

ANGST UND GIER

Dauer und Ausmass von Marktverwerfungen lassen sich nicht vorhersagen. An den Märkten sind schon viele schlechte Nachrichten eingepreist, doch negative Überraschungen lauern noch immer. Anleger sollten weiter auf der Hut sein.

“Wir versuchen lediglich, dann ängstlich zu sein, wenn andere gierig sind und nur dann gierig zu sein, wenn andere ängstlich sind» – das gehört wohl zu den berühmtesten Zitaten eines der erfolgreichsten Investoren der letzten 70 Jahre, Warren Buffet. Es stammt aus dem Aktionärsbrief seiner Firma Berkshire Hathaway im Februar 1987. Es waren Zeiten von anziehender Inflation und einer Euphorie an den Börsen, die am 19. Oktober 1987 mit einem historischen Crash endete. Der Dow-Jones-Index in den USA fiel an einem einzigen Tag um 23 Prozent und brauchte fast zwei Jahre, um sich davon zu erholen.

Rund zwanzig Jahre später wiederholte Buffet seinen Leitsatz im amerikanischen Fernsehsender CNBC und betonte, er hätte noch nie so viel Angst in der Wirtschaft gesehen wie zum Zeitpunkt des Interviews. Es war der 1. Oktober 2008 und ein Höhepunkt der Finanzkrise 2007-2009. Der amerikanische S&P 500 hatte seit Oktober 2007 bereits knapp 25 Prozent an Wert verloren. Doch auch nach dem vielzitierten Interview von 2008 gab der Index bis Mitte März 2009 nochmals um rund 40 Prozent nach. Investoren in den US-Markt hatten damit vom damaligen Höhepunkt im Herbst 2007

bis zum Tiefst im Frühjahr 2009 deutlich mehr als 50 Prozent ihres Kapitals verloren. Danach erholten sich die Kurse rasch, erreichten das Hoch von 2007 jedoch erst wieder im Januar 2013.

Für Anlegerinnen und Anleger ist 2022 bisher das schlechteste Jahr seit 2008 und wohl auch das zweitschlechteste der letzten fünfzig Jahre. Der in der Schweiz weitherum bekannte Pictet-Referenzindex für Pensionskassen (60 Prozent Obligationen, 40 Prozent Aktien) liegt seit Jahresbeginn mit über 16 Prozent im Minus. Obligationen verlieren wegen der kräftigen Zinsanstiege, Aktien haben aus dem gleichen Grund nach einer kurzen, kräftigen Erholung im Juli erneut deutlich nachgegeben. Der Weltaktienindex liegt in US-Dollar seit Jahresbeginn mit 25 Prozent im Minus, der amerikanische Technologieindex Nasdaq mit knapp 30 Prozent. Von den 35 global wichtigsten Aktienmärkten liegen aktuell nur 4 im Plus. Darunter sind die Türkei (+72 Prozent) und Argentinien (+65 Prozent), die – bemerkenswertes Detail – Inflationsraten von je 80 beziehungsweise 79 Prozent aufweisen. Es scheint, als würde der Inflationsschutz von Aktien zumindest in diesen Ländern und bei derart hohen Inflationsraten einigermaßen greifen.

Verbreitete Angst

Die Ursachen für die unerfreuliche Entwicklung an den Märkten sind hinreichend bekannt und an dieser Stelle bereits erörtert worden. Im Zentrum der Aufmerksamkeit steht die hohe Inflation, zunächst ausgelöst durch Lieferkettenprobleme und Knappheiten in Folge der Krise um Covid-19, dann



angeheizt durch die im Zuge des Krieges in der Ukraine nochmals stark steigenden Energiepreise. Ausserdem befindet sich die Welt in einem durch geopolitische Konflikte ausgelösten Prozess der Deglobalisierung. Und wir sind, als wäre das nicht genug, mit den Herausforderungen des Klimawandels und dem beginnenden Ausscheiden der «Baby-Boomer» aus den Arbeitsmärkten konfrontiert. Vor allem die letzten drei Trends haben das Zeug dazu, auch über längere Zeit preistreibend zu wirken. Sie treffen auf eine Wirtschaft, die über viele Jahre mit Liquidität im Übermass versorgt wurde und damit ohnehin über ein beachtliches inflationäres Potenzial verfügt. Nicht von ungefähr stellte der deutsche Vermögensverwalter Flossbach von Storch seinen Bericht vom vergangenen Juli unter den Titel «Krisen-Cocktail» und hielt fest, dass es in der Geschichte selten eine Phase mit so vielen Krisen zur gleichen Zeit gegeben hat.

KONSUMENTENSTIMMUNG OECD SEIT JANUAR 1974

MAXIMALER PESSIMISMUS?



Quelle: OECD. Werte über 100 signalisieren eine positive Einstellung der Konsumenten zu Wirtschaft und Konjunktur, bei Werten unter 100 sind die Erwartungen negativ.

Seit einiger Zeit drücken nun auch Ängste vor einer Rezession auf die Stimmung. Das liegt einerseits an den Zentralbanken, die klar gemacht haben, dass sie wohl eine Rezession in Kauf nehmen würden, um damit die grassierende Inflation notfalls zu ersticken. Andererseits wird immer deutlicher, dass China nicht nur unter der missglückten Nulltoleranzpolitik in Sachen Covid-19 leidet. Vielmehr frisst sich seit Herbst 2021 zusätzlich eine ausgewachsene Immobilienkrise durch die Wirtschaft des Landes. Führt man sich vor Augen, dass rund 70 Prozent des privaten Vermögens in China

in Immobilien investiert ist und viele der bereits bezahlten Wohnungen wohl nie gebaut werden, dann erstaunt es nicht, dass das Konsumentenvertrauen auch in China auf langjährige Tiefststände gefallen ist. Es ist wohl nicht übertrieben zu behaupten, dass ein bisher verlässlicher Motor der Weltwirtschaft aktuell gröbere Probleme hat.

Vor diesem Hintergrund ist es nicht überraschend, dass derzeit ein ausgeprägter Pessimismus in Bezug auf die weitere Entwicklung von Politik, Wirtschaft und Finanzmärkten herrscht. So weisen die Volatilitätsindizes – traditionell Instrumente für die Messung von Unsicherheit – seit einiger Zeit erhöhte Werte auf, auch wenn die ganz grossen Ausschläge von Panik und Ausverkauf bisher noch fehlen. Andere Indikatoren zeigen dagegen historische Tiefstwerte an, etwa der in unserer Grafik abgebildete OECD-Indikator zur Konsumentenstimmung. Demnach war die Stimmung seit 1974 noch nie so schlecht wie heute, nicht einmal während der Finanz- oder der Coronakrise.

Positive und negative Überraschungen

Das Zitat von Warren Buffet im Kopf, stellt sich die Frage, ob die Talsohle erreicht ist und ob es angesichts der verbreiteten Angst an der Zeit sein könnte, «gierig» zu werden. Bekanntlich gelten die Finanzmärkte als Vorlaufindikator für die zukünftige Entwicklung der Wirtschaft, Wendepunkte sind hier früher zu sehen als anderswo. Ist der Pessimismus so gross, dass alle schlechten Nachrichten schon in den Preisen der Vermögenswerte enthalten sind? Ist die Wahrscheinlichkeit für positive Überraschungen bereits grösser als für negative?

Zweifellos sind die Entwicklungen in der Geopolitik, Stichworte sind hier die Ukraine und vor allem Taiwan, kaum vorhersehbar, Überraschungen kann es auf beide Seiten geben. Und in Bezug auf die Energieversorgung sind die Medien voll mit Warnungen vor Mangellagen und Katastrophenszenarien. Sicher ist das ernst zu nehmen, doch gilt auch, dass angekündigte Katastrophen selten so desaströs werden, wie es Medien und Öffentlichkeit erwarten. Grundsätzlich ist es doch so – und das gilt auch für Lieferkettenprobleme aller Art – dass die enorme Anpassungsfähigkeit von Unternehmen



und Konsumenten in einer Marktwirtschaft oft unterschätzt wird. Die Voraussetzung dafür ist freilich, dass die Preise ihre Lenkungsfunction erfüllen können, was leider aktuell immer stärker durch plumpe politische Eingriffe beeinträchtigt wird. Dennoch könnte es hier positive Überraschungen geben, wie wir sie bereits auch in der ersten Phase der Coronakrise vielerorts gesehen haben.

zurückgeht oder die US-Notenbank den Mut verliert, dann müssten uns mehr Zinserhöhungen bevorstehen als es die Märkte derzeit erwarten. Das wäre noch ein langer Weg und hier lauern die abgesehen von einem Krieg in Taiwan potenziell wohl grössten negativen Überraschungen.

Weiterhin auf der Hut

Angst und Gier sind zwei hochgradig ansteckende Epidemien, die Anlegerinnen und Anleger für immer begleiten, ohne dass man im Vorhinein weiss, wann und auf welche Art sie zuschlagen. Ebenso wenig vorhersehbar sind Dauer und Ausmass der durch sie ausgelösten Marktverwerfungen, so Warren Buffet in seinem eingangs zitierten Aktionärsbrief von 1987. Und weiter: «Daher versuchen wir nie, den Beginn oder das Ende einer der beiden Epidemien zu prognostizieren.»

Auch wir wollen das nicht tun, selbst wenn es nach Abwägung aller hier erörterten Faktoren so scheinen mag, als wäre die Talsohle noch nicht erreicht und als könnte noch die eine oder andere negative Überraschung auf uns warten. Entsprechend agieren wir auch seit etwa einem halben Jahr vorsichtiger und kaufen in den von uns verwalteten Portfolios vorerst nicht wieder bis zur strategischen Aktienquote nach. Das heisst aber noch lange nicht, dass wir der Meinung sind, man solle sich von den «risikoreicheren» Anlagen wie Aktien verabschieden. Das könnte bei positiven Überraschungen oder in Zeiten von sehr hoher Inflation genau das Falsche sein.

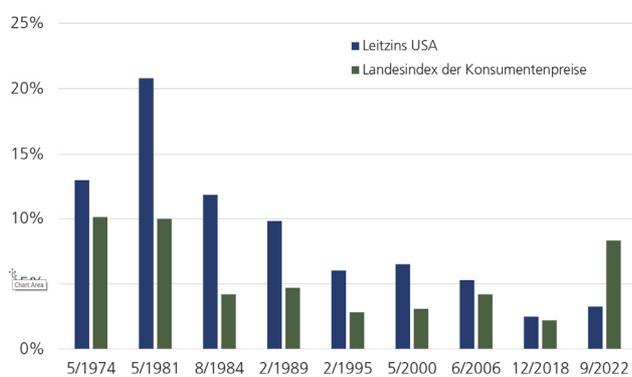
Generell wäre es ohnehin sehr mutig, wenn man die Vermögensverwaltung so betreiben würde, als wüsste man, was die Zukunft bringen wird. Der Kompass für die richtige Anlagepolitik muss immer die Frage sein, ob das Vermögen langfristig angelegt werden soll und ob man bei Schwankungen gut schlafen kann. Und vor allem, ob kurz- oder mittelfristige Verpflichtungen bestehen, die man allenfalls nicht mehr bedienen könnte. Alles andere ist Handwerk, das mit einer guten Dosis an Bescheidenheit betrieben werden sollte – in Zeiten von Gier und in Zeiten von Angst.

—

IA, 30.09.2022

INFLATION UND HÖHEPUNKTE DER LEITZINSEN IN DEN USA

DER WEG IST NOCH WEIT



Bemerkung: Obergrenze der Leitzinsen der US-Notenbank und Inflationsrate (CPI YOY) jeweils am Ende von Zinserhöhungszyklen.

Bleibt die Schlüsselfrage nach Inflation und Zinsen. Hier liegt der wohl wichtigste Unterschied zu allen grossen Krisen der letzten dreissig Jahre: In Zeiten von Inflation können die Zentralbanken Probleme in der Wirtschaft nicht mehr mit der Zufuhr von Liquidität bekämpfen. Und aus unserer Sicht ist es gut möglich, dass viele Akteure, auch in den Zentralbanken, die Hartnäckigkeit der aktuellen Inflationsentwicklung unterschätzen – Deglobalisierung, Dekarbonisierung und demographische Wende sind, wie bereits erwähnt, neue und tendenziell preistreibende Phänomene.

Die starken Marktkorrekturen dieses Jahres wurden zu grossen Teilen von der überraschend resoluten Vorgehensweise der US-Zentralbank bei den Zinserhöhungen ausgelöst. Seit 1987 hat das Fed die Zinsen noch nie so schnell erhöht wie 2022. Und aus der Geschichte lernen wir, dass Zinserhöhungszyklen immer erst dann aufgehört haben, wenn der Leitzins, meist deutlich, über der Inflationsrate lag (siehe Grafik). Wenn also die Inflation in den kommenden Monaten nicht stark



UNGELÖSTE NACHFOLGEPROBLEME

“Was ist der wesentliche Unterschied zwischen demokratisch geregelten Staaten und Autokratien?» fragte mich der frühere NZZ-Korrespondent und scharfsinnige Beobachter Urs Schöttli bei einem unserer regelmässigen Treffen, bei denen wir jeweils die Weltlage abhandeln. Ich zählte das Übliche auf. Mitsprache des Volkes, Teilung der Macht, Kontrolle über die Eliten. «Ja, schon. Aber ich fragte nach dem Wesentlichen.» Unser analytischer Austausch pflegt intellektuell relativ gnadenlos zu sein.

Von der Verwaltung privater Vermögen und der Beratung von Familien, unter anderem auch in Erb- und Nachfolgefragen, wissen wir, wie schwierig die Ablösung einer Generation ausfallen kann. Denn nichts ist gewöhnungsbedürftiger als ein Machtverlust.

«Demokratien haben im Unterschied zu autokratisch regierten Ländern das Nachfolgeproblem im Griff. Fünfzig Prozent plus eine Stimme, that's it.» Was wir in Russland, aber auch in China sähen, sei reduzierbar auf eine ungelöstes Nachfolgeproblem. Putin, seit dreissig Jahren an der Spitze einer immer korrupter werdenden, mafiosen Machtpyramide in Form eines nach aussen sich staatlich gebenden Gebildes. Dazu neigend, seine Bedeutung in der russischen Geschichte überhöhen zu wollen. Von Vasallen umgeben, die so lange treu sind, bis Schwächeanzeichen es als ratsam erscheinen lassen, angesammelte Beute ins Trockene zu bringen – weshalb das sich abzeichnende Obsiegen der Ukraine so gefährlich zu werden droht. Xi Jinping,

der nach zwei Amtszeiten wie seine Vorgänger aus dem Zentralkomitee der chinesischen kommunistischen Partei hätte zurücktreten sollen, nun aber auf unabsehbare Zeit weiterregieren will, weil China sonst angeblich auseinanderbrechen könnte. Ein scheinbar alternativloser Machthaber, der sich mit seiner Zero-Covid-Strategie nun aber in eine wirtschafts- und gesellschaftspolitische Sackgasse manövriert hat, aus der nur schwer auszubrechen oder umzukehren ist. Xi möchte bedeutender werden als Mao Zedong oder Deng Xiaoping. Taiwan, Messgrösse für imperiale Komplettierung, erlangt deshalb so immense Bedeutung, obschon die bisherige Koexistenz für beide Seiten enorm segensreich war.

Von der Verwaltung privater Vermögen und der Beratung von Familien unter anderem auch in Erb- und Nachfolgefragen wissen wir, wie schwierig die Ablösung einer Generation ausfallen kann. Denn nichts ist gewöhnungsbedürftiger als ein Machtverlust. Aber man kann es drehen und wenden, wie man will: Der Mensch ist endlich. Jedes Verhalten und jede Struktur, die darauf hinauslaufen, diese Tatsache zu missachten beziehungsweise ihr die unvermeidliche Schärfe zu nehmen, sind töricht. Bei wirtschaftlichen Imperien droht am Ende der Totalverlust, im Falle von politischer Macht geht es aber rasch einmal um Menschenleben und geopolitische Sicherheit.

Manchmal wünschte man sich, dass es irgendwo, ganz fern im südlichsten Pazifik, eine wunderschöne Insel gäbe, auf die man ausgediente Autokraten entsorgen könnte. Und ja, sie dürften dort in Saus und Braus weiterleben, auf Kosten der Weltöffentlichkeit meinetwegen. Nur eines dürften sie nicht: wieder an die Macht zurückkehren!

—

KH, 30.09.2022

