

SCHRÄGE VERHÄLTNISSSE

Eine Reihe von Indikatoren signalisiert aussergewöhnliche Zustände in Wirtschaft und Märkten. Immerhin werfen Cash und Obligationen inzwischen wieder Zinsen ab. Trotzdem bleibt die Navigation anspruchsvoll.

“**H**ow the Economic Machine Works” – so lautet der Titel einer Studie des bekannten Hedgefonds-Managers Ray Dalio, die vor ein paar Jahren erschienen ist. Das dazu gehörige, sehr anschauliche Erklärvideo zeigt die Wirtschaft als einen gigantischen Mechanismus von präzise ineinandergreifenden Zahnrädern. Es entsteht ein Bild mit stets neuen Wellen von Aufschwung und Niedergang – im Wesentlichen gesteuert von zwei starken Händen an zwei grossen Hebeln: Die Zentralbank am Zins- und die Regierung am Staatsbudget-Hebel. Stehen die Zinsen auf «niedrig» und die Staatsausgaben auf «grosszügig», dann gibt es einen «Boom», ist das Gegenteil der Fall, folgt ein «Bust». Hinzu kommen sehr lange Zyklen von 75-100 Jahren, in denen sich Verschuldung, Überschuldung, Entschuldung und erneute Verschuldung abwechseln – inspiriert von der 1926 veröffentlichten Theorie des sowjetischen Ökonomen Nikolai Kondratieff.

Die etwas mechanistische Darstellung der Wirtschaft als Maschine hat eine lange Tradition, deren Anfänge 1758 beim «Tableau économique» des französischen Arztes François Quesnay liegen. Quesnay arbeitete allerdings nicht mit Zahnrädern,

sondern mit dem Blutkreislauf des menschlichen Organismus. Beiden Vorstellungen ist gemeinsam, dass Maschine bzw. Körper zuverlässig und vorhersehbar funktionieren, solange sie nicht defekt oder krank sind. Es gibt klare Gesetzmässigkeiten, vorhersehbare, (mathematisch) berechenbare Abläufe und entsprechende Möglichkeiten für Eingriffe und Korrekturen. Das ist ein attraktives Bild, da in einer solchen Welt Investoren, Unternehmer oder Politiker mit relativ einfachen Mitteln und guten Erfolgsaussichten navigieren könnten.

Sand im Getriebe

Ein bekanntes Thermometer für die Messung der Gesundheit einer Wirtschaft ist die Zinskurve. Diese bildet die Verzinsung von staatlichen Krediten über Laufzeiten von Tagen oder Monaten bis hin zu mehreren Jahrzehnten ab. Dabei gilt, dass in normalen Zeiten für langfristige Kredite höhere Zinsen bezahlt werden als für kürzer laufende: Kapitalnehmer können andere Risiken eingehen und entsprechende Renditen erwirtschaften; Kapitalgeber sind nur bereit, ihre Mittel länger zu binden, wenn sie mit höheren Zinsen entschädigt werden.

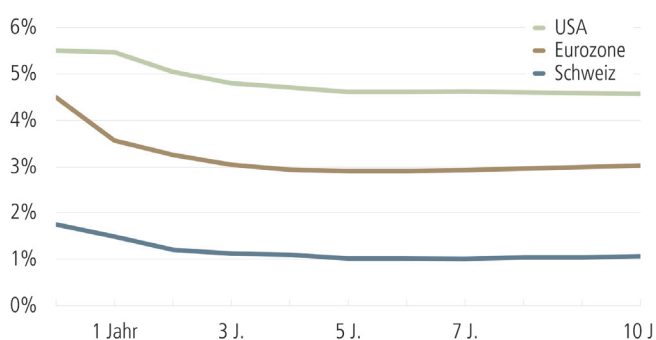
Aufgrund dieser ökonomischen Logik ist es in einer funktionierenden Marktwirtschaft selten, dass langfristige Kredite schlechter verzinst werden als kurzfristige. Solche «inversen» Zinskurven wurden in den USA seit 1980 nur in wenigen Fällen beobachtet. Sie dauerten kaum länger als ein Jahr und waren in aller Regel mit Krisen verbunden (Internetblase 2001, Finanzkrise 2007, Covid-19). Deshalb lässt aufhorchen, dass die Zinskurve in



den meisten Industrieländern seit Mitte 2022 invers ist. In den USA wird bereits von der längsten und ausgeprägtesten Inversion seit Jahrzehnten gesprochen. So betrug der Unterschied zwischen einjährigen und 10-jährigen US-Staatsanleihen zeitweise über 1,5%, so viel wie seit 1981 nicht mehr. Unsere Grafik zeigt die aktuell inversen Zinskurven in den USA, der Eurozone und der Schweiz.

ZINSKURVEN BIS 10 JAHRE, USA, EUROZONE (AAA), SCHWEIZ

KURZ ÜBER LANG



Quelle: Bloomberg, Stand 29.09.2023.

Inverse Zinskurven können viele Ursachen haben. Im Zentrum steht ein von den Marktteilnehmern erwarteter Rückgang der Inflation und damit der Zinsen – im schlechteren Fall durch Rezession und/oder geringere Renditen von Investitionen; im besseren Fall durch Auflösung von Lieferengpässen, weniger Knappheit bei Rohstoffen oder technologischen Fortschritt. Möglich ist auch, dass Marktteilnehmer nicht mit Engpässen bei der Versorgung von Kapital rechnen, weil sie erwarten, dass Staaten oder Notenbanken in solchen Fällen mit neu geschaffenen Geld einspringen. Nicht zuletzt ist denkbar (aber, noch, unwahrscheinlich), dass der Staat private Investoren aus dem Markt für langfristige Anleihen verdrängt hat und der Zins deren Erwartungen gar nicht mehr verlässlich reflektiert. Kurz: Inverse Zinskurven sind, anders als oft kolportiert, nicht zwingend Vorboten von Rezessionen. Sie sind einfach ein Signal für aussergewöhnliche Umstände. Ob sie Warnzeichen für eine «Krankheit» oder Begleiterscheinung einer Gesundung der Wirtschaft sind, hängt von der Interpretation ab.

Aussergewöhnlich sind die Umstände auch am Geldmarkt: Seit über zwölf Monaten liegt der als

risikolos geltende Notenbankzins in der Schweiz (und anderswo) deutlich über der Verzinsung von Bankkonten, Call- oder Festgeldern – eigentlich entgegen jeder ökonomischen Logik. Wir beobachten die Entwicklung mit wachsendem Ärger und angesichts üppiger Gewinne von Banken dämmert es inzwischen auch der Öffentlichkeit, dass der Zinsanstieg bei Krediten sofort weitergegeben wird, bei Guthaben dagegen nur sehr langsam, wenn überhaupt. Offensichtlich müssen sie sich nicht anstrengen, um Kapital anzuziehen – vielleicht, weil es aus der Nullzinszeit immer noch (zu?) üppig vorhanden ist. Sicher aber funktioniert der Wettbewerb mehr schlecht als recht: Die Hürden für Bankenwechsel sind derartig, dass kaum jemand den Aufwand auf sich nimmt. Hier ist wohl wirklich Sand im Getriebe. Wir schöpfen deshalb schon seit Mitte 2022 alle Möglichkeiten für eine adäquate Verzinsung in unseren Kundenportfolios aus, sei es über SNB-Bills, kurzlaufende Staatspapiere, Call- und Festgelder, Geldmarktfonds oder gar durch die Eröffnung weiterer Bankbeziehungen.

Akzeptable Alternativen

Die Verschiebungen an den Kreditmärkten bleiben nicht ohne Folgen für Anlegerinnen und Anleger. Einerseits ist es erfreulich, dass Obligationen und Liquidität (bei allem Unmut über den intransparenten Geldmarkt) wieder Zinsen abwerfen. Andererseits stellt sich die Frage, ob man nicht Aktien zugunsten von Obligationen reduzieren sollte. Zirkulierte in Zeiten von Null- und Negativzinsen zum Thema Aktien noch das Schlagwort «TINA» («there is no alternative»), so macht nun seit einiger Zeit das Akronym «TARA» die Runde: «There is a reasonable alternative». Eine Anlageklasse erwacht aus dem Dornröschenschlaf.

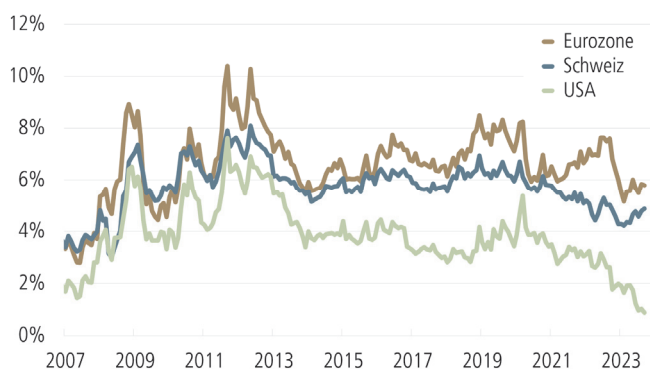
Ein gutes Mass für die Einschätzung der Attraktivität von Aktien relativ zu Obligationen ist die Aktienrisikoprämie. Dabei werden die von Analysten für die nächsten zwölf Monate erwarteten Unternehmensgewinne ins Verhältnis zum aktuellen Aktienkurs gesetzt. Diese sogenannte Gewinnrendite für Aktien wird dann mit den Renditen von relativ risikoarmen zehnjährigen Staatsanleihen verglichen. Unsere Grafik zeigt die Risikoprämien für die



breiten Aktienindizes von MSCI in den USA, der Eurozone und der Schweiz. Diese sind nach der Finanzkrise von 2007 überall stark angestiegen und lagen bis Ende 2021 im Durchschnitt irgendwo zwischen vier und sechs Prozent: Das höhere Aktienrisiko wurde ordentlich entschädigt.

AKTIENRISIKOPRÄMIEN USA, EUROZONE UND SCHWEIZ

VON TINA ZU TARA



Quelle: Bloomberg, Stand 29.09.2023.

Während sich die Aktienrisikoprämien in der Eurozone und der Schweiz aktuell grob im Bereich der letzten Jahre bewegen, sind sie seit der Zinswende in den USA stark gesunken und liegen auf dem niedrigsten Stand seit 2006. Damit sind Anleihen zumindest für Anlagen in den USA tatsächlich wieder zu einer akzeptablen Alternative geworden. Klar ist damit aber noch nicht, dass man die Finger von amerikanischen Aktien lassen sollte. So könnte es sein, dass Unternehmensgewinne in Zukunft aufgrund von Innovationsschüben bei der künstlichen Intelligenz und anderswo besser ausfallen als von Analysten erwartet. Auch wäre denkbar, dass Obligationen mit längerer Laufzeit wie bereits 2021 und 2022 aufgrund von Zinsanstiegen – etwa zur Bekämpfung einer überraschend hartnäckigen Inflation – nochmals deutliche Verluste hinnehmen müssen. Vor allem zweites ist für uns ein wesentlicher Grund, warum wir bei Engagements in länger laufende Anleihen weiterhin sehr zurückhaltend sind. Kurz: Eine niedrige Aktienrisikoprämie kann, muss aber nicht heissen, dass man sich in oder vor einer Blase befindet. Sie ist, ähnlich wie eine inverse Zinskurve, lediglich ein Indikator für «schräge» Verhältnisse.

Keine Maschine

Für langfristig orientierte Anlegerinnen und Anleger mit einer hohen Risikoneigung scheint trotz der aktuell unübersichtlichen Situation klar: An Aktien kommt man bei den liquiden Anlagen nicht vorbei – und es spielt auf lange Sicht auch keine Rolle, wann genau man in den Markt einsteigt. Gemäss einer Studie der Credit Suisse von 2023 haben Aktien in den USA seit 1900 pro Jahr im Durchschnitt 6.4 Prozent rentiert, real, also nach Inflation. Bei Obligationen lag die Rendite nur bei 1.7 Prozent, bei Cash waren es noch 0.4 Prozent. Die Zahlen für andere Länder sind vergleichbar, die Muster sind auch für kürzere Zeiträume gültig. Seit 2003 hat man mit Cash auf dem Konto sogar überall deutlich an Kaufkraft verloren. So waren Liquidität und Obligationen seit der Finanzkrise aufgrund der Null- und Negativzinsen höchst unattraktiv. Umso willkommener ist die Rückkehr von Alternativen zu Aktien, vor allem für jene, die etwa aufgrund von kürzeren Anlagehorizonten über weniger Risikofähigkeit verfügen oder die mit Schwankungen weniger gut umgehen können.

Wie steht es nun um die anfangs beschriebene «ökonomische Maschine»? Leider ist das Bild mit zwei grossen Hebeln – Zinsen und Budget – trügerisch. Generell funktioniert die Wirtschaft nicht nach einem mathematisch berechenbaren Tableau, so attraktiv das Bild auch sein mag. Wer darauf gewettet hat, ist oft spektakulär gescheitert. Mit am bekanntesten ist wohl das Debakel des mit zwei Wirtschaftsnobelpreisträgern bestückten Hedgefonds LTCM, dessen 1998 von der US-Notenbank orchestrierte Rettung sich gerade zum 25. Mal geöhrt hat. Psychologie, Zufall und externe Faktoren sind relevant, beim Navigieren an den Finanzmärkten spielen Erfahrung und Intuition eine Rolle.

Inverse Zinskurven und sinkende Aktienrisikoprämien in den USA signalisieren aussergewöhnliche Umstände. Auch Ray Dalio hat kürzlich ein neues Buch mit noch einem anschaulichen Erklärvideo herausgegeben. Der Titel: «The Changing World Order». Die Navigation bleibt anspruchsvoll, aber immerhin: Es gibt Alternativen.

—
IA, 30.09.2023



ES GEHT WEITER

Welche Entwicklungen der letzten Jahre werden in die Geschichte des 21. Jahrhunderts eingehen? Auf Seite des Weltgeschehens zweifellos der Stillstand, ja angeblich das Ende der Globalisierung. Und im Bereich der Finanzmärkte und des Wirtschaftsgeschehens das Ende des langandauernden Sinkflugs der Zinsen auf unter null sowie das Aufflammen der in Vergessenheit geratenen Inflation.

Beide Vorgänge sind gleichen Ursprungs. Ohne die Lieferengpässe, verursacht durch Corona und den Ukrainekrieg, hätte die Teuerung möglicherweise noch länger auf sich warten lassen. Die offenen Geldschleusen während der Pandemie führten konsumseitig zu einem Nachfrageüberhang, der angebotsseitig nicht aufgefangen werden konnte, da Schiffe in Häfen warten mussten und Container sich aufzutürmen begannen. Inflation hat immer einen realen und einen monetären Hintergrund.

Wir sind bei den Produktivitätsgewinnen nicht am Ende der Geschichte angelangt. Innovationen werden den nächsten Globalisierungsschub herbeiführen. Und auch dieser wird deflationär wirken.

Weshalb hatte man sich zuvor wohligh daran gewöhnt, dass praktisch alles laufend kostengünstiger und besser wird? Weil seit über 40 Jahren ein Technologieschub sozusagen die gesamte Welt umpflügte und weil durch den Eintritt Chinas ins globale Wirtschaftsgeschehen während langen Jahren für kostengünstige Arbeit gesorgt war.

What's next? Sind wir punkto Produktivitätsgewinnen am Ende der Geschichte angelangt, und wird die Rückkehr zu merkantilistischen Egoismen der Globalisierung den letzten Schnauf rauben? Das glauben derzeit viele. Ich wage das zu bezweifeln. Dazu zwei Beobachtungen:

Erstens: Firmenbesuch in Herisau, bei Huber-Suhner. Wir besichtigen die Fabrikation von Glasfaserkabeln. Das sind unzählige verzwirnte, hauchdünne Fädelchen, die man gegen mechanische Aussenwirkung und zu hohe Biegung schützt und die der Datenübermittlung dienen. Ohne solche Kabel wäre die bisherige Globalisierung undenkbar gewesen. Kabel aus Herisau liegen kreuz und quer in allen Ozeanen der Welt. Quasi beiläufig bemerkt ein Sachbearbeiter, dass die künftigen Fädelchen hohl sein werden und dass die Daten künftig mit Laserlicht durch das Vakuum gejagt werden. Folge: Beschleunigung des Vorgangs auf Lichtgeschwindigkeit, ungebremst durch die Materie des Glases. Sozusagen wie im Weltall.

Zweitens: Ein Artikel in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung (FAZ) zu Quantencomputern. Ein deutsch-finnischer Startup namens IQM Quantum ist offenbar daran, einen erschwinglichen Quantencomputer in PC-Grösse zu bauen. Die bisherigen Rechenkapazitäten mehrfach potenziert - für den allgemeinen Gebrauch!

Miteinander verbunden werden die zwei Innovationen den nächsten Globalisierungsschub herbeiführen. Es wird nämlich keinen Grund mehr geben, irgendwelche Dinge nicht dezentral zu tun. Auch ein weiterer Globalisierungsschub wird deflationär wirken. Die Effizienz wird sich auf einer dannzumal wirklich flach gewordenen Welt ausbreiten wie Quecksilber. Es geht weiter.

—

KH, 30.09.2023

