

ALLE JAHRE WIEDER

Der alljährliche Reigen an Prognosen und Vorhersagen hat Unterhaltungswert, ist aber von begrenztem Nutzen. Beim Anlegen kommt es vielmehr auf die regelmässige Überprüfung der Strategie, eine ruhige Hand und etwas Mut an.

“**T**omorrow good weather“ – fröhlich empfängt der Bergführer die erwartungsfrohe Touristengruppe aus dem Ausland. Man sieht die Hand nicht vor Augen, das spektakuläre Alpenpanorama verbirgt sich hinter dichten Wolken. Es nieselt ein wenig. Einige Tage lang wiederholt sich die Szene, bis der Himmel tatsächlich aufreisst und sich die in muffige Hotels eingepferchte Gästeschar wieder befreit auf die Skipisten ergiesst. Es ist nur eine unscheinbare Szene aus einer Serie mit dem Namen «Alle Jahre wieder», die in den 70er Jahren als Parodie auf das Ritual des winterlichen Jahresurlaubs der Deutschen über die Bildschirme flimmerte. Eine Familie fährt voller Erwartungen in die Ferien, von denen am Ende eine Vielzahl an ernüchternden Erlebnissen und, vor allem, ein leeres Portemonnaie übrigbleiben.

Auch die Investorengemeinde hat ihr alljährliches Ritual. Im Dezember und Januar haben die Auguren Hochkonjunktur, Prognosen zu Wirtschaftsentwicklung, Aktienmärkten, Zinsen und Währungen für das kommende Jahr füllen Regale und Medien. Zwar gibt es sie, die Schlechtwetterprognostiker, die mit grosser Regelmässigkeit darauf hinweisen, dass es nun wirklich fünf vor zwölf

sei und der grosse Einbruch in Wirtschaft und Märkten kurz bevorstehe. Die Regel sind aber – zumindest bei den Aktienmärkten – jene, die höhere Kurse prophezeien. So prognostizierten die Analysten im Median gemäss Bloomberg seit 2009 für den amerikanischen Aktienindex ausnahmslos höhere Kurse für das jeweilige Jahresende. Und damit lag der Konsens tatsächlich meist richtig: Seit 2010 schloss der S&P 500 Ende Jahr nur zwei Mal niedriger als zu Jahresbeginn – nämlich 2015 und 2018. Bemerkenswert ist auch, dass die bereits optimistischen Erwartungen der Auguren in sieben von zwölf Jahren übertroffen wurden. 2013 und 2021 lag der Markt nach zwölf Monaten sogar um mehr als zehn Prozent höher als Anfang Januar erwartet.

Begrenzt verlässliche Prognosen

Zu den in den letzten Monaten besonders aufmerksam beobachteten makroökonomischen Grössen gehört die Inflation. Neben der unerwartet starken Aufwertung des US-Dollars gegenüber praktisch allen Währungen gehören die weltweit hohen Inflationsraten zur wohl grössten Überraschung des Jahres 2021. Einen solchen Ausbruch hatte praktisch niemand auf dem Radar: Wie unsere Grafik zeigt, lag die höchste Prognose aller Analysten für die Inflation gemäss Bloomberg in den USA Anfang des Jahres bei 3,3 Prozent. Damit wird die effektiv realisierte Inflationsrate 2021 mit voraussichtlich rund 7 Prozent erstmals seit 2010 weit ausserhalb aller registrierten Prognosen zu liegen kommen.



Die Gründe für die steigende Inflation sind inzwischen sattsam bekannt und wurden auch an dieser Stelle bereits ausführlich behandelt: Pandemiebedingte Unordnung in den Lieferketten, steigende Energiepreise, statistische Basiseffekte sowie gewaltige fiskal- und geldpolitische Stimulierungsprogramme. Ebenso bekannt ist, dass der Konsens der Analysten für 2022 etwas niedrigere Inflationsraten erwartet, auch wenn die Bandbreite der Prognosen sehr gross ausfällt – aktuell liegt sie für die USA zwischen 2 und 5,5 Prozent. Zweifellos steht uns in Bezug auf die Inflation eine Phase erhöhter Unsicherheit bevor, zumal unter der Oberfläche einerseits weiterhin stark deflationäre Effekte wirken (Globalisierung, Digitalisierung), andererseits aber auch inflationäre Faktoren verstärkt an Bedeutung gewinnen (Demographie, Dekarbonisierung). Am naheliegendsten erscheint vor diesem Hintergrund in den meisten Ländern eine etwas niedrigere Inflation für 2022, generell aber wohl um einiges höhere Inflationsraten als vor der Pandemie.

allem mittelfristige Prognosen rasch an Wert und werden ständig angepasst. So erwarteten die Auguren zu Beginn 2021 zumindest für die nächsten beiden Jahre keine einzige Zinserhöhung in den USA. Nach mehreren Revisionen in den letzten Monaten ist inzwischen bereits von drei Zinsschritten für 2022 die Rede. Fest steht jedenfalls, dass wir in Bezug auf die wirtschaftliche Entwicklung vorerst wieder mehr «auf Sicht» fahren müssen.

Fokus auf gute Unternehmen

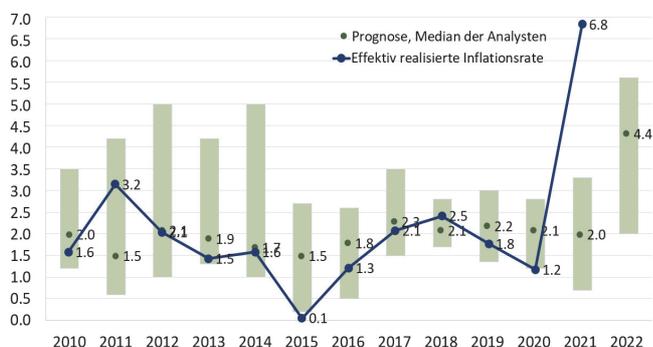
Wenn schon die makroökonomischen Vorhersagen nur begrenzt verlässlich sind, so gilt das erst recht für Prognosen zur Kursentwicklung von einzelnen Anlageinstrumenten. Als Faustregel kann gelten: Je höher das Risiko des Instruments, desto höher die Schwankungsbreite und desto weniger verlässlich die Prognosen, wenn sie als konkrete Zahl auf ein fixes Datum hin gemacht werden. Das gilt notabene auch für die grössten Firmen der Welt, die von Heerscharen von Analysten konstant beobachtet und durchleuchtet werden.

Vor diesem Hintergrund haben wir die Kurszielprognosen der Analysten für Microsoft, nach Marktkapitalisierung eine der drei grössten Firmen weltweit, seit 2010 untersucht. Wie unsere Grafik auf der nächsten Seite zeigt, lag der Kurs der Aktie am Jahresende in fünfzig Prozent der Fälle ausserhalb der Bandbreite aller zwölf Monate vorher prognostizierten Werte. In vierzig Prozent der Fälle war die Abweichung gar grösser als zwanzig Prozent des im Median erwarteten Kurses per Jahresende. Immerhin überraschte Microsoft seit 2013 positiv. Der Kurs übertraf die entsprechenden Erwartungen der Analysten jedes Jahr, im Jahr 2020 sogar um 37 Prozent. Kurz: Möglicherweise wäre man mit einem Würfel auf ähnlich aussagekräftige Ergebnisse gekommen wie mit den hart erarbeiteten Kurszielen der Analysten.

Generell scheint uns ein Ausblick mit Kurszielen auf ein Jahr hinaus nicht der richtige Fokus zu sein. Zu komplex sind die Zusammenhänge, zu schwierig das Timing, zu unvorhersehbar die Geschwindigkeit von Veränderungen. Das heisst allerdings noch lange nicht, dass sich eine gründliche Analyse von Unternehmen nicht lohnt. Im Gegenteil:

INFLATION IN DEN USA, PROGNOSEN UND REALISIERT

GROSSE ÜBERRASCHUNG 2021



Quelle: Prognosen gemäss Bloomberg jeweils zu Jahresbeginn (Bandbreite in hellgrünen Balken). Als effektive Inflationsrate für 2021 ist die veröffentlichte Zahl für November im Jahresvergleich aufgeführt.

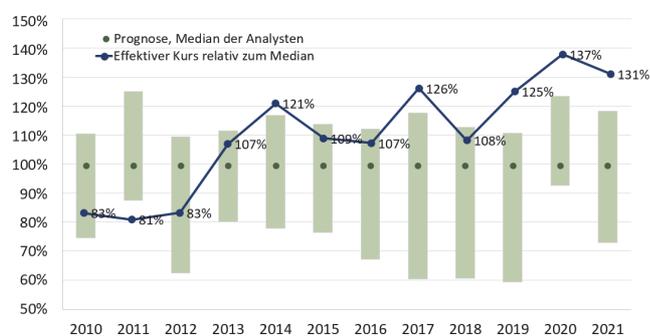
Im Grossen und Ganzen zeigt sich, dass auf Konsensprognosen zu grossen wirtschaftlichen Aggregaten wie Inflation, Wachstum oder Zinsen vor allem dann Verlass ist, wenn das wirtschaftliche Umfeld von wenig Unsicherheit geprägt ist und die Bandbreiten entsprechend eng sind. In unsicheren Zeiten – also dann, wenn man sie eigentlich besonders gut brauchen könnte – verlieren vor



Das Investieren in gute Firmen ist Handwerk und Kunst zugleich. Es geht darum, Marktumfeld und Branche zu verstehen, Qualität und Wettbewerbsfähigkeit der Produkte einzuschätzen, Organisation, Firmenkultur und Finanzen zu durchleuchten. Erst dann hat man eine Chance, die Spreu vom Weizen zu trennen. Und wer in gute Firmen investiert, wird über kurz oder lang belohnt werden.

AKTIENKURS VON MICROSOFT, PROGNOSEN UND REALISIERT

PROGNOSEN OFT VERFEHLT



Quelle: Bloomberg. Lesebeispiel: Anfang 2010 lag die Bandbreite des für Microsoft in zwölf Monaten erwarteten Kurses zwischen 10 Prozentpunkte über und 25 unter dem Median. Der per Ende Jahr realisierte Kurs lag bei 83%, also 17 Prozentpunkte unter dem Median.

In Zeiten von steigenden Inflationsraten werden neben Immobilien und Gold vielfach auch Aktienanlagen als Instrumente mit gutem Schutz gegen Preissteigerungen genannt. Aus unserer Sicht gilt das vor allem für Anlagen in Firmen, die aufgrund einer starken Marktposition und guten Produkten ihre Preise ohne grössere Mühen erhöhen können und gleichzeitig auch eine gute Verhandlungsmacht gegenüber ihren Lieferanten haben. Eine hohe Flexibilität und Effizienz, motivierte und hochqualifizierte Mitarbeitende sowie eine gute Diversifikation bei Lieferanten und Kundschaft sind Faktoren, die uns bei der Auswahl von Unternehmen wichtig sind. Investitionen in solche Firmen haben Realwertcharakter, und darauf kommt es in Zeiten von Inflation und Unsicherheit besonders an. Die Qualität einer Unternehmung ist natürlich auch bei Obligationenanlagen relevant – auch wenn festverzinsliche Papiere in Zeiten von niedrigen Renditen mit dem Risiko von Zinsanstiegen derzeit besonders unattraktiv erscheinen.

Mut und eine ruhige Hand zahlen sich aus

In unserer eingangs beschriebenen Fernsehserie versucht der Familienvater mit hektischem Aktivismus Verbesserungen für seinen zunehmend verkorksten Urlaub zu erreichen. Er trifft immer wieder auf neue Verkäufer, die ihm bereitwillig ein höchst attraktiv aussehendes Angebot unterbreiten. Das mündet zwangsläufig in einem Fiasko.

Wenn wir ehrlich sind, können wir dem alljährlichen Reigen an «Aussichten für das kommende Jahr» bei allem Unterhaltungswert meist nur begrenzt etwas abgewinnen. Vorsicht ist auch deshalb geboten, weil hinter vielen der lauthals verkündeten Vorhersagen durchaus nachvollziehbare Verkaufsabsichten stecken. Denn natürlich gibt es auch einen Markt für Prognosen, die Nachfrage will bewirtschaftet werden. Oft ist aber beim Anlegen eine ruhige Hand besser als nervöser Aktivismus. Uns ist es vor diesem Hintergrund wichtig, keine Anlagefonds zu den neuesten Moden zu verkaufen oder unsere Kunden im Eigeninteresse zu Transaktionen zu animieren – daher auch unsere Vorliebe für Pauschalgebühren.

Bei aller Zurückhaltung gegenüber dem alljährlichen Prognoseritual ist es jedoch sicher sinnvoll, in regelmässigen Abständen eine Standortbestimmung in Bezug auf die eigene Finanzsituation und das Anlageportfolio vorzunehmen. Plane ich eine grössere Investition, hat sich in Bezug auf meine Risikofähigkeit etwas geändert? Könnte ich bei einer grösseren Marktkorrektur weiterhin gut schlafen? Ist das Portfolio weiterhin auf mein Profil zugeschnitten? Müsste bei Rückschlägen überstürzt eingegriffen werden? All diese Fragen sind wichtiger als die Prognosen für das Jahresende.

«Tomorrow good weather» – so lautet das Lebensmotto unseres fröhlichen Bergführers. Bei näherem Hinsehen und bei aller Unsicherheit scheint dieser Optimismus auch für Anlegerinnen und Anleger gar nicht die schlechteste Strategie zu sein. Schliesslich hat sich Zuversicht in der Vergangenheit für langfristig ausgerichtete Investoren praktisch immer ausgezahlt – auch wenn es dafür manchmal etwas Mut und Geduld brauchte.

—

IA, 31.12.2021



SYSTEMWETTBEWERB AUF DEM PRÜFSTAND

In der Theorie wären sich darüber viele, nicht alle, ziemlich einig: Ob und unter welchen Gegebenheiten sich eine Ordnung bewährt, zeigt sich am besten, wenn man den Wettbewerb spielen lässt. So unterlag das merkantilistische Wirtschaftssystem, von intelligenten Franzosen erdacht, langfristig dem angelsächsischen, von David Ricardo revolutionierten Freihandelsgedanken. Und so obsiegte die westliche soziale Marktwirtschaft über das östliche kommunistische System.

Die grosse Frage ist: Wer schafft es, relativ unbeschadet und rasch aus dem Krisenmodus herauszukommen?

Das wiederum bedeutet nicht, dass obsoleete Systemideen definitiv verschwinden. Im Gegenteil. Der Merkantilismus feiert derzeit im Umgang mit dem immer gewichtiger werdenden Handelspartner China fröhlich Auferstehung und wird mittlerweile sogar als Zweckbestimmung der sich sonst so marktliberal gebenden Europäischen Union gehandelt. Und in Kollektivlösungen, die sich nicht weit weg von altkommunistischen Pfaden bewegen, sehen viele, vor allem auch Intellektuelle, den Ausweg aus allen möglichen Problemen vom Klimawandel über die Alterung der Gesellschaft bis zur Frage der Einkommensverteilung.

Eigentlich sollten Freunde des Systemwettbewerbs derzeit jubeln: Noch selten gab es eine solch ausgeprägte Konstellation der Gleichzeitigkeit zu beobachten. Ja, gemeint ist die Corona-Pandemie. Die Krankheit brach weltweit nur wenig gestaffelt in praktisch allen Ländern aus. Offensichtlich hatten die Behörden in demokratischen Staaten Mühe, rasch und klar zu reagieren. Trotz mehrfach geübten Pandemieszenarien erwiesen sich die unzähligen Schnittstellen einer offenen Gesellschaft als ziemlich hinderlich für eine effiziente Krisenführung. Keine Regierung westlichen Zuschnitts, die

brilliert hätte. Vielfach herrschten Lähmung, Chaos und Überreaktion. Da gibt es nichts zu beschönigen.

Demgegenüber schien China, ebenso wie in vielen wirtschaftlichen Belangen, auch bei der Bewältigung der Corona-Situation obenaus zu schwingen. Der Infektionsherd von Wuhan wurde rasch erstickt, die Wirtschaftsleistung nahm nach ein, zwei Monaten wieder Fahrt auf. Dies allerdings hat seinen Preis: Das Land ist seit bald zwei Jahren fast vollständig von der Aussenwelt abgeschnitten. Wer einreisen will, muss faktisch eine Quarantäne von drei Wochen in Kauf nehmen und wird buchstäblich wie ein Aussätziger behandelt. Mit der in wenigen Wochen in China beginnenden Winterolympiade wird die Laboranordnung definitiv spannend. Wie wird der chinesische Staat auf die unvermeidlichen Infektionen von Sportlern, Funktionären und Besuchern reagieren? Wird die eigene Bevölkerung weiterhin hermetisch abgeschirmt? Oder lässt China, wider Erwarten und möglicherweise sehr clever, mit den Spielen die offenbar weniger gefährliche Mutante Omikron im Lande ausbreiten?

Das Gegenbeispiel zu China war lange Schweden, nun ist es Grossbritannien – auch das grossangelegte Versuchsanordnungen. Schwedens Corona-Politik erlebte einige Wechselbäder. Boris Johnson absolvierte anfangs einen Schleuderkurs der Sonderklasse, scheint nun aber mit hoher Impfquote und einer liberalen Durchseuchungsstrategie auf Kurs zu kommen. Derweil plagen sich Holländer, Deutsche und Österreicher mit neuerlichen Einschränkungen des öffentlichen und privaten Lebens.

Die grosse Frage ist: Wer schafft es, relativ unbeschadet und rasch aus dem Krisenmodus herauszukommen? Es gibt Systeme und Regimes, denen die Sondersituation zupasskommt und denen das eigene Überleben wichtiger ist als das Wohlergehen der Bürger. Darüber wird man dank dem Wettbewerb der Systeme bald mehr wissen.

—

KH, 31.12.2021

