



## Adventszeit, Krisenzeit: Eine Wunschliste an den Weihnachtsmann.

«Der Druck der Finanzmärkte mit ihrer Wertvernichtung wird so lange anhalten, bis die Macht der Wirtschaftslobby gebrochen ist, bis echte Innovation eine Chance erhält.»

VON MAGNUS PIROVINO, PARTNER  
OPIRO FINANCIAL PARTNERS AG, TRIESEN

Machen Sie die Probe aufs Exempel und fragen Sie in Ihrem Umfeld nach: «Wie geht es weiter mit der Krise?», Sie bekommen heute so klare Antworten wie schon lange nicht mehr. Auf der einen Seite gibt es die «dogmatischen Agnostiker». Man kann grundsätzlich nichts wissen über die Zukunft, sagen sie, ausser, dass sich wohldiversifizierte Wachstumsinvestitionen langfristig immer auszahlen. Auf der anderen Seite gibt es neu eine überwältigend grosse Zahl von Investoren, welche die Schuldenkrise ganz genau verfolgen und sich eine klare Meinung bilden. «Die EZB wird einspringen müssen!», sagen die einen, «Nur noch Anleihen und Aktien von global gut-positionierten Unternehmen bieten ausreichend Schutz!», sagen die andern, wieder andere sagen: «Das einzig Sichere ist Gold und Geldnoten im Tresor!». Eine solch geballte Konzentration der Debatte auf ein einziges Thema, die Schuldenkrise, gibt es sehr selten. Die Finanzkrise 2008 war ähnlich stark präsent in den Medien. Kaum jemand hat aber damals gewagt, eine klare Meinung über den Ausgang dieser Krise zu äussern. Dies ist heute anders. Diese Krise geht näher. Sie betrifft uns alle. Hier der Versuch einer nüchternen Analyse und Auslegeordnung der aktuellen Situation.

Aus zyklischer Sicht spricht einiges für ein baldiges Ende der Krise. Europa und Amerika drohen in eine Rezession abzurutschen. Die globale Wirtschaft zusammen mit den sogenannten «developing countries» erfährt eine signifikante Abkühlung. Die Geldpolitik lockert sich weltweit. Alles Anzeichen, dass der Aktienmarkt bald seinen Boden gefunden haben wird. Ist die Rezession nämlich einmal statistisch nachgewiesen, dann steigt der Aktienmarkt wieder, da alles Schlechte bereits eingepreist ist. Dies das zyklische Bild.

Die strukturelle Situation ist einiges komplexer und Vielgestalt. Fünf Hauptprobleme lassen sich identifizieren.

Erstens haben wir die demographischen Probleme. Es gibt immer mehr (angehende) Pensionisten, die sich um ihre Renten betrogen fühlen. Sie sollen länger arbeiten. Aber was sollen sie denn arbeiten? Wenn die Sockelarbeitslosigkeit immer mehr zunimmt. Wenn sogar die Jungen mit ihren frisch erworbenen Ausbildungendiplomen kaum mehr Arbeit finden. Wenn jede Rezession dazu benutzt wird, Arbeitsplätze abzuschaffen, die dann nach der Erholung nicht mehr benötigt werden. («Jobless recoveries» nennt man dieses Phänomen, das seit den 1990er Jahren bei Rezessionen immer wieder zu beobachten ist.)

Zweitens haben wir ein soziales Problem. Die Schere zwischen Arm und Reich geht weiter auf. Und dies nicht nur im Westen, auch in den Schwellenländern. Hier schwindet der Mittelstand. Dort kommt er kaum voran.

Drittens haben wir ein politisches Problem. Dysfunktionale Regierungen und Parlamente prägen die politische Realität in Europa und Amerika. Hartnäckigste Korruption grassiert weltweit, nicht nur in den Schwellenländern. Wir haben eine «classe politique», welche lieber permanent im Wahlkampf verharrt, statt richtige (aber unpopuläre) Lösungen anzustreben. Aber nicht nur die Politiker sind das Problem, auch wir Bürger selbst. Immer mehr Verantwortung für das eigene Wohl ist in den letzten Jahrzehnten an den Staat delegiert worden. Das ging solange gut, als man getrost das Bezahlen der Zeche auf die nächste Generation übertragen konnte. Diese beginnt sich jetzt aber immer vehementer zu wehren.

Viertens haben wir ein strukturelles Problem im Finanzsystem. Es gibt weltweit schlicht zu wenige, investierbare Wachstumsmöglichkeiten, aufgrund deren das Finanzsystem aus ihren Problemen «herauswachsen» könnte. Das Finanzsystem ist auf global mindestens fünf Prozent Wachstum ausgerichtet. Für ein tieferes Wachstum ist das System massiv überdimensioniert und es befindet sich in einer Engführung gegenüber Kunden und Gläubigern, welche von vermeintlich höheren Erträgen ausgegangen sind.

Unser grösstes Problem jedoch – fünftens – ist der immense Mangel an Innovationskraft der Wirtschaft. Jene Innovationskraft, welche alle diese strukturellen Probleme dauerhaft zu lösen vermag. Dies ist das Erstaunlichste in der Zeit der iPhones, iPads und wie die technischen Innovationen alle heissen. Wir haben einen Mangel an Innovation. Innovation, welche das wirtschaftliche Potenzial der alternden Bevölkerung besser nutzt – in Konsum und Arbeit. Welche das Potenzial der Jungen besser nutzt. Welche den Mittelstand weltweit stärken kann. Welche das globale Schuldenproblem lösen kann. Dieser Mangel ist so gross, dass er – einmal erkannt – ausweglos zu sein scheint.

Wie kann das weiter gehen? Kann das noch gut gehen? Finanzmarktkrisen in der Adventszeit gibt es wenige. Aber diese Krise macht vor der Weihnachtszeit keinen Halt. Deshalb wage ich es, mir eine Wunschliste aufzustellen – eine Wunschliste an den Weihnachtsmann.

Zum Demographie- und sozialen Problem wünsche ich mir eine Rückkehr zum alten Qualitätsbewusstsein in der «Manufaktur». Das Knowhow, wie Qualität produziert wird in der Handarbeit wie in der komplizierten Industrieproduktion, erodiert immer mehr. Beispiel USA: in den letzten zwanzig Jahren wurden über den sogenannten Outsourcing-Prozess wesentliche Teile der industriellen Basis in die billigen

Schwellenländer verlagert. Beispiel China: China produziert jährlich zig-hunderttausend Akademiker mit Abschluss, welche keine Arbeit finden, weil die Wirtschaft noch immer auf den billigen Fließbandarbeiten beruht. Beispiel Indien: Indien ist zwar führend im IT-Software-Sektor, ein breiter Handwerks-Sektor aber, welcher Qualitätsarbeit für die brachliegende Infrastruktur abliefern könnte, ist inexistent. Beispiel Europa: Wie viel Knowhow von qualitativ hochstehenden Berufen geht mit jeder Entlassungswelle verloren? Ältere, kerngesunde und arbeitsfähige Menschen werden massenweise frühpensioniert und nehmen ihr Knowhow mit in den Ruhestand. Das europäische Ausbildungssystem ist nicht auf die Qualitäts-Meisterlehre ausgerichtet. Sondern auf die «Produktion» von leider oft nutzlosen Akademikern und Billigstarbeitskräften. Eine Ausnahme in diesem Kreis bildet vielleicht noch die Schweiz und Deutschland (was auch deren relative, fundamentale Stärke in dieser Schuldenkrise erklärt). Aber auch hier hat eine Erosion der Wertschätzung der nichtakademischen Qualitätsausbildung in den letzten zehn Jahren stattgefunden.

Zur Lösung des politischen Problems wünsche ich mir eine «Neue Mündigkeit» bei den Bürgern. Das Einfordern ihrer auch direkt-demokratischen Rechte. Der Weg, den Europa jetzt geht mit der gemeinschaftlichen Stärkung der fiskalischen Kontrolle über die einzelnen Staatshaushalte, kann nur dann erfolgreich sein, wenn er auch von direkt-demokratischen Plebisziten unterstützt wird. Weigert sich Europa, wie im Falle Griechenlands, solche Plebiszite durchzuführen, werden die Bürger vermehrt auf die Strasse gehen, um Ihren Anliegen Luft zu machen.

Zum strukturellen Problem des Finanzsystems wünsche ich mir eine – nennen wir es – «Verwesentlichung» dieses Sektors. Zu lange hat der Finanzsektor vorgemacht, alle Probleme integriert lösen zu können. Dem Nachfrager von

Finanzdienstleistungen wurde in integrierten Lösungen alles versprochen und nach seinen Wünschen strukturiert. Man suggerierte dem Kunden, er könne seine ureigenste Verantwortung für das Eingehen von finanziellen Risiken ebendiesen Strukturierern von Finanzmarktrisiken überlassen. Dass er diese Verantwortung stets selbst wahrnehmen muss, wird seit den letzten Finanzmarktkrisen immer klarer. Ich wünsche mir einen Finanzsektor, welcher in einfache, klar abgegrenzte Geschäftsmodelle aufgeteilt wird, in denen transparente Risiken eingegangen werden, mit Kunden, die sich jener bewusst sind.

Dies die Wunschliste. Sie mögen denken, sie ist romantisch verklärt von der Besinnlichkeit der Vorweihnachtszeit. Die ökonomischen Grundbedürfnisse, welche hinter ihr stecken, sind aber handfest. Es ist zum Beispiel naiv zu denken, dass Innovation in einem rein liberalen Umfeld stattfinden kann. Zu stark sind die innovationsfeindlichen Interessen der bestehenden Industrien. Welches Interesse hat eine etablierte Erdöllobby am 1 Liter-Auto? Welches Interesse hat die Pharma-Industrie an ganzheitlichen Gesundheitsmethoden? Welches Interesse hat die auf Automation ausgerichtete Technologie-Branche am Aufkommen einer echten «Qualitäts-Manufaktur»? Das bestehende Wirtschaftssystem ist auf den Erhalt des Status Quo ausgerichtet. An echten, sie bedrohenden Innovationen ist das System nicht interessiert. Dessen Interessen werden durch einen mächtigen, weltweit verbreiteten Lobbyismus durchgesetzt. Dies ist die schlechte Nachricht. Die gute Nachricht ist: der Druck der Finanzmärkte mit ihrer Wertvernichtung wird so lange anhalten, bis die Macht der Wirtschaftslobby gebrochen ist, bis echte Innovation eine Chance erhält.

Nicht nur die ökonomischen, auch die politischen Grundbedürfnisse hinter obiger Wunschliste sind handfest. Es ist liberale Romantik, davon auszugehen, dass globaler Freihand-

del und das Gesetz des Wettbewerbs die beste Allokation der Ressourcen ermöglichen. In Wahrheit haben wir es mit einer Neuauflage des Merkantilismus auf globaler Ebene zu tun. Garantierter Zugriff auf die wertschöpfenden Ressourcen, nicht nur im Energie-Bereich, auch in der Produktion und in Zukunft auch im Dienstleistungssektor ist die real existierende Doktrin der Grossmächte. China versucht seit Jahren, die Ressourcen von Afrika für sich zu reservieren. Amerika versucht ebenfalls seit Jahren, Unabhängigkeit in Energiefragen zu erlangen durch massive Investitionen in die heimische Ölgewinnung. Das Bewusstsein zum Wiederaufbau der eigenen industriellen Basis ist mehr als ein Schlagwort des britischen Premiers Cameron, der amerikanischen «Tea-Party-Bewegung» oder des französischen «front national». Es bekommt zunehmend politische Breite. Wie soll sich der Investor in diesem explosiven Amalgam von sozialen Unruhen, schlechten Investitionsmöglichkeiten und Schuldenkrise verhalten?

Fünf Themen dazu:

#### THEMA 1:

«Es kommt noch schlimmer, bevor es besser wird!» Wir raten, grundsätzlich eine risikoarme Strategie zu fahren; mit hohen Cash-Quoten, Goldanlagen (Rückschläge zum Zukauf nutzen) und dem Schweizer Franken als Krisenwährung. (Die Anbindung des Schweizer Frankens an den Euro wird wohl schon bald getestet werden. Die Marke von 1.20 sollte aber nicht dramatisch unterschritten werden.) Immobilien in der Schweiz sind noch investierbar, ausser in den grossen, boomenden Zentren Zürich und Genf. In den USA kann man jetzt schon mit der Analyse von Immobilienanlagen beginnen. In zwei bis vier Jahren sollte der Tiefstpunkt dort erreicht sein. Ähnliches gilt für Aktien. Gute Aktien sollte man jetzt analysieren, damit man bereit ist, sie in einer sogenannten «distressed situation» zu erwerben.

#### THEMA 2:

«Achte auf unerwartet positive Entwicklungen!» Folgende positive Signale würden uns dazu bewegen, unsere jetzt sehr vorsichtige Anlagestrategie neu zu überdenken. Erstens weitere Schritte der institutionellen Verbesserungen in der europäischen Integrationspolitik. Zweitens Daten, welche auf eine Stärkung des Mittelstands in den Schwellenländern hinweisen. Der «Asian consumer trend» ist ungebrochen. Das Konsumbedürfnis ist da, auch wenn die Industrie dort noch zu wenig Breitenwohlstand schafft. Drittens Schritte globaler Kooperation zur Stärkung des Weltwachstums. Damit dies möglich wird, müssen wohl oder übel die USA und China stärker zusammenarbeiten. Etwas, was jetzt nicht in Sicht ist. Wenn es aber käme, wäre dies überaus positiv zu werten.

#### THEMA 3:

«Sei vorsichtig mit Finanztiteln!» Wir setzen nur auf Finanzwerte mit einem einfachen und transparenten Geschäftsmodell (reine Depot-Banken zum Beispiel, Banken mit klarem Fokus auf kommerzielles Kreditgeschäft, dedizierte Boutique-Asset-Manager, etc.).

#### THEMA 4:

«Die Angelsachsen führen die Verzögerung an!» Kurz- bis mittelfristig setzen wir auf fallende Zinsen am kurzen Ende und steigende am langen Ende. Die USA und England werden in den nächsten Monaten eine sehr expansive Geld- und Fiskalpolitik fahren müssen, was Inflationsängste schüren wird. Zu schmerzhaft würde ein zu restriktiver Kurs, ein «Austeritäts-Programm» à la Griechenland für ihre Wähler ausfallen. Im Windschatten der Angelsachsen wird dann auch Kontinental-Europa immer expansiver werden können. Wohl gemerkt, mit dieser expansiven Politik wird lediglich Zeit gekauft. Es ändert nichts am strukturellen Grundproblem.

Und «last but not least»

#### THEMA 5:

«USA bleibt länger stark, als man denkt!» Wenn eine Volkswirtschaft die Anpassungen, welche jetzt notwendig werden, schnell umsetzen kann, dann die USA. Wir setzen auf die Stärkung der industriellen Basis in den USA. US-Firmen haben aufgrund der Outsourcing-Erfahrungen mit den Schwellenländern ein starkes internationales Netzwerk von Kunden und Dienstleistern aufgebaut. Wenn US-Firmen jetzt beginnen, wieder in der Heimat zu produzieren, werden sie auf dieses Netzwerk nutzbringend zurückgreifen können. «Indirect emerging markets investing» könnte das Motto für die nächsten Jahre sein.

Mit diesen Gedanken wünschen wir Ihnen, geneigte Leserin, geneigter Leser, eine besinnliche und frohe Weihnachtszeit!