



Kann der Krieg zu etwas gut sein?

Innerhalb kurzer Zeit wird die Welt von zwei Krisen mit globaler Auswirkung heimgesucht: die Coronapandemie und der Ukrainekrieg. Ist unser Umgang mit diesen Krisen Symptom des Zerfalls unserer westlichen Lebensart oder – vielleicht ganz im Gegenteil – Teil eines gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Gesundungsprozesses? Dieser Frage und wie wir als Anleger mit der besonderen Herausforderung dieser Krisen umgehen können, geht der folgende Beitrag nach.

VON MAGNUS PIROVINO

Der Elefant im Raum

«Der Krieg ist der Vater aller Dinge!» Dieser Satz Heraklits war uns zwar immer schon geläufig. Aber dachten wir nicht, im zivilisierten Europa des 21ten Jahrhunderts kann er nur noch im übertragenen Sinne wahr sein? Wirklichen Krieg gibt es hier nicht mehr?

Dachten wir. Wir haben uns geirrt.

Der Ukrainefeldzug Putins hat dieses Jahr bereits Tausende Menschenleben gefordert und unsägliches Leid und Zerstörung über die Menschen gebracht.

«Der Krieg ist der Vater aller Dinge!» Die Realität des Kriegs ist in seiner vollen Brutalität zurück. Kann daraus irgendetwas anderes entstehen als immer wieder weitere Gewalt? Wenn Heraklit recht hat, müsste der Krieg – bei aller Zerstörung und bei allem Leid – auch eine gute Seite haben. Davon handelt dieser Beitrag.

Und ich nehme es gerade vorweg, die sehr einfach zu erzielenden Börsengewinne sind es nicht. Im Gegenteil, investieren wird jetzt sehr viel anspruchsvoller als noch vor einem Jahr.

Rekapitulieren wir kurz.

Vor dem 24. Februar, dem Beginn des russischen Überfalls auf die Ukraine, war die Welt noch mit den Folgen der abklingenden Pandemie beschäftigt. Der Westen war gespalten zwischen den Maßnahmengegnern einerseits, die mehrheitlich dem rechtsnationalistischen Lager zuzuordnen sind (USA: konservative Trump-Anhänger, EU: Le Pen-Anhänger, AfD, etc.) und dem eher linksliberalen Lager andererseits (USA: Biden-Demokraten, EU: EU-freundliche Parteien, etc.). Um die negativen Folgen der Pandemie abzdämpfen wurden staatliche Unterstützungsbeiträge massiv hochgefahren

(zur gewohnt expansiven Geldpolitik kamen neu auch immense Fiskalpakete hinzu), was zu einer nachhaltig hohen Nachfrage führte. Diese starke Nachfrage stieß aber auf Probleme bei den globalen Lieferketten – wegen der Lockdowns und der de-globalisierten Rückbesinnung auf nachhaltige Ressourcen. Schon letztes Jahr stieg deshalb die Inflation stark an. Stagflationsrisiken wurden zwar von einigen Auguren bereits heraufbeschworen. Aber die meisten – auch ich – gingen davon aus, dass diese Inflation rasch wieder abflachen und sich nur bei starkem Wachstum auf erhöhtem Niveau würde halten können. **Diese Inflation, die 2021er Inflation, war gutmütig.** Zusammen mit dem Nachfrageboom bewirkte sie eine höhere Wertschätzung der Arbeit (vs. dem Kapital), was dem Mittelstand wieder zu neuen Perspektiven verhalf und die sozialen Konflikte rund um das Thema Ungleichheit abmilderte.

Dann kam der 24. Februar. Dieser hat daran doch einiges geändert. Zum Nachfrageboom, der nach wie vor anhält, ist ein kräftiger Angebotsschock hinzugekommen. Die Sanktionen des Westens haben zu einer Verknappung der fossilen Energieträger (Öl, Gas) geführt, die der Westen nur noch ungern aus Russland bezieht.

Der Angebotsschock würde auch bleiben, wenn die Nachfrage sänke, was nichts anderes heißt als: **Diese Inflation, die 2022er Inflation ist keine gutmütige mehr, sie birgt die ganz reale Gefahr der Stagflation.**

Kommt hinzu, dass China nicht mit dem Westen kooperiert. Weder verurteilt es den Aggressionskrieg Russlands auf die Ukraine, noch trägt es zu einer globalen Entspannung der Lieferengpässe bei. Im Gegenteil, Chinas Großstädte kommen nur sehr langsam aus dem Lockdown heraus, mit dem Xi Jinping seine «dem Westen doch so überlegene» Null-Covid-Strategie auf Teufel komm raus durchziehen will. **Je länger diese Krise für China anhält, desto totalitärer muss es gegen den Unmut seiner Bevölkerung vorgehen.**

Xi Jinpings Kalkül:

- Durch Lockdowns lässt sich die Omikron-Welle soweit eindämmen, dass Chinas Gesundheitssystem nicht überlastet und seine Wirtschaft keinen allzu großen Schaden nimmt.
- Der Westen wird durch die Folgen der Russlandsanktionen wieder gespalten und durch den Krieg geschwächt.
- Und am Schluss wird China gestärkt und als lachender Dritter aus der Krise hervorgehen.

Kanns Xis Strategie aufgehen? Oder ist das Ganze am Ende gar eine Chance für den Westen?

These 1

China ist der Elefant im Raum.

Der Verlauf der Krise hängt maßgeblich von seinem Verhalten ab.

Dies ist zugleich Gefahr als auch Chance für die westlichen liberalen Demokratien und ihre Volkswirtschaften.

Die Ökologie des Krieges

Machen wir eine schematisch vereinfachte Aufstellung der geopolitischen Lage seit dem 24. Februar. Auf der einen Seite der Westen (zusammen mit der Ukraine) und auf der anderen Seite China als Konkurrent. Ein Aggressor, Russland, attackiert den Westen (über die Ukraine). Der Westen hat zwei Optionen: Er kann gegen den Aggressor vorgehen oder er bleibt passiv. Auch sein Konkurrent China hat zwei Optionen, er kann ebenfalls etwas gegen den Aggressor unternehmen oder passiv bleiben.

Der Westen wählt die erste Option. Er investiert in Abwehrmaßnahmen (Kriegsunterstützung für die Ukraine und Sanktionen gegen Russland). Es scheint klar: Würde China mit dem Westen kooperieren, wäre die Sache längst entschieden, zugunsten des Westens und Chinas und zuungunsten Russlands. Russland wäre schnell isoliert, stünde wirtschaftlich ohne Alternativen zum Westen da und die Geldquellen zur Finanzierung seiner Kriegsmaschinerie wären rasch trockengelegt. Wieso wählt also China nicht die Kooperation mit dem Westen?

Perspektivenwechsel Evolutionsökologie

Für Chinas fehlende Kooperationsbereitschaft wurden schon viele Gründe angegeben (z.B., dass es den Westen als dekadent und sein System als überlegen ansieht, etc.). Je nach Perspektive – die chinesische oder die unterschiedlichen westlichen – sieht die Antwort anders aus. Gerade deshalb habe ich hier versucht die Antwort über einen Perspektivenwechsel zu finden. Lässt sich eine so gefundene Antwort auch durch herkömmliche Argumente untermauern (s. nächster Abschnitt) werden sie in diesem neuen Licht verstärkt, was den Ausschlag für eine wohlüberlegte Anlageentscheidung geben kann.

Für unsere Zwecke hier bietet sich ein solcher Perspektivenwechsel in der Evolutionsökologie an, der Wissenschaft also, die Beziehun-

gen von Lebewesen untereinander und zu ihrer unbelebten Umwelt untersucht. Die Evolutionsökologie ist deshalb so interessant, weil sie dazu aussagekräftige Modelle entwickelt hat, die durch sehr zahlreiche empirische Befunde gestützt werden. Solche Modelle bewahren ihre Gültigkeit oft bis hinunter zu den einfachsten Lebewesen wie Mikroben, Bakterien und ihren Parasiten.

Ich versuchte Folgendes zu modellieren: Zwei verschiedene Wirtsbakterienarten A und B konkurrieren um die Ausbeutung einer Ressource im Habitat (z.B. einer Quelle von Fructose). Plötzlich taucht eine ganz kleine Population eines Parasiten auf (z.B. ein Virus, auch Bakteriophage oder schlicht Phage genannt), der das Wirtsbakterium A infiziert und auch das Potenzial hat dessen Konkurrenten B zu infizieren.

Wenn das Bakterium A nichts gegen den Phagen, seinen Parasiten unternimmt, passiert typischerweise Folgendes: Bakterium A stirbt aus. Es wird vom Phagen «gefressen», dessen Population dabei wächst. Der Phage befällt nachher Bakterium B, das dann ebenfalls ausstirbt und am Schluss stirbt auch die Population des Phagen selbst aus, da er keine Wirte mehr findet.

Was passiert aber, wenn die Bakterienstämme A und B miteinander in der Abwehr des aggressiven Phagen kooperieren – zum Beispiel, indem sie je ein Immunsystem gegen den Phagen aufbauen? Die Modellrechnung wie auch viele empirische Befunden dazu zeigen klar: Die Bakterienstämme A und B können den aggressiven Phagen in Schach halten und daneben auch in Konkurrenz zu einander weiter prosperieren, resp. ihre gegenseitige Konkurrenz allein entscheiden lassen, wer von beiden den Kampf um die Ressource im Habitat gewinnt.

Was passiert hingegen, wenn die Bakterienstämme A und B nicht miteinander in der Abwehr des Parasiten kooperieren? Wenn zum Beispiel nur Bakterienstamm A eine Immunantwort auf den Parasiten aufbaut, Stamm B aber nicht?

Diese Frage war für mich entscheidend, weil dieses Modell auf einfachste Weise die derzeitige geopolitische Lage analog abbildet: Westen \cong Bakterienstamm A, China \cong Bakterienstamm B, Russland \cong Aggressor.

Das Resultat erstaunte mich so sehr, dass ich zuerst natürlich an der Qualität meiner Modellierungen zweifelte. Wenn nur einer der Bakterienstämme, zum Beispiel Stamm A gegen seinen Aggressor, den Phagen, vorgeht, Stamm B aber nicht, dann ist B immer besser dran als A. Ja, es geht sogar so weit: Je mehr A gegen seinen Phagen vorgeht, desto mehr profitiert B davon. Dann nämlich, wenn Bakterium A es schafft, seinen Aggressor auszurotten, dabei aber so stark geschwächt wird, dass es in der Konkurrenz mit B völlig weggedrängt wird und dabei ebenfalls zugrunde geht. Gemäß diesem ökologischen Prinzip wäre «nichts tun gegen Aggressoren» immer die bessere Strategie, wenn man sich in Konkurrenz mit anderen befindet.

Ich konnte das Resultat so nicht glauben. Es würde zwar, übertragen auf die geopolitische Lage, erklären, warum China nicht mit dem Westen gegen Russland kooperiert. Eben weil es gegenüber dem Westen als dessen Konkurrent immer besser dran wäre, wenn es bei einer Aggression nicht mit ihm kooperiert.

Es wäre wie beim Gefangenendilemma: Diejenige Gefangene, die ihre Mitgefangene zuerst verrät, ist auf jeden Fall besser dran als ihre Mitgefangene. Noch besser dran wären beide zwar, wenn sie zusammenspannten, sich gegenseitig also nicht verrieteten. Dies bedingte aber die Kooperation beider. Solange sie jedoch in starker Konkurrenz zu einander stehen, so wie die Bakterien, die um die Ressource im Habitat kämpfen, kann die Kooperation keine stabile Gewinnstrategie sein.

Bezogen auf die Evolutionsgeschichte wirft das Resultat dieser Modellierung aber doch ein paar grundlegende Fragen auf. Alle Lebewesen, gerade auch Bakterien stehen in harter Konkurrenz um die Nutzung der Ressourcen ihres Habitats. Wenn das Resultat stimmt, warum investieren dann Bakterien – und auch alle anderen höheren Lebewesen – so ausgeprägt häufig in Abwehrsysteme gegen Phagen, Viren und andere Parasiten? In ein Abwehrsystem zu investieren lohnte demnach nur, wenn alle Konkurrenten mitmachen. Scherte nur eine davon aus, bliebe sie als alleinige Profiteurin übrig. **Kooperation ist aber weiß Gott kein ökologisches Grundprinzip, ganz im Gegenteil, in der Ökologie herrscht ein knallharter Wettbewerb, der schnell zum Aussterben von Arten führt.** [1] Und im Falle dieses vereinfachten Modells kann er sogar zum Aussterben aller beteiligten Arten führen.

Wieso ist die Evolution also nicht schon früh abgebrochen? Warum hat sie trotz dieses Befundes bei allen Arten immer wieder Immun- und Abwehrsysteme gegen Parasiten und andere Aggressoren hervorgebracht?

Wenn ich in solchen Fragen nicht weiterweiß, wende ich mich stets an einen ausgewiesenen Experten in diesem Bereich. Der Mikrobiologe Bernard Conrad [2] befasst sich seit Jahrzehnten mit der Forschung in der Genetik und Virologie sowie deren medizinischen Anwendungen. Obwohl – oder gerade, weil – er noch eine volle Anstellung in einem Labor der genetischen Diagnostik innehat, schaut er sich jeden Tag die neusten wissenschaftlichen Artikel zu diesen Themen der Mikrobiologie und Ökologie an. Auf das Problem angesprochen, dass sich für konkurrierende Bakterienstämme Investitionen in Abwehr- und Immunsysteme eigentlich gar nicht lohnen, konnte er zum Glück rasch eine einleuchtende Erklärung finden.

Die Investition in das Abwehrsystem von Bakterien gegen ihre Phagen, so erklärte mir Bernard, hat neben der reinen Immunisierung einen zusätzlichen positiven Nebeneffekt. Wird ein Bakterium von einem Phagen infiziert, geht es oft mit diesem eine Symbiose ein. Der Phage wird im Bakterium zu einem sogenannten «Prophagen», der sich im Bakterium sehr zahm verhält und sich mit diesem einzu-eins weitervermehren kann. Dieser Prophage bewirkt nun dreierlei im seinem Wirtsbakterium:

- Erstens, das Bakterium muss einen gewissen Ressourcenaufwand betreiben, um den Prophagen am Leben zu erhalten.
- Zweitens, das Bakterium wird wie gesagt immun gegen weitere Phagenangriffe (sogenannte Superinfektionen werden vom Prophagen abgewehrt) und

– drittens, das Bakterium wird zusammen mit dem Prophagen trotz seines Aufwandes fitter und kann sich schneller vermehren als konkurrierende Bakterien, die ohne diese Symbiose leben müssen. [3]

Es ist also diese Synergie, diese zusätzliche Fitness, die dem Bakterium gegenüber seinen Konkurrenten einen weiteren Vorteil verschafft. Dies erklärt, warum Abwehr- und Immunsysteme auch bei starker Konkurrenz so erfolgreich sind. **Wer in der Abwehr nicht kooperiert, fällt zurück. So löste die Evolution das Problem, Kooperation mit Konkurrenz zu vereinen.**

Dieses Resultat kann sehr gut auch auf die derzeitige geopolitische Lage übertragen werden. Der Westen kann bei der Investition in die Abwehr des russischen Angriffs auf die Ukraine auf zusätzliche Synergieeffekte hoffen. Macht China hier nicht mit, droht es als Konkurrent zurückzufallen. (Zwar investiert auch China schon seit Langem in den Ausbau seiner militärischen Abwehrsysteme, v.a. gegen die USA und Japan im südostasiatischen Raum, aber gegen den Aggressor Russland ist es passiv und geht in seiner Abschottung und Kooperationsverweigerung dem Westen gegenüber ein sehr hohes Risiko ein technologisch zurückzufallen.)

These 2

Der Westen kann durchaus darauf zählen, dass sich die Investition in die Verteidigung gegenüber dem Aggressor Russland sowohl gesellschaftlich (soziale Kohärenz) als auch ökonomisch (Technologieführerschaft und Produktivitätsgewinne) auszahlen wird.

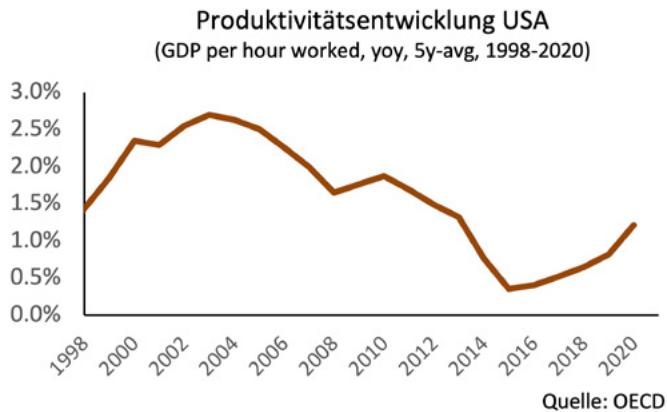
Gerade auch gegenüber dem großen, immer autoritärer auftretenden Rivalen China.

Die technologische Herausforderung

Mit welchen Folgen muss der Westen durch sein Ukraine-Engagement rechnen? Bis jetzt fallen wirtschaftlich gesehen vor allem die Kosten des Kriegs zu Buche: höhere Energiepreise und Kosten für Waffenlieferungen. Blicke es bei diesen Kosten, dann würde wohl tatsächlich China gegenüber dem Westen gestärkt. Da hülfe auch nicht, dass der Westen so geeint wie schon lange nicht mehr gegenüber seinen Konkurrenten auftritt. Diese Einigung des Westens kann aber durchaus handfeste ökonomische Vorteile mit sich bringen. Nämlich dann, wenn er es schafft, durch Technologieführerschaft die Produktivität entscheidend zu erhöhen.

Kann die Produktivität weiter ansteigen?

Die jüngste Vergangenheit hat gezeigt, Produktivitätsgewinne sind auch in einer hochdigitalisierten Wirtschaft keine Selbstverständlichkeit. Wie die folgende Grafik zeigt, fielen in den USA, einem hochtechnisierten Land, die Produktivitätszuwächse von 2003 bis 2015 immer bescheidener aus.



Grafik 1

Erst seit 2016 hat dieser Trend gedreht und sich in der Pandemie sogar noch nach oben beschleunigt. **Eines scheint klar, will der Westen – gegenüber China – gestärkt aus dieser Krise hervorgehen, wird seine Wirtschaft weitere starke Produktivitätsgewinne realisieren müssen.**

Ein wichtiger Faktor in der Erzielung von Produktivitätsgewinnen ist die Investition in sogenannte «Intangible Assets», also in Aktiva, die nicht physischer Natur sind. Dazu zählen [4]:

- Computerisierte Information
 - Software und Datenbanken
- Innovationseigentum
 - Forschung und Entwicklung
 - Unterhaltung und Originale der Kunst
 - Design und andere neue Produkte/Systeme
- Wirtschaftliche Kompetenzen
 - Brand Equity: Werbung und Marktresearch
 - Firmenspezifische Ressourcen: vom Arbeitgeber bereitgestellte Trainings und Organisationsstrukturen

In einer vielbeachteten Studie der EIB (European Investment Bank) konnte für die Jahre 2000 bis 2013 ein klar positiver Zusammenhang zwischen Investitionen in «Intangible Assets» und der Produktivität für die westlichen Industrienationen aufgezeigt werden [4].

Investitionen in «Intangible Assets» (und damit in die Produktivität) haben aber einen sehr hohen Abschreibungsbedarf. Innovation und Wissenskapital ajour zu erhalten ist teuer, weil rasch veraltend. Um nicht zurückzufallen muss ständig nachinvestiert werden. (S. dazu auch [5].)

«New Economy»-Chancen

Gerade auch die hervorragende Performance von «Venture Capital»-Anlagen der letzten Jahre haben aber gezeigt, dass sich diese Investitionen jetzt durchaus wieder lohnen. Und die von diesem Unternehmen erzielten Produktivitätsgewinne lassen zuversichtlich in die Zukunft schauen. Es gibt bis jetzt keine Anzeichen dafür, dass der Investitionsboom der «New Economy», ausgelöst durch die Energietransformation und Digitalisierung, jetzt nachlassen würde. Dies hat auch positive Effekte für die «Old Economy», die jetzt ebenfalls boomt.

Dazu eine kurze Erklärung: Mit dem Erfolg einer neuen Technologie («New Economy») werden auch die älteren Technologien («Old Economy») wieder stärker nachgefragt. Ein klassisches Beispiel dazu ist der Boom der Pferdekutschen nach dem Aufkommen der Eisenbahn im 19ten Jahrhundert. Weil die Eisenbahn mehr Güter über längere Strecken von einem Zentrum zum anderen transportieren konnte, wurden plötzlich auch mehr Pferdefuhren für die Feinverteilung nachgefragt. Oder ein ganz aktuelles Beispiel: Je mehr Güter online bestellt werden (seit der Pandemie wieder ein Riesenboom), desto mehr Lastwagenfahrten werden zur Verteilung benötigt. Dies ist mit ein wichtiger Grund, warum jetzt überall ein Mangel an LKW-Fahrern herrscht. [6]

Aber auch der Krieg in der Ukraine könnte zu einem zusätzlichen «Old Economy»-Investitionsboom beitragen, nämlich dann, wenn der Krieg dereinst zu Ende geht und das zerstörte Land wiederaufgebaut werden muss.

«New Economy»-Risiken

Natürlich birgt die jetzige Lage auch wirtschaftliche Risiken. Die Steigerung der Produktivitätsgewinne könnte ausfallen. Wenn Sie nochmals einen Blick auf obige Grafik 1 werfen: Nach dem kurzen («New Economy») Produktivitätsboom 1998-2003 hatte wie bereits erwähnt die Wirtschaft lange Jahre Mühe, weitere Produktivitätsfortschritte zu erzielen. Die sehr hohen Erwartungen in die Digitalisierung und den Onlinehandel, die man damals hegte, konnten sehr lange nicht erfüllt werden. Dies könnte auch jetzt wieder passieren.

Zusätzlich besteht das Risiko, dass immer wieder Schwierigkeiten in der Umstellung auf neue Technologien auftreten. Gerade mit dem Ukrainekrieg wurden «alte» fossile Energieträger wieder knapp und stärker nachgefragt. Die Transformation auf neue Energieträger braucht mehr Zeit. Dies gibt den rückwärtsgerandten Kräften in unserer Gesellschaft Auftrieb, die immer schon behauptet hatten, man hätte viel mehr auf die herkömmlichen Technologien setzen und vermehrt auch in diese investieren müssen. Mit einer rückwärtsgerandten Abkehr den neuen Technologien gegenüber stieße die Wirtschaft aber rasch wieder an deren alte Grenzen (Klimawandel, Globalisierung etc.). Und deren alte Ineffizienzen nähmen wieder überhand. Was nichts anderes bedeutete als: gedrücktes Wachstum bei hoher Inflation, also Stagflation.

These 3

Die Krisenbewältigung könnte den «New Economy»-Investitionsboom weiter beschleunigen.

Beide Krisen (Pandemie, Ukraine) bieten große Chance für die Ökonomien der westlichen Demokratien:

- Synergieeffekte aus der erfolgreichen Krisenbewältigung mit starken Produktivitätsgewinnen.
- China könnte als Rivale zurückfallen.

Die gesellschaftliche Herausforderung

Die Rückwärtsgewandtheit eines großen Teils der westlichen Bevölkerung birgt nicht nur das stagflationäre Risiko, in alte Ineffizienzen zurückzufallen, sie befeuert auch das Wiederaufflammen des illiberalen Populismus, wie er vor und während der Pandemie im Westen grassiert und diesen gespalten hat.

Demografische Chancen und Gefahren

Der größte Segen, aber auch das größte Problem für die Wirtschaft und die Finanzmärkte der letzten zwanzig Jahre war der Erfolg der Babyboomer. Drei Eigenschaften zeichneten diese aus:

- Die Babyboomer waren sehr zahlreich,
- sie waren sehr produktiv und
- sie waren sehr sparsam und risikoavers.

Die ersten beiden Eigenschaften führten dazu, dass Güter und Dienstleistungen in großer Zahl, guter Qualität und zu günstigen Preisen zur Verfügung gestellt wurden. Die dritte Eigenschaft führte zu einer Unterinvestition in Innovation und neuer Technologie. Die risikoaversen Babyboomer wollten ihr Erspartes sicher angelegt sehen: in Staatsobligation, Immobilien und sicheren «Old Economy»-Werten. Dieser Flut von Ersparnissen, denen immer weniger risikoarme(!) Investitionsmöglichkeiten gegenüberstanden, konnten die Notenbanken nur mit negativen Zinsen Herr werden. Erst seit kurz vor – aber vor allem mit – der Pandemie hat sich diese Risikoaversion etwas gelegt. Mangels Alternativen waren die Anleger immer ausgeprägter bereit auch in riskantere Aktien und attraktive Innovationsprojekte zu investieren. Nicht zuletzt die coronabedingt fiskalische Expansion des Westens hat sowohl das Angebot an Innovations- und Investitionsgütern als auch deren Nachfrage stark gesteigert.

Diese erhöhte Risiko- und Investitionsbereitschaft der Alten zusammen mit dem Tatendrang der Jungen macht mich zuversichtlich. Beide zusammen können wesentlich dazu beitragen, die sozialen und umweltbedingten Herausforderungen zu meistern – mit einer florierenden Wirtschaft und einer prosperierenden Gesellschaft.

Aber auch hier, risikolos ist das Ganze nicht. Die Generation der Babyboomer ist und bleibt eine «Vollkaskogesellschaft», die nur sehr ungern und zögerlich Risiken in Kauf nimmt. Gerade die Pandemiebewältigung, bei welcher Sicherheit vor dem Virus an oberster Stelle stand, hat uns dies wieder sehr eindrücklich vor Augen geführt.

Wenn diese «Vollkaskogesellschaft» nun auch noch zu einer «unproduktiven Anspruchsgesellschaft» mutiert, steht der Erfolg auf wackligen Beinen. Immer mehr – bis anhin produktive – Babyboomer gehen jetzt in Rente und werden zu «unproduktiven Anspruchsbürgern», die dazu auch noch die Wahlen zu ihren Gunsten beeinflussen können. Es besteht das reale Risiko, dass die «unproduktiven Kräfte» der Gesellschaft immer mehr das Sagen haben, was zu einer stagflationären Entwicklung wie in den 1970er Jahren führen könnte.

Aber malen wir dieses düstere Szenario nicht mit allzu schwarzer Farbe aus. Geben wir den produktiven Kräften in der Gesellschaft durchaus eine Chance. Die Alten sind ja jetzt durchaus bereit sich mehr zu engagieren. Die Jungen kommen nun – als stark gefragte qualifizierte Arbeitnehmer – in den Genuss einer sehr hohen Wert-

schätzung. Und die technologische Entwicklung (Energietransformation, Digitalisierung, etc.) ist jetzt soweit ausgereift, dass sie in der Lage ist, schon in absehbarer Zeit realisierbare nachhaltige Lösungen für unsere Umweltprobleme bereitzustellen. Bis anhin fehlte eigentlich nur noch der politische Wille dazu. Der Ukraine-Krieg hat den Westen politisch zusammengeschweißt. Es steht jetzt also eigentlich alles bereit für eine erfolgreiche Bewältigung der Krise und Gestaltung einer nachhaltigen Zukunft.

These 4

Der Ukrainekrieg hat den Westen zusammenschweißt und die Werte der liberalen Demokratie gestärkt.

Nichtsdestotrotz können wirtschaftliche und soziale Probleme zu einer wieder stärkeren Spaltung des Westens führen.

Mit der Spaltung gewinnen die rückwärtsgewandten, illiberalen «Old Economy»-Kräfte wieder an Boden.

Wie investieren in Zeiten rascher Umbrüche?

Wir müssen mit zwei sehr anspruchsvollen Szenarien rechnen.

Szenario 1: Realisierung der «New Economy»-Produktivitätsgewinne

und

Szenario 2: Rückfall in die «Old Economy»-Ineffizienzen

Szenario 1 ist deshalb so anspruchsvoll, weil es vom Erfolg der Investitionen in Innovationskapital und «Intangible Assets» abhängt. Wie bereits ausgeführt zeichnen sich diese Investitionen durch einen überdurchschnittlich hohen Abschreibungsbedarf aus, was sie riskanter als andere Aktienanlagen macht. Man darf und soll also in diesem Szenario weiter in «Growth»-Aktien, «Private Equity» und «Venture Privat Equity» investieren. Wer hier aber erfolgreich sein will, sollte über einen verlässlichen Zugang zu speziellem Investmentknowhow verfügen. Das Gute an diesem Szenario ist: Realisieren sich die Produktivitätsgewinne wie erwartet, ziehen sie auch die «Value»-Werte mit nach oben. Denn der Investitionsboom, der von den neuen Technologien der Energietransformation und der Digitalisierung ausgeht, bedingt auch zusätzliche Investitionen in die «Old Economy» (s. Anmerkungen oben). Der zu erwartende Wiederaufbau am Ende des Ukrainekriegs verstärkt diese Effekte noch weiter. Aufgrund des Investitionsbooms steigen die Realzinsen in Szenario 1, was Goldanlagen hier unattraktiv macht.

Szenario 2 ist noch anspruchsvoller als Szenario 1. Die Haupttreiber der Finanzmärkte, die Aktien und die Obligationen können hier stark fallen. Und man muss sich gegen die Auswirkungen der Stagflation absichern. Mit Gold, Rohstoffen und inflationsgeschützten Anleihen sind schon fast alle Anlagen aufgezählt, die hier noch gut performen. Gold und Rohstoffanlagen erwirtschaften aber keinen inhärenten Ertrag. Signifikant große Positionen davon gehören deshalb nicht in eine langfristige, strategische Asset Allocation. Und erfolgreiches kurz- bis mittelfristiges Timing kann schnell auch jeden professionellen Anleger überfordern.

Zwei Anlagestile können jedoch in beiden Szenarien als robuste Investitionen erfolgreich eingesetzt werden: «Value»-Anlagen und «Hedgefonds», speziell «CTA/Macro».

Warum «Value»?

«Value»-Anlagen performen dann gut, wenn die «Old Economy» wieder stärker wird. Dies ist in beiden Szenarien der Fall. In Szenario 1, weil mit dem Erfolg der «New Economy» wieder die Nachfrage nach «Old Economy»-Gütern und -Dienstleistungen steigt. Und in Szenario 2, weil bei einem Rückfall in die «Old Economy» die speziell darauf ausgerichteten «Value»-Werte innerhalb der Aktien noch am besten abschneiden.

Warum «Hedgefonds»?

Viele Hedgefondsstrategien – allen voran «CTAs» und «Macro»-Strategien – sind dann erfolgreich, wenn es zu mittelfristig langen Trends kommt (drei Monate bis zu einem Jahr). Diese Strategien versuchen auf einen von ihnen identifizierten Trend aufzuspringen, in der Erwartung, dass dieser weitergeht und sie davon noch profitieren können. In der 2010er Jahren gab es allerdings kaum solche mittelfristig lange Trends. Immer dann, wenn die Finanzmärkte irgendwo zu kollabieren drohten, sprangen die Notenbanken ein, und bevor sich ein mittelfristiger Trend ausbilden konnte, war das Problem schon wieder verschwunden. Deshalb schnitten viele Hedgefonds in den 2010er Jahren so schlecht ab. Sie wurden Opfer des sogenannten «Whipsaw»-Effekts. Oft genau beim Zeitpunkt des Aufspringens auf den Trend drehte dieser mit einer verheerenden Wirkung auf deren Wertentwicklung.

Den Finanzmarktproblemen der 2010er Jahre konnten Notenbanken mit viel Liquidität noch beikommen. Seit 2021 haben wir es aber mit viel komplexeren Phänomenen zu tun:

- Hartnäckige Inflation aufgrund ungelöster globaler Lieferkettenprobleme. Kein Mensch weiß, wie und wann sich diese aufzulösen vermögen.
- Krieg, soziale Unruhen, die auf die Wirtschaftsleistung schlagen können.

Diese komplexere Gemengelage erzeugt wirtschaftliche Probleme, die weder die Finanzmärkte noch staatliche Institution, wie die Notenbanken rasch lösen können. Die Wirtschaft braucht dazu also Zeit. Deshalb entstehen diese mittelfristig langen Trends, wie sie schon in den 1990er und frühen nuller Jahre auftraten und die die Hedgefonds damals hervorragend spielen konnten.

Da man in diesem Umfeld erhöhter Stagflationsrisiken ohnehin etwas Aktienrisiko herausnehmen sollte, bieten sich als Alternative also Hedgefonds an, die in beiden Szenarien gut zurecht kommen.

Fassen wir kurz zusammen.

Das insgesamt anspruchsvollere Anlageumfeld von Szenario 1 und 2 macht es ratsam, etwas vom langfristigen Aktienrisiko herauszunehmen und diesen Teil in Hedgefonds zu investieren.

Innerhalb der Aktien wählt man am besten eine sogenannte «Barbellstrategie». Also eine Strategie, die in zwei Extrembereiche investiert. Einerseits in «Growth»-Aktien, «Private Equity» und «Venture Private Equity» und andererseits in «Value»-Anlagen. In beiden Fällen sollte man über einen Zugang zu gutem Investmentknowhow in den jeweiligen Bereichen verfügen.

Bei Obligationen sollte man weiter vorsichtig bleiben und sein Engagement mit viel Geduld nur schrittweise erhöhen: gemäß der Attraktivität der jeweiligen Risikoprämien. Inflationsgeschützte Anleihen kann man jetzt schon signifikant aufbauen.

These 5

Die Zwanzigerjahre haben durchaus noch das Potenzial zum Jahrzehnt des neuen globalen Wirtschaftswunders zu werden.

Die Risiken für eine längere, schwierige Investitionsphase sind aber deutlich gestiegen.

Hedgefonds werden als Anlageklasse wieder interessant.

Aktienanlagen ausgewogen zwischen «Growth» und «Value» halten.

Bei Kredit- und Obligationenanlagen geduldig auf Opportunitäten warten und dann schrittweise das Engagement erhöhen.

Anlegen ist also wieder anspruchsvoller geworden. Dies ist angesichts der vielen Krisen und des Kriegs auch nicht weiter verwunderlich. «Der Krieg ist der Vater aller Dinge!» Wir alle, auch wir Anleger sind aufgerufen, die «Dinge», die diesem Krieg noch folgen werden, als unsere Zukunft aktiv und konstruktiv mitzugestalten.

Danksagung, Literatur- und Quellenverzeichnis

Ein herzliches Dankeschön geht an Dr. Matthias Feiler und Johannes Oehri für ihre wertvollen Hinweise und die datentechnische Unterstützung. Herzliches Danke auch an Dr. Bernard Conrad, meinen Freund und Mentor im Bereich Mikrobiologie und Evolutionsökologie für die vielen inspirierenden und lehrreichen Dialoge und Literaturhinweise über dieses spannende Gebiet. Und herzlichen Dank auch an Prof. Dr. Tobias Straumann für die immer wieder spannenden und lehrreichen Gespräche über die Wirtschaftsgeschichte.

- [¹] Hardin, G.: The Competitive Exclusion Principle, Science, New Series (1960), Vol. 131, No. 3409
faculty.washington.edu/stevehar/hardin1960science.pdf
- [²] Die Erläuterungen stammen aus einem privaten Gespräch mit Dr. Bernard Conrad. Herzlichen Dank für die Erlaubnis diese hier anführen zu dürfen.
Bernard Conrad, PD Dr. med., CMO, medizinische Genetik:
www.genesupport.ch/de-de/Genesupport/Das-Team
- [³] J. Bondy-Denomy, J. Qian, E. R. Westra, A. Buckling, D. S. Guttman, A. R. Davidson und K. L. Maxwell: Prophages mediate defense against phage infection, The ISME Journal (2016), Bd. 10, pp. 2854-2866,
www.nature.com/articles/ismej201679
- [⁴] C. Corrado, J. Haskel, C. Jona-Lasinio und M. Iommi: Intangible investment in the EU and US before and since the Great Recession and its contribution to productivity growth, EIB Working Paper (2016/08):
econstor.eu/handle/10419/149979
- [⁵] Manyika, J. et al.: A new look at the declining labor share of income in the United States, McKinsey Global Institute, May 2019.
mckinsey.com/featured-insights/employment-and-growth/a-new-look-at-the-declining-labor-share-of-income-in-the-united-states
- [⁶] Die beiden Beispiele stammen aus einem privaten Gespräch mit Prof. Dr. Tobias Straumann. Herzlichen Dank für die Erlaubnis sie hier nennen zu dürfen.
www.tg.ethz.ch/personen/details/tobias-straumann

WICHTIGER HINWEIS

Diese Publikation dient ausschließlich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offert-Stellung und kein öffentliches Inserat zum Kauf- oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Der Inhalt dieser Publikation beruht auf Informationsquellen, welche wir als zuverlässig erachten. Wir können aber keine Zusicherung oder Garantie für dessen Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität abgeben. Die Umstände und Grundlagen, die Gegenstand der in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind, können sich jederzeit ändern. Einmal publizierte Informationen dürfen daher nicht so verstanden werden, dass sich die Verhältnisse seit der Publikation nicht geändert haben oder dass die Informationen seit ihrer Publikation immer noch aktuell sind. Die Informationen in dieser Publikation stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch dürfen alleine aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide getroffen werden. Eine Beratung durch eine qualifizierte Fachperson wird empfohlen. Anleger sollten sich bewusst sein, dass der Wert von Anlagen sowohl steigen als auch fallen kann. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist daher keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Außerdem unterliegen Anlagen in Fremdwährungen Devisenschwankungen. Wir schließen uneingeschränkt jede Haftung für Verluste bzw. Schäden irgendwelcher Art aus – sei es für direkte, indirekte oder Folgeschäden –, die sich aus der Verwendung dieser Publikation ergeben sollten. Diese Publikation ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Verteilung dieser Publikation verbieten oder von einer Bewilligung abhängig machen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, müssen sich daher über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten.

IMPRESSUM

AUSGABE: Juni 2022
HERAUSGEBER: OPIRO Consulting AG, Landstraße 40, FL-9495 Triesen
REDAKTION: Lea und Magnus Pirovino
GESTALTUNG: agentur mehrwert, Bahnhofplatz 7, CH-5400 Baden
FOTO: Magnus Pirovino, Tamina, Calfeisental, SG
© 2022 OPIRO Consulting AG, Triesen (FL), www.opiro.li