



OPIRO
Investment Letter
Februar 2014

Die Korrelation von Aktien und Bonds als Spiegel des Wachstums.

Die Korrelation zwischen Aktien- und Bondpreisen ist ein wichtiger Indikator für den Zustand der Wirtschaft. Ist sie negativ, befinden wir uns im Übergang von einem Innovationszyklus in den andern. Ist sie positiv, breitet sich eine Basisinnovation als etablierte Technologie aus. Wir gehen den Fragen nach, wo wir aktuell in diesem Zyklus stehen, welche Innovationen ihn treiben und was dies für uns als Anleger bedeutet.

VON MAGNUS PIROVINO, PARTNER
OPIRO FINANCE PARTNERS AG, TRIESEN

«Warum muss die Wirtschaft eigentlich immer wachsen? Nur ganz kurz in zwei Sätzen?». Mit dieser Frage führte mich meine Tochter kürzlich ziemlich aufs Glatteis. Etwas verlegen und scherzhaft antwortete ich: «Wenn ich das so genau wüsste, dann gäbe es für mich keine Arbeit mehr». So einfach liess sich meine Tochter aber nicht abspeisen. «Mal angenommen, die Bevölkerung ist stabil», fragte sie weiter – sie hatte sich tatsächlich ernsthaft damit auseinandergesetzt –, «dann brauchen wir doch im nächsten Jahr nicht mehr Güter als in diesem Jahr? Wieso muss die Wirtschaft also wachsen?». «Na ja, äh... hm... die Wirtschaft wird jedes Jahr effizienter in dem, was sie bereits erzeugen kann». «Ja eben, dann bräuchten wir doch jedes Jahr weniger arbeiten!». Etwas perplex antwortete ich: «So einfach ist es aber nicht, es bleiben immer viele Probleme, für die die Wirtschaft noch keine Lösung bereithält.» Meine Tochter überlegte eine Weile und sagte dann triumphierend: «Verstehe, statt weniger zu arbeiten, suchen wir nach neuen Lösungen für unsere drängendsten Probleme – deshalb ist Wachstum notwendig!». Zum Glück war meine Tochter zufrieden mit der Antwort, die sie sich zum Teil selbst gegeben hatte.

Nun, diese Antwort mag uns genügen oder auch nicht, Fakt ist, dass unsere Wirtschaft – zumindest seit der Industriellen Revolution – ausgelöst durch bahnbrechende **Innovation** und beschleunigte **Effizienzsteigerung** immer wieder grössere Wachstumsschübe erfahren hat. Je nach Zählart kommt

man auf vier bis fünf solcher Wachstumszyklen seit Mitte des 18. Jahrhunderts. Wichtige Basisinnovationen waren: Dampfmaschine/Textilindustrie, Eisenbahn/Dampfschiff/Stahl, Elektrotechnik/Chemie, Automobil/Flugzeugtechnik/Petrochemie und seit Mitte des letzten Jahrhunderts die Informationstechnologie (einschl. Automation/Robotik).

Schauen wir uns diesen letzten grossen, durch die Informationstechnologie ausgelösten Zyklus etwas genauer an. Die Grundlagen zur Informationstechnologie wurden schon in den 30er Jahren durch die Arbeiten von John von Neumann und Alan Turing gelegt (Alan Turing hat auch den wichtigsten Beitrag zur Entschlüsselung des deutschen Enigma-Funk-Codes geleistet, was mitentscheidend für die Beendigung des Zweiten Weltkriegs war). Aus dem «Winter» der Grossen Depression der 30er Jahre und dem Zweiten Weltkrieg entstand ein «Frühling» des Wirtschaftswunders der 50er und 60er Jahre. Zwar war das Wirtschaftswunder noch stark getragen durch die (kriegsbedingt verzögerte) Massenverbreitung der damals nicht mehr so jungen Technologie Automobil/Petrochemie – verbunden mit rasantem Fortschritt der Produktionsmethoden. Mitentscheidend für das Wachstum war aber damals schon der Technologiewettbewerb des Kalten Kriegs; ein Wettbewerb, welcher zunehmend zu einem Informationstechnologie-Wettbewerb mutierte.

Im «Sommer» der Grossen Stagflation der 70er Jahre ermüdeten die Auftriebskräfte innovationsschwacher «alter» Technologien und die rasante Entwicklung der Informations-

technologie geriet ins Stocken, weil die Erfindung des Mikroprozessors (ab 1971) die bisherige Technik obsolet zu machen versprach, selbst aber noch in den Kinderschuhen steckte. Der alles – wirklich alles – revolutionierende Siegeszug der Informationstechnologie gelang dann vollständig im «Herbst» des Grossen Desinflationären Booms über zwei Dekaden, welcher Ende der 90er Jahre zu Ende ging.

Seit Anfang dieses Jahrtausends macht uns ein neuerlicher «Winter» mit tiefem Wachstum, deflationären Tendenzen und sehr geringen Anlagerenditen zu schaffen. Die Informationstechnik wird immer ausgereifter, vernichtet Arbeitsplätze durch zunehmende Automatisierung und kommt langsam aber sicher ans Ende dessen, was sie durch Innovation noch zum Wirtschaftswachstum beitragen kann. Es entsteht ein permanent rezessiver Druck, mit wirklich «neuen» Innovationen, die nicht mehr nur auf Informationstechnologie beruhen, die Probleme unserer Zeit anzugehen und einen neuen «Frühling» mit beschäftigungswirksamem Wachstum zu schaffen.

Entlang dieses letzten Zyklus lassen sich ein paar interessante (allgemeingültige) Muster ablesen.

Erstens: Basisinnovationen revolutionieren über ihren ganzen Zyklus nicht nur, welche Güter und Dienstleistungen wir wie produzieren, sie revolutionieren auch Gesellschaft und Politik – anfangs in segensreicher Weise, gegen Ende hin meist hochgradig destruktiv (ein Thema für sich, vielleicht für einen künftigen Investment Letter).

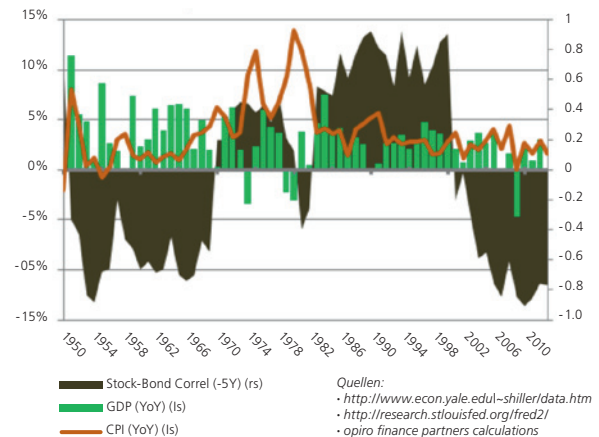
Zweitens: Basisinnovationen durchlaufen eigene Innovationszyklen, die wesentlich zu ihrer Verbreitung und Durchdringung der Wirtschaft beitragen. Und sie überlappen am Anfang mit noch dominanten «alten» Technologien und in reifem Stadium mit neuen Basisinnovationen.

Ein drittes Muster zeigt sich im Wachstum selbst: Hohes Wachstum im «Frühling» (Nachkriegszeit 50er und 60er-Jahre), immer noch gutes, aber volatiles Wachstum im «Sommer» (70er-Jahre-Stagflation), stabiles Wachstum im «Herbst» des desinflationären Booms (80er und 90er-Jahre) und sowohl tiefes als auch volatiles Wachstum im «Winter» (seit 2000).

Ein viertes Muster zeigt sich in der Inflation: Tief und nur leicht ansteigend im «Frühling», hoch im «Sommer», immer noch hoch – aber stetig fallend – im «Herbst» und sehr tief im «Winter».

Und fünftens, die Korrelation von Aktien und Bonds: Positiv im «Sommer» und «Herbst», negativ im «Frühling» und «Winter».

Grafik 1
USA: Wachstum, Inflation und Aktien-Bond-Korrelation



Die Korrelation von Aktien- und Bondpreisen ist also ein wichtiger Indikator für die Befindlichkeit der Wirtschaft. Ist sie negativ, befinden wir uns im (lang hingezogenen) Übergang von einem Basisinnovationszyklus in den andern. Ist sie positiv, befinden wir uns in der Phase, in der sich die Innovation als etablierte Technologie ausbreitet und fest in unser Wirtschaftsgefüge installiert.

Dieser Zusammenhang lässt sich anhand eines ganz einfachen Preismodells für Aktien und Bonds veranschaulichen^[1]. Der Preis eines (ewig laufenden) Bonds errechnet sich nach diesem Modell mit

$$\text{Preis Bond} = \frac{\text{Coupon}}{\text{Bondzins}}$$

und der Preis einer Aktie mit

$$\text{Preis Aktie} = \frac{\text{nächste Dividende}}{\text{Bondzins} + \text{ARP} - G}$$

Dabei ist *ARP* die «Aktienrisikoprämie» (also die Zusatzen-schädigung für das Eingehen von Aktienrisiken) und *G* das jährliche (Dividenden-)Wachstum. Während der Umstellungsphase der Wirtschaft auf eine etablierte Innovation (Sommer-Herbst) sind sowohl die Bond- als auch die Aktienpreisveränderungen stark von der Inflation, also von der Höhe des Bondzinses abhängig → positive Korrelation (negativ zu Bondzinsen). Während des Innovationsdruckes (im «Winter») sind die Realzinsen bereits tief. Aber negative Wachstumsschocks (*G*) und stark ansteigende Risikoprämien für Aktien (*ARP*) lassen Aktienpreise gegenüber Bonds ein starkes Eigenleben aufweisen. Da steigende Aktienrisikoprämien in dieser Phase zusätzlich oft mit der Flucht in Staatsanleihen zusammenfallen (fallender Bondzins), erklärt sich die negative Korrelation speziell in der Winterphase, aber auch während des «Frühlings».

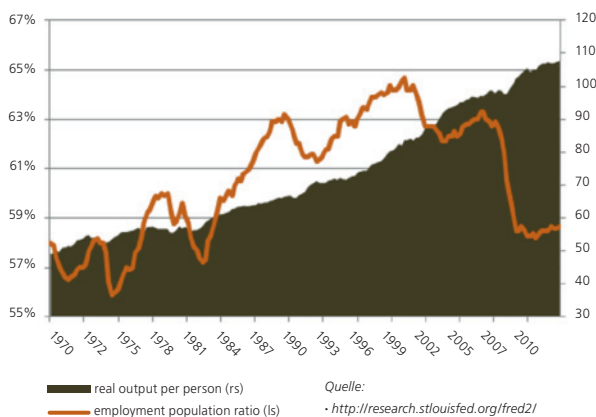
Wo stehen wir jetzt?

Sind wir noch voll im «Winter» des noch herrschenden Informationstechnik-Zyklus oder kündigt sich schon der «Frühling» eines uns noch unbekanntem, neuen Zyklus an?

Betrachten wir dazu die eingangs erwähnten Wachstumstreiber «Effizienz» und «Innovation» etwas genauer.

Wachstumstreiber «Effizienz»: Wie in Grafik 2 ersichtlich, ist die Arbeitseffizienz (z.B. hier USA) in den letzten zehn Jahren sehr stark angestiegen und die Beschäftigung stark gesunken. Bei beiden Grössen zeichnet sich jedoch eine Stabilisierung seit drei, vier Jahren ab.

Grafik 2
USA: Arbeitseffizienz (real output per person) und Beschäftigungsgrad



Die Aktien-Bond-Korrelation ist seit 14 Jahren negativ (Grafik 1), ausgelöst durch Wachstumsschwäche und eine drastische Erhöhung der Aktienrisikoprämie^[1]. Auch diese hat sich in den letzten Jahren deutlich abgebaut und das Wachstum hat sich auf tieferem Niveau stabilisiert und sogar verbessert. Aus Sicht des Wachstumstreibers «Effizienz» scheint die Wirtschaft jetzt bereit für einen neuen «Frühling». Die tiefen Anlagerenditen und das geringe, wenngleich sich langsam verbessernde Wachstum sorgen für den notwendigen Innovationsdruck, der das Auslaufen eines alten und den Beginn eines neuen Zyklus ankündigt.

Wachstumstreiber «Innovation»: Viele drängende Probleme unserer Zeit harren einer Lösung: **Armut, Massenarbeitslosigkeit, Demografie und Umweltverschmutzung.** Die Themen sind gesetzt und Ansätze werden diskutiert. Dies kündigt tatsächlich einen nahenden «Wirtschaftsfrühling» an. Die Innovation ist aber noch nicht stark genug, um die Probleme nachhaltig lösen zu können. **Es besteht nach wie vor ein Vakuum an Innovation.** Die Notwendigkeit von mehr Investitionen in die Zukunft, in Infrastruktur und Bildung, scheint zwar

erkannt. Aber die zerstrittene politische Klasse müsste den Worten endlich auch Taten folgen lassen. Was angesichts der zunehmenden demografischen Probleme ebenfalls helfen würde, wären Lösungen, welche die Menge von Gesundheits- und Pflegedienstleistungen einerseits stark erhöhen und andererseits deren Preise stark reduzieren würde. Viele hoffen hier immer noch auf eine technologische Lösung dieser (Demografie-) Probleme. Die Lösung wird aber wohl kaum eine «technologische» sein, da das Problem im Kern ein «soziopolitisches» ist, welches durch innovative, aber notwendigerweise auch «soziale» Dienstleistungen gelöst werden muss. Ein neuer Innovationszyklus wird zwingend eine starke politische Komponente haben (müssen). Wird es dazu einer Krise wie in den 30ern bedürfen? Wer weiss.

Wohin gehen wir?

Nichtsdestotrotz verbessert sich die globale Wirtschaftsleistung – auch ohne nachhaltige Innovation und auch während einer sehr schwierigen Phase in den Emerging Markets, deren strukturelle Probleme (zu starke Einmischung des Staates, negative Umweltauswirkungen forcierten Wachstums, Fehlallokation von Kapital, Zunahme von Korruption und sozialen Ungleichgewichten, einseitige Rohstoffabhängigkeit und teils allzu starke Abhängigkeit von kurzfristiger Auslandsfinanzierung) immer wieder zu grossen Marktausschlägen führen. Die Stabilisierung des globalen Wachstums ist ein gutes Fundament, um langfristig in Aktien engagiert zu sein. Aber sie ist labil und mehr und mehr abhängig von den westlichen Industrieländern (und deren Reformwillen) und weniger von den aufstrebenden Ländern.

Euroland wird wohl nicht umhin können, sich vermehrt in sehr grossen Infrastrukturprojekten zu engagieren. Solche nachhaltigen Projekte sind wohl der einzige Ausweg, der Frankreich (und anderen) aus ihrer überschuldeten Stagnation helfen kann. Daraus könnte auch Deutschlands neue Grosse Koalition politisches Kapital schlagen. Zusätzlich würde dies den immer noch zu starken Austeritätsdruck auf die peripheren Länder dämpfen. Die angelsächsische Welt (und einige aufstrebende Länder, wie z.B. Indien) könnten mit eigenen grossen Infrastrukturprojekten nachfolgen. Um diese zu finanzieren, muss vorher eine breitere Diskussion über «gute» und «schlechte» Schulden geführt werden. «Gute» Schulden wären solche, die nachhaltiges Wachstum für die Zukunft ermöglichen und mit niedrigen Zinsen durch «Public Private Partnerships» finanziert werden können. Eine solche Diskussion scheint im Moment noch utopisch, ist aber absolut notwendig, soll z.B. Frankreich nicht in einen Abwärtsstrudel von höheren Zinsaufschlägen, höheren Schuldenlasten, noch tieferem Wachstum und Arbeitslosigkeit geraten.

Damit sich die Politik dahinbewegt, wird vorher der Markt Druck machen müssen. Dies bedeutet kurz- bis mittelfristig eine wesentlich höhere Aktienvolatilität, wieder eine negative Aktien-Bond-Korrelation, welche während der sogenannten «Tapering-Diskussion» im letzten Jahr für kurze Zeit das Vorzeichen gewechselt hat. Und es bedeutet Flucht in Qualität bei Bonds sowie wieder höhergehende Zinsaufschläge bei Staaten mit schlechter Schuldendisziplin.

Was Euro-Notenbankchef Mario Draghi Mitte 2012 mit seiner Parole «We will do whatever it takes in order to save the euro!» ausser Kraft gesetzt hat, nämlich eine gute Balance zwischen den Marktkräften und der Politik, muss neu installiert werden. Eine wieder erhöhte Marktvolatilität (Rückschläge von 20% sind durchaus möglich) zwingt die Politik zum Handeln, was aber dem Aktienmarkt mittel- bis langfristig helfen wird. Eine Blasenbildung im Aktienmarkt wäre nur möglich, wenn sich die Marktkräfte eben gerade nicht zurükmelden – auf mittlere Sicht ein eher unwahrscheinliches Szenario. Grosse Rückschläge stärken die Marktkräfte und bilden somit Kaufgelegenheiten.

Längerfristig wird die «säkulare» Aktienmarkthausse ziemlich sicher auf ganz klassische Weise enden – nämlich so wie stets in den letzten Jahrzehnten: erst nachdem die Notenbanken die kurzen Zinsen deutlich angehoben haben, bei flacher bis invertierter Zinskurve. Bis dies allerdings soweit ist, können durchaus noch Jahre vergehen.

Dies ergibt folgende Anlagekonklusion: Die wieder nachhaltig negative Aktien-Bond-Korrelation bietet eine attraktive Absicherung von Aktienrisiken bei ansteigender Aktienmarktvolatilität. Erstklassige Staatsanleihen (USA, D,

UK, CH) bieten jetzt relativ hohe Renditen und eignen sich zur Absicherung von Aktienmarktrisiken. Wer spekulieren möchte, kann auf wieder zunehmende Risikoprämien für Peripheriebonds (P, G, I) und bei französischen Staatsanleihen wetten sowie auf leicht steigende, kurze Zinsen und stabile bis fallende, lange Zinssätze. Wenn sich Opportunitäten bei «Public Private Partnerships» mit guten Ratings auftun, kann man getrost kräftig zugangen.

Was bedeutet das für uns alle?

In die Zukunft zu investieren, solange wir die Lösungen für unsere Zeitprobleme noch nicht haben (s. oben «Innovationsvakuum»), ist sicher eine gute Idee. Grosse Infrastrukturprogramme und Bildung würden dem Wachstum nützlich sein. Aber nur Brücken zu bauen über jeden Fluss und Bach und alle unsere Kinder zu Hochschulabsolventen zu machen, wird nicht genug sein. Was wir bauen und was wir lernen, muss Grundlage zur Lösung unserer Zeitprobleme sein. Noch kennen wir den Code nicht, die Innovation, welche dies vermag. Deshalb müssen wir uns an den Wandel gewöhnen und an die Unsicherheit, die der Wandel mit sich bringt. Ganz speziell werden wir uns wohl oder übel daran gewöhnen müssen, dass jeder von uns – ob jung oder alt – Leistungen in einem breiter gefassten Gesundheitssystem erbringen muss. Jetzt können wir uns dies noch kaum vorstellen. Aber die Innovation, das Neue dabei wird sein, dass wir genau dies aus freien Stücken tun werden. Vielleicht erst, nachdem eine Krise uns dies lehrt.

^[1] Ilmanen A., «Stock-Bond Correlations»,
The Journal of Fixed Income 2003. 13.2:55-66.

IMPRESSUM

AUSGABE: Februar 2014

HERAUSGEBER: OPIRO Finance Partners AG, Landstrasse 40, FL-9495 Triesen

REDAKTION: Magnus Pirovino mit freundlicher Unterstützung von Hubert Günter

GESTALTUNG: agentur mehrwert, Zelgweg 34, CH-5405 Baden

© 2014 OPIRO Finance Partners AG, Triesen (FL), www.opiro.li