M.M.WARBURG & CO
BANK

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

15. Juli 2021

Wachstum in einer nachhaltigen Welt: Geht das?

Der Sommer ist die Jahreszeit, in der man mitunter die Gelegenheit hat, die Gedanken ein wenig schweifen zu lassen und sich über die tagesaktuelle Hektik hinaus mit eher grundsätzlichen, aber sehr wichtigen Sachverhalten zu beschäftigen. Und so stößt man gelegentlich auf Bücher oder Artikel, die man sonst vielleicht übersehen oder nicht ausreichend wertgeschätzt hätte. Ein solcher Artikel, mit dem man sich auf jeden Fall beschäftigen sollte und der eigentlich eine Pflichtlektüre für angehende Volkswirte sein müsste, ist der Beitrag „Die Faltung der Welt“ von Andreas Levermann in der FAZ vom 7.7.2021.[1] Der Autor ist Physiker und Klimawissenschaftler am Potsdam-Institut für Klimafolgenforschung.

Der Autor beschäftigt sich in dem Artikel u.a. mit der Frage, inwieweit der Klimawandel zu Einschränkungen in der Wirtschaft führen wird und wie man aus Wachstumssicht damit umgehen könnte oder müsste. Und auch wenn der Artikel zunächst einen sehr mathematischen und damit akademischen Blick auf die Frage wirft, sind die Antworten doch hochgradig praxisrelevant und spielen eine erhebliche Rolle auch bei der Beantwortung der Frage, ob notwendige Einschränkungen in den kommenden Jahrzehnten nicht auch zu rückläufigen Gewinnwachstumsraten führen müssten, was wiederum einen erheblichen Einfluss auf die langfristig zu erwartende Wertentwicklung von Aktien haben könnte. Levermann argumentiert wie folgt: Unbegrenzter Ressourcenverbrauch und unbegrenzte Schadstoffemissionen sind keine Option mehr, wenn man die Erde nicht an den Rand der Bewohnbarkeit treiben will. Damit ist auch ein grenzenloses Wachstum im klassischen Sinn keine Option, denn grenzenloses Wachstum führt in geschlossenen System zu Explosionen oder zum Kollaps – beide Alternativen sind kein begehrenswerter Zustand für Ökosysteme und Gesellschaften.

Auf der anderen Seite sind statische und stagnierende Gesellschaftsformen auch kein erstrebenswertes Ziel; schließlich lebt die Menschheit nicht im Paradies, in dem sich keiner über den statischen Zustand beschweren würde. Große Teile der Weltbevölkerung sind arm und viele Krankheiten sind immer noch nicht heilbar. Gleichzeitig ist der menschliche Geist ist auf Kreativität und Ehrgeiz „getrimmt“. Da ist eine exogen vorgegebene Stagnation keine glaubwürdige Alternative, wo doch die bisherige Menschheitsgeschichte durch Entwicklung und Dynamik und damit durch Wachstum geprägt war. Doch wie lassen sich dann Wachstum und Ressourcenknappheit miteinander in Einklang bringen? Oder etwas mathematischer formuliert: Wie kann endloses Wachstum in einem endlichen Raum ermöglicht werden? In der Theorie der dynamischen Systeme existiert das Prinzip der Faltung: Ein System kann sich in einem endlichen Raum entwickeln und trotzdem eine „Explosion“ verhindern, indem es sich faltet. Die Grenzen werden als solche erkannt und der Raum zwischen den Grenzen auf immer effizientere Weise genutzt. Levermann spricht von einem Wachstum in die Vielfalt, die den Raum einnimmt, ohne ihn zu sprengen. Was mathematisch elegant formuliert werden kann, ist auch als Analogie für das Wirtschaftsle-

[1] https://www.faz.net/aktuell/wissen/erde-klima/klimakrise-loesungen-durch-einen-mathematischen-blick-17422986.html

ben geeignet. Denn auch bei Begrenztheit kann Wachstum entstehen. Ein sehr gutes Beispiel für eine solche Grenze ist der Europäische Emissionshandel. Mit diesem Handel an CO_2-Emissionsrechten ist für die nächsten Jahrzehnte sichergestellt, dass die betroffenen Sektoren der Wirtschaft eine gesetzlich festgelegte Emissionsmenge nicht überschreiten können. Der sich in den nächsten Jahren ergebende Preis für die Rechte ist nicht bekannt und wird sich am Markt bilden; der Mengeneffekt ist aber garantiert und bildet eine solche Grenze. Und da diese Grenze für alle Marktakteure bekannt und anerkannt ist, wird sie – mathematisch betrachtet – Teil des dynamischen Systems. Man lernt mit dieser Grenze zu arbeiten, sie zu berücksichtigen und mit ihr zu leben. Im Idealfall braucht man dafür letztlich einen globalen Emissionshandel mit einer globalen Kappung und stetigen Reduktion der Emissionsmengen, aber selbst dieser Anfang ist gemacht, nachdem China begonnen hat, einen eigenen Emissionshandel nach europäischem Vorbild aufzubauen. Was mathematisch zu einer Faltung führt, ist im Wirtschaftsleben nichts weiter als Innovation und Kreativität, die lernt, mit den Grenzen umzugehen und das Beste daraus zu machen.

Kreativität und Wertschöpfung findet immer statt, sobald die Rahmenbedingungen des Handelns für alle klar sind. Nicht die Begrenzung des Wachstums ist Aufgabe der Politik, sondern die Begrenzung des Raumes und vor allem der Rahmenbedingungen, in denen das Wachstum stattfinden kann. Auch wirtschaftshistorisch zeigt sich, dass Begrenzungen nie ein dauerhafter Wachstumskiller waren. Gerade zu Zeiten von Kriegen, Seuchen oder Naturkatastrophen wurden Menschen besonders erfinderisch und erzielten technologische Sprünge, die zuvor in „bequemen“ Zeiten nicht stattgefunden haben. Die aktuelle Corona-Krise ist dafür nur das jüngste Beispiel. Wer hätte gedacht, dass der temporäre Zusammenbruch von Lieferketten nur einen so kurzen Effekt auf die globale Wertschöpfung ausüben würde? Und wer hätte vermutet, dass man ganze Länder über Monate in den Lockdown schicken kann und dann trotzdem keine 18 Monate nach dem Beginn der Krise wieder die alten Wertschöpfungsniveaus erreicht? Schließlich hat die Corona-Krise wahrscheinlich einen größeren Beitrag zur Digitalisierung der Gesellschaft geleistet als sämtliche Bemühungen von Unternehmen und Politikern in den 20 Jahren zuvor. Schlussendlich wird sogar der medizinische Fortschritt von der Pandemie profitieren, denn durch die in Rekordzeit entwickelten mRNA-Impfstoffe wurde die Tür auch zur Behandlung anderer Krankheiten sehr weit geöffnet. Ein anderes gutes Beispiel sind die von Deutschland nach dem zweiten Weltkrieg zu leistenden Reparationen über die Demontage der Schwerindustrie. Durch den Abbau von Maschinen und deren Lieferung an die Siegermächte sollte Deutschland industriell geschwächt werden; im Ergebnis war die Demontage aber die Keimzelle für das folgende Wirtschaftswunder, da die Betriebe in Deutschland gezwungen waren, neue Maschinen zu entwickeln und anzuschaffen, die letztlich viel produktiver waren und einen gewaltigen Wachstumsschub ermöglichten. Wie schon ein altes Sprichwort sagt: Not macht erfinderisch! Nie sollte man die Leistungsfähigkeit von dezentralen, marktwirtschaftlichen System unterschätzen, mit Herausforderungen umzugehen.

Wir sollten daher keine Angst vor Knappheit und Restriktionen haben, sondern nur Angst davor, dass diese nicht sauber von der Politik benannt oder global unterschiedlich definiert und interpretiert werden. Problematisch ist es zudem, wenn die Politik selbst zum Akteur wird, statt nur Rahmenbedingungen zu schaffen. Ein gutes Beispiel dafür ist wiederum der Klimaschutz. So wird einerseits auf europäischer Ebene ein sehr effizientes System des Emissionshandels eingeführt, andererseits betreiben die EU und vor allem auch nationale Regierungen überflüssiges und manchmal auch schädliches Mikromanagement, indem gewisse Technologien gefördert und andere verboten werden. Dadurch werden – mathematisch gesprochen – effiziente Faltungen eher verhindert. Meistens führen diese Eingriffe nur zu Wohlfahrtsverlusten, ohne dass die eigentlich angestrebten Ziele mit einem höheren Zielerreichungsgrad erreicht werden.

Auch wenn dies alles politisch klingen mag, so haben diese Überlegungen doch eine erhebliche Kapitalmarktrelevanz. Denn da vor allem in Europa in den kommenden Jahrzehnten eher nicht mit einer Normalisierung der Zinspolitik zu rechnen ist, spielen Aktien eine zunehmend wichtige Rolle in der Allokation von Portfolios. Das ist aber nur attraktiv, wenn die zu erwartenden Gewinnwachstumsraten nicht deutlich gegenüber ihrem historischen Pfad einbrechen. Wäre dies der Fall, stünde die zu erwartende Rendite in keinem hinreichend attraktiven Verhältnis zu den damit einhergehenden Risiken. Wir können hier aber Entwarnung geben. So wie sich in der Mathematik ein begrenzter Raum falten kann, so können Unternehmen ebenfalls mit Grenzen und Restriktionen umgehen, wenn sie diese klar und langfristig belastbar formuliert werden. Wachstum, Gewinne und Wohlfahrtszuwächse sind auch in einer nachhaltigen Welt möglich!

Marktdaten

Aktienmärkte	Stand 15.07.2021 14:00	Veränderung zum 05.07.2021 -1 Woche	09.06.2021 -1 Monat	09.04.2021 -3 Monate	09.07.2020 -12 Monate	31.12.2020 YTD
Dow Jones	34933	0,4%	1,4%	3,4%	35,9%	14,1%
S&P 500	4374	0,5%	3,7%	5,9%	38,8%	16,5%
Nasdaq	14645	0,0%	5,3%	5,4%	38,8%	13,6%
Russell 2000	2202	-4,5%	-5,4%	-1,8%	57,4%	11,5%
DAX	15641	-0,1%	0,4%	2,7%	25,2%	14,0%
MDAX	34568	0,1%	2,3%	5,6%	30,2%	12,2%
TecDAX	3619	1,5%	6,0%	3,9%	18,9%	12,6%
EuroStoxx 50	4064	-0,6%	-0,8%	2,1%	24,6%	14,4%
Stoxx 50	3545	0,1%	1,0%	5,1%	17,8%	14,0%
SMI (Swiss Market Index)	11988	0,2%	1,7%	6,7%	18,2%	12,0%
FTSE 100	7037	-1,8%	-0,6%	1,8%	16,3%	8,9%
Nikkei 225	28279	-1,1%	-2,0%	-5,0%	25,5%	3,0%
Brasilien BOVESPA	128407	1,2%	-1,2%	9,1%	29,5%	7,9%
Russland RTS	1616	-2,9%	-3,5%	14,0%	30,9%	16,5%
Indien BSE 30	53159	0,5%	2,3%	7,2%	44,7%	11,3%
China CSI 300	5151	1,3%	-1,6%	2,3%	6,4%	-1,1%
MSCI Welt (in €)	3059	0,8%	5,4%	5,8%	31,1%	18,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	1338	-0,7%	0,7%	1,3%	19,0%	7,7%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	174,34	164	178	297	-218	-330
Bobl-Future	134,64	50	30	-42	-21	-54
Schatz-Future	112,18	3	0	7	9	-9
3 Monats Euribor	-0,55	2	2	2	-11	4
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,53	0	0	3	-6	0
3 Monats $ Libor	0,12	-2	-1	-7	-15	-12
Fed Funds Future, Dez 2021	0,08	-1	0	0	11	0
10-jährige US Treasuries	1,33	-11	-16	-34	72	41
10-jährige Bunds	-0,33	-8	-9	1	17	24
10-jährige Staatsanl. Japan	0,02	-1	-5	-8	1	-1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,32	-10	-11	-6	13	17
US Treas 10Y Performance	699,20	0,7%	1,3%	3,4%	-4,3%	-2,3%
Bund 10Y Performance	671,01	0,8%	0,8%	0,4%	-1,1%	-2,0%
REX Performance Index	496,51	0,5%	0,6%	0,4%	-0,1%	-0,5%
IBOXX AA, €	0,22	-5	-3	1	-11	20
IBOXX BBB, €	0,59	-6	-6	-5	-67	4
ML US High Yield	4,55	-2	-10	-22	-218	-42
Wandelanleihen Exane 25	8374	0,0%	-0,2%	0,6%	10,0%	0,6%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	531,76	-1,8%	0,0%	12,9%	59,3%	29,9%
MG Base Metal Index	429,75	-0,3%	-1,4%	8,1%	46,3%	21,2%
Rohöl Brent	73,66	-4,6%	1,9%	16,8%	73,3%	42,0%
Gold	1825,26	1,9%	-3,4%	4,7%	1,3%	-3,8%
Silber	26,13	-1,1%	-6,3%	3,4%	40,2%	-0,9%
Aluminium	2480,70	-2,1%	0,4%	10,4%	51,6%	25,7%
Kupfer	9482,25	0,0%	-4,7%	6,1%	50,5%	22,4%
Eisenerz	217,94	2,6%	3,7%	28,0%	108,3%	39,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	3139	-2,6%	26,5%	50,6%	73,4%	129,8%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1808	-0,5%	-3,2%	-0,7%	4,1%	-3,8%
EUR/ GBP	0,8511	-0,7%	-1,3%	-1,7%	-4,9%	-4,9%
EUR/ JPY	129,88	-1,3%	-2,6%	-0,4%	6,7%	2,7%
EUR/ CHF	1,0827	-1,0%	-0,8%	-1,7%	1,8%	0,2%
USD/ CNY	6,4608	-0,1%	1,1%	-1,4%	-7,6%	-1,1%
USD/ JPY	110,16	-0,7%	0,5%	0,4%	2,8%	6,7%
USD/ GBP	0,7210	-0,2%	1,8%	-1,0%	-9,0%	-1,4%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.