

Sinn und Unsinn in Pandemiezeiten

Die kurz- und langfristigen Auswirkungen von Covid-19 auf Märkte, Wirtschaft und Prognosen: Was wir bisher wissen

- _ Ein solch einschneidendes Ereignis erlaubt keine Rückkehr zur alten Normalität.
- _ Noch ist es zu früh für eine vollständige Einschätzung der Lage nach der Pandemie, nicht zuletzt, weil die Aussagekraft einiger wichtiger Wirtschaftsindikatoren weiterhin unter den Covid-Folgen leidet.
- _ Wie auch andere große Ereignisse, dürfte Covid-19 lange Schatten auf Wirtschaft, Politik und Unternehmen werfen – und wir rechnen mit weiteren Überraschungen.

Seit Ausbruch der Pandemie haben viele Marktexperten offenbar zumindest einen neuen Zeitvertreib entdeckt: Schätz' die Folgen! Welche taufrischen Trends könnten aus der Pandemie entstehen? Welche bestehenden Trends könnte Covid-19 beschleunigen? Welche Trends könnte Covid-19 stoppen oder sogar umkehren? Und wie lange wird es wohl dauern, bis die Welt „zur Normalität zurückkehrt“? Die letzte Frage zeigt, wie oberflächlich solche Diskussionen zumeist sind, besonders in der ersten Zeit, in der Marktteilnehmer schnell auf große, weltverändernde Ereignisse reagieren müssen. Vor etwa zwei Jahren wussten schließlich die meisten von uns kaum etwas über R_0 , die jetzt allseits bekannte, gefürchtete und immer noch häufig missverständene Basisreproduktionszahl, die die exponentielle Wachstumsdynamik einer Epidemie verdeutlicht.¹ Ist es da verwunderlich, dass nur wenige Marktexperten – und wir nehmen uns selbst hier nicht aus – behaupten können, mit den meisten ihrer Vorhersagen zu Beginn der Pandemie Recht behalten zu haben?

Beim Rückblick auf den bisherigen Verlauf der weltweiten Covid-19-Pandemie – und auch in der Vorschau auf den kommenden

Winter – dürfen wir nicht vergessen, dass wir nur eine von einst vielen möglichen Zukunftsversionen leben. Ein Teil des Problems der Realität, die wir wahrnehmen und auf deren Grundlage wir unsere Vorhersagen treffen, besteht darin, dass die Sammlung aus Schnappschüssen bestimmter Augenblicke im Lauf der Zeit die Illusion des Unausweichlichen schaffen kann.² Was in unserem Leben tatsächlich passiert oder passiert ist, lässt uns blind werden für das, was hätte passieren können.³

Erinnern Sie sich noch, als vor einem Jahr im Sommer weitere Lockdowns für den Winter als sehr unwahrscheinlich erschienen? Wie weit verbreitet die Hoffnung war, dass Impfstoffe eine „sterilisierende Immunität“ bieten könnten? Unmittelbar nach den ermutigenden Ergebnissen der ersten Impfversuche dachten viele Finanzmarktkollegen, die Impfungen würden nicht nur die Geimpften selbst schützen, sondern auch Übertragungsketten insgesamt unterbrechen. Und wie lange hat es gedauert, bis sich die Realität weiterer Mutationen letzten Endes in den Wachstumsprognosen, Gewinnausblickten und den Finanzmärkten der Länder, die als besonders gefährdet galten, niedergeschlagen hatte!

¹ <https://www.nature.com/articles/d41586-020-02009-w>

² Deutsch, D. (1997), *The Fabric of Reality: The Science of Parallel Universes – and Its Implications*, Penguin books; besonders Kapitel 11, *Time: The First Quantum Concept*.

³ Tetlock, P.E. und Parker, G., (2006), *Unmaking the West: "what-if" scenarios that rewrite world history*. University of Michigan Press

Wie man sich (k)eine Meinung bildet

Sicherlich konnte man sich zu all diesen Fragen schon frühzeitig bei Experten in den Bereichen Virologie und Infektionsepidemiologie informieren. Zwei Bücher – eins davon viel beachtet und das andere wirklich ausgezeichnet – kamen gar kurz vor Ausbruch der Pandemie auf den Markt und untersuchten die Parallelen zwischen Krankheitsausbrüchen und Phänomenen wie Panik an den Finanzmärkten.

In seinem neuesten Werk weist Robert Shiller überzeugend, wenn auch etwas oberflächlich, auf den großen Einfluss des „Storytelling“ auf große Wirtschaftsereignisse hin.⁴ Dagegen bietet Adam Kucharskis Buch wohl die beste Grundlage für Überlegungen, was Finanzmarktakteure in den letzten zwanzig Monaten gelernt haben sollten.⁵ Dazu gehört nicht nur die Infektionsepidemiologie, sondern auch ein besseres Verständnis dafür, wie, warum und wie lange sich Falschinformationen verbreiten können. Solche „Pandemien der Desinformation“ gedeihen weniger auf dem Boden der Bösartigkeit, sondern werden durch unsere eigenen, durch Vorurteile geprägten Verhaltensmuster genährt – als Individuen und als Kollektiv.

Die Fragen im ersten Absatz unseres Beitrags sind ein gutes Beispiel dafür, wie man genau nicht an die Deutung von Ereignissen herangehen sollte. Fragen wie „Welche bekannten Trends könnte Covid-19 beschleunigen?“ oder „Welche Trends könnte Covid-19 umkehren?“ zu stellen ist eine offene Einladung, in die Falle eines der größten Prognosefehler, die in Büchern wie Daniel Kahnemans „Schnelles Denken, langsames Denken“⁶ beschrieben werden, zu tappen. Mit solchen Fragen lassen sich nämlich schnell andere, sehr schwierige Fragen (solche, über die man lange und in alle Richtungen offen nachdenken muss) durch augenscheinlich einfache Fragen ersetzen (solche, die zu voreiligen Schlüssen verleiten).

Fragen Sie Experten nach bekannten Trends und schon rattern sie eine ganze Liste herunter.⁷ Im Allgemeinen ist es besser, das jeweilige Thema in mehrere überschaubare Teilbereiche zu unterteilen. Im Idealfall sollten dabei kausale Zusammenhänge im Mittelpunkt stehen, die sich zum Beispiel dadurch

überprüfen lassen, dass Daten aus unterschiedlichen Ländern herangezogen und bestehende Unsicherheiten benannt werden. Dies ist genau der Ansatz, den wir vor etwa einem Jahr verfolgt haben, als wir uns mit der überschaubareren Frage beschäftigten, wie Covid-19 die Zukunft des „Internet der Dinge“ (IoT) beeinflussen könnte.⁸

Damals definierten wir den Begriff IoT als „cyber-physikalische Systeme, bei denen mechanische und digitale Geräte in einem Netzwerk Daten austauschen, ohne dass menschliches Eingreifen erforderlich ist“.⁹ Solche Unternehmens- oder Verbraucheranwendungen können Robotik, Sensorik, Echtzeitdatenanalyse, maschinelles Lernen und Cloud-Computing nutzen, um Prozesse vollständig zu automatisieren. Daher scheint auf der Hand zu liegen, dass Covid-19 allbekannte Trends wie etwa die Automatisierung und Digitalisierung beschleunigen würde. Aber gerade weil wegen Covid-19 Risiken mit geringer Wahrscheinlichkeit aber dafür hoher Auswirkung in die Überlegungen stärker einbezogen werden mussten, kamen wir zu dem Schluss, dass letzten Endes eher viele verschiedene „Netze der Dinge“ entstehen könnten und nicht nur ein einziges „Internet der Dinge“.

Diese Methode dient, kurz gesagt, auch als Vorlage dafür, wie die kurz- und langfristigen Auswirkungen von Covid-19 zu Ende gedacht werden sollten. Die erste wichtige Erkenntnis ist, dass es nach einem so einschneidenden Ereignis niemals eine „Rückkehr zur alten Normalität“ geben kann. Bei derartig schnellen Entwicklungen wie im IoT hätte sich das Jahr 2021 mit oder ohne Pandemie grundlegend vom Jahr 2019 unterschieden. Stattdessen sollte man fragen, wie und warum – durch welche kausalen Mechanismen also – Covid-19 die Wahrscheinlichkeiten verschiedener Szenarien für das IoT verändert haben könnte.¹⁰ Dabei sollte man auch nicht verdrängen, dass einige dieser Szenarien Ihre eigenen Erwartungen oder die Ihrer Generation enttäuschen dürften.

Was verursacht gesellschaftliche Veränderungen?

Zwei besonders wichtige kausale Mechanismen haben damit zu tun wie Unternehmen, Organisationen und ganze Gesellschaften lernen. Dies sind Veränderungen, erstens, im

⁴ Shiller, R.J., 2019. Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Ereignis, Princeton University Press

⁵ Kucharski, A. (2020) Rules of Contagion: Why Things Spread - and Why They Stop, Profile Books

⁶ Kahneman, D. (2012) Schnelles Denken, langsames Denken, Siedler Verlag

⁷ Tetlock, Philipp (2005): Expert Political Judgement: How Good Is It? How Can We Know?, Princeton University Press

⁸ Eine gute Einführung zu diesem Konzept und seiner Geschichte ist nachzulesen in: „As Objects Go Online“ aus The Fourth Industrial Revolution: A Davos Reader vom 12.02.2014

⁹ <https://www.dws.com/de/insights/cio-view/makro/internet-der-dinge/>

¹⁰ <https://www.economist.com/leaders/2019/07/06/why-its-worth-reading-crazy-sounding-scenarios-about-the-future>

Verhalten verschiedener Generationen auf der Makroebene und, zweitens, in wirtschaftlichen Theorien, etwa durch geänderte Routineabläufe in Organisationen auf der Mikroebene. Wenden wir uns zuerst Gesellschaften und dem Verhalten von Generationen zu (die Mikroebene folgt weiter unten im Abschnitt über die Lernprozesse von Unternehmen). Auch wenn dieser Gedanke vielleicht traurig erscheint: der Lernprozess in Gesellschaften wird selten über Individuen, die ihre Meinung ändern, in Gang gesetzt. Vielmehr spielt es nach der „Soziologie der Generationen“ von Karl Mannheim eine wesentlich größere Rolle, dass die alten Generationen durch neue Generationen ersetzt werden. Große soziale Veränderungen spiegeln in der Regel das Denken und Verhalten neuer Generationen wider. Dies wird häufig durch gemeinsam erlebte und erinnerte Ereignisse bestimmt, die die Lebenserfahrung einer bestimmten Kohorte in ihren Entwicklungsjahren formen.¹¹

Die gemeinsam gemachten Erfahrungen in der Covid-19-Pandemie dürften sich als wichtiger kausaler Mechanismus erweisen, vielleicht sogar als der für das westliche Denken bedeutendste seit dem Fall des Kommunismus 1989 in Osteuropa. Genau das ist der Grund, warum nur mit allergrößter Vorsicht aus jüngsten Ereignissen auf die Zukunft geschlossen werden kann. Nur allzu leicht wird dabei das Potenzial gegenläufiger Effekte ignoriert. Zumindest nach Abschluss seiner Entwicklungsjahre versucht der Mensch, alles, was ihm das Leben bringt, in seine bereits bestehenden Konzepte von Realität einzuordnen. Die Auswirkungen auf Politik, Kunst oder die Gesellschaft und ihre Organisationsformen können dramatisch sein – sie haben aber in der Regel eine zeitliche Verzögerung von mehreren Jahren oder gar Jahrzehnten. Es dauert, bis eine neue Generation kollektiv einflussreiche Machtpositionen besetzt, aber sobald dies der Fall ist, sieht alles neu und anders aus.

Für die durch den Kalten Krieg geprägte Generation war Geschichte zwangsläufig ein ideologischer Konflikt, den die liberalen westlichen Demokratien gewonnen hatten.¹² Das war aber nicht die Zukunftsvision, die in den Cyberpunkromanen der späten 1980er und frühen 1990er Jahren beschrieben wurde.¹³ Nehmen wir den Roman „Snow Crash“ von Neal

Stephenson. Wie andere Science-Fiction-Bücher dieser Zeit spielt „Snow Crash“ in einer dystopischen Gesellschaft, die sich schon lange zum Anarchokapitalismus entwickelt hat. Nationalstaaten sind in autonome Kleinstädte oder Stadtbezirke („Burbklaven“) – sozusagen eigenständige, abgeschlossene Wohnsiedlungen – und größere Territorien zerfallen, die von großen Franchiseketten beherrscht werden.¹⁴

Wie große Ereignisse lange Schatten werfen – 1989 als Beispiel

Burbklaven gegen das westliche „Business as usual“ sind zwei extreme Szenarien, die vielen derzeitigen Marktakteuren mittleren Alters vertraut sind. Ein drittes Szenario – das allen gleich in den Kopf kommt, die alt genug sind, um sich an den real existierenden Sozialismus der ehemaligen Sowjetunion zu erinnern – ist das eines alles bestimmenden Staats. Dass sich die Wahrscheinlichkeiten für diese drei Szenarien in einer Welt nach Covid-19 verändert haben und daher angepasst werden müssen, liegt auf der Hand. Nur selten haben Staaten mehr Macht gehabt – wobei Chinas Regulierungsoffensive gegen Tech-Unternehmen wohl nur einen Vorgeschmack darauf bietet, was die Zukunft bringen könnte.¹⁵ Der angehende Autor eines Sciencefiction-Romans, der eine Kurzgeschichte über die Entstehung von Burbklaven verfassen möchte, hätte sich, das sei an dieser Stelle angemerkt, aber durchaus einer Pandemie als offensichtlichem Handlungstreiber bedienen können. In Ländern mit schwächeren Regierungsstrukturen könnten durchaus quasi-souveräne, abgeschlossene Wohnsiedlungen als ein Erbe der Covid-19-Pandemie entstehen.

Im Westen scheint sich die Ära der laxen Regulierungen und moderaten Unternehmensbesteuerung ihrem Ende zu nähern. Schließlich wird irgendjemand all die Rettungsmaßnahmen bezahlen müssen – und dabei könnten profitable Technologieunternehmen neben anderen gewinnstarken, multinationalen Unternehmen nur allzu leicht ins Visier geraten. Wie David Bianco, Chief Investment Officer Americas der DWS, vor kurzem anmerkte: „Da der S&P 500 von digitalen Unternehmen dominiert wird, besteht die vielleicht größte Gefahr darin, dass die Geschäftsmodelle der börsennotierten, aber privaten digitalen Schwergewichte durch staatliche Maßnahmen eingeengt werden. (...) Ob es nun Befehle und

¹¹ Mannheim, K. (1928), Das Problem der Generationen, in: Kölner Vierteljahreshefte für Soziologie, 7. Jg., H. 2; S. 157-185

¹² <https://www.dws.com/de/insights/cio-view/emea-de/die-rueckkehr-der-geschichte/>

¹³ Zu Cyberpunk allgemein s. <https://www.economist.com/the-economist-explains/2020/12/14/what-is-cyberpunk>

¹⁴ Stephenson, N. (1995), Snow Crash, Blanvalet

¹⁵ <https://www.dws.com/de/insights/cio-view/cio-flash/cwf-2021/china-hat-einen-regulierungsplan/>

Kontrollen im Osten sind oder Steuern und Vorschriften im Westen – es besteht die Gefahr, dass sich der Staat ein größeres Stück vom Kuchen abschneiden will. Dieses Risiko besteht für den Technologie- und Kommunikationsbereich, wir sehen es aber auch im Gesundheitswesen und besonders im Finanz- und Energiesektor.“¹⁶

Aber wir sprechen hier von „Risiken“ und nicht von Trends oder etwas, was entfernt so sicher wäre. Es ist immer noch etwas zu früh, um die möglichen Konsequenzen mit Blick auf gesellschaftliche Veränderungen genau zu beschreiben. Vielleicht ist es sogar noch zu früh, um zu sagen, was die alten Debatten im Stil der 1990er-Jahre über die Rolle einer Regierung ersetzen könnte. Schon vor der Pandemie gab es Hinweise darauf, dass jüngere Wähler eine dauerhaft stärkere Rolle des Staates bei der Umverteilung von Wohlstand und der Regulierung der Privatwirtschaft begrüßen würden.¹⁷ Die Sorge über den Klimawandel nimmt bei der Generation der „Digital Natives“, mit den damit verbundenen weitreichenden politischen Folgen, einen hohen Stellenwert ein. Dies konnte auch bei den jüngsten Wahlen zum Europarlament beobachtet werden.¹⁸

Wird Covid-19 den Trend zu größerem politischen Engagement und einem stärker eingreifenden Staat anschieben? Oder könnten die Erfahrungen aus Home-Schooling, staatlich verordneten Lockdowns und Maskenpflicht dazu führen, dass die nächste Generation noch misstrauischer und rebellischer wird, wenn ihnen Politiker und Amtsträger vorschreiben wollen, was zu tun ist? Welche neuen Formen der Verflechtung von Gesellschaft und Politik könnten entstehen?

Einige frühe Anzeichen für gesellschaftliche Veränderungen

Es gibt einen faszinierenden Weg, wie diese Fragen zwar nicht unbedingt beantwortet werden können, aber wie zumindest einige frühe Hinweise auf mögliche Szenarien zu erhalten sind, die künftige Debatten prägen könnten: Bestsellerlisten. Behalten Sie einfach im Auge, welche Romane im Allgemeinen und Science-Fiction-Romane im Speziellen in den kommenden Monaten und Jahren die vorderen Plätze erobern. Da Science-Fiction-Romane häufig aus aktuellen Trends intellektuell anspruchsvolle Entwicklungen konstruieren, waren sie schon

immer nützlich, um aus den Sorgen der Gegenwart auf die Zukunft zu schließen. Besonders an Wendepunkten im Denken und Verhalten der Generationen können die Bücher, die jüngere Leserinnen und Leser verschlingen, häufig mehr Hinweise geben als konventionelle Erkenntnisse aus Sachbüchern.

Denn die Leserinnen und Leser von heute sind die Entscheidungsträger von morgen, die eines Tages die Macht besitzen werden, verschiedene Zukunftsvisionen in die Realität umzusetzen, von denen sie in jungen Jahren gelesen und geträumt haben. „Snow Crash“ von Stephenson ist zum Beispiel bei Technologiefreaks nicht so sehr wegen seiner privatisierten „Burbklaven“ beliebt, sondern wegen seines digitalen Metaversums, in dem menschliche Avatare und Softwaredämonen eine parallele 3D-Welt bevölkern. Angesichts der Erfahrungen der Welt mit Covid-19 erscheinen die Chancen für ein wie auch immer geartetes Metaversum als einen kollektiven, virtuellen Raum zunehmend gut. Nicht zuletzt deshalb, weil viele der heute führenden Unternehmer im Silicon Valley in ihrer Jugend begeisterte Cyberpunk-Leser waren.¹⁹ Allerdings werden wir uns wohl noch in Geduld üben müssen, was danach kommt – einige Monate vielleicht, bis Visionen zu Romanen werden, aber viele Jahre bis zu ihrer Umsetzung.

Wie Unternehmen lernen

Wie wir am Beispiel des IoT gesehen haben, können Vorhersagen auf Mikroebene – welche Unternehmen oder Produkte einen dauerhaften Schub bekommen oder wie sich eine Branche nach einem großen Schock entwickeln wird – ebenso schwierig sein wie auf gesellschaftlicher Ebene. Zum Glück haben Ökonomen in den letzten 50 Jahren Arbeitshypothesen entwickelt, was derartige Schocks bedeuten. Im Hinblick auf die Beschleunigung des wirtschaftlichen Wandels – und die mögliche Veränderung der Richtung, den dieser Wandel nehmen könnte – hat Covid-19 zwei wichtige Dinge bewirkt aber dabei nicht zu einem dritten geführt, was auch leicht möglich gewesen wäre.

Erstens: Covid-19 hat den Lernprozess der Unternehmen selbst beschleunigt. Ökonomen denken heutzutage, dass wirtschaftlicher Wandel dadurch entsteht, dass Unternehmen durch wiederholtes Tun lernen und sich erinnern. Im Lauf der

¹⁶ David Biancos vollständige Publikation (auf Englisch) finden Sie unter <https://www.dws.com/insights/cio-view/americas-cio-view/20210830-americas-cio-view/>

¹⁷ <https://www.ft.com/content/0960efc6-4220-4172-8961-c94bb6efcbf8>

¹⁸ <https://www.dws.com/de/insights/cio-view/cio-view-quarterly/q2-2019/europas-gruene-Welle/>

¹⁹ <https://www.ft.com/content/bcac6b61-7b11-4469-99b7-c125311fa34d?emailId=6127a4caade4e20004f3d3f9&segmentId=7d033110-c776-45bf-e9f2-7c3a03d2dd26;> siehe auch: <https://www.economist.com/technology-quarterly/2020/10/01/a-novelists-vision-of-the-virtual-world-has-inspired-an-industry>

Zeit lernen private Unternehmen immer besser, ihren Gewinn zu maximieren – vorausgesetzt, das Umfeld verändert sich nicht allzu stark. Treten neue Herausforderungen auf, finden sich einige vielleicht in der glücklichen Lage, die richtigen Arbeitsroutinen oder das richtige Produkt bereits zu haben. Ein Beispiel: Ein Unternehmensgründer mittleren Alters, der schon lange vor Covid-19 die Arbeit im Home-Office oder Videokonferenzen unterstützt hat und dazu vielleicht vor einigen Jahrzehnten von der Idee des Metaversums in „Snow Crash“ inspiriert wurde. Für die meisten etablierten Unternehmen liefen die alten Arbeitsroutinen auf der Basis von „Business as usual“ und waren nicht für die Arbeitsbedingungen im Lockdown geeignet. Da diese unter den neuen Umständen kaum funktionieren konnten, waren die Firmen gezwungen, Arbeitsprozesse schnell und aus dem Stand zu verändern. Zumindest in der Anfangszeit ähnelten diese neuen Arbeitsabläufe eher Experimenten auf der Grundlage von „trial and error“ als der rationalen Abwägung verschiedener Optionen.²⁰ Nachdem sich die erste Aufregung um die neuen Herausforderungen durch die Pandemie gelegt hat, werden immer mehr der erfolgreichen Veränderungen imitiert, und die Privatwirtschaft als Gesamtes lernt, wie sie am besten auf die Herausforderungen reagieren kann.

Zweitens: Ob die neuen Arbeitsprozesse beibehalten werden, hängt teilweise von den Beschäftigten oder Kunden ab, um die die Unternehmen werben. Begrüßen oder missbilligen sie die Veränderungen oder sind sie ihnen im Grunde genommen gleichgültig? Hier wie auch in anderen Bereichen besteht unverändert eine große Unsicherheit, wie Beschäftigte und Kunden hierzu stehen, nachdem ihnen über so einen langen Zeitraum neue Gewohnheiten aufgezwungen worden sind. Ob sich diese neuen Gewohnheiten verfestigen werden, dürfte unterschiedlich sein: von Mensch zu Mensch und von Ort zu Ort sowie je nach Produkt oder Dienstleistung. Genauso wie mit Blick auf die künftige politische Einstellung der rebellierenden jungen Generation von heute ist es größtenteils zu früh für eine Einschätzung, welche Nettoeinfüsse die künftige Nachfrage nach bestimmten Waren oder Dienstleistungen dauerhaft bestimmen werden.

So hatten wir zum Beispiel im letzten Jahr erläutert, warum sich Covid-19 nach unserer Einschätzung auf die Nachfrage nach Büroraum letzten Endes sogar positiv oder zumindest

nicht destruktiv auswirken könnte.²¹ Die Befürchtungen der meisten Vermieter und Immobilieninvestoren gingen damals genau in die umgekehrte Richtung. Für den vorliegenden Beitrag ist anzumerken, dass sich diese Frage nicht durch a-priori-Überlegungen oder einige wenige Datenpunkte beantworten lässt.

Werden die Erfahrungen mit Videokonferenzen und Home-Office die Akzeptanz für ein Metaversum als „Standard-Location“ für alle, die entfernt vom Arbeitsplatz arbeiten können, beschleunigen? Oder könnte es zu einer Gegenreaktion kommen, da einige Unternehmen jetzt die unschätzbaren Vorteile sehen, wenn alle Beschäftigten am selben physischen Ort vereint sind, nicht zuletzt auch deshalb, weil es einigen Beschäftigten lieber sein könnte, teils oder überwiegend „am Arbeitsplatz“ zu sein? Wie sich zunehmend abzeichnet, wird es wohl eine Mischung aus Beidem sein.

Wie steht es mit dem stationären Handel? Oder Fitnessstudios? Oder Restaurants? Oder Kinos? Für alle diese Dienstleister hat die Pandemie eine Vielzahl an technologischen Alternativen aufgezeigt – aber es hat sich auch eine große Nachfrage nach traditionellen Shopping- und Gastronomieerlebnissen aufgestaut. Eines hat die Pandemie zweifelsohne erreicht: eine Sammlung von Daten und Anekdoten, die Wirtschaftsexperten, von Marktforschern bis hin zu Personalmanagern, durchforsten können. Vieles davon wäre ohne dieses gewaltige Experiment, wie man Dinge auch anders erledigen kann, unmöglich zu erfassen gewesen.

Eine ungewöhnliche Krise für viele Branchen, eben weil so viele Unternehmen überlebt haben

Dennoch dürfen wir in diese ersten Ergebnisse nicht zu viel hineininterpretieren – auch wenn viele Finanzmarktteilnehmer dies zu tun scheinen. Ein besonderes und sehr bewegendes Beispiel war in diesem Jahr die Wiedereröffnung von Buchläden in England und Wales, wo sich Szenen überschäumender Freude abspielten und sich „erwachsene Menschen wie Kinder im Süßwarenladen verhielten“, wie in der Presse zu lesen stand.²² Offensichtlich konnten es einige begeisterte Leserinnen und Leser in Bournemouth an der Südküste Englands kaum erwarten, Bücher vor dem Kauf nicht nur zu durchblättern, sondern auch ihren Duft einzusatmen.

²⁰ Nelson, R. and Winter, S. (1982), An Evolutionary Theory of Economic Change. Belknap Press/Harvard University Press

²¹ <https://www.dws.com/de/insights/cio-view/cio-view-quarterly/q3-2020/die-zukunft-von-bueros/>

²² Siehe zum Beispiel: <https://www.theguardian.com/books/2021/apr/21/book-sales-jump-a-third-in-first-week-of-bookshops-reopening-in-england-and-wales>

Das ist deswegen interessant, weil es die emotionale Bindung zwischen den Menschen aus Bournemouth und dem Buchhändler unterstreicht. Was lässt sich jetzt aber aus dieser Geschichte ableiten, wenn Sie ein Haus in Berlin besitzen und sich schon lange Sorgen darüber machen, wie lange Ihr Mieter, der einen Buchladen betreibt, die Miete noch bezahlen kann? Kann dieser Berliner Buchladen überleben und in Zeiten des Internethandels erfolgreich sein, und bringt der Bericht aus Bournemouth – so anschaulich und lebendig er sein mag – wirklich so viel Neues und Relevantes? Und wie steht es um den Videospieleladen in Bloomington, Minnesota? Oder ein traditionelles Spielzeugwarengeschäft in Bydgoszcz in Nordpolen? Inwiefern lässt sich an einem oder nur wenigen Datenpunkten ablesen, was für Ihre Fragen relevant sein könnte und was nicht?

Dennoch sind viele Finanzmarktbeobachter weiterhin schnell dabei, auf der Grundlage ähnlich dürftiger Beweise eine Einschätzung darüber vorzunehmen, welche „bekannten Trends“ Covid-19 beschleunigen könnte. Beim Internethandel, der Arbeit im Home-Office oder auch bei Videokonferenzen lautet die ehrliche Antwort, dass es die Unternehmen selbst noch nicht genau wissen bzw. wissen können. Und es gibt auch keine guten Gründe dafür, in dieser frühen Phase den Einschätzungen der Finanzmärkte zu Gewinnern und Verlierern über den Weg zu trauen.²³ Schuld daran ist zum Teil, dass bei Covid-19 bislang das dritte Element wirtschaftlichen Wandels fehlt: das Massensterben bestehender Unternehmen.

Rein theoretisch könnte man die Auswirkungen einer Pandemie auf das Geschäftsleben als Phase einer beschleunigten Evolution betrachten. Ein naheliegender Vergleich aus der Biologie, die diverse hier verwendete ökonomische Theorien des wirtschaftlichen Wandels stark inspiriert hat, wäre wie sich der Einschlag eines Asteroiden auf die Biodiversität eines Planeten auswirken könnte. Viele davor auf den Planeten – und aufeinander – gut angepasste Arten sterben in vergleichsweise kurzer Zeit aus. Die durch einen Asteroideneinschlag ausgelösten Verwerfungen schaffen so neue ökologische Nischen. Ähnlich ist es bei einem überraschenden Großereignis wie etwa einem Krieg oder einer Pandemie für Unternehmen und den wirtschaftlichen Wandel. Die Überlebenden hatten meist einfach Glück. Es

ist also nicht so, dass die organisatorischen Routinearbeiten der überlebenden Unternehmen so überragend wären – sie schaffen es nur, ein bisschen besser mit dem unerwarteten Schock umzugehen als die anderen, die nicht überleben. Auch die Überlebenden werden eine lange Phase der Anpassung benötigen, bis sie die optimale Antwort auf dauerhafte Veränderungen bei Konsumentenvorlieben innerhalb ihrer neuen Nische gefunden haben. Und zwar natürlich immer unter der Voraussetzung, dass ihr wirtschaftliches Umfeld stabil bleibt. Dabei kommt ihnen ein entscheidender Vorteil entgegen: sie haben überlebt, andere nicht. Genau deshalb stehen für die überlebenden Unternehmen die Chancen gut, sich zumindest für eine gewisse Zeit aufgrund des nicht mehr so starken Wettbewerbs erfolgreich weiter zu entwickeln.

Dies ist häufig nach Rezessionen zu beobachten, wobei es dieses Mal nach unserer Einschätzung anders sein dürfte. Zumindest in den Industriestaaten ist das Element der kreativen Zerstörung (zu der leider eben auch zahlreiche Unternehmenspleiten gehören), weitgehend ausgeblieben, dank der staatlichen Hilfsprogramme. Dadurch wird die Vorhersage noch schwieriger, wer auf lange Sicht auf Unternehmens- und auf Branchenebene zu den Gewinnern und den Verlierern gehören könnte. Oder anders gesagt: Sich über große Trends den Kopf zu zerbrechen ersetzt keine gründliche Bottom-Up-Analyse.

Fazit

Für eine vollständige Einschätzung des post-pandemischen Umfelds ist es noch zu früh, und der Schleier dürfte sich nicht allzu schnell lüften

In diesem Beitrag argumentieren wir, dass es noch zu früh ist, das post-pandemische Umfeld insgesamt einzuschätzen, ob nun im wirtschaftlichen und politischen Bereich oder auf Unternehmensebene. Um zu erklären warum, erinnern wir an eine der weitsichtigsten und zugleich beunruhigendsten Prognosen aus der Fachwelt der Ökonomen in der Anfangszeit der Pandemie. Nur wenige Wochen nach Beginn der Coronakrise wiesen Charles Goodhart und sein Co-Autor Manoj Pradhan darauf hin, dass sich Covid-19 verheerend auf den Bereich der wirtschaftlichen Statistik, nämlich wie Daten erhoben und berechnet werden, auswirken würde. „[In] einer Zeit, in der der

²³ Lo, Andrew (2017) Adaptive Markets: Financial Evolution at the Speed of Thought, Princeton University Press

Korb aus Waren und Dienstleistungen, die wir kaufen, plötzlich bis zur Unkenntlichkeit verschoben wurde, wird es beinahe unmöglich sein, (...) sinnvolle und aussagekräftige Daten zur Ermittlung von KPI [Konsumentenpreisindizes...] oder anderen Inflationsserien zu sammeln.“²⁴

Es kann niemals eine Rückkehr zur alten Normalität geben

Das mag sich nach einer recht „schlaumeierischen“ Sorge anhören, hat aber große Auswirkungen, die über lange Zeit spürbar bleiben dürften. Nach einem so einschneidenden Ereignis kann es niemals eine „Rückkehr zur alten Normalität“ geben. Das stimmt im metaphorischen Sinn, wie wir oben gesehen haben, angefangen mit dem Beispiel des Internet der Dinge. Es stimmt aber auch in einem engeren, technischen Sinn, wenn es um Wirtschaftsstatistiken geht. Ökonomen versuchen in der Regel, Rückschlüsse aus Daten zu ziehen und nehmen dazu verschiedene Bereinigungen vor, zum Beispiel um jahreszeitliche Einflüsse. Das dürfte – sowohl für staatliche Statistikämter als auch für Marktbeobachter – leider für einige Jahre schwierig werden. Für die Jahre 2020 und 2021 werden wir ganz einfach keine alternativen Datenreihen haben, wie sich die Konjunktur ohne Pandemie entwickelt hätte, während die Daten von 2019 durch die strukturellen Veränderungen in der Wirtschaft immer weniger relevant werden. Auch werden die Inflationsdatenreihen nicht die einzigen Daten sein die leiden. Dieselbe grundlegende Logik trifft auch für andere viel beachtete Wirtschaftsindikatoren zu und rückt einige der Markt bewegenden Fehlprognosen in die richtige Perspektive.

In Pandemiezeiten ist es besonders wichtig, Sinn und Unsinn zu unterscheiden

Der Punkt über die Inflationsstatistik war für die meisten Leserinnen und Leser des Buchs von Goodhart und Pradhan nicht die wichtigste Erkenntnis. Die beiden Autoren argumentieren auch, dass die Inflation wieder aufflammen und Covid-19 verschiedene Trends, die in diese Richtung weisen, beschleunigen wird. Wer den Unterschied zwischen diesen beiden Vorhersagen – von denselben zwei Experten – kennt, ist auch in der Lage, in Zeiten der Pandemie Sinn von Unsinn zu unterscheiden. Die erste Frage – wie verlässlich

Inflationsstatistiken und Bereinigungen um jahreszeitliche Effekte in ein, zwei oder drei Jahren sein werden – ist eine technische Frage, über die sich die meisten Ökonomen wohl verständigen können. In Abhängigkeit von mehreren Dingen, zum Beispiel der Länge von Lockdowns, hätten wohl einige drei Jahre, andere fünf Jahre gesagt, bevor die Datenreihen wieder weitgehend „normal“ sind (mit Blick auf die Erhebung der Daten und ihrer Verlässlichkeit für Analysen). Aber dies sind Unterschiede in der Abstufung. Als Antwort auf die große Frage, ob Covid-19 die Inflation anheizen wird, können Sie von einer breit aufgestellten Expertenrunde als gemeinsamen Konsens höchstens ein „das hängt davon ab...“ erwarten, gefolgt von einer langen Liste von Faktoren, die es zu berücksichtigen gilt.

Wir erwarten in Zukunft eine leicht höhere Inflation

Nebenbei bemerkt tendieren wir selbst vorsichtig in dieselbe Richtung wie Goodhart und Pradhan und folgen ihrem Gedanken, dass alternde Bevölkerungen in Kombination mit verschiedenen Veränderungen in der Politik jetzt wohl auf eine leicht höhere Inflation hinweisen als in den zehn Jahren vor der Pandemie.²⁵ Bemühungen um eine Reduzierung der CO2-Emissionen könnten inflationäre Tendenzen bestärken, zumindest auf kurze und mittlere Sicht. Die Pandemie könnte auch einen Wendepunkt in der Stellung von Regierungen darstellen, die ab jetzt eine größere Rolle spielen könnten als vor der Pandemie und zum Beispiel die Marktmacht der Tech-Giganten beschneiden und durch fiskalpolitische Maßnahmen für eine stärkere Umverteilung sorgen könnten. Aber wie auch in allen anderen Bereichen, die wir diskutiert haben, sind gegenläufige Entwicklungen möglich. So könnte Covid-19 zum Beispiel den Trend zur Ungleichheit bei der Vermögensverteilung noch weiter verstärken und die Auswirkungen der demographischen Entwicklung auf Inflation und die Realzinsen vielleicht mehr als umkehren.²⁶ Hoffnung macht aber, dass der US-Trend bei Unternehmensneugründungen einen Schub für Innovationen und Produktivitätswachstum bedeuten könnte.²⁷ Auf längere Sicht könnten sich aber auch der Kampf gegen den Klimawandel oder Investitionen in die Infrastruktur positiv auf Innovationen und Potenzialwachstum auswirken.

²⁴ Goodhart, Charles und Manoj Pradhan (2020). The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality and an Inflation Revival. Palgrave Macmillan, S. 214ff

²⁵ <https://www.dws.com/de/insights/cio-view/makro/die-rueckkehr-der-inflation/>

²⁶ https://www.kansascityfed.org/documents/8337/JH_paper_Sufi_3.pdf

²⁷ <https://www.dws.com/de-de/insights/cio-view/chart-of-the-week/cotw-2021/chart-of-the-week-20210730/f>

Allgemein gehaltene Vorhersagen können hilfreich sein, aber nicht eine sorgfältige Analyse ersetzen

Dies alles heißt letzten Endes nichts anderes, als dass es für die Wirtschaft insgesamt keinen angemessenen Ersatz für eine sorgfältige Analyse gibt, die spezifische kausale Mechanismen in den Blick nimmt, durch die Covid-19 eventuell die Wahrscheinlichkeit für verschiedene Szenarien verändert hat. Ebenso ist es in der Politik, von den großen Fragen, wie sich zum Beispiel die Rolle des Staates ändern und welche Risiken dies für einige der umsatzstärksten Unternehmen der Welt bergen könnte, bis hin zu kleinen Fragen, zum Beispiel welche Ergebnisse verschiedene Wahlen bringen könnten.

Ende letzten Jahres hatten wir vorhergesagt, dass durch die Pandemie in den fest verankerten westlichen Demokratien Anti-Lockdown-Protestparteien wohl kaum nennenswerten Aufwind erhalten würden und dass Covid-Kompetenz (auch zu Impfungen) eher die Parteien innerhalb der Mitte stärken würde (z.B. je nach Erfolg oder Misserfolg einer Impfkampagne aus Wählersicht also besser oder schlechter für einzelne Parteien aus der gesellschaftlichen Mitte). Dies wurde bei verschiedenen regionalen und nationalen Wahlen in Europa weitgehend bestätigt, wobei Deutschland hier ein interessanter Testfall sein wird. Wir haben auch darauf hingewiesen, dass Covid-Einschränkungen (einschließlich höherer Preise für Lebensmittel) bereits bestehende Ursachen für Unzufriedenheit (besonders Korruption) und Spannungen (besonders zwischen Zentralregierungen und separatistischen

Bewegungen) verstärken und so in Ländern mit weniger stabilen politischen Systemen Volksaufstände oder Coups auslösen könnten.

Besonders bei Schwellenländern können diese allgemeinen politischen Vorhersagen, die nach einem größeren globalen Schock getroffen werden, zumindest bedingt dabei helfen, Risiken frühzeitig zu benennen. So können diese zum Beispiel dabei helfen, Staatsanleihen zu bewerten oder mögliche Störungen in den Rohstofflieferketten einzuschätzen. Sie sind allerdings kein Ersatz für eine sorgfältige Emittenten-Auswahl über Bottom-Up-Analysen, die alle Besonderheiten eines Landes berücksichtigen. Unsicherheiten lassen sich nicht einfach dadurch wegwünschen, dass von neuesten Trends oder Erfahrungen in anderen Ländern auf die Zukunft einzelner Länder geschlossen wird.

Das trifft in noch stärkerem Maße auf Anlageentscheidungen auf Unternehmens- oder Branchenebene zu. Die Auswirkungen der Pandemie müssen unbedingt bedacht werden. Aber machen Sie dabei nicht den Fehler, schon durch die Fragestellung die Antwort in eine Richtung zu lenken, die Sie in die Irre führen könnte! Wir bleiben, nebenbei bemerkt, insgesamt optimistisch: Robuste Gewinne und negative Realzinsen dürften die Bewertungen von US-Risikoanlagen in der unmittelbaren Zukunft stützen. Dies dürfte wiederum Risikoanlagen in anderen Ländern unterstützen, von denen viele noch vergleichsweise günstig erscheinen.

GLOSSAR

Cloud-Computing – Beinhaltet Technologien und Geschäftsmodelle, dank derer IT-Ressourcen aus der Ferne und bedarfsorientiert abgerufen werden können

Fiskalpolitik – Alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die ein Staat ergreift, um seine volkswirtschaftlichen Ziele zu verwirklichen

Inflation – Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

Internet der Dinge – Ein Begriff, um die zunehmende Internetfähigkeit jedweder Produkte zu beschreiben

Realzins – Zinssatz, der die Verzinsung bzw. Wertveränderung eines Vermögenswertes angibt unter Berücksichtigung der Preisveränderungsrate

S&P 500 – Marktkapitalisierungsgewichteter Index, der die 500 führenden börsennotierten Unternehmen der USA abbildet

Schwellenländer (Schwellenmärkte) – Länder auf dem Weg zur Industrialisierung

Wichtige Hinweise

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, simuliert oder tatsächlich realisiert, sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt.

DWS Investment GmbH 2021

Herausgeber: DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

085074_1 (08/2021)