



OPIRO
Investment Letter
Dezember 2012

Der Teufelskreis der Wirtschaft von heute: Was Historiker in hundert Jahren darüber sagen werden.

Die (Schulden-)Probleme der Wirtschaft hängen stark mit den starren Denkmustern unserer Zeit zusammen. Die politische Reaktion der Staaten und ihren Bürgern, die Schuld an der Misere dem Wirtschaftsegoismus anzulasten, führt zu einem Teufelskreis von Regulation und immer tieferem Wirtschaftswachstum. Ein permanenter rezessiver Druck auf die Wirtschaft ist Realität – aber auch notwendig, damit die Denkmuster sich ändern und ein im Hintergrund ablaufender Gesundungsprozess stattfinden kann.

VON MAGNUS PIROVINO, PARTNER
OPIRO FINANCE PARTNERS AG, TRIESEN

Heute möchte ich ein kleines Gedankenexperiment mit Ihnen wagen, liebe Anlegerin, lieber Anleger. Stellen Sie sich vor, Sie befinden sich im Jahre 2112 und Sie nehmen an einer Vorlesung über Wirtschaftsgeschichte der 10er Jahre des 21sten Jahrhunderts teil.

«Die Denkmuster der Leute aus dieser Zeit», so könnte die Dozentin ihre Vorlesung beginnen, «waren geprägt vom Glauben, dass der Eigennutz der Einzelnen zum Wohlstand für alle führt. Dass man durch Globalisierung aus allen Problemen herauswachsen kann. Dass die Technologie von morgen die (Umwelt- und sozialen) Probleme von heute löst. Dass in der Not der Staat hilft. Und dass sich grundsätzlich alle grossen Probleme lösen lassen – nämlich indem man sie solange in Teilprobleme zerlegt, bis sie ganz leicht lösbar werden.»

«Dieses rationalistische Denken», so könnte die Historikerin fortfahren, «hatte seine Wurzeln in der Renaissance der beginnenden Neuzeit im 15ten und 16ten Jahrhundert und in der Aufklärung des 17ten Jahrhunderts und blickte damals auf eine über zweihundertjährige Erfolgsgeschichte der technologiegetriebenen Industrialisierung zurück. In diesem Lichte müssen wir den immensen Automatisierungsboom sehen, den die 10er Jahre des 21sten Jahrhunderts gesehen haben. Sogar der Finanzsektor, der lange immun gegen Automatisierung war, meinte damals, dass Computer besser handeln können als teure Investmentbanker und

dass sich für jeden Kundenwunsch durch «Financial Engineering» ein geeignetes Produkt strukturieren lasse. Mithilfe der Maschinen in Form von Computern und Robotern waren plötzlich sehr wenige menschliche Arbeitskräfte in der Lage, eine sehr grosse Wirtschafts- und Finanzdienstleistung zu erbringen. Gleichzeitig mit den enormen Fortschritten, welche die Technologie für die Vereinfachung und Verbesserung des Lebens mit sich brachte, beobachteten die Leute ein sehr schmerzhaftes Phänomen, das sie sich damals mit ihren Denkmustern nicht erklären konnten. Das globale Schuldenproblem wurde immer erdrückender. Die Zeit war geprägt von tiefem Wirtschaftswachstum, welches oft in Rezessionen mündete. Dieser permanent rezessive Druck gepaart mit dem starken Wettbewerb der Globalisierung übte einen sehr hohen Zwang auf die Wirtschaft aus, immer effizienter zu produzieren. Jede wirtschaftliche Erholung war begleitet von einer noch höheren Arbeitslosigkeit. «Jobless Recoveries» nannte man dieses Phänomen damals. In der Rezession wurde Vermögen vernichtet und damit auch Schulden getilgt. Die Schulden stiegen aber in der Erholung nur noch schneller und noch stärker an. Bankenpleiten, Staatsbankrotte, Verstaatlichungen und Enteignungen waren üblich in dieser Zeit. Schon früher – in den 0er Jahren – hatte der Staat damit begonnen, sich dieser wirtschaftlichen Probleme anzunehmen. Die Zinsen wurden durch die Notenbanken künstlich tief gehalten, damit der Staat seine Eingriffe günstig finanzieren konnte. Die Konsequenz dieser Politik war: Es gab eine zweigeteilte Welt – auf der einen Seite immer mehr technologischen Fortschritt und auf der anderen Seite aber hartnäckig wachsende Problemfelder: Demographie-Probleme,

Altersarmut, Massenarbeitslosigkeit, kriegerische Konflikte und immer stärker werdende Umweltprobleme. Trotz aller Effizienzsteigerungen und staatlicher Konjunkturmassnahmen wollte das Wirtschaftswachstum nie richtig anspringen. «New Normal» nannte man diesen Effekt damals, also ein permanent tiefer als mögliches Wirtschaftswachstum, oder auch «Japanese Disease», weil die japanische Wirtschaft als erste schon Ende des 20sten Jahrhunderts mit diesem Phänomen zu kämpfen hatte. Es war wie verhext, jedes wirtschaftliche Problem, dass durch eine Massnahme gelöst zu sein schien, erzeugte wenige Monate oder Jahre später zehn neue.

Eine Weile dachten die führenden Ökonomen von damals, die Weltwirtschaft könne über das Wachstum in den damals aufstrebenden Ländern gesunden. Man dachte auch, wenn Amerika durch ihre eigenen immensen Schiefergasvorkommen unabhängig von den Energielieferungen des Auslands würde, sollte dies die Wirtschaft im eigenen Land stark ankurbeln.

Diese Wachstumseffekte waren real, verzögerten aber nur die notwendigen Anpassungsprozesse. Die Arbeitslosigkeit nahm nur unwesentlich ab und die durch die billige fossile Energie erzeugten Klima- und Umweltprobleme nahmen stark zu. Man musste etwas ändern. Das erste Denkmuster, das abgeschafft wurde, war: Eigennutz führt zu mehr Wohlstand für alle. Man machte den Wirtschaftsegoismus für die Probleme verantwortlich. Ein fataler Teufelskreis begann. Enttäuschte Wohlstandserwartungen führten zu politischen Massnahmen zur Einschränkung des Eigennutzes, womit natürlich der Kapitalismus hinterfragt wurde, was zu mehr staatlicher Regulierung führte. Mehr Staat bedeutete aber auch mehr Teilprobleme, welche zentral gelöst werden sollten, was aber den Effekt hatte, dass die Ressourcen schlecht und kaum gewinnbringend alloziert wurden, was zu tieferem Wachstum führte und wiederum

die Wohlstandserwartung enttäuschte, was wieder dem Egoismus einzelner weniger angelastet wurde, was den Kapitalismus noch mehr hinterfragte, usw. Dieser Teufelskreis konnte über lange Jahre – ja sogar Jahrzehnte – nicht durchbrochen werden. Einzig ein Bewusstsein, es hier mit einem sehr komplexen, globalen Phänomen zu tun zu haben, entstand.»

«Heute wissen wir», würde die Wirtschaftshistorikerin weiter ausführen, «weshalb dieser Teufelskreis bestand und wie er aufgelöst wurde. Der Teufelskreis erzeugte einen permanenten, rezessiven Zwang auf die Wirtschaft, sich grundlegend zu erneuern, um Vollbeschäftigung und Breitenwohlstand zu sichern. Dieser rezessive Druck war deswegen notwendig, weil dafür erst die Denkmuster in den Köpfen der Leute geändert werden mussten. Es musste klar werden, dass es nicht damit getan ist, die bestehenden Wirtschaftsstrukturen noch effizienter zu betreiben, sondern echte Innovation, ausgelöst durch neue Denkmuster, musste stattfinden können. Die neuen Denkmuster waren:

Statt: die anderen sind schuld – was kann ich tun?

Statt: der Staat soll sich um mich kümmern, wenn ich bedürftig bin – die Stärkung der Familie (notgedrungenenmassen).

Statt: die Politiker machen sowieso, was sie wollen – wir Bürger müssen selbst bestimmen.

Statt: die Maschine kann alles besser – das Entstehenlassen von neuen Organisationsstrukturen sozialer Prozesse, welche sinnvolle Arbeit für alle erzeugen bis ins hohe Alter.

Statt: alle komplexen (Umwelt-) Probleme in vermeintlich leichtere Teilprobleme zerlegen – Förderung des ganzheitlichen Verständnisses des Menschen und der Natur.

Dieses Umdenken erfolgte nur langsam, aber es war ein wichtiger, im Hintergrund ablaufender Gesundungsprozess der Wirtschaft.»

«Wir hatten es gerade noch geschafft Mitte des letzten Jahrhunderts», würde Ihnen die Historikerin im Jahr 2112 sagen, «sowohl Vollbeschäftigung bis ins hohe Alter zu sichern als auch die Umweltverschmutzung und die Klimaerwärmung einzudämmen. Aber dieser rezessive Druck war notwendig, sonst hätte sich das Denken der Menschen wohl nicht verändert, und der Gesundungsprozess wäre nicht eingetreten.»

Und wenn Sie die Dozentin dann fragen würden: «Wie hat sich denn in den 10er Jahren des letzten Jahrhunderts dieser rezessive Druck auf die Finanzmärkte ausgewirkt?», dann würde sie antworten: »Auch die Finanzmärkte waren geprägt von der Technologiegläubigkeit. Von der Automatisierung und der staatlichen Regulierung. Die Mikroauswirkungen waren enorm. Es gab unnatürlich hohe Intraday-Volatilität bei Einzelaktien. Es herrschte das Paradigma: Wer den schnellsten Computer hat, gewinnt! Schnelligkeit in der Informationsverarbeitung kam vor einer hohen Qualität der Beurteilung von längerfristigen Auswirkungen. Heute können wir uns eine solche unsinnige Informationsverarbeitung nicht mehr vorstellen, damals war es Realität. Dies hatte den Effekt, dass sich auch bei hochliquiden Einzeltiteln zunehmende langfristige Fehlbewertungen ergaben.

Und auch die Makroauswirkungen waren gross. Es gab sogenannte «Flash Crashes», d. h. sich in Sekundenschelle ausbreitende Fehlbewertungen, welche zu immensen Kursverlusten ganzer Börsenplätze führte. Es gab von Staaten manipulierte Langfrist-Zinsen und Währungen. Man nannte das damals auch «Financial Repression»: Der Staat zwang seine Bürger und die ausländischen Schuldner, ihm Geld zu extrem schlechten Konditionen zu geben.

Sowohl der Mikrobereich der Einzelaktien als auch der Makrobereich der Anleihen, Währungen und Rohstoffe waren geprägt von manipulierten Preisen. Die natürlichen Marktkräfte waren ausser Kraft gesetzt. Hedge-Fonds hatten damit sehr viel Mühe. Die traditionelle Titelselektion bei Aktien kam schlecht gegen die Konkurrenz der Computer an. Es gab eine «Lost Generation» im «Stock-Picking». Erstaunlicherweise blieb die Marktpreisfindung auf einer ganz bestimmten Ebene noch sehr effizient und den Marktkräften überlassen, nämlich auf der Sektoren- und Branchenebene. Diejenigen Innovationen, welche die Bedeutung ganzer Branchen bewegen konnten, waren auch die besten Indikatoren für die Lösung des Teufelskreises.», würde die Historikerin auf Ihre Frage zu den Auswirkungen des rezessiven Drucks der 10er Jahre antworten.

Aber kommen wir nun mit diesem Gedankenexperiment aus vom Jahr 2112 in die Realität der Gegenwart zurück. Oder nein, machen wir's noch besser: Bleiben wir dort und stellen uns im Detail vor, was wir über die Anlagemärkte der 10er Jahre sehen. Wie würde die Historikerin vom 2112 Leuten wie uns Ende 2012 empfehlen zu investieren?

«Es gab drei Gruppen von Opportunitäten, welche sich damals auftaten!» würde sie sagen.

«Erstens: Es gab Opportunitäten aufgrund der Mikromanipulation der Preise durch die Computer und das «Algo-Trading». Eine Automatisierungsblase in der Finanzindustrie entstand, welche man noch einige Jahre mitreiten konnte. Parallel dazu ergaben sich immer grössere Fehlbewertungen bei Einzelaktien. Die «Lost Generation» der «Stock-Picker» fehlte immer mehr, was «Value-Investing» und klassisches «Stock-Picking» zunehmend attraktiv machte. Mit der hohen Intraday-Volatilität musste man leben, man konnte sie aber auch für sich nutzbar machen. «Option Writing on



Event» oder auch systematisches «Option Writing» zahlte sich immer mehr aus. Momentum-Opportunitäten mied man tunlichst. Wenn überhaupt, dann konnte man nur auf lange Trends setzen.

Zweitens: Es gab Opportunitäten aufgrund der Makromanipulation der Staaten. Wegen der «Financial Repression» war es sinnvoll, den manipulierenden Staaten nur über inflationsgeschützte Anleihen Geld zu geben. Inflationsgeschützte Anleihen bei den aufstrebenden Ländern war ebenfalls attraktiv. Physisches Gold und Goldminenaktien war einer der wenigen langfristigen Trends, in welche man noch investieren konnte. Chinas neue Führungsgeneration war mehr denn je darauf angewiesen Breitenwohlstand zu schaffen. Sie musste deshalb durch expansive Geldpolitik das Wachstum sichern, was Chinas Aktienmarkt wieder auf die Beine half. Der «Emerging Consumer Trend» ging weiter. Das Risiko einer «Quality Bubble» bei den Unternehmensanleihen und defensiven Aktien nahm signifikant zu. Wer in Infrastruktur investierte oder in «Housing», konnte von hohen Ineffizienzen der 10er Jahre profitieren. Vorsichtig musste man zunehmend bei fossiler Energie und bei Versorgungs allgemein werden. Die steigende Energie-Unabhängigkeit der USA vom Ausland bescherte der Welt eine eigentliche Ölschwemme, ähnlich wie in der 80er Jahren des 20sten Jahrhunderts.

Drittens: Es gab Opportunitäten aus dem im Hintergrund ablaufenden Gesundungsprozess (Umdenken der Menschen), welcher den Teufelskreis langsam durchbrach. Themen, auf die man achten musste, waren: Erhöhung der Selbstverantwortung des Einzelnen, Stärkung der Familie, Stärkung basisdemokratischer Prozesse verbunden mit einer Verminderung der Korruption, Emergenz neuer Organisationsstrukturen sozialer Interaktion bei den Jungen und den Alten, allmähliche Beherrschung der komplexen Probleme der Gesellschaft und der Umwelt. Investoren mussten Acht geben, nicht zu früh auf neue Themen und Trends zu setzen. Es gab viele Fehlstarts, im Bereich saubere Energie, Antikorruption usw. Das Gute an dieser Zeit war, man konnte wirklich warten, bis sich ein langer Trend ausgebildet hatte, der Trend hielt dann noch lange weiter an. Auf Sektor- und Branchenebenen bekam man die unverfälschtesten Marktsignale. Ende 2012 spielte der Markt das Szenario Transition, was bedeutete: Der Markt war zugleich voller Hoffnung auf die Verlängerung der Wirkung der expansiven staatlichen Eingriffe, aber auch voller Furcht, dass die notwendigen Anpassungsprozesse rasch und brutal eintreten könnten.»