

ANKER REALWERTE

Die Finanzmärkte erholen sich rasch vom Corona-Schock, die Realwirtschaft ist dagegen noch weit von der Normalität entfernt. In Zeiten grosser Unsicherheit lohnt sich ein Blick auf die langfristigen Trends. Diese sprechen für Realwerte.

“**W**e’re not even thinking about thinking...”: Unwillkürlich kommt einem das bekannte, etwas dadaistische Sprichwort «Denke nie gedacht zu haben» in den Sinn – «denn das Denken der Gedanken ist gedankenloses Denken». Die absolute Negation des Denkens kommt jedoch aus der Pressekonferenz der amerikanischen Zentralbank Fed vom 10. Juni 2020: «We’re not even thinking about thinking about raising rates». Mit diesen Worten möchte Jerome Powell, als Präsident des Fed einer der mächtigsten Männer der Welt, der Absicht Nachdruck verleihen, dass alles unternommen wird, um negative Entwicklungen an den Finanzmärkten zu unterbinden. Die Bilanz der amerikanischen Zentralbank ist seit Beginn der Krise von rund USD 4 Bio. auf mehr als USD 7 Bio. per Anfang Juni 2020 angewachsen – das ist ein Anstieg um 75% in wenigen Wochen. Es zeigt sich, dass der Plan zumindest kurzfristig funktioniert, umgesetzt von den wichtigen Zentralbanken und Regierungen rund um den Globus. So ist die Politik des billigen Geldes eine wesentliche Ursache für die trotz der grassierenden Pandemie erstaunlich schnelle Erholung der Märkte in den letzten Wochen und Monaten.

Besonders gut sichtbar ist das bei den Aktienkursen. Eine ähnliche Entwicklung haben jedoch auch die Obligationenmärkte hinter sich. Deren Erholung von den teilweise gravierenden Liquiditätsstörungen im März 2020 ist zwar weniger medienwirksam aber möglicherweise noch relevanter.

Während die Finanzmärkte also den gewaltigen Liquiditätsschub reflektieren und sich rasch den Kursen von vor der Krise annähern, ist auf Seiten der Realwirtschaft weiterhin nicht klar, ob das Größte bereits überstanden ist. In manchen Branchen wird von temporären Umsatzeinbrüchen von 60-70% oder gar mehr gesprochen, andere haben dagegen stark von der digitalen Umstellung der Wirtschaft profitiert. Steigende Arbeitslosenzahlen, Dividendenkürzungen und Gewinnrevisionen sind Warnsignale, die in den Halbjahreszahlen noch die eine oder andere grössere Enttäuschung erwarten lassen. Dennoch gibt es, trotz aller berechtigten Skepsis gegenüber der starken Erholung an den Märkten auch Grund zur (vorsichtigen) Zuversicht für die Gesamtentwicklung, zumindest mittelfristig.

Von der Angst zur Furcht

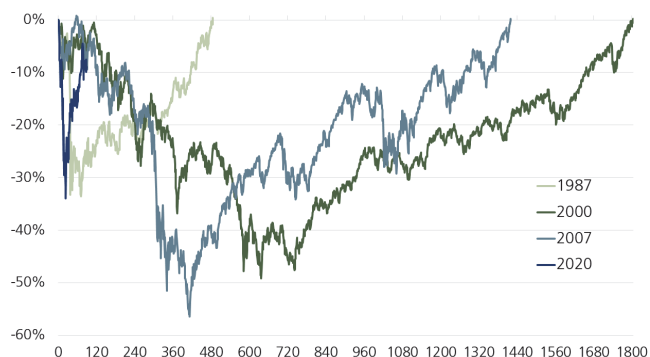
Da ist zunächst einmal der generelle Eindruck, dass die Menschheit lernt, mit dem bis vor kurzem noch unbekanntem Virus zu leben. In einem 2005 von der Progress Foundation herausgegebenen Buch mit dem Titel «Angst vor Gefahren oder Gefahren durch Angst?» beschreibt der luxemburgisch-schweizerische Ökonom Guy Kirsch die Angst als diffuses Gefühl der Bedrohung durch eine nicht greifbare Gefahr. Sobald die Gefahr jedoch



konkreter fassbar und beschreibbar wird, lässt die Angst nach und wird zur Furcht vor einer identifizierten, aber als beherrschbar wahrgenommenen Gefährdung. Es scheint, als wäre die Umwandlung von der diffusen Angst zur konkreten Furcht in Sachen Coronavirus in vollem Gange. Davon zeugt nicht nur die vor kurzem noch kaum für möglich gehaltene Anpassungsfähigkeit von Menschen und Unternehmen in der Krise, sondern auch ein Blick auf die inzwischen wieder vollen Strassen von Zürich. Es wäre erstaunlich, wenn die Wirtschaft in einer zweiten Welle, falls sie denn kommt, wieder zu einem so ausgeprägten Stillstand kommt wie im März und April 2020. Und selbst wenn, dann wüssten alle, dass es sich um eine temporäre und nicht eine dauerhafte Situation handeln würde. All dies wird ständig in den Preisen an den Finanzmärkten verarbeitet. Dort wird ja bekanntlich die Zukunft gehandelt und nicht die Vergangenheit.

ANZAHL TAGE ZWISCHEN ABSTURZ UND ERHOLUNG, S&P 500

SO SCHNELL WIE NOCH NIE



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung.

Fakt ist, dass der amerikanische Aktienmarkt in den letzten 40 Jahren keine Krise schneller «verarbeitet» hat, als den Corona-bedingten Einbruch des Frühlings 2020. Wie unsere Graphik zeigt, ging es steiler bergab und erst recht schneller aufwärts als jemals zuvor. Gleichzeitig überbieten sich Institutionen wie IWF und Weltbank mit düsteren Prognosen für die konjunkturelle Entwicklung. Das zu erwartende «Schräge L» oder bestenfalls «U» in der Realwirtschaft steht im Gegensatz zum «V», das aktuell an den Aktienmärkten zu sehen ist. Der «Economist» bezeichnete diese Entwicklung bereits

Anfang Mai auf seiner Titelseite als «gefährliche Kluft». Und in der Tat sind Aktien inzwischen im historischen Vergleich nicht mehr günstig. Neben den üblichen Indikatoren wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis wird auch das Verhältnis zwischen der Marktkapitalisierung von Unternehmen und dem Bruttoinlandsprodukt (BIP) angeführt. So liegt der Marktwert der Firmen in den USA derzeit bei knapp 150% des BIP, das ist ein historischer Höchstwert. So neu ist das allerdings auch nicht, da dieser sogenannte «Buffett-Indikator» bereits seit Jahren hohe Werte verzeichnet. Es ist also wahrscheinlich, dass hier nicht nur das Virus eine Rolle spielt, sondern auch Faktoren wie niedrige Zinsen oder die aufgrund der Digitalisierung schwer messbaren Produktivitätssteigerungen in der Wirtschaft.

Als wir uns Anfang Februar 2020 erstmals mit potenziellen Konsequenzen einer Corona-Pandemie auseinandergesetzt haben, gingen wir davon aus, dass Epidemien in der Regel nach einer gewissen Zeit wieder abflauen und Marktreaktionen temporär sind. Ohne Zweifel übertreffen Ausmass und Folgen von Covid-19 alles, was wir uns damals vorstellen konnten. Gleichzeitig gilt aber, dass in nicht allzu ferner Zukunft Normalität einkehren wird. Pandemien sind keine Finanzkrisen und auch keine Kriege. Infrastruktur, Fabriken, Wissen, Lieferketten und Netzwerke sind nicht dauerhaft zerstört worden. Wir sind somit weiterhin der Meinung, dass wir es hier mit einem temporären und keinem permanenten Phänomen zu tun haben.

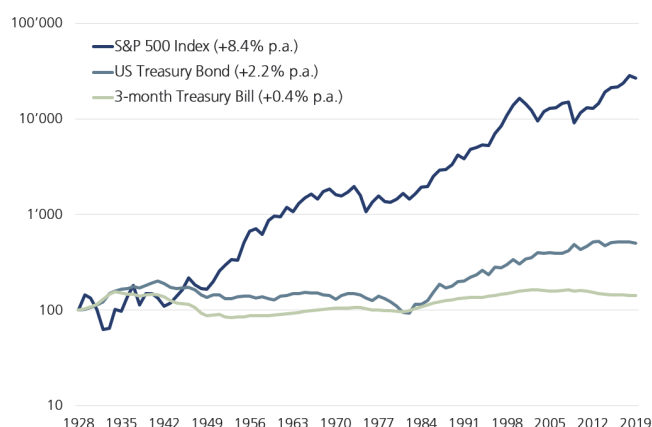
Die Kraft von Realwerten

In Zeiten besonders hoher Unsicherheit und nagender Sorgen in Bezug auf die Werthaltigkeit von Aktienanlagen lohnt es sich, den Blick auf die sehr langen Trends zu richten. Wie unsere Graphik auf der nächsten Seite zeigt, haben US-Aktien über die letzten neunzig Jahre im Durchschnitt nach Abzug der Inflation 8.4% pro Jahr rentiert. Im Gegensatz dazu kommen (US-Staats-) Obligationen auf eine Rendite von 2.2% pro Jahr und Geldmarktanlagen gerade einmal auf 0.4%. Aufgrund des Akkumulationseffekts ergeben sich daraus über die Zeit gewaltige Unterschiede im Wertzuwachs, wie unserer Graphik ebenfalls zu entnehmen ist. Viele Anleger



sehen deshalb in Aktien schlicht Finanzinstrumente zur Generierung von Rendite. Das ist jedoch eine sehr verkürzte Sicht der Dinge. In Wirklichkeit ist der Besitz einer Aktie (fragmentiertes) Eigentum an realen Produktionsmitteln: Gebäuden, Maschinen, Wissen, Netzwerken, Kundenbeziehungen und vielem mehr. Ebenso wie (physische) Rohstoffe oder Immobilien gehören Aktien somit zu den Realwerten – unter der Voraussetzung, dass ihre Bilanzen nicht selbst voller Schulden oder Ähnlichem sind. Firmen, die über eine starke Marktposition verfügen, schützen ihre Eigentümer voraussichtlich auch vor Inflation, da sie die Preise ihrer Produkte einem sich verändernden Umfeld rasch anpassen können. Nominalwerte wie Bargeld, Bankguthaben oder Obligationen stellen dagegen ein Versprechen dar, dass die Zinsen und der geschuldete Betrag eines Tages auch zurückbezahlt werden. Sie schwanken weniger, lassen weniger Rendite erwarten und sind gleichzeitig dem Risiko der Entwertung durch Inflation deutlich stärker ausgesetzt. Ein einmal eingetretener Verlust durch Geldentwertung lässt sich kaum mehr aufholen.

KUMULIERTE RENDITEN NACH INFLATION IN USD, 1928-2019
LANGFRISTIG AKTIEN, TROTZ ALLEM



Quelle: Eigene Berechnungen, Daten von Damodaran, Aswath (Stern School of Business, NYU, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

Im Idealfall bildet ein klug aufgebautes Aktienportfolio die Essenz der Wirtschaft ab und verankert somit das Eigentum von Anlegern (auf sehr fragmentierte Weise) in real existierenden Werten, die das Rückgrat der globalen Ökonomie bilden. In

einem solchen Portfolio mag es zwar temporär und auch über längere Perioden empfindliche Verluste geben – ein Totalverlust des Vermögens ist jedoch kaum möglich.

Es bleibt ein Schuldenberg

Während also die Angst vor Covid-19 – bei aller Vorsicht und allem Respekt für die Situation jener, deren Gesundheit direkt betroffen ist – abzuebben scheint, bleiben aus ökonomischer Sicht wichtige Fragen offen. Systemische Risiken lauern vor allem im nochmals deutlich höheren globalen Schuldenberg und allenfalls in der Frage nach einer resilienteren Organisation von Lieferketten und Lagerhaltung, wie in unserem letzten «Letter» unter dem Titel «Wenig Reserven» beschrieben. Beides könnte früher oder später zu Inflation führen.

Vor allem im Bereich der Verschuldung hat die Corona-Krise als Katalysator für einen ohnehin seit langer Zeit laufenden Trend gewirkt. Gemäss aktuellen Prognosen des IMF steigen die Schulden im laufenden Jahr weltweit stark an und werden in vielen grösseren Ländern Ende 2020 bei über 100% des Bruttoinlandsprodukts liegen. Besonders stark ist der Anstieg in den USA, die Ende des Jahres rund 130% des BIP erreichen. Und an der Spitze liegt weiterhin Japan mit einer Staatsschuld von bald 300% der gesamten Jahresproduktion der Wirtschaft. Kaum vorstellbar, dass eine solche Entwicklung nachhaltig sein kann. Die Erfahrung zeigt allerdings, dass Schuldenberge sehr hoch werden können, bevor sie nicht mehr kontrollierbar sind. Auch kann die direkte und indirekte Finanzierung von Staatsschulden durch Notenbanken offensichtlich sehr grosse Ausmasse annehmen, bevor das Vertrauen in die Werthaltigkeit des Geldes schwindet.

Kurzfristig ist ein markanter Anstieg der Inflation eher unwahrscheinlich, da die starke Kontraktion der Wirtschaft deflationär wirkt. Und ohne Inflation werden auch die Zinsen nicht ansteigen. Bei aller Skepsis gegenüber Tabus und Denkverboten wird es deshalb wohl noch eine ganze Weile lang heissen: «We're not even thinking about thinking about raising rates».

—
IA, 30.06.2020



DAS HOTEL IM SCHLAFZIMMER UND DAS BÜRO IM WOHNZIMMER

Es gibt bahnbrechende Veränderungen, die weder genügend registriert noch wirklich verstanden werden. So philosophierte man um 1920 immer noch über die Zukunft der Streichholzindustrie und bezweifelte im Jahr 1990 noch ernsthaft die Zukunft des Personal Computers. Inzwischen wurde das Kerzenlicht auf die Weihnachtszeit reduziert. Noch bedeutsamer: die Rechenkapazitäten haben sich seither potenziert, und die Möglichkeit zur Speicherung von Daten scheint die Marke der Unendlichkeit zu übersteigen.

Mit der Corona-Krise haben sich die Dinge deutlich verschoben. Es wird weniger Geschäftsräume brauchen und weniger Flugzeuge. Ohnehin vorhandenes Kapital wird besser genutzt werden.

Folge davon ist, dass die sogenannten „Informations- und Transaktionskosten“ gegen null gesunken sind. Der etwas technisch tönende Begriff meint alle Reibungsverluste, die zwischen Wertschöpfung und Konsum im Wege stehen. Also alles, für das bezahlt werden muss(te), ohne dass irgendein Wertbestandteil hinzugefügt worden wäre. Das Internet im weitesten Sinne hat diese Art von Kosten eliminiert oder zumindest stark reduziert. Durch Informationsplattformen aller Art, durch Auktionsprozesse, durch eigens neu etablierte Geschäftsformen. So gab es vor 15 Jahren weder Airbnb als eigenständige Hotel-„Unternehmung“ noch gab es Uber für persönliche Fahrdienste. Wir alle wurden bessergestellt durch die technologischen Veränderungen; für einen Franken oder einen Dollar erhalten wir deutlich mehr und bessere Güter und Dienstleistungen als noch vor relativ kurzer Zeit.

Was aber auch deutlich geworden ist: Durch die Verringerung der Informations- und Transaktionskosten wurde die Nutzung bestehenden Kapitals

deutlich intensiviert. Airbnb stützt sich auf vorhandenen Wohnraum, Uber auf vorhandene Fahrzeuge und vorhandenes Humankapital, Autobesitzer und Chauffeure. Kaum ein Gebäude wurde wegen Airbnb neu gebaut, kaum eine Welle von Autokäufen wegen Uber ausgelöst. „Utilization of idle capital“ heisst der Fachausdruck in der Sprache der Ökonomen, aber deren Mainstreamdenker bekunden Mühe im Umgang mit dem Phänomen. Denn sie sind auf die Steigerung des Bruttoinlandprodukts fixiert. „Gut“ in deren Augen ist, was das BIP erhöht. Bessere Kapitalnutzung tut just das nicht, sondern geht unbemerkt an den Experten vorbei. Dabei müsste gerade unter dem Gesichtspunkt der Nachhaltigkeitsförderung das Gegenteil der Fall sein, aber so weit denkt die Profession nicht.

Nun, mit der Corona-Krise haben sich die Dinge noch einmal deutlich verschoben. Plötzlich hat man gemerkt, dass Home-Office gar nicht so verkehrt ist, dass es funktioniert – für bestimmte Tätigkeiten sogar besser als die schwatzhafte Situation am Arbeitsplatz. Und man hat erfahren, dass virtuelle Treffen per Skype oder Zoom oft effizienter verlaufen als längliche physische Sitzungen. Und dass manche Reise schon in der Vergangenheit überflüssig gewesen wäre. Diese Erfahrungen werden die Welt verändern. Es wird weniger Geschäftsräume brauchen und weniger Flugzeuge. Ohnehin vorhandenes Kapital wird besser genutzt werden. Das wird da und dort rezessiv erscheinende Umstellungen der Wirtschaft nach sich ziehen. Aber aufgepasst: sie sind nicht zyklischer, sondern struktureller Natur und tragen zur Gesundung von Wirtschaft, Gesellschaft und Umwelt bei. Allzu viel Hilfe und Unterstützung zur Strukturhaltung ist deshalb falsch. Man muss der «kreativen Zerstörung» (Schumpeter) ihren Gestaltungsraum überlassen. Auf dass neues Grün spriessen kann.

—

KH, 30.06.2020

