



Europa vor dem Absturz ...

... in ein neues europäisches Wirtschaftswunder?

Das erste Halbjahr 2017 hat an den Börsen sehr positive Entwicklungen gezeigt. Ist das nur ein Aufbäumen vor dem Absturz? Was passiert mit der EU? Kann sie sich zusammenraufen? Oder muss sie als Fehlkonstruktion scheitern? Mit diesen und anderen Fragen befasst sich nachfolgender Beitrag und findet erstaunliche Parallelen zwischen der EU heute und dem Europa der Nachkriegszeit. Heute wie damals ist Europa und die ganze westliche Welt eingebunden in ein ökonomisches Umfeld, das stark von staatlichen Eingriffen geprägt ist. Der Erfolg von damals gibt Anlass zu vorsichtigem Optimismus.

VON MAGNUS PIROVINO, MANAGING DIRECTOR
OPIRO CONSULTING AG, TRIESEN

«Wie soll man denn das Problem mit dem Euro lösen?» Diese Frage stellte kürzlich ein junger Student seiner Kollegin in einem angeregten Gespräch, das ich unfreiwillig während einer Zugfahrt mitbekam. «Sicher nicht, indem die EZB noch mehr Geld druckt, mit dem die immer weiter wachsenden Staatsschulden gekauft werden!», antwortete sie. «Aber die EU und mit ihr der Euro ist doch ein politisches Friedensprojekt, das einfach nicht scheitern darf!»

Das Interessante an dieser Diskussion war weniger das Thema, dieses wird ja überall intensiv diskutiert, das Interessante war die Klarheit der Positionen, die beide einnahmen. Sie, sehr prononciert liberal, freiheitlich und privatwirtschaftlich argumentierend. Er, eindeutig sozialdemokratisch, eine große Lenkungsfunktion dem Staat zubilligend.

Sie: «Der Zins sollte ein freier Marktpreis sein. Er sollte sich aus der Summe vieler individueller und privater Einzelentscheide ergeben. Wenn der Staat und die Notenbank in diesen Prozess eingreifen, verhindert dies das gesundende Wirken der Marktkräfte. Zombie-Unternehmen (und wirtschaftlich schwache Staaten), deren Produkte (resp. deren Wirtschaft) nicht konkurrenzfähig sind, können sich zu

billig refinanzieren, werden dadurch künstlich am Leben erhalten und binden Ressourcen, die anderweitig besser genutzt werden könnten!»

Er: «Staatliche Eingriffe sind nötig, sonst nimmt die Ungleichheit immer mehr zu. Wie sollen die vielen Arbeitslosen denn ihr Geld verdienen, wenn immer mehr Unternehmen bankrottgehen und Leute entlassen, weil sie keine günstigen Kredite mehr bekommen!»

Sie: «Freie Märkte schaffen wieder neue Unternehmen mit neuen Stellen auf den Trümmern der alten, die nicht überlebensfähig waren!»

Er: «...neue Stellen natürlich nur für die sowieso schon Privilegierten. Die Unterschicht, der Mittelstand und vor allem die älteren Semester, die nicht mehr so anpassungsfähig sind, bleiben alle auf der Strecke!»

Ich hörte diesem angeregten Argumentations-Pingpong noch eine Weile zu und dachte: Jedem Durchschnittseuropäer geht es doch ganz ähnlich wie mir hier. Er sitzt im (Europa-)Zug und muss sich die immer gleichen linken und rechten Positionen anhören. Beide überzeugen nicht. Auf der einen Seite sind die Liberalen nicht realistisch genug: Die EU und den Euro einfach kollabieren lassen, ist keine Lösung, die die heutige Gesellschaft akzeptieren könnte. Auf der anderen Seite überzeugen die Sozialisten auch nicht: Wie um Himmelswillen

soll unser Wohlstand gesichert werden, wenn jeder unabhängig von Herkunft und Qualifikation die hohle Hand machen kann?

These 1: Die westlichen Gesellschaften verlangen nach mehrheitsfähigen Alternativen zu den reinen linken oder rechten Positionen.

Das politische Dilemma

Lassen Sie mich versuchen, dieses Knäuel etwas zu entwirren. Was wir hier sehen, ist ein politisches Dilemma.

Das Dilemma der Linken: Sie stehen für die Verteilungsgerechtigkeit ein. Je klarer sie sich dazu bekennen, je unklarer wird, woher unser Wohlstand kommen soll (also ob auch genug produziert wird, das dann verteilt werden kann). Falls sie aber wirtschaftsfreundliche Kompromisse eingehen, fahren sie das Risiko, die Ungleichheit zu befördern und damit ihre Wähler betrogen zu haben.

Das Dilemma der Rechten: Sie bekennen sich zur individuellen Freiheit und zur liberalen Marktwirtschaft. Wenn sie sich darin klar positionieren, dann wird unklar, wie sich der Wohlstand auf die Bevölkerung verteilen wird. Falls sie aber Kompromisse mit den Sozialisten eingehen, fahren sie das Risiko, die Wirtschaft zu behindern und damit ebenfalls ihre eigenen Wähler betrogen zu haben.

Das Dilemma beider Parteien ist im Kern das Grunddilemma zwischen Produktion und Verteilung: Beides kann nicht gleichzeitig gesichert sein. Sichert man die sozial gerechte Verteilung des Kuchens, dann wird unsicher, wie viel davon insgesamt gebacken wird. Sichert man sich ein möglichst großes Kuchenstück, dann wird unsicher, wer wie viel vom Gesamtkuchen bekommt.

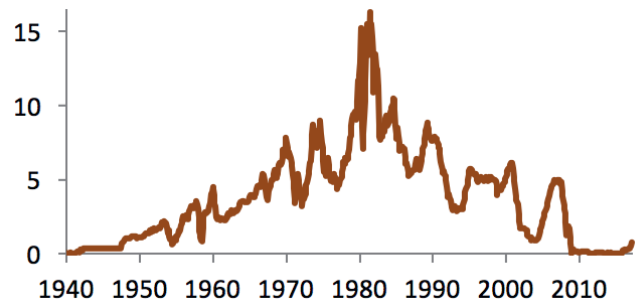
These 2: Das politische Dilemma von Links und Rechts ist im Grunde ein ökonomisch-soziales Dilemma zwischen Produktion und Verteilung.

Das Dilemma als Treiber des langen Wirtschaftszyklus

Politische Parteien müssen sich profilieren und klar positionieren, sonst sind sie unglaubwürdig. Diese Klarheit hat aber ihren Preis: Die Partei bietet nur Sicherheit für ein Anliegen (z.B. für Verteilungsgerechtigkeit), das dazu komplementäre Anliegen (z.B. eine hohe Wirtschaftsleistung) muss sie notwendigerweise ausblenden. Dieses Dilemma führt zu politischen Zyklen. Mal sind die Linken an der Macht, mal die Rechten. Es treibt aber auch die langen Wirtschaftszyklen. Lange Phasen, die vom Liberalismus geprägt sind, folgen langen Phasen, die von Umverteilung geprägt sind. Dabei liegt im Erfolg einer Phase auch schon ihr Niedergang begründet. Die lange Phase des Neoliberalismus, der in den frühen 1980er Jahren (Stichworte: «Reaganomics» und «Thatcherismus») ihren Anfang nahm, hat uns zwar bis in die Nullerjahre hinein ein weltweit starkes Wirtschaftswachstum beschert. Dieses Wachstum ist aber seit längerer Zeit schon ziemlich gedrückt und der Neoliberalismus wird jetzt von seinen «unsozialen» Nebenwirkungen eingeholt. Die Ungleichheit nimmt zu. Zu viele Bevölkerungsgruppen, nicht nur die Unterschicht, gerade auch der Mittelstand partizipiert zu wenig am Wohlstandswachstum. Aber auch die lange Phase davor, die Phase des Keynesianismus (der «nach-

frageorientierten Wirtschaftspolitik» der 1950er bis 1970er Jahre) scheiterte letztlich an ihrem eigenen Erfolg. Alle nach dem zweiten Weltkrieg hochverschuldeten westlichen Staaten hatten ein Interesse daran, durch staatliche Eingriffe so hohes Wachstum und Inflation zu erzeugen, dass sie sich gleichzeitig langsam entschulden und Vollbeschäftigung erzielen konnten. Die Arbeitslosenquote in Westeuropa lag Ende der 1950er und noch während der ganzen 1960er Jahre im Durchschnitt unter 2 %^[1]. Viele Arbeiter und ärmere Leute schafften den Sprung in den aufkommenden Mittelstand. Dieser Erfolg läutete jedoch bereits den Niedergang dieser Phase ein. Durch die aufkeimende Macht der Gewerkschaften verteuerte sich der «Faktor Arbeit» so stark, dass die Inflation und mit ihr die Zinsen auf unerreichte Höhen steigen mussten. Dies legte den Grundstein für die darauf folgende, neoliberale Phase der «angebotsorientierten Wirtschaftspolitik», die bis heute anhält.

Langer Zinszyklus
US 3M T-Bill rate (%)*



*Quelle: <https://fred.stlouisfed.org>

Am grafischen Beispiel des Zinszyklus' wird hier der lange Wirtschaftszyklus illustriert, dessen Existenz heute kaum jemand mehr anzweifelt. Diese Tatsache können wir uns zunutze machen.

These 3: Das Positive am langen Zyklus ist, dass wir versuchen können aus der Geschichte zu lernen um daraus Prognosen für die Zukunft abzuleiten.

An einem Übergang

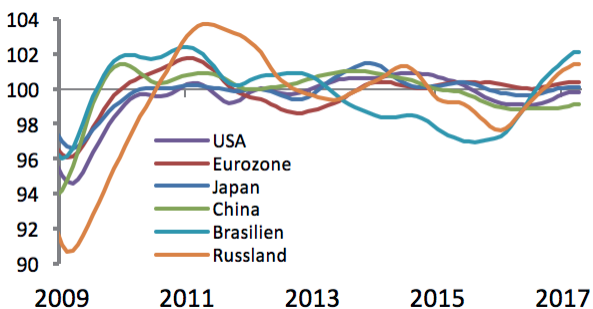
Wenn es also einen langen Zyklus gibt, in welcher Phase befinden wir uns darin? Ist der Liberalismus noch stark genug, dass die Politik den freien Marktkräften zum Durchbruch verhilft, damit der Euro und mit ihm die Eurozone endlich zusammenbrechen kann? Oder stehen die Sozialisten bereits am Anfang einer lang anhaltenden Erfolgsphase? Die Präsidentschaftswahlen in Frankreich, aber auch die Entwicklungen in andern westlichen Ländern, wie den USA, Großbritannien oder Deutschland lassen darauf schließen, dass sich die Bürger des Dilemmas bewusst sind, in welchem allzu profilierte linke und rechte Positionen stecken. Die Bürger haben beides satt, sie wollen nicht mehr zwischen links und rechts wählen müssen. Sie verlangen nach Antworten außerhalb des etablierten Politsystems. Und sie sind bereit – mit Emmanuel Macron in Frankreich, aber auch mit Donald Trump in den USA oder mit Großbritanniens Brexit – neue Experimente zu wagen. Wir stehen also an einem Übergang.

Welche Kräfte werden sich durchsetzen?

Die staatlichen Eingriffe nehmen zu. Die Staaten können ihre hohen Schulden nur durch höheres Wachstum und höhere Inflation sozialverträglich (langsam genug) abbauen. Ein abrupter Schuldenabbau forciert durch die freien Marktkräfte (z.B. ein Staatsbankrott in Italien oder gar Frankreich) würde unsere Gesellschaft zerreißen, was niemand will. Dieser langsame Gesundungsprozess ist wohl nur durch eine weiterhin expansive Geldpolitik (die Realzinsen für Staatsanleihen müssen unter der Wachstumsrate gehalten werden) und eine fiskalische Ausweitung möglich. Die staatliche Nachfrage wird durch Infrastrukturinvestitionen sowie durch Investitionen in technologische (Energie-)Innovation, Sicherheit, Umweltschutz, Bildung und Gesundheit erhöht. Dadurch wird der «Faktor Arbeit» aufgewertet und man versucht – durchaus noch innerhalb einer «liberalen Wirtschaftsordnung» – langsam Vollbeschäftigung zu erzielen. Der österreichische Ökonom Stephan Schulmeister nennt diesen Prozess «soziale Innovation», für die er das Beispiel der Nachkriegszeit heranzieht: «Im sozialen Bereich [wurde diese geprägt] durch die Grundsätze der (praktizierten) Sozialen Marktwirtschaft [...] und im ökonomischen Bereich durch die [...] keynesianische Theorie. [Dies hatte zur Folge, dass in] den 1950er und 1960er Jahren [...] der Sozialstaat stetig ausgebaut [wurde und] gleichzeitig ging die Staatsverschuldung (relativ zum BIP) stetig zurück.»^[1, p. 123] Dieser zögerliche Prozess der «sozialen Innovation» ausgehend von einer «liberalen Wirtschaftsordnung» hält die Begehrlichkeiten der Gewerkschaften vorerst noch im Zaun, die so nur schrittweise erstarken und das Wachstum noch kaum behindern. Die Inflation bleibt gedämpft und kann nur langsam ansteigen.

Die Zeichen für einen Erfolg einer solchen – noch ungeschriebenen – «Wirtschaftspolitik» hin zu einem neuen «europäischen Wirtschaftswunder» stehen in der Tat nicht schlecht. Es ist jetzt im Jahr 2017 das erste Mal seit der Finanzkrise, dass die führenden Wirtschaftsindikatoren der weltweit wichtigsten Volkswirtschaften alle gemeinsam nach oben zeigen.

OECD Composite Leading Indicators*



*Quelle: OECD

Und dies bei sehr verhaltener Inflation.

These 4: Die weltweit (moderate aber) synchrone Wirtschaftserholung ist ein wichtiger Schritt hin zur Ausbildung eines neuen langen Wirtschaftszyklus': anfangs noch getrieben von Infrastrukturinvestitionen und fiskalischer Ausweitung, später immer mehr auch durch technologische und soziale Innovation.

Anlagekonklusion

Falls wir tatsächlich auf dem Weg hin zu einem neuen «europäischen Wirtschaftswunder» sind, dann dürfen wir sowohl für Finanzanlagen (Aktien, Obligationen und Alternative Assets) als auch für Realanlagen wie zum Beispiel Immobilien positiv sein. In diesem Szenario setzt Ihr Finanzportfolio am besten auf globale Diversifikation und auf einen gesunden Mix zwischen Aktien (als Ertragslieferant) und Bonds (zur Risikominderung). Inflation steigt nur langsam an, die Realrenditen aber schneller (was schlecht für Gold und Goldminenaktien ist). Dieses positive Umfeld ist ein idealer Nährboden für Euphorie. Legen Sie Ihr Risikoprofil deshalb jetzt fest (falls Sie das noch nicht gemacht haben) und halten Sie sich später daran. Werden Sie in der Euphorie nicht noch risikofreudiger. Nutzen Sie Trendakzelerationen (z.B. bei Aktien) dafür, um die Risikopositionen zu rebalancieren. Suchen Sie nicht zweifelt eine höhere Rendite bei illiquiden Anlagen, wie zum Beispiel Private Equity oder Private Debt. Hier ist antizyklisches Verhalten angesagt. Der «Run» in diese illiquiden Anlagen lässt ihre normalerweise höhere Rendite rasch dahinschmelzen. Halten Sie solche Anlagen nur als Beimischung in einem sonst hochliquiden Finanzportfolio.

Neben den Finanzanlagen lohnt es sich, substanzielle Mittel auch in einem Realportfolio zu halten, das z.B. in Immobilien investiert, am besten auf Ihren Heimmarkt fokussiert.

Warum Immobilien?

Falls sich das neue «europäische Wirtschaftswunder» realisiert, steigt die Inflation langsam an, später – auf Sicht von 20 bis 30 Jahren – kann diese Phase durchaus in eine Hochinflationsphase überspringen. Immobilien bieten dafür einen hohen Anlegererschutz.

Warum Immobilien auf den Heimmarkt fokussieren?

Positives Denken ist zwar angebracht, aber an welcher Stelle genau wir uns im langen Zyklus befinden, können wir nur vermuten, nicht wirklich wissen. Die neoliberalen Marktkräfte könnten sich durchaus noch ein weiteres Mal durchsetzen, was das Ende des Euro und auch der Eurozone in der heutigen Form bedeuten würde. Extreme nationalistische und protektionistische Kräfte in Europa und auch weltweit könnten ebenfalls überhandnehmen, was kriegerische Konflikte nach sich ziehen würde. Ihr Privatvermögen wird dann im Extremfall – wenn überhaupt – nur im Inland geschützt sein. Ihr Immobilienportfolio sollte also einen starken Homebias haben.

Mit einem liquiden – global gut diversifizierten – Finanzportfolio und einem – auf den Heimmarkt fokussierten – Immobilienportfolio sollten Anleger also für diese Zeit des Übergangs am besten gewappnet sein. Geben wir den politischen Experimenten in der Mitte eine Chance. Positives Denken ist angebracht, aber seien wir auch nicht blauäugig allen lauernenden, politischen Gefahren gegenüber.

^[1] Stephan Schulmeister (2013):

http://stephan.schulmeister.wifo.ac.at/fileadmin/homepage_schulmeister/files/Real-Finanzkapitalismus_11_13.pdf

Aus: Jürgen Kromphardt (Hg.), Weiterentwicklung der Keynes'schen Theorie und empirische Analysen, Schriften der Keynes-Gesellschaft, Band 7, Marburg 2013.

WICHTIGER HINWEIS

Diese Publikation dient ausschließlich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offert-Stellung und kein öffentliches Inserat zum Kauf- oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Der Inhalt dieser Publikation beruht auf Informationsquellen, welche wir als zuverlässig erachten. Wir können aber keine Zusicherung oder Garantie für dessen Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität abgeben. Die Umstände und Grundlagen, die Gegenstand der in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind, können sich jederzeit ändern. Einmal publizierte Informationen dürfen daher nicht so verstanden werden, dass sich die Verhältnisse seit der Publikation nicht geändert haben oder dass die Informationen seit ihrer Publikation immer noch aktuell sind. Die Informationen in dieser Publikation stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch dürfen alleine aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide getroffen werden. Eine Beratung durch eine qualifizierte Fachperson wird empfohlen. Anleger sollten sich bewusst sein, dass der Wert von Anlagen sowohl steigen als auch fallen kann. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist daher keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Außerdem unterliegen Anlagen in Fremdwährungen Devisenschwankungen. Wir schließen uneingeschränkt jede Haftung für Verluste bzw. Schäden irgendwelcher Art aus – sei es für direkte, indirekte oder Folgeschäden –, die sich aus der Verwendung dieser Publikation ergeben sollten. Diese Publikation ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Verteilung dieser Publikation verbieten oder von einer Bewilligung abhängig machen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, müssen sich daher über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten.

IMPRESSUM

AUSGABE: Juli 2017

HERAUSGEBER: OPIRO Consulting AG, Landstrasse 40, FL-9495 Triesen

REDAKTION: Magnus und Lea Pirovino

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

FOTO: Magnus Pirovino, Bündner Rheintal mit Calanda

© 2017 OPIRO Consulting AG, Triesen (FL), www.opiro.li