

WARTEN AUF GODOT

Das Warten auf die grosse Rezession ist sinnlos. Sie lässt sich nicht präzise vorhersagen. Ausserdem ist die wirtschaftliche Lage möglicherweise besser als die Stimmung – auch wegen der sich anbahnenden technologischen Revolution.

“Und wenn er nicht kommt?» fragt der Landstreicher Estragon im Literaturklassiker «Warten auf Godot». «Kommen wir morgen wieder» lautet die Antwort. «Und dann übermorgen.» Das vor fast genau siebzig Jahren uraufgeführte Stück von Samuel Beckett ist ein Meilenstein des absurden Theaters und dreht sich um das Drama des vergeblichen Wartens. Alles kreist um Godot, von dem niemand weiss, was er genau ist und bedeutet. Und der bis zum Ende des Stückes auch nie auftaucht.

«Where's the Recession We Were Promised?», titelte das amerikanische «Wall Street Journal» vor ein paar Tagen. Natürlich, der Vergleich hinkt – aber irgendwie klingt das wie ein Echo auf Godot. Seit über einem Jahr warten wir auf Energiemangel, steigende Arbeitslosigkeit und die grosse Rezession. Zwar wiesen wir bereits im letzten Herbst in diesem «Letter» darauf hin, dass angekündigte Katastrophen selten so desaströs werden, wie es Medien und Politik ankündigen. Dennoch überrascht das bisherige Ausbleiben der von fast allen Augusten erwarteten grossen Verwerfungen: Mit Ausnahme des (wohl hausgemachten) schwachen Wirtschaftsgangs in Deutschland und Grossbritannien

läuft die Konjunktur in allen wichtigen Volkswirtschaften passabel bis gut, die Arbeitslosigkeit ist niedrig, die Energiepreise tief. Auch an den hochsensiblen Finanzmärkten ist die für 2023 vielfach angekündigte Krise bisher weitgehend ausgeblieben, trotz unaufhaltsam steigender Zinsen und ein paar furchteinflössender Bankenpleiten im Frühjahr.

Zugegeben, die Zeichen stehen schon länger nicht gut. Die Herausforderungen in Geopolitik, Klimawandel, Energieversorgung, Verschuldung, Demographie oder Preisstabilität sind offensichtlich gewaltig. Dennoch: Ist die wirtschaftliche Lage nicht vielleicht doch besser als die Stimmung? Warten wir auf eine Krise, die nicht kommt?

Gutenberg-Moment

Einer der grossen Weisen unserer Zeit, der kürzlich 100 Jahre alt gewordene US-Politiker Henry Kissinger, hat im Februar 2023 zusammen mit zwei namhaften Co-Autoren – dem ehemaligen Chef von Google, Eric Schmidt, und dem MIT-Professor Daniel Huttenlocher – einen bemerkenswerten Artikel geschrieben, in dem das Aufkommen der künstlichen Intelligenz im Stile von ChatGPT als die grösste Veränderung für die Entwicklung menschlichen Wissens seit der Einführung der ersten gedruckten Bibel durch Johannes Gutenberg im Jahr 1455 bezeichnet wird. Die neue Technologie erlaubt eine neue Art der Verarbeitung menschlichen Denkens, aus Sicht der drei Autoren bricht eine Ära des «Homo technicus» an.

Der zitierte Artikel ist nur einer von vielen und man sollte das ernst nehmen – auch wenn es natürlich



sein kann, dass wir auf dem Weg in einen neuen «Hype» sind, mit allen dazu gehörenden Übertreibungen. Ohne dies behaupten zu wollen, bleibt die Feststellung, dass die Aktienmärkte die Sicht von Kissinger & Co. zu teilen scheinen. So setzte mit der Einführung von ChatGPT im Herbst 2022 ein Höhenflug der Technologieaktien ein, der seither den gesamten Markt bewegt. Laut einer Analyse des «Economist» lassen sich über 70% der Kursavancen des US-Leitindex S&P 500 seit November mit der Entwicklung von 14 substanziiell im Bereich künstlicher Intelligenz aktiven Firmen erklären – bekanntlich enthält der Index weitere 486 Firmen. Besonders auffällig ist die Aktie des Chipherstellers Nvidia, die 2023 um über 180% gestiegen ist und inzwischen die nach Apple, Microsoft, Alphabet und Amazon fünftgrösste Aktie im Index ist. Nvidia weist Anzeichen einer Blasenbildung auf, zumal das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der vergangenen Gewinne inzwischen über 200 liegt.

APPLE, MICROSOFT, ALPHABET VERSUS S&P 500

TECHNOLOGIE TREIBT DEN MARKT



Quelle: Bloomberg, 01.01.2018 – 27.06.2023. Die Kursentwicklung ist auf den 01.01.2018 indiziert.

Die drei grössten US-Technologiefirmen – Apple, Microsoft und Alphabet – erscheinen mit Kurs-Gewinn-Verhältnissen von 25 bis 35 noch nicht so überteuert, auch die Gewinne konnten bislang recht gut mit den Kursen mithalten. Unsere Grafik zeigt die jüngsten Kursanstiege vor dem Hintergrund der längerfristigen Entwicklung. Dabei stehen sowohl die durch niedrige Zinsen und später durch die Pandemie 2020/21 unterstützten Kursanstiege als auch die durch den Zinsschub ausgelöste starke Bewertungskorrektur 2021/22 ins Auge, von der Technologietitel besonders betroffen waren.

Alles scheint möglich

Pandemie, Krieg und Zinsschock haben dazu geführt, dass in der Welt einiges durcheinandergeraten ist. Über lange Zeit liessen sich die Variablen in den ökonomischen Modellen relativ einfach anhand vergangener Entwicklungen extrapolieren und gegebenenfalls etwas nach oben oder unten anpassen – das Wetter von morgen konnte einigermaßen gefahrlos aus dem Wetter von heute abgeleitet werden. Schon damals waren Prognosen nur begrenzt verlässlich, in Zeiten multipler externer Schocks und eines zunehmend erratischen Interventionismus durch Politik und Staaten drohen sie zum absurden Theater zu werden. Vor diesem Hintergrund hat das McKinsey Global Institute in einer im Mai 2023 erschienenen Studie einen vernünftigen Weg gewählt und Szenarien skizziert, um ein Gefühl dafür zu bekommen, wie sich Wachstum und Wohlstand bis ins Jahr 2030 entwickeln könnten. Bevor wir kurz darauf eingehen, sei zweierlei vorweggenommen – erstens: Alles scheint möglich; und zweitens: Die Hälfte der Szenarien erwartet für die nächste Zeit eine kurze, flache Rezession, die andere Hälfte gar keine.

Insgesamt entwickelt das McKinsey Global Institute vier Szenarien: (1) «Higher for longer», mit einer erhöhten Inflation wie nach dem Ölpreisschock der 1970er Jahre; (2) «Beschleunigte Produktivität», mit einem Wachstumsschub wie nach dem Zweiten Weltkrieg; (3) «Rückkehr in die Vergangenheit», mit schleppendem Wachstum und hoher Verschuldung wie zwischen 2000 und 2019; und (4) «Rückführung der Bilanz», mit schmerzhaften Wertverlusten wie in Japan in den 1990er Jahren. Für all diese Szenarien werden Konsequenzen für die wichtigen Vermögensklassen Liquidität, Obligationen, Aktien sowie Immobilien aufgezeigt, in Form von durchschnittlichen Renditen pro Jahr – und zwar real, also nach Inflation.

Die Frage der Preisstabilität und, damit verbunden, die Frage zur künftigen Entwicklung der Zinsen ist besonders knifflig. Dies ist entscheidend für die Berechnung der Realrenditen für die verschiedenen Vermögensklassen. Wie unsere Grafik auf der nächsten Seite zeigt, geht die Erwartung für die nominalen Leitzinsen in den USA für die vier

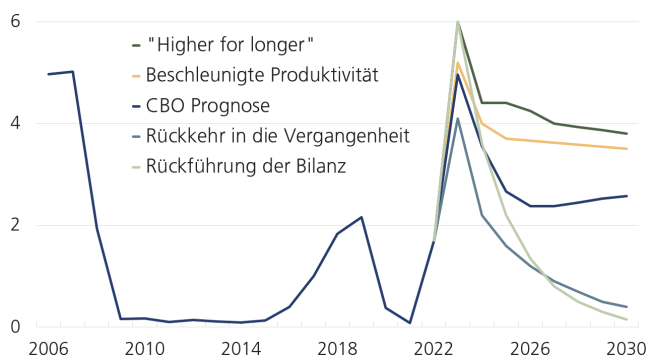


Szenarien weit auseinander. Festhalten lässt sich aber auch folgendes: Alle Szenarien nehmen an, dass der Höhepunkt bei den Zinsen – und damit, implizit, auch bei der Inflation – demnächst hinter uns liegt. Einige Analysten würden bereits diese Annahme als mutig bezeichnen.

In ihrer Zusammenfassung weisen die Autoren der McKinsey-Studie darauf hin, dass drei der vier Szenarien eher bis sehr pessimistisch sind. So wäre auch eine Rückkehr in die Zeit vor der Pandemie nur vordergründig beruhigend, da die bereits bestehenden Probleme von hoher Verschuldung, Verzerrungen in der Wirtschaft und Vermögenspreis-inflation weiter verschärft würden.

NOMINALE ZENTRALBANKZINSEN IN DEN USA BIS 2030

VIELE SZENARIEN



Quelle: McKinsey Global Institute, "The future of wealth and growth hangs in the balance", Mai 2023. Bei der CBO Prognose handelt es sich um die offiziellen Zahlen des Congressional Budget Office der USA.

Mit Blick auf unsere Ausführungen zu einem möglichen «Gutenberg-Moment» sind wir grundsätzlich weniger pessimistisch als heute vielfach zu hören ist. Es könnte sogar sein, dass das positive Szenario «Beschleunigte Produktivität» Inflation und Zinsen als zu hoch einschätzt. Anders als nach dem zweiten Weltkrieg würde nämlich ein auf künstlicher Intelligenz basierender Wachstumsschub auf Maschinen und nicht auf (knappen) Arbeitskräften basieren. Dies könnte niedrige Inflation und hohes Wachstum bedeuten – die beste aller Welten. Undenkbar ist das angesichts der rasanten Innovation nicht. Wir sagen dies mit aller Vorsicht, denn die neuen Technologien sind kein Allheilmittel und bergen wie alle Revolutionen das Risiko von Friktionen, Unsicherheit und Blasenbildung.

Unternehmerisch investieren

Kritiker werden monieren, dass sich die Autoren von McKinsey nicht festlegen und deshalb auch nichts Greifbares produzieren. Wir halten das angesichts der hohen Ungewissheiten jedoch für ehrlich und redlich. Und für Anlegerinnen und Anleger bleibt eine wichtige Erkenntnis: Keine einzige der untersuchten Vermögensklassen verspricht in allen Szenarien positive Realrenditen – mal funktioniert das eine, mal das andere. Und im schlimmsten Fall, auch das sei gesagt, sind überall Verluste oder bestenfalls Nullrenditen zu erwarten. Die einzig sinnvolle Antwort des Vermögensverwalters ist, wenig überraschend, der Verweis auf die Bedeutung einer intelligenten Diversifikation. Alles auf eine Karte zu setzen, ist gefährlich – egal ob es der Weltuntergang oder das Paradies ist.

Bleibt die Frage nach der versprochenen Rezession. Zunächst die kurze Antwort: Es ist anders als bei Godot – sie kommt bestimmt irgendwann. Können Anlegerinnen und Anleger das nutzen? Ja, aber nur wenn man Eintreten, Tiefe und Dauer von Rezessionen präzise vorhersagen könnte; wenn man genau wüsste, wie sie sich auf Anlageklassen und -instrumente auswirken; und wenn man dies schliesslich auch noch rechtzeitig zu vertretbaren Kosten in den Portfolios umsetzen könnte. Unserer Überzeugung nach ist all dies nur in Ausnahmefällen möglich. Deshalb konzentrieren wir uns auf Firmen, die auch Rezessionen gut überstehen sollten. Wir bleiben in aller Regel auch in schwierigeren Zeiten investiert, wenn wir vom Geschäftsmodell einer Firma überzeugt sind. Unternehmer springen nicht weg, wenn die Zeiten einmal anspruchsvoller sind – dies ist die Essenz des unternehmerischen Investierens.

Wirklich schlimme Rezessionen sind selten. Sie sind Teil des Fitnessprogramms für Firmen und trainieren das Immunsystem der Ökonomie. Langfristig orientierte Anlegerinnen und Anleger sollten sich nicht aus der Ruhe bringen lassen und die Aufregung als das nehmen, was sie oft ist: Unterhaltung oder, manchmal, Theater um Aufmerksamkeit, Wählerstimmen und Geld.

—

IA, 30.06.2023



RASANT UND BRUTAL

Seit dem unrühmlichen Ende der einst so stolzen Schweizer Grossbank Credit Suisse ist die weltweite Finanz-Community um eine wichtige Erfahrung reicher: den modernen, global wirksamen Bank-Run. Er kontrastiert massiv mit den beinahe beschaulichen Vorstellungen von langen Warteschlangen vor ehrwürdigen Bankgebäuden in London, als Gläubiger versuchten, Reste ihres Guthabens in Barmitteln zu retten. Der moderne Bank-Run erfolgt unsichtbar in der elektronisch-sphärischen Sphäre. Er kennt keine Schalteröffnungszeiten und keine Banknoten-Logistik und auch keine materielle Unterscheidung zwischen – in der Tat gefährdeten – Kontoguthaben und privilegierten Depotbeständen. Der moderne Bank-Run ist radikal und vollzieht sich dank Social-Media und anderen Kommunikationsmitteln innert kürzester Zeit. Wenige Tage genügen, um eine Bank zu leeren und ihren Fortbestand undenkbar zu machen.

Das Problem von Radikalität und Rasanz des modernen Bank-Runs bleibt. Mutmasslich würden Gerüchte genügen, um auch solide Banken in ihren Grundfesten zu erschüttern. Das globale Finanzsystem bleibt post-CS latent instabil.

Es traf das zweifellos richtige Institut. Spätestens seit den schlechten Nachrichten über das «Greensill»-Konglomerat war klar, dass die vielen zuvor geäusserten Versprechungen zur geschäftspolitischen Läuterung Schall und Rauch entsprachen. Die Risikoprämien der Credit Suisse liessen sich kaum mehr bändigen, und es war voraussehbar, dass auch nur geringe Erschütterungen im Bankensystem prekäre Auswirkungen für die angeschlagene Bank haben würden.

Aber alle, zuvorderst das erst vor kurzem eingesetzte neue CS-Management, darüber hinaus aber auch die mitverantwortliche Aufsichtsbehörde

Finma und die Schweizerische Nationalbank als «Lender of last Resort», hatten die Rasanz eines modernen Bank-Runs völlig unterschätzt. Ebenso erschrocken waren ausländische Banken und Behörden, vorab in den USA, von wo die Bankenkrise des Jahres 2023 ja ausgegangen war. Angesichts der drohenden CS-Katastrophe wurde eine global um sich greifende Finanzkrise mit vielfältigen Opfern unter durchaus auch überlebenswerten Banken befürchtet. Die CS-Rettung sui generis unter Einbezug der weit gesünderen UBS und unter straffem Kommando der Finanzministerin Keller-Sutter war wohl alternativlos.

Allerdings: Das Problem von Radikalität und Rasanz des modernen Bank-Runs bleibt. Denn mutmasslich würden schon Gerüchte genügen, um auch solide Banken in ihren Grundfesten zu erschüttern. Zwei, drei ungünstige Kommentare zu Geschäftsgebaren und Bilanz, ein paar personelle Geschichten, hohe Bezüge des Managements ... Das globale Finanzsystem bleibt post-CS latent instabil; neuerliche Krisen können alle und jede treffen. Notenbanker und Regulatoren sind gefordert – es braucht eine neue, den dramatisch gesunkenen Informations- und Transaktionskosten angepasste Architektur.

Zurzeit sehe ich nur folgendes: Entweder findet man Möglichkeiten zur geografischen oder materiellen Eingrenzung eines Bankenproblems («Containment»), oder man muss eine viel schärfere Trennung vornehmen zwischen Notenbankgeld und dem von den Banken geschöpften kommerziellen Geld. Der Zahlungsverkehr und das gewöhnliche Sparen müssten dann sicheren «Vollgeldbanken» vorbehalten bleiben, der ganze grosse Rest einer Banken-Community jenseits von Staatsgarantien und Too-Big-To-Fail-Ideen («Segregation»).

Eines ist wenigstens sicher: Bis es soweit ist, bleibt das Finanzsystem und bleiben mithin die Banken gefährdet.

—

KH, 30.06.2023

