

NO FREE LUNCH

Die Finanzmärkte haben das turbulente Krisenjahr 2020 gut überstanden. Die Rechnung für die grosse Corona-Rettung ist aber längst noch nicht beglichen. Wer jedoch mit Unsicherheit umgehen kann, darf zuversichtlich sein.

“**R**isiko, Unsicherheit und Profit“ – so lautet der Titel eines 1921 (!) erschienenen Buches von Frank Knight, dem Begründer der Chicagoer Schule der Ökonomie. Risiko, so Knight, lässt sich mit Hilfe der Statistik objektiv berechnen, wie etwa beim Glücksspiel oder im Versicherungswesen. Findet etwas häufig statt, kann man die Folgen relativ einfach abschätzen und versichern. Anders ist es bei Unsicherheit. Hier geht es um extreme Ereignisse, die einmalig oder sehr selten sind. Sie lassen sich statistisch nicht oder nicht sinnvoll erfassen und somit kaum absichern.

Aber es gibt Organisationen und Ämter, die sich mit Unsicherheit befassen. Eines davon ist das Bundesamt für Bevölkerungsschutz und Katastrophenhilfe in Deutschland, das eine jährliche Risikoanalyse zuhause des Bundestages veröffentlicht. Der Bericht vom Januar 2013 beschrieb eine (damals) hypothetische Coronavirus-Pandemie so detailliert, dass er sich heute als prophetische Vorhersage für 2020 liest. Kleiner Haken: Sie wurde als "bedingt wahrscheinliches" Ereignis bezeichnet, das alle hundert bis tausend Jahre eintritt. "Sehr unwahrscheinlich" ist nach dieser Logik nur, wenn etwas alle zehntausend Jahre (oder seltener) passiert.

Das Coronavirus traf uns also keinesfalls unerwartet, ja es galt nicht einmal als unwahrscheinlich. Überrascht und unvorbereitet waren wir dennoch, was bei einem so seltenen Ereignis nicht verwundern darf. Der Versuch, solchen Phänomenen mit statistischen Risikomassen beizukommen, ist zwar mathematisch sauber, mutet in der Realität aber bestenfalls hilflos an. Er gaukelt Kontrolle vor, wo keine sein kann. Wahrscheinlichkeiten sind irrelevant, wenn es einen trotzdem trifft. Eine Welt, die alles berechnen und kontrollieren möchte, kann schlecht mit Unsicherheit umgehen.

2020 war zweifellos ein Jahr der Unsicherheit. Politik und Gesellschaft schalteten auf Sichtflug und befinden sich noch heute im Troubleshooting-Modus. Wochenlang herrschte Chaos an den Finanzmärkten, angesichts der hohen Unsicherheit wurde verzweifelt nach "richtigen" Preisen für Obligationen, Aktien, Rohstoffe und andere Güter gesucht. Für Anlegerinnen und Anleger war es ein Blick in den Abgrund, eine Erinnerung daran, dass die Dinge immer wieder einmal anders kommen, als es die jährlich mit Getöse verbreiteten Prognosen verheissen. Es war auch eine Erinnerung daran, dass der bewusste Umgang mit Unsicherheit zum Instrumentenkasten unternehmerisch denkender Investoren gehören muss.

Börsenboom trotz Rezession

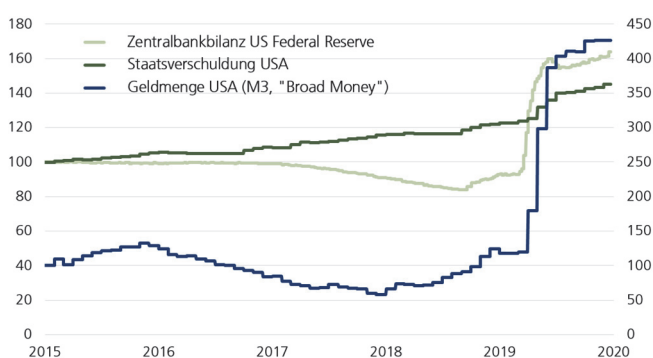
Blickt man auf die Notierungen der wichtigen Aktienindizes per Ende 2020, scheint es fast, als hätten wir ein "normales" Jahr hinter uns. Allgemein haben die Finanzmärkte den enormen



Schock erstaunlich gut überstanden, zumindest bisher. Für die zweite Jahreshälfte kann beinahe schon von einem Börsenboom gesprochen werden. Gleichzeitig läuft in der Realwirtschaft eine der stärksten Rezessionen seit dem Zweiten Weltkrieg, viele Branchen kämpfen ums Überleben. Grösste Unsicherheit auf der einen Seite, steigende Kurse auf der anderen – wie geht das zusammen?

LIQUIDITÄTSINDIKATOREN USA 2015-2020, INDEXIERT

AUS ALLEN ROHREN



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung. Auf der linken Skala sind Zentralbankbilanz und Staatsverschuldung indiziert auf 2015 dargestellt. Die rechte Skala zeigt die Geldmenge (Bargeld, Spar- und Termingelder).

Zunächst einmal reflektieren die Kursanstiege der letzten Wochen die Hoffnung auf eine baldige Normalisierung dank wirksamer Impfstoffe gegen das Coronavirus. Ein starkes nachholendes Wachstum wird vorweggenommen. Wichtiger erscheint uns aber die Wirkung der enormen Geldschöpfung durch die Notenbanken, verbunden mit präzedenzlosen Fiskalmassnahmen. Sämtliche Indikatoren zeigen steil nach oben: Staatsverschuldung, Zentralbankbilanzen, Geldmengenaggregate. Unsere Grafik zeigt stellvertretend für den globalen Trend Zahlen für die USA. Als den Finanzmarktteilnehmern im Frühjahr klar wurde, dass Regierungen und Zentralbanken die Wirtschaft auch dieses Mal aus allen Rohren mit Liquidität fluten würden, drehte die Stimmung schlagartig. Im Grunde ist das nichts Neues, doch im Zuge der Corona-Krise wurden bisher unbekannte Dimensionen erreicht.

Über lange Strecken der Weltgeschichte hätte eine solche Politik schon längst zu Währungszerfall, Inflation und Zinsanstiegen geführt. Was ist heute anders? In einem jüngst erschienenen

Thesenpapier mit dem Titel "Verzerrte Welt" gehen Konrad Hummler, Nick Huber und Chris Prevost dieser Frage nach. Sie kommen zum Schluss, dass seit längerer Zeit Sonderfaktoren wirken, die eine (bislang) ungestrafte Finanzierung der Staaten durch die Notenbanken überhaupt erst möglich machen. Für unsere Zwecke erscheinen vor allem drei dieser Faktoren relevant: Erstens werden die deflationären Effekte des seit Jahren anhaltenden Technologieschubs stark unterschätzt; zweitens ist das Bankensystem dysfunktional geworden, so dass die Kreditaktivität ständig sinkt und das Geld langsamer in der Wirtschaft zirkuliert; und schliesslich, drittens, lässt China die eigene Währung seit Jahren nicht aufwerten, so dass der US-Dollar ein Quasi-Monopol als unangefochtene Leitwährung der Welt innehat. Unter diesen Bedingungen kann die US-Notenbank tun und lassen, was sie will, ohne dass Inflation oder Währungsturbulenzen drohen. Im Gegenteil: Je höher die Schulden werden, desto stärker sind Staat und Zentralbank in einer Geldpolitik gefangen, die immer lockerer werden muss. Dies wiederum beflügelt die Finanzmärkte.

Sollte sich die Wirkung eines oder mehrerer dieser Sonderfaktoren abschwächen, so die Autoren, drohen gröbere Turbulenzen. Je verzerrter die Welt, desto stärker die nötige Anpassung, wenn der Trend kehrt. Die grosse Rechnung für die Corona-Rettung ist jedenfalls noch nicht beglichen. Und wenn uns die Ökonomie eines lehrt, dann dass auf dieser Welt kaum etwas kostenlos ist: "There is no such thing as a free lunch". Es wäre erstaunlich, wenn ausgerechnet eines der grössten geldpolitischen Experimente der Geschichte eine Ausnahme wäre.

Nullrisiko ist nicht gratis

Zur Beschreibung der Lage greifen die Autoren des Thesenpapiers zum Bild des Meeres nach einem Seebeben. Zunächst zieht sich das Wasser zurück, erst später türmt sich der Tsunami auf. Allerdings hat, so meinen wir, das Beben noch nicht stattgefunden, trotz (oder gar wegen?) der in jüngster Zeit stark zunehmenden Liquidität. Es ist ein klassischer Fall von Unsicherheit: Ein sehr seltenes



Ereignis mit potenziell desaströsen Konsequenzen, das sich nicht präzise vorhersagen lässt, auch nicht kurz vorher. Es kommt in aller Regel für die meisten überraschend, aber nicht unerwartet.

Eine Frage, die wir mit unseren Kundinnen und Kunden immer wieder diskutieren, ist, inwieweit es sich an Bewertungen von Finanzanlagen ablesen lässt, ob ein Tsunami – konkret, ein grosser Börsen-crash – bevorsteht. Es stimmt, dass vor allem amerikanische Aktien inzwischen historisch hoch bewertet sind. Einzelne prominente Firmen wie Tesla oder Airbnb scheinen gar ausgesprochen teuer zu sein, die Erwartungen sind riesig. Allerdings gilt, dass die Bewertung von Investitionen immer auch vom allgemeinen Zinsniveau abhängt, da dieses für die Diskontierung von zukünftigen Erträgen genutzt wird. Und die Zinsen sind 2020 gerade in den USA nochmals stark gesunken. Nicht zu vergessen sind schliesslich die laufenden Renditen einer Investition. Hier sprechen die Zahlen, zumindest im Vergleich zu Obligationen, weiterhin deutlich für Aktien – das war beileibe nicht immer so.

das Halten von gut geschütztem Cash nicht gratis ist. So liegt der Negativzins bei der besonders sicheren Schweizerischen Nationalbank aktuell bei -0.75% pro Jahr. Auch hier gilt: Es gibt keinen "free lunch". Doch nicht nur das. Es soll Anleger geben, die seit über zehn Jahren auf den richtigen Moment für Investitionen warten. Gewisse Aktienindizes haben sich in dieser Zeit mehr als verdreifacht. Vermeintliches Nullrisiko wird dann definitiv teuer.

Wohldosierte Zuversicht, weiterhin

Vor genau einem Jahr haben wir an dieser Stelle vom Leben mit der Gefahr grosser Erdbeben geschrieben. Unser Fazit war, dass Angst und das Warten auf den grossen Zusammenbruch keine guten Ratgeber sind. Daran hat sich auch heute, eine Pandemie später, nichts geändert. Im besten Fall haben wir in diesen anspruchsvollen Zeiten sogar gelernt, besser mit dem Phänomen der Unsicherheit umzugehen. Wir sind davon überzeugt, dass sich besonnenes Handeln und unternehmerisches Denken in turbulenten Zeiten erst recht auszahlen. Wer beim Investieren ein paar einfache Regeln beherzigt, muss sich auch in solchen Zeiten keine übermässigen Sorgen machen. Massvolle Verschuldung, gute Liquiditätsplanung, sorgfältige Diversifikation, ein bewusster Umgang mit Risiko und Unsicherheit, etwas Mut und die Bereitschaft auch einmal gegen Herdentrieb und Moden zu handeln – all das gehört dazu. Eine gute Vermögensverwaltung ist letztlich nichts anderes als solides Handwerk.

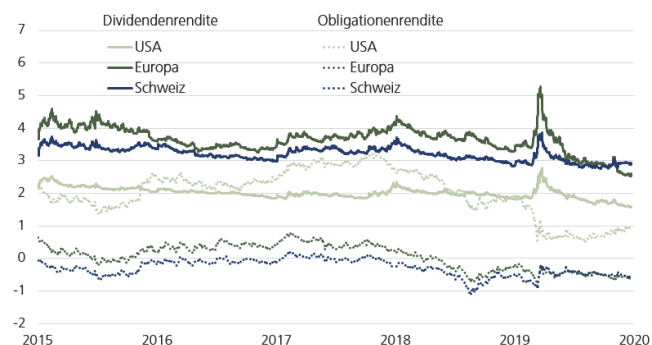
Auch für 2021 ist wohldosierte Zuversicht angesagt. Wir gehen mit dem Gros der Auguren einig, die für das neue Jahr bessere Zeiten prognostizieren – am Ende dank einer Fortsetzung der Politik des billigen Geldes, Fluch und Segen zugleich. Wichtiger ist uns aber die strategische Sicht: Stillstand ist grundsätzlich keine gute Idee. Gerade in unsicheren Zeiten ist es wichtig, investiert zu sein. Nicht umsonst heisst es bei Frank Knight schon vor hundert Jahren "Risiko, Unsicherheit" und ... eben: "Profit". Er sollte es wissen, schliesslich war da gerade die letzte grosse Pandemie durchs Land gezogen.

—

IA, 31.12.2020

AKTIEN- UND OBLIGATIONENRENDITEN, 2015-2020, IN PROZENT

AKTIEN, TROTZ ALLEM



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung. Dividendenrenditen für S&P 500 (USA), Euro Stoxx 50 (Europa) und SPI (Schweiz). Obligationenrenditen für zehnjährige Staatsanleihen USA, Deutschland und Schweiz.

Für jene, die einen Crash fürchten, gibt es Alternativen. Nicht die einzige, aber die bekannteste ist es, Liquidität zu halten. Wirklich sicher ist das allerdings nur, wenn Cash in einer soliden Währung und möglichst bei der Zentralbank des entsprechenden Landes gehalten wird. Denn in einer grossen Krise werden Guthaben auf Konten von Geschäftsbanken zum Risiko. Gleichzeitig gilt, dass



UNBEQUEMES ZU JAHRESBEGINN

Im abgelaufenen Corona-Jahr 2020 gab es den einen oder andern Eigentümer einer Zweit- oder Drittliegenschaft, sei es in der Toskana, auf Mallorca oder auf den Malediven, der auf den physischen Genuss seines Eigentums in Form von Ferien in angenehmer Umgebung verzichten musste. Dafür entdeckte er manchen Reiz seiner näheren Heimat aufs Neue oder gar zum ersten Mal. Dennoch müsste der Umstand des „Nicht-Reisen-Dürfens“ zu denken geben. Weshalb? Weil er schlaglichtartig die hohe Verletzlichkeit der grenzüberschreitenden Wahrnehmung von Eigentumsrechten aufzeigt.

Corona hat die Schleusen zu mehr Interventionen geöffnet. Das könnte zu einer Bedrohung von Eigentum werden, sogar bei Immobilien.

War diesmal das hochansteckende Covid-Virus schuld an den Reisebeschränkungen (respektive die solche Restriktionen erlassenden, ziemlich hilflos erscheinenden Behörden), könnten es ein andermal handelspolitische oder gar militärische Gründe sein, welche die Bewegungsfreiheit in der Welt einschränken. Corona hat der Politik aufgezeigt, wie man dem Bürger die Freiheiten wegnehmen kann, ja, wie man ihn förmlich wegschliessen kann. Vorausgesetzt, man verfügt über genügend triftige Gründe, das zu tun und so die Verfassung zumindest temporär ausser Kraft zu setzen. Machen wir uns nichts vor: Das politische System hat infolge Corona Blut geleckt. Die Gefahr ist gross, dass wir in Zukunft aus weniger ernsthaften Gründen in unseren verfassungsmässig gewährleisteten Individualrechten eingeschränkt werden.

Die Immobilie als Wertanlage ist in diesem Zusammenhang gefährdet. Zunächst in Bezug auf den Eigengebrauch, wie Corona zeigte. Darüber hinaus aber auch als Renditeobjekt, weil man eine Immobilie nicht dislozieren kann und deshalb auf Gedeih und Verderben von den Rahmenbedingungen vor Ort abhängig ist. Es steht zu befürchten, dass populistisch induzierte Eingriffe in die Eigentumsfreiheit

auch in traditionellen Rechtsstaaten um sich greifen. Sogar in der Schweiz diskutierte man über hoheitlich erlassene Mietzinsreduktionen für Covid-betroffene Mieter – zulasten der Eigentümer, versteht sich.

Im Gegensatz dazu haben marktlquide Anlagen, wie sie die Private Client Bank für ihre Kunden anbietet und empfiehlt, den Vorteil, dass man jederzeit von der Anlage A zur Anlage B wechseln kann. Dabei kann man sogar sowohl den Ort der gelegenen Sache als auch die der Anlage unterliegende Währung wechseln, und das zu extrem tiefen Transaktionskosten. Und weil das so ist, meidet die Politik den Angriff auf Eigentum im liquiden Kapitalmarkt. Die einzige Möglichkeit dazu liegt in der saftigen Besteuerung des Kapitaleigners an dessen Domizil. Im Übrigen schützt die Vorwirkung des drohenden Kapitalabflusses aber die marktlquide Anlage bis anhin weitgehend vor Enteignungsattacken.

Man sagt gemeinhin, Krisen seien Chancen. Ja, das mag stimmen. Aber nur, wenn man die Krise auch zum Anlass nimmt, über die Situation und ihre Konsequenzen richtig nachzudenken. So müsste zum Beispiel die gegenwärtige Praxis von Notenbanken, zu sehr gewichtigen Besitzern von marktlquiden Wertschriften zu werden, gerade unter dem Aspekt der künftigen Beständigkeit des Eigentums zu denken geben. Bei Zentralbanken gehortetes Kapital kann weniger leicht abfliessen als privat gehaltene Wertschriften. Der Verlust der Vorwirkung des drohenden Kapitalabflusses wäre dann eine weitere, noch nicht bedachte, verheerende Nebenwirkung der Modernen Monetären Theorie und Praxis.

Meine Empfehlung deshalb für das Jahr 2021: so unschuldig zu sein wie die Tauben und schön alles zu tun, was Corona weiterhin gebietet. Und so schlau wie die Schlangen – genau zu beobachten, wo genau sich welches Unheil zusammenbraut. Corona hat leider die Schleusen zu mehr Interventionen geöffnet. Man sehe sich vor.

—

KH, 31.12.2020

