

Newsletter September 2018

Schumpeter's Zyklus oder Minsky's Instabilität?

In den ersten acht Monaten dieses Jahres ist der iShares Global Information Technology Sector ETF um 14.81% gestiegen. Eher dürftig im Vergleich zum DJ US Technology Sector mit seinem Plus von 20.4% oder den 19.67% des Nasdaq 100. Gestiegen sind nicht nur Technologie-Aktien, sondern Titel von Unternehmen aus verschiedenen Branchen die eine Gemeinsamkeit haben: Sie fallen durch Innovation auf. Als Beispiel seien genannt Netflix (+91.75%), Amazon (+72.10%), Illumina (+62.40%), Intuitive Surgical (+53.45%), O'Reilly Automotive (+39.48%), oder Cintas (+36.98%). Das sind Beispiele aus verschiedenen Branchen die für etliche andere stehen.

Selbstverständlich nähren solche Avancen den Verdacht, dass sich eine ähnliche spekulative Blase entwickle wie in Immobilien anfangs des Jahrhunderts oder in Technologie-Aktien Ende des letzten Jahrhunderts. Schliesslich ist unser Gehirn ein pfadabhängiges System und folglich spielt die Historie im Kognitionsprozess eine Rolle. Die aktuelle Investoren-Generation hat, im Gegensatz zu jener, die gegen Ende des 20. Jahrhunderts dominierte, eigene, meist unerfreuliche bis schmerzliche Erfahrungen mit den Folgen spekulativer Blasen gesammelt. Ergo stellt alles, was einer spekulativen Blase ähnlich sein könnte, eine Repräsentativitäts-Heuristik dar. Da wir dazu neigen, erkennbare Muster rasch zu vervollständigen, wird die Schlussfolgerung aus der Heuristik nicht hinterfragt. Schnelle Kurssteigerungen werden unbesehen als spekulative Blase verstanden. Ergo greift man zur Feder und schreibt einen Artikel der zum Schluss kommt, dass es nicht bloss so nicht weitergehen könne, sondern gar dass es zu einem ernüchternden Erwachen nach einem grossen Crash kommen werde (Pech, wenn man es schon vor zwei Jahren geschrieben hat).

Ist man sich bewusst, dass die Gleichung „starke Kursavancen gleich Crashgefahr“ eine (über)schnelle Musterkomplettierung einer Repräsentativitäts-Heuristik sein könnte, steigt die Frage auf: Was steckt denn hinter dieser Hausse? Diese Frage trieb mich bereits um, als ich den Newsletter Mai 2018 schrieb. (Er ist auf www.unifinanz.li unter *Publikationen* aufgeschaltet.) Keine Antwort auf eine sich stellende Frage in einem komplexen System ist jemals endgültig. Somit trieb sie mich nicht nur im Mai um, sondern tut sie es immer noch. Jedoch komme ich auch heute wieder zum gleichen Schluss, und dies vor allem, weil mir erst neulich wie Schuppen von den Augen fiel, dass der Film, der vor unseren Augen abläuft, einem Skript eines grossen Ökonomen folgt, nämlich jenem von Josef Schumpeter. Popularisiert ist er mit dem Satz der schöpferischen Zerstörung. Das Schumpeter'sche Werk ist riesig. Vor allem „*The Theory of Economic Development*“ und „*Capitalism, Socialism and Democracy*“ sind hochaktuell (Wer sich einen Überblick über das

Schumpeter'sche Werk verschaffen möchte ohne den vollen Umfang lesen zu wollen, kann dies mit „*Prophet of Innovation: Josef Schumpeter and Creative Destruction*“ von Thomas K. McCraw tun).

Nach der Entschlüsselung der DNA erleben wir nunmehr eine rasante Entwicklung zum Verständnis kognitiver Prozesse und – das ist entscheidend – der Fähigkeit, die Erkenntnisse in autonome Handlungen durch Maschinen umzusetzen. Der Weg in die künstliche Intelligenz ist evolutiv. Bereits kleine Schritte in diese Richtung führen zu Innovationen mit Folgen die mit Schumpeters Erkenntnis übereinstimmen, wie die Entwicklung von technischen und – das wird gerne vergessen – institutionellen Innovation ein Eigenleben entwickeln, welches Althergebrachtes in den Untergang treibt. Ein Beispiel brachte *10 vor 10* gestern Abend mit der Sendung über Google und dem Einbruch der Werbeeinnahmen der klassischen Werbeträger. Andere Beispiele sind Amazon und der Detailhandel, und viele reichen weit hinein bis in anspruchsvolle Bereiche wie z.B. die Radiologie.

Laufe ich mit dieser Weltsicht nicht Gefahr, in die gleiche Falle zu tappen wie jene, die im auslaufenden 20. Jahrhundert das Ende der Konjunktur-Zyklen sahen und dies als Grund nahmen, jede absurde Bewertung zu rechtfertigen?

An diese Gefahr ist selbstverständlich zu denken. In seinem seminalen Werk „*Adaptive Marktes: Financial Evolution at the Speed of Thought*“ schreibt Andrew Lo, der Rationalitätstest in komplexen Systemen erfolge im Narrativ (Kapital 4, „*The Power of the Narrative. A new meaning of rationality*“). Die Analyse der Daten, die ich verarbeite und die mir eine entspannte Freude an der positiven Entwicklung einiger, aber nicht aller Sektoren und Industrien an den Weltbörsen beschert, findet ihr Narrativ in Schumpeters schöpferischer Zerstörung. Sie erklärt auch die massiven Divergenzen in den Kursverläufen von Aktien in den einzelnen Sektoren und Industrien. Trotz der langen Hausse insbesondere in Aktien innovativer Unternehmen sehe ich keine Hinweise darauf, dass die Instabilitäts-Hypothese von Hyman Minsky, der übrigens ein Student von Josef Schumpeter war und eine Synthese von Keynes' «*Animals Spirits*» und Schumpeters schöpferischer Zerstörung für die Finanzmärkte versuchte, auf die heutige Marktverfassung zutrifft. Die Minsky-Hypothese trifft in bestimmten Börsenphasen zu, und zwar in solchen, die mit meinen 10 Contrarian-Regeln übereinstimmen und ich als Brennpunkte des Marktgeschehens bezeichne. (Die 10 Contrarian-Regeln liegen als Anhang bei.)

Hat das Narrativ nicht auch eine potentiell dunkle Seite? Doch, und auch hier liegt eine Erkenntnis von Josef Schumpeter zugrunde, die in «*Capitalism, Socialism and Democracy*» ausgebreitet wird. Leider wird viel Unfug über dieses Werk verbreitet. Schumpeter war im Gegensatz zu oft verbrei-

teten Äusserungen kein Sozialist und vertritt keinen historischen Determinismus, der in Sozialismus führen müsse. Vielmehr sieht er als eine der Konsequenzen der Innovation eine Konzentration der Produktion auf grosse Betriebe. Konzentration von unternehmerischer Macht habe zur Folge, dass Regierungen an Entscheidungsprozessen der Unternehmen über regulatorische Rahmenwerke partizipieren werden ohne dass eine Beteiligung am Kapital erfolge. Das ist mittlerweile Fakt. Der Schritt in eine wahrscheinlich nicht nur technologisch, sondern auch zivilisatorisch und kulturell neuen Prägungen unterworfenen Zukunft mag durchaus zu sozioökonomischen Verwerfungen führen. Die starke Infiltration der öffentlichen Hand in die operativen Freiheiten von Unternehmen als Folge eines dichten regulatorischen Rahmenwerkes kann positive oder negative Implikationen aufweisen, abhängig davon, ob Härtefälle mit Umsicht abgefedert werden oder Ausgrenzungen erfolgen, die die Interaktion freier Menschen behindern. Insgesamt bin ich der Meinung, dass wir nicht Zeugen eines Minsky-Momentes sind, sondern eines Schumpeter-Zyklus mit noch unbekanntem, möglicherweise erheblichem Hausse-Potential. Jedenfalls einem Potential, das bis zum Eintritt eines Brennpunktes ausgeschöpft werden sollte. Das setzt auch die Bereitschaft voraus, immer wiederkehrende Rückschläge zu absorbieren im Vertrauen darauf, dass Rückschläge ohne vorangegangenen Brennpunkt wieder aufgeholt werden.

Unifinanz Trust reg.
Alfons Cortés
Senior Partner

Research & Monitoring

Mehr Informationen zu unserer
Dienstleistungspalette auf
www.unifinanz.li



Die Zehn Contrarian-Regeln

1. Es muss in Bezug auf Dauer oder Geschwindigkeit und auf jeden Fall in Bezug auf sein Ausmass ein beachtlicher Aufwärts- oder Abwärtstrend vorangegangen sein, der selbst Teil der öffentlichen kommunikativen Ereignisse darstellt.
2. Ein Trend wird erst dann zur Contrarian-Situation, wenn entweder die Geschwindigkeit der Trendentwicklung erheblich zunimmt oder wenn der Trend sich deutlich verlangsamt fortsetzt und gleichzeitig die Intensität der Kommunikation über den Trend nicht nachlässt.
3. Es muss ein extrem weiter Abstand zwischen dem Kurs und seinem arithmetischen Durchschnitt bestehen. Was als extremer Abstand gelten kann, wird mit Hilfe von Bollinger Bändern ermittelt. Die Regel gilt, dass der Abstand dann extrem ist, wenn sich eine Blase im eingesetzten Band gebildet hat. Der kritische Zeitpunkt ist erreicht, wenn sie sich schliesst. Die Wahl der richtigen Zeitfenster ist essentiell. Sie setzt grosse Erfahrung voraus.
4. Die Umsätze müssen vom Umsatzdurchschnitt von 6 Monaten erheblich nach oben bei Trendakzelerationen bzw. nach unten bei sich verlangsamt fortsetzenden Trends abweichen.
5. Es muss eine Monopolisierung der öffentlichen Meinung feststellbar sein, d.h. die Kommunikation wird von denjenigen Meinungen dominiert, die für eine Extrapolation des bekannten Trends in die Zukunft plädieren.
6. Die Präsenz nimmt in denjenigen Medien zu, die nur sporadisch oder nebenher über die Finanzmärkte berichten. Die Zunahme wird erkennbar an der prominenteren Platzierung von Börsenthemen, am erweiterten Umfang der Berichterstattung über Finanzthemen, an der Atmosphäre der Verblüffung und an der Dominanz der Meinungen, die den bisherigen Trendverlauf in die Zukunft hinein extrapolieren.

Aus der gleichzeitigen und vollumfänglichen Erscheinung aller sechs vorangegangenen Merkmale entstehen Contrarian-Situationen, wenn:

7. Meldungen, die bis anhin kurstreibend waren, ihre Wirkung verlieren;
8. ein plötzlicher Bruch der kommunikativen Eintönigkeit und der Trendentwicklung eintritt;

9. nach wenigen Tagen ein Abflauen des Meinungsmonopols und ein erstes Aufflackern kont-rärer Auffassungen zu beobachten sind;
10. die nicht auf die Finanzmärkte spezialisierten Medien das Interesse am Geschehen verlie-ren und sich auf die Berichterstattung im üblichen Umfang und mit der üblichen Farblosigkeit zurückziehen.

Vaduz, 04. September 2018
AC/eh