 14 enthaltenen – zumeist pessimistischen – Jahresprognosen.

206 S. dazu Wikipedia, „Helikoptergeld“, abrufbar unter: <https://de.wikipedia.org/wiki/Helikoptergeld>.

207 Wirtschaftswoche, „Die wankende Wachstumswirtschaft“, abrufbar unter: <http://www.wiwo.de/politik/europa/knauss-kontert-die-wankende-wachstumswirtschaft/20600752.html>; The Guardian, „Heretics welcome! Economics needs a new Reformation“, abrufbar unter: <https://www.theguardian.com/business/2017/dec/17/heretics-welcome-economics-needs-a-new-reformation>, mit Hinw. auf The New Weather Institute, „33 Thesis for an Economic Reformation“, abrufbar unter: <http://www.newweather.org/wp-content/uploads/2017/12/33-Theses-for-an-Economics-Reformation.pdf>.

Anfechtungsrecht 2017 – Abschied von der Insolvenzrechtsreform auf Raten

von Richter am BGH Professor Dr. Gerhard Pape, Karlsruhe/Göttingen

Das Jahr 2017 stellt einen Wendepunkt in der Fortschreibung des Anfechtungsrechts und damit in der Entwicklung der InsO insgesamt dar. Die InsO ist – soweit es um das Unternehmensinsolvenzverfahren geht – endgültig in ein Stadium übergegangen, in dem sie sich der Rechtslage und den Zuständen der ausgehenden KO wieder annähert. Die seit mehreren Jahren gute Wirtschaftslage mit der kontinuierlich rückläufigen Zahl von Unternehmensinsolvenzen verleitet ganz offenkundig zu einer Geringschätzung des Insolvenzverfahrens, dessen Ordnungsfunktion inzwischen weitgehend als vernachlässigbar und entbehrlich angesehen wird. Gefragt sind allenfalls noch überbordende gerichtliche und außergerichtliche Sanierungsverfahren, die den Beteiligten vorgaukeln sollen, das Insolvenzverfahren als Liquidationsverfahren sei überholt. Ein wirksames Anfechtungsrecht ist in diesem System nicht (mehr) gefragt, sondern wirkt eher störend. Allerdings zeigt die Entwicklung des Insolvenzrechts nach Inkrafttreten des Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG), dass die Eigenverwaltung auch nicht unbedingt der Weisheit letzter Schluss ist. Das Planverfahren, auf das bei Verabschiedung des ESUG große Hoffnungen gesetzt wurden, dümpelt weiter dahin. Die neu geschaffenen Instrumente greifen offensichtlich nicht so, wie erhofft. Neuer Favorit ist das außergerichtliche Restrukturierungsverfahren, das jetzt der Heilsbringer sein soll. Damit steht die Diskussion wieder dort, wo sie 2008/2009 schon einmal stand, ob nämlich ein gerichtliches oder außergerichtliches Sanierungsverfahren zu präferieren ist. Soweit es um die Abwicklung von Liquidationsverfahren geht,