

Die Illusion niedriger Zinsen

Von

Jean Estin

Präsident, Estin & Co

Die Rendite 10-jähriger französischer Staatsanleihen (OAT) ist mittlerweile¹ auf 0,5% gesunken und die Rendite 10-jähriger US-amerikanische Treasury Bonds liegt bei 1,6%. Seit den 1982 erreichten Höchstständen von 8% bzw. 6% p.a. (OAT bzw. Treasury Bonds) folgen die Renditen einem stetigen Abwärtstrend. In der jüngeren Wirtschaftsgeschichte gibt es nur wenige Phasen, in denen sich die Nominalrenditen dauerhaft zwischen 2% und 3% bewegen, und zwar von 1882 bis 1894 (Ende der 1. grossen Weltwirtschaftskrise) und von 1936 bis 1945 in den USA (Ende der zweiten Weltwirtschaftskrise und des zweiten Weltkriegs) sowie zuletzt von 2002 bis 2015 in Japan.

Besteht Grund zur Sorge? Diese drei Phasen entsprechen schweren Krisen, dem Platzen von Blasen an den Finanzmärkten, Konkursen und fehlenden Perspektiven für das Wirtschaftswachstum bei starken Schwankungen. *Oder stehen sie etwa für Optimismus?* Gleichzeitig entsprechen diese Perioden aber auch mehr oder weniger langen Übergangsphasen zwischen zwei Mega-Konjunkturzyklen – der ersten und zweiten industriellen Revolution, dem stärksten Konjunkturaufschwung nach der Weltwirtschaftskrise und dem zweiten Weltkrieg und, neuerdings, Chinas Wandel zu einer konsumorientierten Dienstleistungsgesellschaft.

Eines jedoch ist sicher. Die Zinsen werden steigen, denn auf dem jetzigen Niveau können sie nicht bleiben. Im Durchschnitt und über lange Zeiträume liegen sie bei rund 5%. Ein erneuter Anstieg auf dieses Niveau wird den Wert von Vermögenswerten jedoch massiv in Frage stellen.

Der falsche Hebel

Die niedrigen Zinsen sind Folge der Unausgewogenheit zwischen Kapitalakkumulation und den vorhandenen Anlagemöglichkeiten (beziehungsweise der begründeten oder unbegründeten Wahrnehmung derselben) – und der geldpolitischen Hebel der Zentralbanken.

Eine weitere Zinssenkung oder gar negative Zinsen zur Ankurbelung der Investitionen sind ein Tropfen auf den heissen Stein, wenn keine Wachstumsmöglichkeiten vorhanden sind.

Der Hebel sollte vielmehr bei den Hindernissen angesetzt werden, die das Wachstum bremsen:

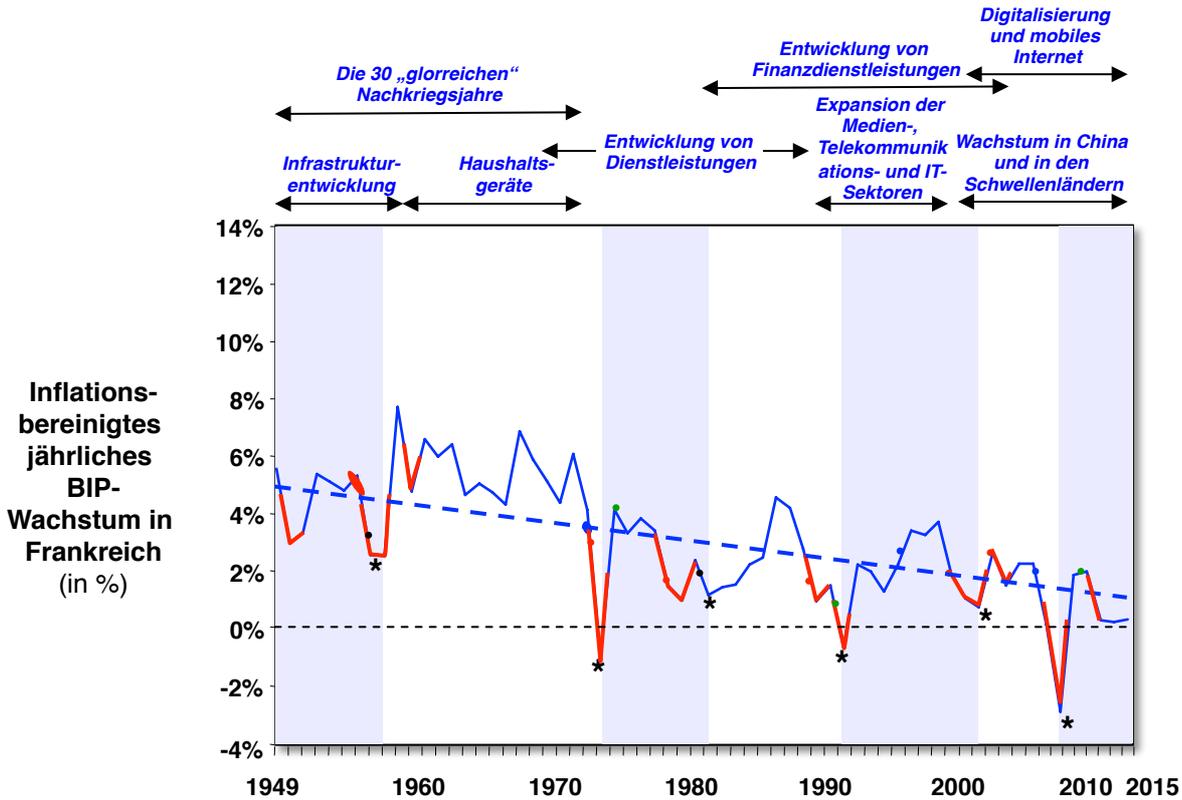
- bei den staatlichen und öffentlichen Verwaltungskosten in Relation zu deren Mehrwert für die Wirtschaft,
- beim Anteil der Ressourcenallokation, der nicht von Unternehmen, sondern von Staaten und Körperschaften für Transfers und Subventionen vorgenommen wird, sowie bei der Art und den Gründen dieser Allokationsentscheidungen,
- bei der Beweglichkeit finanzieller und personeller Ressourcen zwischen Industriesektoren, Unternehmen und Regionen zur Steigerung der Produktivität einer Volkswirtschaft unter Berücksichtigung ihrer Demografie,
- sowie bei Bevölkerungsentwicklung, Bildung und Recht.

Gleichzeitig auf die Bremse (Wachstumshemmnisse) und das Gaspedal (Liquiditätsspritzen) zu treten, ist nicht nur zwecklos, sondern auch gefährlich.

¹ 15. Juni 2016

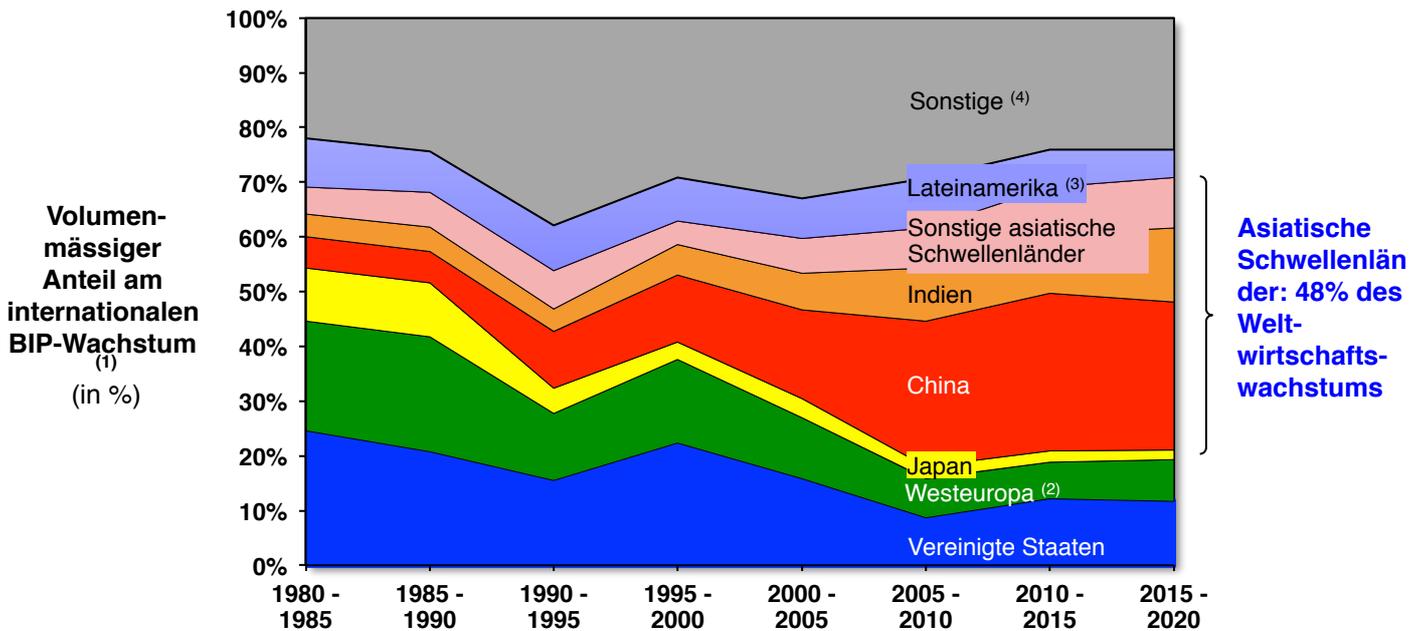
- Diagramm 2 -

Jährliches BIP-Wachstum in Frankreich (1949-2015)
(inflationsbereinigt)



Quellen: IWF, Analysen von Estin & Co

Anteil am Weltwirtschaftswachstum



(1) Die Berechnung der Wachstumsbeiträge erfolgte auf der Basis der Kaufkraftparitäten zur Neutralisierung von Währungseffekten (IWF-Verfahren); (2) Frankreich, Vereinigtes Königreich, Deutschland, Spanien, Niederlande, Belgien, Italien; (3) einschließlich Mexiko; (4) Australien, Kanada, Russland und die GUS, Osteuropa, Afrika, Mittlerer Osten, ...
Quelle: IWF, Analysen von Estin & Co

Die niedrigen Zinsen fördern eine wahllose Verteilung der Ressourcen, da die Risikokosten unberücksichtigt bleiben. Eine Volkswirtschaft, die ihre Ressourcen suboptimal verteilt, ist nicht überlebensfähig, denn sie zerstört sich selbst: während die Zinsen wieder steigen, brechen die Vermögenswerte ein.

Die falsche Sichtweise

Tatsächlich sind das angebliche Wachstumsdefizit und der Mangel an Anlagemöglichkeiten im Vergleich zum Kapitalstock nur eine Illusion.

Das Wachstum der Weltwirtschaft hat sich im langfristigen Vergleich nämlich nicht verlangsamt. Es liegt nach wie vor bei 3,5% pro Jahr, ohne Inflation – d. h. leicht unter seinem Durchschnittswert von 3,8% in den letzten zwanzig Jahren. Für die kommenden fünf Jahre wird ein Wachstum von 3,6% erwartet (siehe Tabelle 1). *Das Wachstum hat sich lediglich verlagert.* Es wird kaum mehr in Europa, in geringerem Mass in Nordamerika, sondern überwiegend in den asiatischen Schwellenländern erzielt, die im Zeitraum von 2010 bis 2015 48% des Weltwirtschaftswachstums bestritten (siehe Diagramm 2).

- Tabelle 1 -

Das internationale BIP-Wachstum schwächt sich volumenmässig über einen längeren Zeitraum nicht ab⁽⁶⁾

	1960- 1970	1970- 1980	1980- 1990	1990- 2000	2000- 2010	2010- 2015	2015- 2020 P
Inflationsbereinigtes Weltwirtschafts- wachstum	5,3%	3,8%	3,3%	3,3%	3,9%	3,5%	3,6%
- Davon Demografie	2,0%	1,9%	1,8%	1,5%	1,2%	1,2%	1,1%
- Produktivität	3,3%	1,9%	1,5%	1,8%	2,7%	2,3%	2,5%

Die Perspektiven der westlichen Industrieländer sind eng an ihre geografische Dimension geknüpft. Sie haben nur eine begrenzte Möglichkeit das Wirtschaftswachstum durch konjunkturelle Hebel zu steuern, da sie lediglich einen geringen und rückläufigen Anteil des Weltwirtschaftswachstums ausmachen² – der Anteil von Ländern wie Frankreich und Deutschland an der Weltwirtschaft betrug 2015 jeweils nur noch 3,5% bzw. 4,5% und wird weiter abnehmen.

Unabhängig von dem Zinsniveau investieren Unternehmen entlang internationaler Wachstumstendenzen – schematisch betrachtet in den Vereinigten Staaten in Digitalisierung sowie in China in Konsumgüter und Dienstleistungen.

In einer globalisierten Wirtschaft – sofern sie es bleibt – gibt es noch immer Wachstumsmöglichkeiten für jene, die sie nutzen wollen und können. Die Zinsen werden zwangsläufig steigen.

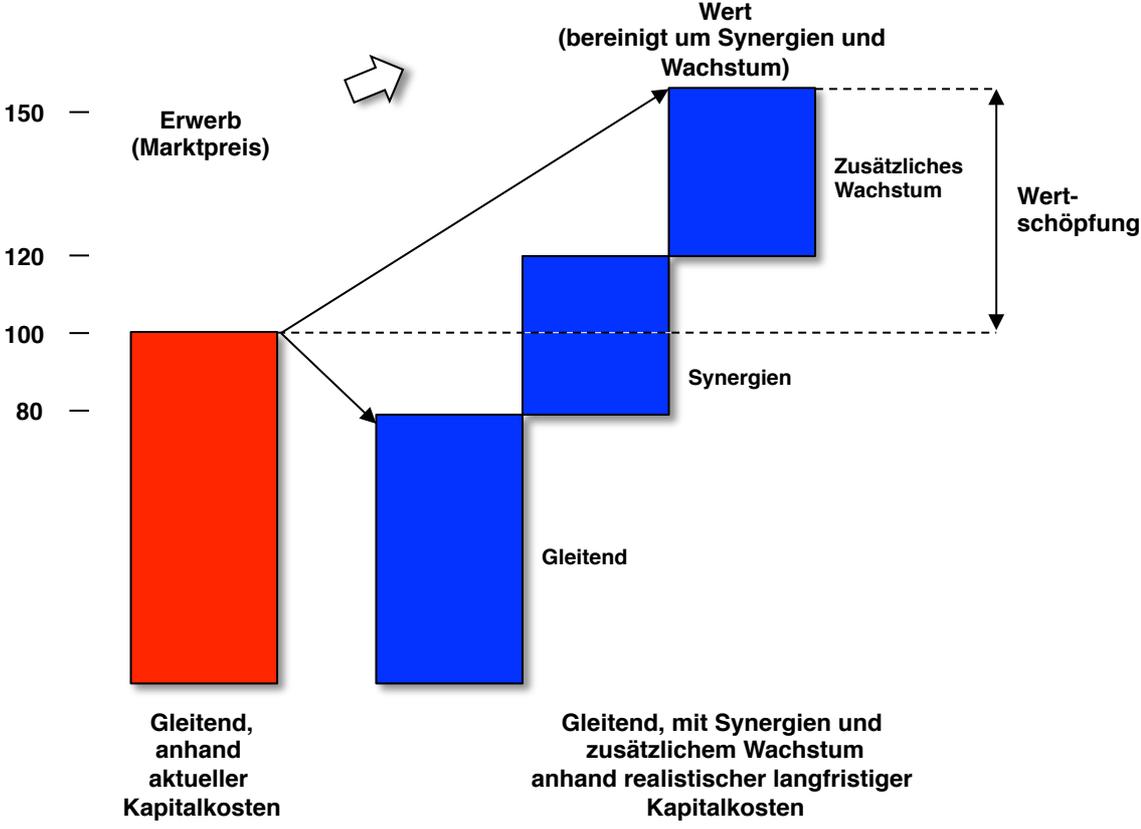
Sinkende Kapitalkosten

Die Kapitalkosten der Unternehmen sind nicht im gleichen Verhältnis gesunken wie die Renditen französischer Staatsanleihen. Letztere gingen in 10 Jahren um 2,4 Basispunkte, d. h. um 75%, zurück. Gleichzeitig sanken die Kapitalkosten³ eines französischen Unternehmens mit klassischer Geschäftsaktivität um 1,3 Basispunkte bzw. um 16%, seine durchschnittlichen

² Mit Ausnahme der großen Wirtschaftsmächte (USA)

³ Eigenkapitalkosten (EK)

- Diagramm 3 -



gewichteten Kapitalkosten (WACC) um 1,2 Basispunkte bzw. um 21%. Sie belaufen sich mittlerweile auf 6,7% bzw. 4,6%⁴.

Diese Rückgänge erklären die jüngsten Reratings und ebenfalls etwa 50% der Kurszuwächse an den Börsen in den letzten zehn Jahren.

Die Kapitalkosten bleiben dennoch auf hohem Niveau⁵. Die Investoren in den Unternehmen haben eine *differenziertere* Sicht von Wachstumsmöglichkeiten, Risikokosten und Ressourcenallokation. Sie sehen eine zunehmende globale *Abkopplung* der Kapitalkosten – eine Folge der stark national orientierten Ressourcenallokation in den westlichen Industrieländern. In einer globalisierten Wirtschaft ist diese Sichtweise rational.

Die Kapitalkosten werden steigen, allerdings weniger als die Renditen von Staatsanleihen (OAT). Dieser Anstieg könnte sich massiv auf die Bewertungen auswirken, wenn kein Ausgleich durch leistungsfähige Strategien für rentables Wachstum vorhanden ist.

Widersprüchliche Herausforderungen

Dieses im Übrigen nicht haltbare Zinsumfeld stellt Unternehmen vor zwei offensichtlich widersprüchliche Herausforderungen.

Einerseits wird Wachstum von den Finanzmärkten stärker belohnt, Übernahmen sind leicht zu finanzieren (die Kreditzinsen für Konzerne liegen bei 1,5%), für rentable Unternehmen ist der finanzielle Hebel ein schlagender Vorteil, Makrostrategien (große M&A-Transaktionen, Fusionen, usw.) zur Konsolidierung von Branchen haben stärkeres Gewicht als Mikro-Strategien (Gewinn von Marktanteilen, Organisation, Zukäufe usw.). Sie ermöglichen die rasche Umsetzung von Strategien, die ansonsten Jahre dauern würden. Unternehmen, die sich diesen Herausforderungen nicht stellen, laufen Gefahr, dauerhaft aus dem strategischen (Marktanteile, Wettbewerbsfähigkeit usw.) und finanziellen Wettbewerb (Bewertungen, finanzielle Hebel, Spielräume usw.) herausgedrängt zu werden.

Andererseits ist die Bewertung strategischer Optionen mit einer ad infinitum fortgesetzten Aufzinsung gegenwärtiger Finanzflüsse anhand der aktuellen Zinsen nicht realistisch. Die strategischen Optionen müssen fortlaufend verbessert werden, unter Einbezug *langfristiger realistischer Kapitalkosten*.

Da die Preise bei Übernahmen vom Markt vorgegeben werden, müssen Wachstum und/oder übernahmebedingte Synergien mit realistischeren langfristigen Kapitalkosten bewertet werden, denn dies steigert die Werthaltigkeit und Notwendigkeit klar definierter Strategien, hoher Synergien, attraktiver Geschäftsmodelle und bedeutender Integrationskapazitäten (siehe Diagramm 3).

Heute teuer erworbene Vermögenswerte müssen rentabilisiert werden – insbesondere wenn die Zinsen wieder steigen.

Rückkehr in die Wirklichkeit

Die derzeitigen Zinsen und die Preise von Vermögenswerten sind eine Illusion, die nicht anhalten wird. Wenn die Zinsen steigen, wird die Bedienung von Schulden teurer und die Firmenwerte bei bestimmten Übernahmen müssen nach unten korrigiert werden. Der operative Cashflow, die Wettbewerbsposition, das potenzielle Wachstum (dank attraktiver Produkte, Preise, Dienstleistungen, Synergien) und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit sind nach wie vor ein wichtiges Instrumentarium. Sie stützen die Bewertungen nach einem vorübergehenden Re-rating. Langfristig werden nur Unternehmen überleben, die die richtigen Geschäftsentscheidungen treffen (wertsteigerndes Wachstum bei realistischen Zinsen, grössere Wettbewerbsfähigkeit, die zu hohen Renditen und Cashflows führt).

⁴ Ohne Finanzunternehmen und ohne Grenzfremdkapitalzinssatz

⁵ Ohne Berücksichtigung der Inflation liegen die Eigenkapitalkosten (EK) sogar über dem historischen Durchschnitt der letzten 50 Jahre

⁶ Quelle: IWF, Weltbank

Rentables, nachhaltiges und langfristiges Wachstum, Wettbewerbsfähigkeit und intelligente Ressourcenallokation bilden die Grundlagen, die für den langfristigen Erfolg bestimmter Unternehmen sorgen – über alle Konjunktur- und Finanzmarktzyklen hinweg.

Angesichts sehr hoher oder gar überhöhter Preise für Vermögenswerte werden *die richtigen Entscheidungen* den Ausschlag geben.

Juni 2016

Estin & Co ist eine internationale Strategieberatung mit Niederlassungen in Paris, Zürich, London und Schanghai. Unsere Firma unterstützt die Geschäftsführung großer europäischer, nordamerikanischer und asiatischer Konzerne bei der Festlegung ihrer Wachstumsstrategien sowie Private-Equity-Fonds bei der Analyse und Bewertung ihrer Investitionen.

ESTIN & CO

PARIS - London - Zürich - Shanghai

3 rue du Docteur Lancereaux 75008 Paris

Tel.: 33 1 56 59 87 87 - Fax: 33 1 56 59 87 88 - E-Mail: Estin@estin.com

ESTIN & CO