



OPIRO
Investment Letter
August 2013

Planquadrat «Globale Schulden» und «Politische Kooperation» – eine Zwischenbilanz.

Vor drei Jahren begann die grösste Staatsschuldenkrise der Geschichte. Wie diese Krise bewältigt wird, beeinflusst entscheidend unser aller Wohlergehen und die Zukunft unserer Nachkommen. Eine Zwischenbilanz zeigt: Vieles ist noch im Argen – die Finanzmärkte reagieren mit hohen Ausschlägen, aber die Politik beschreitet durchaus gangbare Lösungswege. Die Wirtschaft dankt es ihr mit einem zaghaften Frühlingserwachen.

VON MAGNUS PIROVINO, PARTNER
OPIRO FINANCE PARTNERS AG, TRIESEN

Erinnern Sie sich noch an das Frühjahr 2010? Erleichtert schauten wir damals zurück auf die gerade überwundene Finanzkrise von 2007–2009. Die Erleichterung dauerte nur kurz. Mit Erschrecken stellten wir fest: Die Finanzkrise mutierte in eine immense Schuldenkrise westlicher Industriestaaten, sprich: wir Steuerzahler werden zur Kasse gebeten.

Gut möglich, sogar wahrscheinlich, dass Sie sich damals bereits grosse Sorgen um die Zukunft gemacht hatten. Wer wird für diese Schulden bezahlen? Bezahlen wir mit unserem Ersparnis? Mit unserer Pension? Noch schlimmer, bezahlen gar unsere Kinder und Enkelkinder? Oder kann die Weltwirtschaft aus diesen Schulden herauswachsen? Vielleicht sogar so, dass niemand auf viel verzichten muss?

Damals wie heute weiss niemand so richtig, wie diese Schuldenprobleme gelöst werden können. Angesichts des immensen öffentlichen Schuldenbergs war aber eines bereits 2010 klar: Eine Lösung ist Aufgabe der Politik. Hand aufs Herz – Politiker können zusammenarbeiten oder nicht, ob dabei etwas Gutes herauskommt, ist in beiden Fällen höchst unsicher. Gehen wir die vier Fälle kurz durch, welche sich 2010 als mögliche Zukunftsszenarien angeboten hatten.

Die Zukunftsszenarien von 2010



Szenario 1: Die Schulden nehmen relativ zur Wirtschaftsleistung ab, während die politische Kooperation national und global zunimmt. Eine «Gute Balance zwischen expansiver Geldpolitik und strukturverbessernden Austeritätsmassnahmen» könnte zu diesem positiven Ergebnis führen.

«Ein wundervolles Szenario! Leider reinstes Wunschdenken», könnten Sie einwenden, «damals wie heute!». Vielleicht ist dieser Einwand berechtigt. Aber bevor wir dieses Szenario aus heutiger Sicht bewerten, lassen Sie uns die Auslegeordnung vervollständigen: Welches waren die anderen Szenarien von 2010?

Szenario 2: Die Schuldenlast nimmt weiter zu, obwohl die Politiker weltweit gut kooperieren. Nennen wir dieses Szenario **«G20 Exzesse»**. Die G20 war wegen der Finanzkrise 2008 entstanden und zu einem wichtigen globalen Machtfaktor geworden. Sie können sich leicht vorstellen, dass Politiker die G20 als Instrument missbrauchen, um ihre Staatsapparate auszubauen, was die öffentliche Schuldenlast weiter erhöht und gleichzeitig Wachstum behindert.

Szenario 3: Die Schulden nehmen weiter zu, während die politische Kooperation abnimmt. «Eskalierender Nationalismus» wäre eine mögliche Konsequenz. Protektionismus, Fremdenfeindlichkeit und Kriegstreiberei sind die Attribute eines solchen Szenarios, ganz ähnlich wie die Welt sich nach der Grossen Depression der 30er-Jahre des letzten Jahrhunderts entwickelte. Dies ist auch heute immer noch nicht ausgeschlossen.

Szenario 4: Die Schulden nehmen ab, obwohl die politische Kooperation nachlässt. Die politische Einmischung vor allem von Amerika in globale Krisenherde hatte bislang neben sicherheitspolitischen auch wirtschaftliche Gründe. Zum Beispiel die Sicherung des Zugangs zur Ressource Öl. Angesichts der Tatsache, dass Amerika durch seine Schiefergas- und -ölvorkommen immer weniger von importierter Energie abhängig ist, kann sich im konservativen Washington die Erkenntnis breitmachen, auf absehbare Zeit drohe keine kriegerische Eskalation. Die «soft power» von Diplomatie und Handelspolitik gewinnt in den Machtzentren dieser Welt Oberhand über militärische «hard power». Das immense Verteidigungsbudget kann stark entlastet werden: gut für den Schuldenabbau. Gleichzeitig kann der Wiederaufbau der eigenen industriellen Basis für autonomes Wachstum sorgen. Europa und andere Länder sind dann gezwungen, es den USA gleichzutun. Nennen wir dieses Szenario **«Nicht-Einmischungs-Doktrin unter Besinnung auf die eigenen Stärken»**.

Dies sind also vier mögliche Zukunftsszenarien, wie sie sich uns bereits vor drei Jahren angeboten hatten. Wenn Sie sich damals anhand dieser Szenarien Sorgen um die Zukunft gemacht hatten, was ist Ihre Zwischenbilanz heute?

Die Zwischenbilanz heute

Zwischenbilanz Schulden.

Die Schuldenlast ist immer noch immens. Noch wichtiger als die Höhe des Schuldenbergs selbst ist aber die Fähigkeit, diesen abzubauen zu können. Kann ein Staat erstens für seine Schuldzinsen aufkommen? Und zweitens hat dieser Staat die Kraft, über Strukturreformen für das dazu notwendige Wachstum zu sorgen?

Schauen wir als erstes Kriterium auf die Schuldzinsen: Überraschend positiv fällt die Bilanz für die USA, Japan, Skandinavien, Deutschland, Schweiz und sogar für das Vereinigte Königreich aus. Wie gesagt in vielen Fällen ist die Schuldenlast noch immer sehr hoch und sogar weiter wachsend. Aber diese Länder haben es geschafft, ihre nominellen Wachstumsraten über ihre langfristigen Schuldzinssätze zu bringen. Den USA ist es sogar bis vor kurzem gelungen, ihre langfristigen Schuldzinssätze unter die Inflation zu drücken: ideal, um sich real zu entschulden. Negativer fällt die Bilanz in der EU-Peripherie aus. Auch dort haben sich Zinssätze markant zurückgebildet, die reale Verschuldung nimmt aber immer noch laufend zu. Die harte Austerität führt zu einem Teufelskreis von Wachstumschwäche, zu hoher Arbeitslosigkeit und Steuerausfällen. Frankreich wehrt sich bisher erfolgreich gegen den harten Austeritätsdruck aus Brüssel, kommt aber aufgrund fehlender Reformen unter Präsident Hollande wirtschaftlich nicht vom Fleck. Es ist nur eine Frage der Zeit, bis die Finanzmärkte höhere Langfristzinsen für französischen Staatsanleihen fordern. Kaum Schuldenprobleme kennen die aufstrebenden Märkte als Ganzes. Natürlich mahnt die undurchsichtige Lage im chinesischen Finanzsystem zur Vorsicht, wie auch die einseitige Rohstoffabhängigkeit Brasiliens und Russlands – insgesamt haben die aufstrebenden Länder ihre Staatsschulden aber gut im Griff.

Betrachten wir als zweites Kriterium unserer Zwischenbilanz die Strukturreformen: Der Erfolgsausweis fällt hier deutlich bescheidener aus. Am weitesten fortgeschritten sind nach wie vor die USA. Sie haben am schnellsten ihr Finanzsystem reformiert und eine starke Reindustrialisierung eingeleitet. So sehr die Menschen in der EU-Peripherie immer noch leiden und so viele Strukturreformen dort immer noch nötig sind, politisch sind die Systeme dieser Länder klar auf Reformkurs. Frankreich sollte reformieren, tut es aber nicht, was wie gesagt eine schwere Hypothek für die Finanzmärkte darstellt. Auch Japans Regierung Abe wird wohl erst unter massivem Druck der Finanzmärkte dringend notwendige Reformschritte einleiten. Leider haben es sowohl die USA also auch Europa verpasst, sich politisch für

massive Investitionen in ihre vernachlässigten Infrastrukturen stark zu machen. Die im Geld schwimmenden Finanzmärkte wären durchaus empfänglich für gute Argumente von Seiten der Politik, dass Schulden für nachhaltige Infrastrukturprojekte lohnende Investitionen auch für nachfolgende Generationen sind. Fazit: Noch zu viel Makro- und noch zu wenig Strukturpolitik. Nachhaltiges Wachstum bräuchte mehr vom Letzteren.

Zwischenbilanz politische Kooperation.

Erstauflückerweise überwiegt das Positive. Das konzertierte Vorgehen der Notenbanken in Krisensituation spricht für gutes Einvernehmen in der Staatengemeinschaft und ist bis jetzt der wichtigste Erfolgsausweis der G20. Auch frühzeitige, sogenannte makroprudenzielle Massnahmen verschiedenener Notenbanken (PBoC, SNB: höhere Kapitalunterlegungsvorschriften für Immobilienkredite; EZB, EU: Schritte zur Europäischen Bankenunion) unterstreichen dieses positive Bild. Fortschritte verzeichnet zudem der globale Freihandel (2012 WTO Beitritt Russlands, 2013 Gespräche zu einer Freihandelszone EU-USA sowie Freihandelsabkommen China-Schweiz, etc.).

Ein weiterer wichtiger Beitrag sind die Fortschritte in den globalen Transparenzbestrebungen. Auch wenn diese kürzlich für negative Schlagzeilen gesorgt haben, so zeichnet sich eine globale politische Kooperation in Sachen des automatischen Informationsaustauschs ab. Die globale Datenüberwachung der USA und anderer Länder ärgert uns zwar, sie bildet gleichzeitig aber die wichtigste Säule unserer Sicherheit in der Terrorbekämpfung. Dank Transparenzfortschritten und globalem politischen Druck macht die Korruptionsbekämpfung Fortschritte in aufstrebenden Ländern wie China, aber auch in der EU-Peripherie. Weltweit wächst die Empörung der Bürger gegenüber grassierender Korruption. Die internationalen Sanktionen gegenüber den Krisenherden sind erstaunlich gut koordiniert. Diese gut funktionierende Kooperation führt auch dazu, dass die USA ihr Engagement in vielen Krisengebieten sichtbar reduzieren. **Die verbesserte Sicherheitslage ist der wichtigste Beitrag der globalen politischen Kooperation.** Es brodelt zwar in allen Ecken und Enden, aber man gewöhnt sich daran. Gegenkräfte verhindern unabsehbare Eskalationen und sorgen für ein erstaunlich stabiles, globales System.

Es gibt aber auch negative Punkte in der Zwischenbilanz der politischen Kooperation. Die Fortschritte in der Bewältigung des Klimawandels und der zunehmenden Umweltschäden sind marginal. China könnte leicht scheitern im Bestreben, ihre überaus komplexen Probleme zentralistisch lösen zu wollen. Weil demokratisch organisierte Subsidiaritätsprinzipien in der öffentlichen Entscheidungsfindung fehlen, werden die kom-

plexen Probleme in Chinas Gesellschaft weiter zunehmen. Wir haben nach wie vor ein ungelöstes Islamisierungsproblem (Krisenherde Ägypten, Tunesien, Afghanistan-Pakistan), dessen Ausgang ungewiss bleibt.

Konklusion Zwischenbilanz Schulden und politische Kooperation.

Alles in allem haben wir uns seit 2010 im Planquadrat des Szenarios 1 befunden. Die globale Schuldensituation hat sich entschärft bei gleichzeitig vertiefter politischer Kooperation. «Gute Balance zwischen harten Austeritätsmassnahmen und lockerer Geldpolitik» zeitigt positive Resultate, wenngleich unterschiedlich nach Ländern. Dies lässt uns hoffen, dass sich auf diesem Wege längerfristig die Schuldenkrise bewältigen lässt. Ein weiterer Grund für die positiven Aktienmärkte seit 2010 ist ganz bestimmt auch die verbesserte globale Sicherheitslage (Friedensdividende, verlängerte Investmenthorizonte). Risiken bleiben aber virulent, kürzerfristig vor allem in Frankreich und den arabischen Ländern, längerfristig auch im Dreieck China-Korea-Japan.

Die Suche nach dem neuen Gleichgewicht

Was bedeutet diese (durchaus positive) Zwischenbilanz für den weiteren Verlauf der Wirtschaft und der Finanzmärkte? Nicht nur wegen der extrem lockeren Geldpolitik bleiben die Zinsen und damit die real zu erzielenden Anlageerträge tief. Wir befinden uns ganz allgemein in einem fragilen Umfeld tiefer Wachstumsraten und bescheidener Anlageerträge, für welches Mohamed El-Erian, PIMCOs Co-CEO, den Begriff «new normal» geprägt hat. In diesem Umfeld sorgt ein permanent rezessiver Druck für hohe Produktivitätsfortschritte, welche einen sinkenden Investitionsbedarf zur Folge haben; was wiederum zu hoher Arbeitslosigkeit und geringen Anlageerträgen führt. Dieser permanente Druck schafft ein Umfeld, in welchem sich diejenigen Innovationen durchsetzen werden (noch ist es leider nicht soweit), welche am Ende die Probleme unserer Zeit lösen werden, was sind: Armut, Massenarbeitslosigkeit, Überalterung und Umweltverschmutzung.

Auf der Suche nach einem neuen Gleichgewicht in diesem Umfeld wird die Wirtschaft und mit ihr die Finanzmärkte von starken Ausgleichskräften unterstützt. Der wichtigste Ausgleichsfaktor ist das Wechselspiel zwischen den Finanzmärkten und der Politik. Kommt der politische Kooperationsprozess ins Stocken, wie im Frühjahr 2010 oder im Sommer 2011, so macht der Finanzmarkt so lange Druck, bis eine politische Einigung erzielt wird. Umgekehrt mildert die Politik durch zunehmende

Regulation und lockeres Geld die Härtefälle eines allzu darwinistisch agierenden Finanzmarktes (ohne staatliche Eingriffe wären in den letzten Jahren die Vermögen von Zigmillionen Kleinsparern am Finanzmarkt komplett vernichtet worden). Ein zweiter auch sehr wichtiger Ausgleichsfaktor sind die zunehmenden Transparenzbestrebungen (Steuerharmonisierung, Antikorruption, Terrorismusbekämpfung, etc.). Erstaunlicherweise lässt sich noch ein weiterer wichtiger Ausgleichsmechanismus identifizieren: der zunehmende Druck zu Subsidiarität und Eigenverantwortung. Mit Subsidiarität ist hier gemeint: Entscheidungen des Gemeinwesens sollen in der kleinsten dazu fähigen Einheit gefällt werden können. In immer mehr Ländern (Türkei, Brasilien, Ägypten, Tunesien aber auch China) fordern Bürger in Massenprotesten ihre Selbstbestimmungsrechte ein. Diese Protestbürger denken zwar noch, der (durch ihre Proteste revolutionierte) Staat soll ihre Probleme von oben her lösen. Die wiederholten Enttäuschungen der Bürger über den Leistungsausweis ihrer Staatsapparate werden sie langsam zum Umdenken bewegen. Sie werden je länger je klarer erkennen, die komplexen Probleme unserer Zeit können nur subsidiär gelöst werden.

Anlagekonklusionen

Welche Anlagekonklusionen lassen sich aus diesem Befund ziehen? Aus dem Befund – die Welt ist auf der Suche nach einem neuen Gleichgewicht und wird dabei durch stark wirkende, «natürliche» Ausgleichsprozesse unterstützt – ergeben sich zwei Konklusionen.

Erste Konklusion: Erhöhte Volatilität.

Das «new normal»-Umfeld führt zu vielen kleinen (Fast-) Rezessionen oder auch Mini-Krisen. Das Wechselspiel Finanzmarkt – Politik funktioniert nur bei hoher Finanzmarkt-Volatilität, weil nur Finanzmarktexzess Politik in Zugzwang bringt. Der französische Präsident Hollande wird ohne Druck der Märkte keine Strukturreformen in seinem Land durchbringen. Was für Frankreich gilt, gilt nach wie vor für die EU-Peripherie, in allen

industrialisierten Ländern und zunehmend auch in den aufstrebenden Ländern. Rechnen Sie also mit stärkeren Ausschlägen an den Aktienmärkten. Lassen Sie sich aber dadurch nicht irremachen; vertrauen Sie den Korrekturmechanismen (s.o.). Heftige Kursrückschläge bleiben Kaufgelegenheiten, wie schon in den letzten Jahren. Der Druck der Märkte wird sich auch bei den Kreditzinsen entladen. Die High-Yield-Zinsen sind im letzten Jahr stark gefallen. Auch diese Anlagen werden heftigeren Preisausschlägen ausgesetzt sein.

Zweite Konklusion: Zaghaftes Frühlingserwachen.

Die positiv wirkenden Ausgleichskräfte sorgen für einen langsamen Gesundungsprozess der Wirtschaft. Dies ist grundsätzlich gut für Aktien (das heisst: Risikoeingehen lohnt sich – aber nur, wenn das Risiko auch ausgehalten wird). Inflationsängste sind unbegründet: Das «new normal»-Umfeld sorgt noch lange für nur leicht ansteigende Inflation mit tiefen Zinsen am kurzen Ende. Dies macht Obligationen mit längerer Laufzeit jetzt wieder attraktiv (die langen Zinsen sind kürzlich wegen der Ängste, das Fed könnte sich früher als erwartet von ihrer lockeren Geldpolitik verabschieden, sehr sprunghaft angestiegen). Globale Immobilien profitieren weiter von diesem Umfeld. Gold und Goldminen könnten sich kurzfristig zwar erholen – längerfristig ist ein Umfeld der langsam zunehmenden Realrenditen jedoch schlecht für Goldanlagen. Vorsicht bei Financials: Banken und Versicherungen werden nur unter massivem Druck effizienter. Dieser Druck ist da, woraus langsam eine neue globale Finanzmarktarchitektur entstehen kann. Es wird aber schwierig sein, die künftigen Gewinner dieser neuen Architektur jetzt schon zu identifizieren. Die gleiche Vorsicht ist bei Tech-Stocks, Venture und anderen Innovationsanlagen geboten. Der Selektionsprozess der künftigen Gewinner steht erst am Anfang. Es wird vermehrt erfolgreiche Innovationen geben, aber wir werden erst in Nachhinein wissen, welche es sein werden.

Alles in allem ein ganz erfreulicher Ausblick, der jedoch seine Schmerzmomente kennt.

IMPRESSUM

AUSGABE: August 2013 | Herausgeber: OPIRO Finance Partners AG, Landstrasse 40, FL-9495 Triesen

REDAKTION: Magnus Pirovino mit freundlicher Unterstützung von Hubert Günter

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

© 2013 OPIRO Finance Partners AG, Triesen (FL) | www.opiro.li