

## STRATEGISCHE ZUVERSICHT

An möglichen Auslösern für die nächste Finanzkrise mangelt es wahrlich nicht. Doch Angst und das Warten auf den grossen Zusammenbruch sind keine guten Ratgeber. Vielmehr ist wohl-dosierte Zuversicht angesagt. Und Zuversicht heisst, investiert zu sein.

“**T**he Big One.“ So wird es ehrfürchtig genannt: Das grosse Erdbeben, auf das alle irgendwie warten. Wie so vieles, stammt der Begriff aus Kalifornien, wo die gewaltigen Erdbeben von 1857 und 1906 verheerende Folgen hatten. Seither hat es in der Region kein Beben mit einer Stärke von über 7.0 auf der Richter-Skala mehr gegeben. Los Angeles und der Süden Kaliforniens, ebenso auf dem berühmten Sankt Andreas Graben gelegen, wurden gar seit rund 300 Jahren verschont. Aber nicht nur Kalifornien liegt auf einer explosiven geologischen Verwerfungslinie. Auch in Städten wie Tokio, Mexiko, New York, Mumbai, Shanghai, Istanbul oder Jakarta lebt man mit der Angst vor einem "Big One". Alle wissen, irgendwann kommt es. Und keiner weiss, ob morgen, in fünf, zehn oder in fünfzig Jahren. Trotz modernster Technologie lässt sich ein solches Ereignis nicht zuverlässig vorhersagen, zu tief im Boden liegen die Kräfte, zu komplex ist das System.

Auch in der Wirtschaftsgeschichte kennt man die "Big Ones". Berühmt sind vor allem zwei

Ereignisse dieser Art, ausgelöst von den Finanzmarktkrisen 1929 und 2007. Die grosse Krise von 2007 wirkt heute noch nach, und es scheint nicht ganz klar, ob wir uns aktuell in Zeiten von Nachbeben der letzten oder bereits bei den Vorböten der nächsten Krise befinden. In den Gesprächen jedenfalls kommt immer wieder die Frage nach dem nächsten "Big One" auf. Das gilt gerade in diesen Tagen, in denen sich Anleger und Anlegerinnen über die 2019 sehr ansehnlichen Renditen in praktisch allen Anlageklassen (mit der wichtigen Ausnahme von Bargeld) freuen können und sich fragen, ob das noch so weiter gehen kann.

An Verwerfungslinien, die als Herd für grössere Wirtschaftskrisen dienen können, mangelt es wahrlich nicht. Ein offensichtlicher Kandidat ist die Politik des billigen Geldes und die Rolle der Zentralbanken, die wir im vergangenen Sommer ausführlich beschrieben haben ("La La Land"). Ein weiterer Anwärter ist der Euro, um den es in letzter Zeit etwas stiller geworden ist, dessen grundlegende Konstruktionsfehler jedoch weiterhin bestehen. Aber auch der rasante technologische Fortschritt, gefühlte oder reale Ungleichheiten sowie nicht zuletzt politische oder reale Schocks aus der Klimaecke haben das Zeug, grössere Beben zu verursachen.

### Der Handelskonflikt ist Symptom

Besonders viel war in letzter Zeit vom sogenannten "Handelskrieg" zwischen den USA und China die Rede, der Finanzmarktteilnehmer und



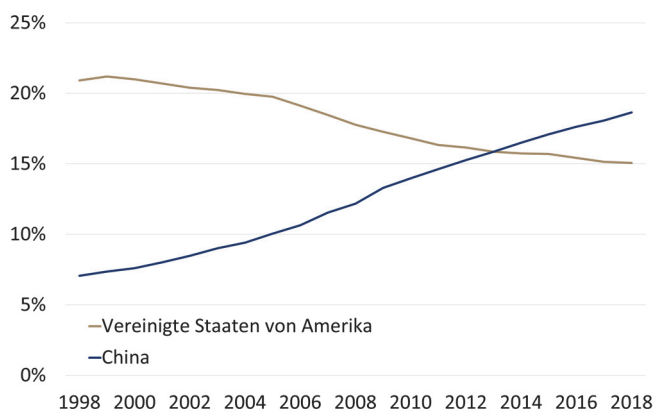
Medien gleichermaßen beschäftigt. Gross aufgemachte Ankündigungen von Strafzöllen, handelspolitischen Massnahmen und Gegenmassnahmen wechseln sich mit ebenso laut verkündeten Einigungen und "Deals" ab, die dann wiederum von den Aktienmärkten freudig mit Kursgewinnen quittiert werden. Dabei wird immer wieder die Erwartung geäussert (und vermutlich auch geschürt), dass man das Thema dann mit einem grossen Deal endgültig ad acta legen würde.

wahrscheinlichen) Sieg eines demokratischen Präsidentschaftskandidaten vielleicht etwas ändern, der Inhalt jedoch aller Voraussicht nach nicht.

Trotz all der natürlich ernst zu nehmenden Entwicklungen in der Geopolitik erwarten wir nicht, dass sich der nächste ökonomische "Big One" an der Verwerfungslinie USA-China ereignen wird. Dafür müssten die politische Vernunft und vor allem sämtliche "Checks and Balances" komplett versagen. Das ist zwar nicht unmöglich, aber doch unwahrscheinlich. Mehr noch – die vielen kleineren und grösseren Beben an Handels- und sonstigen Fronten sorgen dafür, dass sich Spannungen immer wieder entladen und so auf (sehr) lange Frist ein neues Gleichgewicht entstehen kann. Und nicht zuletzt scheint es, als wären globale Wirtschaftskrisen in der Vergangenheit zumindest nicht direkt aus geopolitischen Konflikten entstanden. Kurz, wir werden weiterhin mit viel Lärm und sicherlich einigen Rückschlägen um das Verhältnis USA-China leben müssen. So ist es etwa denkbar, dass die beiden Mächte versuchen werden, Technologien des Rivalen im eigenen Einflussbereich zurückzubinden. All dies kann zu deutlich erhöhten Volatilitäten an den Finanzmärkten führen. Ein plötzliches, verheerendes Beben mit grosser ökonomischer Zerstörung und katastrophalen Folgen für die Finanzmärkte ist jedoch aus dieser Ecke nicht wirklich zu erwarten.

ANTEIL AN DER GLOBALEN WIRTSCHAFT 1998-2018

### CHINA HAT DIE USA ÜBERHOLT



Quelle: Weltbank. Bruttoinlandsprodukt, kaufkraftbereinigt.

Der fabelhafte Deal wird jedoch ziemlich sicher ausbleiben, unabhängig vom Ausgang der US-Präsidentschaftswahlen am 3. November 2020. Der Handelskonflikt ist nämlich Symptom für ein viel tiefer liegendes Phänomen: Aufgrund des seit vielen Jahren anhaltenden Wachstums der chinesischen Volkswirtschaft bewegen sich die beiden grössten Ökonomien der Welt wie tektonische Platten aufeinander zu. Wie unsere Graphik zeigt, hat China vor ein paar Jahren die USA als grösste Volkswirtschaft der Welt abgelöst. Da sind gewaltige Kräfte am Werk, die sich auf absehbare Zeit hin bestimmt nicht in Luft auflösen werden. Zudem hören wir schon seit Jahren aus den Reihen der Demokratischen Partei inhaltlich ganz ähnliche Töne, wie sie die aktuelle US-Regierung vertritt. Der Stil der amerikanischen China-Politik würde sich somit bei einem (aktuell ohnehin nicht besonders

### Immer weniger Handlungsspielräume

Deutlich mehr Sorgen macht uns eine andere Entwicklung, die seit längerem zu beobachten ist: Die seit vielen Jahren schier unaufhaltsame Zunahme der Verschuldung auf allen Ebenen und in allen Weltregionen. Schulden sind per se nichts Schlechtes, falls ihnen solide Werte oder gesundes Wachstum gegenüberstehen. Gleichzeitig gilt: Je höher die Schulden, desto geringer die Handlungsspielräume, wenn einmal etwas falsch läuft. Die Graphik auf der folgenden Seite zeigt die absoluten Zahlen sowie das Verhältnis der Staatsschulden zur globalen Wirtschaftsleistung. Das starke Wachstum der Staatsschulden findet dabei primär in den Industrieländern statt, die Zunahme



der Unternehmensverschuldung dagegen in den Schwellenländern. Seit einiger Zeit ist von "Zombie-Staaten" und "Zombie-Firmen" die Rede. Diese zeichnen sich dadurch aus, dass ihre Erträge geringer sind als die laufenden Zinskosten. Einzige Existenzgrundlage ist die Versorgung mit neuen, sehr günstigen Schulden. Schätzungen gehen dahin, dass inzwischen mehr als jede zehnte Firma weltweit nur noch dank der ultraniedrigen Zinsen existiert. Gleichzeitig braucht es nicht viel Phantasie um sich vorzustellen, was passiert, wenn dann die Zinsen dereinst doch einmal steigen sollten.

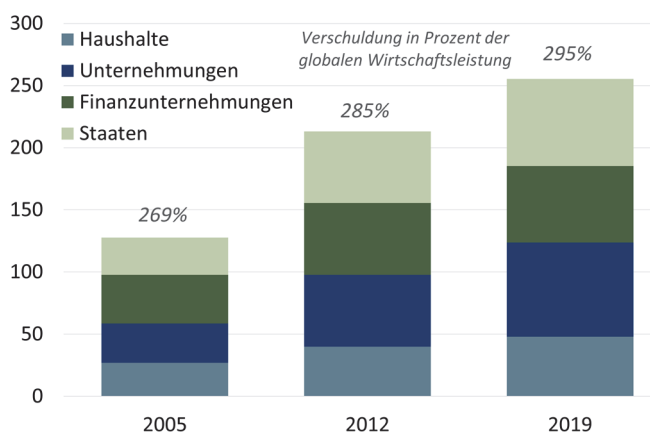
Platten. Gegenden wie Kalifornien, New York oder Japan gehören trotz (oder wegen?) der stündlichen Bedrohung durch grosse Erdbeben zu den produktivsten Regionen der Welt. Anstatt vor Angst paralysiert zu sein oder sich ständig mit Vorkehrungen gegen die zeitlich partout nicht eindeutig bestimmbar Bedrohung durch "The Big One" zu befassen, sind die Menschen offensichtlich angetrieben von Zuversicht und dem unbändigen Willen, Neues zu schaffen. Und das mit grossem Erfolg.

Es sei dem einzelnen Anleger überlassen, inwieweit er oder sie sich näher an die ökonomischen Verwerfungslinien heranwagen möchte, etwa indem Schulden aufgenommen oder Obligationen von faktisch bankrotten Staaten, Firmen oder Banken gekauft werden, um noch etwas Zins herauszupressen. Auch das massive Investieren in illiquide Anlagen gehört in diese Kategorie. Klar ist aber auch, dass die gross angelegte Hortung von Barmitteln und die einseitige Ausrichtung des Portfolios auf die nächste grosse Finanzkrise teuer werden kann. Die Krise kommt zwar bestimmt, aber bis dahin kann noch sehr viel Zeit vergehen. Und Zeit ist beim Anlegen bekanntlich der alles entscheidende Faktor. Die Erfahrung zeigt, dass es langfristig wohl das grösste Risiko ist, nicht investiert zu sein. Bei aller Vorsicht erscheint uns deshalb Zuversicht die richtige Strategie zu sein – selbst dann, wenn man sich diese bisweilen hart gegen das eigene Bauchgefühl erarbeiten muss. Wer sich aus Panik möglichst weit von tektonischen Bruchlinien entfernt aufhalten will, muss wissen, dass auch eine solche Strategie Kosten hat. Im Übrigen ist selbst die grösste Vorsicht keine Garantie gegen gröbere Schäden bei einem verheerenden Finanzbeben.

Kein Zweifel: Wir haben eine recht eindrucksvolle Aufwärtsbewegung an den Finanzmärkten hinter uns, nicht zuletzt auch bei den Aktien. Unweigerlich kommen Fragen auf, wann es denn wieder in die andere Richtung geht. Wie die Erfahrung zeigt, hat sich Angst in den seltensten Fällen als guter Ratgeber erwiesen. Vorsicht ist berechtigt, aber Zuversicht hat sich in den allermeisten Fällen gelohnt. Und Zuversicht heisst, investiert zu sein.

#### Globale Verschuldung 2005-2019

#### Wo ist die Grenze?



Quelle: IIF, IWF. Auf der linken Skala ist die Verschuldung in absoluten Zahlen (Billionen USD) dargestellt. Die kursiven Zahlen bezeichnen die relative Verschuldung in Prozent der globalen Wirtschaftsleistung.

Die verheerendsten Wirtschaftskrisen hatten in der Vergangenheit ihre Ursachen oft in einer übermässigen Verschuldung von Haushalten, Unternehmungen und Staaten. Somit lauert an der Verwerfungslinie Verschuldung – Zinsen – Inflation tatsächlich ein potenziell katastrophales Finanzbeben, von dem wir nicht wissen, ob es morgen oder erst in fünf, zehn oder mehr Jahren zuschlägt.

#### Zuversicht ist eine gute Strategie

Milliarden von Menschen leben direkt auf den gefährlichen Bruchlinien zwischen tektonischen

IA, 30.12.2019



## DIE RICHTUNG STIMMT

Die einen nennen es Hysterie, die anderen sagen Klimapolitik. Wie auch immer: Das Thema hat nun sogar die Europäische Union vereinnahmt oder auch umgekehrt. Mit einem "Green Deal" soll unser Kontinent bis zum Jahr 2050 klimaneutral gestaltet werden, koste es, was es wolle, das heisst: viel. Eines ist auch jetzt schon klar: Finanziert werden kann das Ganze einmal mehr nur auf Pump. Hinter vorgehaltener Hand wird, gerade in Wirtschaftskreisen, darauf gehofft, dass der Spuk bald einmal vorbei sei.

Kostenwahrheit ist ein marktwirtschaftliches Prinzip. Dass wir alle Trittbrettfahrer der Umwelt waren, wussten wir schon lange. Ab jetzt gibt es die Mittel, dies zu ändern, und das wird passieren.

Aus meiner Sicht handelt es sich aber nicht nur um ein vorübergehendes Phänomen. Denn es geht nicht um das Klima als solches. Dieses ist lediglich halbwegs messbares Symptom. Vielmehr geht es um einen grundsätzlichen, weit wichtigeren Strukturwandel. Die CO<sub>2</sub>-Problematik, das heisst die Veränderung der Lufthülle um unseren Planeten durch menschliches Tun und Unterlassen, gehört in jene Klasse von Phänomenen, die der Ökonom "Externalitäten" nennt. Solche entstehen dann, wenn die Konsequenzen des menschlichen Handelns mindestens teilweise nicht durch den Verursacher getragen werden müssen, sondern auf eine (unbestimmte) Allgemeinheit überwältigt werden können. Typisches Instrument zur Verursachung von Externalitäten sind Auspuffe von Autos oder Schornsteine von Industrieanlagen. Die unerwünschten Abgase werden sozialisiert, den übrigen Mitbewohnern nah oder auch fern zugetragen.

Ob externe Kosten internalisiert werden, das heisst vom Verursacher selber getragen werden müssen oder nicht, hängt von den mit ihrer Feststellung verbundenen Informations- und Transaktionskosten zusammen. Der spätere Nobelpreisträger Ronald

Coase zeigte, dass die Existenz von Informations- und Transaktionskosten letztlich für das Entstehen von Externalitäten verantwortlich ist. Das Ergebnis ist die Tragödie der Allmende, deren Übernutzung.

Nun, weil dank der ausserordentlichen technologischen Fortschritte der letzten Jahre die Informations- und Transaktionskosten in säkularer Weise gesunken sind und die Granularität bis hin zu jedem Verbrennungsmotor eines Kleinwagens gesteigert werden konnte, muss sich aus ökonomischer Sicht ein neues Gleichgewicht einstellen. Ein Gleichgewicht mit deutlich *weniger externen Kosten*, mit viel weniger Umweltbelastung. Das hat nichts mit Greta Thunberg zu tun, es würde so oder so passieren. Wir sind noch weit davon entfernt, die Auswirkungen der Reduktion oder gar Elimination der Informations- und Transaktionskosten auf Gesellschaft und Wirtschaft wirklich verstanden zu haben. Was vorerst nach Hype und Hysterie aussieht, ist nur der Anfang eines Megatrends zu mehr Verursacherprinzip.

Es wird noch viele (auch teuer zu stehende, dumme) Irrungen und Wirrungen geben. Der Ruf nach polizeistaatlicher Regulierung und Kollektivierung wird uns an den Rand der Verzweiflung treiben. Und künftige Wahlergebnisse desgleichen. Marktwirtschaftlich Denkende und Liberale haben bis auf weiteres einen schweren Stand. Und jene, die Vermögen ihr Eigen nennen, müssen sich auf fiskalische Raubzüge gefasst machen. Die Politik tendiert nach grün und ganz links. Das wird teuer zu stehen kommen, nicht nur in der EU.

Aber eigentlich stimmt die Richtung. Kostenwahrheit ist ein marktwirtschaftliches Prinzip. Dass wir alle Trittbrettfahrer der Umwelt waren, wussten wir schon lange. Ab jetzt gibt es die Mittel, dies zu ändern, und das wird passieren. Was heisst das für die Anleger, für unsere Kunden? Die wichtigsten Veränderungen werden auf der realen Seite geschehen – also just dort, wo der Equity-Besitzer investiert ist.

—  
KH, 20.12.2019

