

## INTERNALISIERUNG VON EXTERNALITÄTEN

Kolumne von Peter De Coensel, CEO DPAM

Die Überschrift dieses Artikels sollte Sie nicht verunsichern. Ich werde ihn ausführlich erörtern, und damit Sie sich nicht vertun, sollte die Überschrift nuanciert verstanden werden. Im Wesentlichen möchte ich vermitteln, dass die schmerzhafteste Anpassung an den globalen Anleihe- und Aktienmärkten in den letzten fünf Monaten durch eine deutliche Anpassung der makroökonomischen Politik ausgelöst wurde. In Zukunft wird jede Anpassung (nach oben oder unten) jedoch eher von der Fähigkeit und dem Erfolg seitens der Regierungen und Unternehmen abhängen, die negativen externen Effekte zu ihrem und zum Nutzen der Gesellschaft zu internalisieren. Obwohl die Internalisierung von Externalitäten ein langwieriger Prozess ist, befinden wir uns derzeit an diesem Wendepunkt. Der Erfolg eines Portfolios wird durch eine angemessene Bottom-up-Analyse der Investitionsinstrumente von Staaten und Unternehmen bestimmt, die die Spreu vom Weizen trennt.

Die Suche nach Top-down-Lösungen für die negativen externen Effekte der Pandemie stand im Vordergrund. In den vergangenen zwei Jahren haben wir uns vor allem damit beschäftigt, die negativen makroökonomischen Folgen und Auswirkungen der Pandemie, wie Versorgungsunterbrechungen, Inflation und Schuldenaufbau, in einen Kontext zu bringen, zu steuern und zu kontrollieren. Bei diesen Top-down-Bewertungen wurden die Wirksamkeit oder die Gefahren von geld- und finanzpolitischen Impulsen, Entscheidungen und Praktiken modelliert. **Die Unsicherheit über das Ausmaß der Intervention, d. h. darüber, wie die makroökonomische Politik verwaltet, beibehalten oder reduziert werden sollte, prägte die Volatilität der Finanzmärkte.** Der Grad der Unsicherheit ist auch heute noch auf die anhaltenden externen Effekte zurückzuführen. Der geldpolitische und makroprudenzielle Rahmen, der das Risiko des Fortbestehens negativer externer Effekte begrenzen soll, gewinnt jedoch an Klarheit. **Es ist an der Zeit, dass Regierungen, Unternehmen und Haushalte beginnen, die (negativen) externen Effekte zu internalisieren.**

**Externe Effekte in der Volkswirtschaftslehre beziehen sich auf Kosten oder Nutzen, die einem Dritten entstehen oder zugutekommen. Die dritte Partei hat jedoch keine Kontrolle über die Entstehung der privaten oder gesellschaftlichen Kosten oder Vorteile. Eine Externalität kann positiv oder negativ sein und wird meist im Zusammenhang mit der Produktion oder dem Verbrauch einer Ware oder Dienstleistung verstanden.** Darüber hinaus hat die COVID 19-Pandemie gezeigt, dass auch die über die Auswirkungen von Markttransaktionen hinausgehenden Nebenwirkungen berücksichtigt werden sollten. Diese reichen vom Verhalten politischer und wirtschaftlicher Entscheidungsträger bis hin zum Verhalten der Verbraucher, die sich für eine erfolgreiche Internalisierung der externen Effekte entscheiden, im Gegensatz zu denjenigen, die die negativen externen Effekte weiterhin vernachlässigen. Eine kurze positive externe Auswirkung der Pandemie war ein vorübergehender Rückgang der Treibhausgasemissionen im Jahr 2020.

**Internalisierung bedeutet, dass Regierungen, Unternehmen und Verbraucher Verantwortung übernehmen und ihre Politik, ihre Unternehmen oder ihre Haushalte so führen, dass negative externe Effekte reduziert, beherrschbar und von innen heraus kontrollierbar werden.** Gewinner von Rückständern oder gar Verlierern zu unterscheiden, wird das Gebot der Stunde sein. Das Spiel ist in dem Moment gewonnen, in dem qualitativ hochwertige Grundlagenforschung Erfolgskriterien wie solide Geschäftspraktiken, Modelle und echte Widerstandsfähigkeit bei der Erzielung von Spitzenergebnissen bei gleichzeitiger Kostenkontrolle offenlegt.

In den letzten Monaten hat sich gezeigt, dass bestimmte Regierungspolitiken Schwierigkeiten haben, pandemiebedingte externe Effekte erfolgreich zu internalisieren. Man denke nur an den Beinahe-Zahlungsausfall in Sri Lanka, wo der Vertrauensverlust der Bevölkerung in ihre Regierung das Land im Kern destabilisiert. Die Auswirkungen der Energie- und Nahrungsmittelinflation verstärken die Ungleichheit in vielen Gesellschaften und könnten zu mehr sozialen Unruhen führen (siehe soziale Kosten). Der Krieg zwischen

der Ukraine und Russland behindert die Versorgung mit Weizen und Öl in den Schwellenländern und in den Industrieländern, was hohe negative externe Effekte hat. Länder, die ihre Lieferketten erfolgreich umleiten oder auf andere Grundnahrungsmittel umstellen können, werden ihre Widerstandsfähigkeit erhöhen. Länder, denen es an politischem Scharfsinn und verantwortungsvoller Führung mangelt, werden fragil werden und ihre Finanzierungskosten steigen lassen müssen. Es ist mit einer breiteren Streuung der Kreditspreads für Staatsanleihen in den Schwellenländern und in den Staatsanleihemärkten der entwickelten Märkte zu rechnen.

Bei Unternehmen wird zunehmend darauf geachtet, dass Firmen, die bei der Internalisierung von externen Effekten versagen oder schlechte Entscheidungen treffen, entlarvt werden. **Über alle Sektoren hinweg werden wir eine größere Bewertungsstreuung zwischen den Unternehmen beobachten. Man sollte damit beginnen, die Fähigkeit von Unternehmen abzuwägen, Strategien zu entwickeln und einzuführen, die das Risiko einer "Klimaflation", "Fossilflation" und "Greenflation" verringern.** Die Pandemie war in der Tat ein Katalysator, der die Inflation auf die gesamte Gesellschaft abgewälzt hat. Die russische Invasion ist der Zünder, der die Energie- und Nahrungsmittelinflation noch weiter anheizen könnte. Da das Szenario eines anhaltenden Margendruckes in allen Branchen offensichtlich wird, ist Wachsamkeit geboten. Die jüngste Gewinnsaison hat die ersten Opfer zutage gefördert. Der steile Bewertungsrückgang bei den breit gestreuten Aktien von Target und Walmart ist eine Warnung. Diese Ereignisse auf einen zu optimistischen Lageraufbau in Erwartung eines starken Nachholbedarfs zu schieben, ist eine schlechte Ausrede, um den Margendruck zu erklären.

Isabel Schnabel, Mitglied des Direktoriums der EZB, hielt am 22. März eine wegweisende Rede mit dem Titel "Ein neues Zeitalter der Energieinflation: Klimaflation, Fossilflation und Greenflation". Sie beschreibt den kombinierten Angebots- und Handelsbedingungschock, den die Klimaflation durch verstärkte Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit und die Preise durch Dürren und extreme Wetterbedingungen verursacht. Die fossile Inflation ist aufgrund des oligopolistischen Charakters des Marktes anhaltend. Die Abkehr von der immer noch sehr starken Abhängigkeit von Erdöl- und Erdgasprodukten könnte einen hohen Preis haben. Die grüne Inflation wird durch den grundlegenden Bedarf an Metallen und Mineralien für die Erzeugung erneuerbarer Energien (Offshore-Windparks erfordern siebenmal mehr Kupfer als der Bau von Gaskraftwerken) oder für Elektrofahrzeuge vorangetrieben, wodurch die Versorgung mit Lithium und Kobalt unter Druck gerät.

Eine höhere Investitionsintensität muss durch die staatliche Finanzpolitik aufgefangen werden. Die EU wird Spielraum geben, die USA werden ihn sich nehmen. In dem Moment, in dem die Regierungen den Unternehmen erlauben, die Kosten zu internalisieren, wird dies zu einer höheren Nachfrage nach Marktkapital führen und die Realzinsen in die Höhe treiben. Unternehmen, die ihre Augen verschließen und sich für den Status quo entscheiden, könnten vom Markt hart bestraft werden. **Diese Rechnung wird in Form von höheren Kreditspreads und/oder deutlich niedrigeren Aktienbewertungen kommen.** Das idiosynkratische Risiko wird in H2 2022 und darüber hinaus steigen.

**Während der Markt in der ersten Jahreshälfte 2022 den größten Teil des Bewertungsschmerzes überstanden haben könnte, weil die makroökonomische (vor allem monetäre) Reaktion auf die negativen externen Effekte der Pandemie eingepreist wurde, treten wir nun in eine zweite Phase ein.**

**In dieser zweiten Phase, in der es noch zu weiteren Marktanpassungen kommen kann, werden bestimmte Staatsanleihemärkte und bestimmte Unternehmen am meisten leiden, da sie es versäumen, die Vorteile einer verantwortungsvollen Unternehmensführung sowie einer sozialen und ökologischen Unternehmenspolitik zu berücksichtigen und zu internalisieren.**

Zugegeben, einige Sektoren profitieren derzeit vom kurzfristigen Anstieg der Energiepreise oder anderer volatiler Inflationskomponenten. Die längerfristigen Gewinner werden sich jedoch durch nachhaltige Strategien auszeichnen, die negative externe Effekte nicht ausnutzen, sondern diese reduzieren, minimieren und den sozialen Nutzen für alle Beteiligten maximieren.

**Denken Sie an die "Bereitschaft und Fähigkeit" der Wirtschaftsakteure, bei der Internalisierung externer Effekte einen Wettbewerbsvorteil zu erzielen. Dies ist bereits jetzt ein wichtiger Parameter für den Aufbau solider Investitionsportfolios und wird es auch künftig bleiben.**