



OPIRO  
Investment Letter  
September 2015

## Strategischer Kompass «Globale Schulden und politische Kooperation» – eine Standortbestimmung.

Vor fünf Jahren brach in «Euroland» die grösste Staatsschuldenkrise der Geschichte aus. Wie diese bewältigt wird und welche gesellschaftlich-politischen Prozesse davon ausgelöst werden, wird unser aller Wohlergehen weit in die Zukunft entscheidend beeinflussen. Unsere Verunsicherung darüber hat leider nicht abgenommen. Wir versuchen eine Standortbestimmung in dieser Frage mit Hilfe eines einfach gestrickten Kompasses – und gelangen zu einem erstaunlich unspektakulären Befund.

VON MAGNUS PIROVINO, PARTNER  
OPIRO FINANCE PARTNERS AG, TRIESEN

Die Verwirrung ist gross. Besteht das Projekt Europa aus einem Haufen zerstrittener Politiker, die – statt Nägel mit Köpfen zu machen – ihre Probleme durch immer neue Rettungsprogramme und quantitative Lockerungsübungen vor sich herschieben bis irgendwann das totale Desaster droht oder kann die Europäische Union gestärkt aus ihrer Krise finden? Sind die USA gelähmt durch die gegenseitige Blockade von republikanisch dominiertem Kongress und dem demokratischen Präsidenten oder ergeben sich doch noch Lösungen in Fragen der Schuldenobergrenze, der Krankenversicherung, der Umweltpolitik und der Aussenpolitik? Drohen die Krisenherde im Nahen Osten, in Afrika, in der Ukraine und im Südchinesischen Meer zu eskalieren oder lassen sie sich durch Diplomatie und Sanktionspolitik eindämmen? Bahnt sich eine gesellschaftliche Spaltung Europas in der Flüchtlingsfrage an oder ist sogar hier eine Lösung denkbar? Kurz: Spitzen sich die ökonomischen und gesellschaftlichen Krisen in der Welt zu oder entspannen sie sich vielleicht sogar?

Der Liste dieser uns verwirrenden Fragen könnten wir noch einige andere anfügen, aber sie entspricht in etwa dem, was uns heute im aktuellen Weltgeschehen beschäftigt. Das Interessante an diesen Fragen ist weniger, dass wir keine Antwort darauf wissen – dies liegt wohl in der Natur der Sache –, das Interessante daran ist

viel mehr: Dieselbe Liste von Fragen hat uns schon vor fünf Jahren beschäftigt. Aber, wie es scheint, hat die Zeit statt einer Klärung nur noch weitere Verunsicherung gebracht.

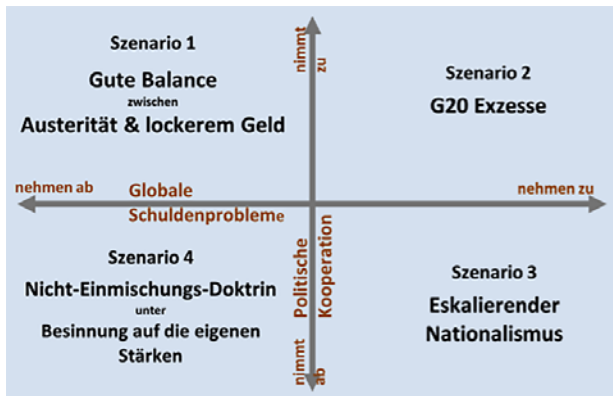
Um uns etwas Orientierung in dieser Unsicherheit zu verschaffen, hatten wir vor fünf Jahren einen kleinen strategischen Kompass zu Rate gezogen. Wir wählten damals zwei Faktoren aus, die wir als wichtig für den weiteren Verlauf der Geschichte erachteten, über deren Entwicklung wir aber sehr unsicher waren: die Faktoren «Globale Schuldenprobleme» und «Politische Kooperation». Anhand der möglichen Ausprägungen dieser beiden Faktoren definierten wir vier Zukunftsszenarien, die wir damals alle als gleichwahrscheinlich einstufte. Der strategische Kompass bewertet im Zeitverlauf die vier Szenarien und erlaubt dadurch periodisch eine Standortbestimmung.

### Ausgangspunkt 2010

Den ersten Schock der Finanzkrise von 2007–2009 hatten wir gerade hinter uns gebracht. Die Krise mutierte aber in eine immense Schuldenkrise westlicher Industriestaaten. Griechenland war nur einer von vielen ungelösten Fällen zu hoher Staatsverschuldung. Es gab weitere Rettungsprogramme für Irland, Portugal und Spanien. Die Staatsverschuldung in den USA und England wuchs gefährlich schnell, aber auch die der meisten anderen westlichen Industriestaaten.

Gehen wir die vier Fälle kurz durch, welche sich 2010 als mögliche Zukunftsszenarien angeboten hatten.

## Die globalen 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.

«Aus damaliger Sicht reinstes Wunschdenken», könnten Sie einwenden, «und auch heute sind wir von diesem Zustand weit entfernt!». 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, während die Politiker weltweit gut kooperieren.** Wir nannten dieses Szenario «G20 Exzesse». Die G20 war wegen der Finanzkrise 2008 zu einem wichtigen globalen Machtinstrument geworden. Damals wie heute konnte man sich leicht vorstellen, dass Politiker die G20 als Instrument missbrauchen, um ihre Staatsapparate auszubauen, was die öffentliche Schuldenlast erhöht und gleichzeitig die Wirtschaft strukturell beschädigt.

**Szenario 3: Die Schulden nehmen weiter zu, während die politische Kooperation abnimmt.** «Eskalierender Nationalismus» ist eine mögliche Konsequenz. Protektionismus, Fremdenfeindlichkeit und Kriegstreiberei sind die Attribute dieses Szenarios, ganz ähnlich der Welt nach der Grossen Depression der 1930er Jahre. Leider ist dieses Szenario heute nicht unwahrscheinlicher geworden.

**Szenario 4: Die Schulden nehmen ab, aber auch die globale politische Kooperation.** Die Einmischung Amerikas in globale Krisenherde hatte neben hegemonialen meist auch deftige wirtschaftliche Gründe. Zum Beispiel die Sicherung des Zugangs zur Resource Öl. In diesem Jahrzehnt machen Schiefergas und –öl die USA jedoch immer weniger von importierter Energie abhängig und im konservativen Washington kann sich die Ansicht breit machen, auf absehbare Zeit drohe kein traditioneller Flächenkrieg mit grossem Menschen- und Materialeinsatz. ‚Soft power‘ von Diplomatie und Handel gewinnt Oberhand über ‚hard power‘ in den Machtzentren dieser Welt – ungeachtet des Aufrüstens Russlands und Chinas, das dazu dient, dass ‚soft power‘ auch für

das traditionell zu Gewalt neigende Amerika die bessere Alternative bleibt. Das immense Verteidigungsbudget der USA kann schrumpfen und damit auch das Staatsdefizit. Die Auseinandersetzungen und Positionskämpfe zwischen den Grossmächten verlagern sich auf die politische Ebene. Die angestrebten grossen Handelsabkommen der USA sind ein Teil davon. Wie auch der Wiederaufbau der industriellen Basis der USA, was Europa und andere Länder zu verstärkten eigenen Anstrengungen zwingt.

Nennen wir dieses Szenario «**Nicht-Einmischungs-Doktrin unter Besinnung auf die eigenen Stärken.**»

Dies waren also vier mögliche Zukunftsszenarien, wie sie sich uns vor fünf Jahren angeboten hatten.

Damals eichten wir unseren strategischen Kompass und setzten das Jahr 2010 ins Zentrum des Fadenkreuzes. Heute fragen wir uns: «Wie hat sich die öffentliche Schuldenlage weiter entwickelt? Ist die politische Kooperation im Vergleich zu 2010 besser oder schlechter geworden? In Richtung welcher der vier Szenarien haben wir uns seither entwickelt?»

Eine erste Standortbestimmung machten wir bereits im Sommer 2013. Auch damals lag noch vieles im Argen. Aber der Höhepunkt der Eurokrise 2012 lag schon hinter uns. Der Steit um die Schulden wurde in Europa und den USA zwar immer noch unerbittlich geführt, aber stets, wenn es darauf ankam, rauften Parlamente und überstaatlichen Gremien sich zu einem Kompromiss zusammen. Angeführt von den USA konnten die allermeisten westlichen Industrieländer ihren Schuldendienst im Verhältnis zum BIP signifikant reduzieren. Mithilfe der erstaunlich gut kooperierenden Notenbanken konnte ein Abgleiten in die Deflation erfolgreich verhindert werden. Ein zartes Frühlingserwachen der Wirtschaft bahnte sich an.

Was ist daraus geworden? Wie sieht die Zwischenbilanz heute aus?

### Die Zwischenbilanz heute

#### Zwischenbilanz Schulden.

Die Schuldenlast ist immer noch immens. Noch wichtiger als die Höhe der Schulden selbst ist aber die Fähigkeit, sie relativ zur Wirtschaftsleistung 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: Weiterhin positiv fällt die Bilanz für die USA, Japan, Skandinavien, Deutschland, Schweiz und Grossbritannien 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. Ebenfalls stark verbessert hat sich die Bilanz in der EU-Peripherie (ausser Griechenland). Auch dort haben sich Zinssätze weiter markant zurückgebildet. Die harte Austerität zeigt erste Früchte: Mit

stärker werdendem Wirtschaftswachstum wird die nachhaltige Tragbarkeit der Schuldenlast wahrscheinlicher. Selbst die Sorgenkinder Italien und Frankreich können diesbezüglich etwas aufatmen. Nur die hartnäckig hohe Arbeitslosigkeit in manchen europäischen Peripheriestaaten gibt weiterhin Anlass zur Sorge. Kaum Schuldenprobleme kennen die aufstrebenden Märkte als Ganzes. Die Abkühlung des Wachstums in den Schwellenländern ändert nichts an diesem Befund. Getrübt wird dieses Bild leider von massiv erhöhten Dollarschulden asiatischer und lateinamerikanischer Unternehmen, was an die Vorgeschichte der Asienkrise (1997) und das Petrodollar-Recycling der späten 1970er Jahre erinnert.

Betrachten wir als zweites Kriterium unserer Zwischenbilanz die Strukturreformen: Der Erfolgsausweis fällt hier bescheidener aus. Trotzdem hat sich auch hier in den letzten zwei Jahren einiges getan. Mit Ausnahme von Grossbritannien und Japan konnten die meisten westlichen Industriestaaten ihre Staatsdefizite markant reduzieren. So sehr die Menschen in der EU-Peripherie immer noch leiden und so viele Strukturreformen dort immer noch nötig sind, politisch sind diese Länder klar auf Reformkurs. Italien und sogar Frankreich machen Fortschritte in der Liberalisierung ihrer Arbeitsmärkte. Japans Regierung Abe zögert zwar noch mit der Umsetzung weiterer Reformschritte. Je mehr Länder Erfolg mit ihren Reformen haben, desto eher wird auch das politische System Japan dazu in der Lage sein. Der hellste Lichtblick bei den Strukturreformen ist aber eindeutig China. Beherzt geht die neue Führungsgeneration um Staatspräsident Xi Jinping die Probleme der lokalen öffentlichen Schuldenmisswirtschaft, der alten ‚state owned enterprises‘, des Finanzsystems und der Korruption an. Klar, in China fehlen demokratische Prinzipien zur Bewältigung dieser Probleme von unten, aber mit diesem beherzten Vorgehen von oben könnte China noch ein grosses Stück weiterkommen auf dem risikoträchtigen Weg zu einer offenen Wirtschaft mit einem grossen internationalen Kapitalmarkt und einer höheren Wertschöpfung der eigenen Industrie.

#### **Zwischenbilanz politische Kooperation.**

Entgegen allem, was wir täglich in den Zeitungen lesen, überwiegt erstaunlicherweise auch hier das Positive. Die europäischen Bündnispartner sind zwar in der öffentlichen Wahrnehmung immer noch heillos zerstritten. Aber immer, wenn es darauf ankommt, halten sie geschlossen zusammen. So ist es Russland bis anhin nicht gelungen, die EU in der Ukrainefrage zu spalten. Auch im griechischen Schuldenstreit hielten die Euroländer strikt gegen Griechenland zusammen, was letztlich die Basis für eine Lösung ist. Auch die politisch extrem polarisierten USA zeitigen Erfolge. Ein Atomabkommen mit Iran wurde unterzeichnet. Präsident Obama bekam vom Kongress ein spezielles Verhandlungsmandat für den Abschluss eines Freihandelsabkommens mit zwölf Staaten im pazifischen Raum (TPP). Nicht unwahrscheinlich, dass Obama noch während seiner Präsidentschaft ein vergleichbares Abkommen mit der EU (TTIP) unter Dach und Fach bringt. Manche sprechen von einem Währungskrieg, der zur Zeit ablaufen soll, aber das konzertierte Vorgehen der Notenbanken wie auch die Absenz schriller Töne in Krisensituation sprechen eigentlich für gutes Einvernehmen in der Staatengemeinschaft und sind bis jetzt der wichtigste Erfolgsausweis der G20.

Ein ebenfalls wichtiger Beitrag in der politischen Kooperation sind die weiteren Fortschritte in den globalen Transparenzbestrebungen. 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 auch die Korruptionsbekämpfung Fortschritte in aufstrebenden Ländern wie China, in Lateinamerika, aber auch in der EU-Peripherie. Weltweit wächst die Empörung der Bürger gegenüber grassierender Korruption. Die internationalen Sanktionen gegenüber Störenfriedern sind erstaunlich gut koordiniert. Diese Kooperation führt auch dazu, dass die USA ihr Engagement in vielen Krisengebieten sichtbar reduzieren. Das hat zwar zur Folge, dass sich in der öffentlichen Wahrnehmung die Konflikte wieder verschärfen. Aber das erste Mal seit langem ist der Westen sicherheitspolitisch in der Lage, Krisengebiete vermehrt sich selbst zu überlassen, da lokale Probleme vermehrt auch lokal von den Konfliktparteien selbst gelöst werden können und wohl auch sollten (zum Beispiel der innerislamische Konflikt zwischen Sunniten und Schiiten). **Aus globaler Sicht ist dies ein klares Zeichen einer verbesserten Sicherheitslage und der wohl 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.

Als Negativpunkt in der Zwischenbilanz mag die Tatsache angesehen werden, dass die sich selbst überlassene Krisenherde in Nahost und Afrika zu einer immensen Wanderungsbewegung in Richtung Europa geführt haben. Noch sind die Fortschritte in der Bewältigung dieses Problems ungenügend. Obwohl der Rechtspopulismus in Europa seinen Höhepunkt überschritten hat, könnte er durch ein sich verschärfendes Migrationsproblem ganz schnell wieder neuen Auftrieb bekommen. Die linksextremen Kräfte wurden zwar durch die wirtschaftliche Belebung deutlich geschwächt. Ein Rückfallen in Rezession im Verein mit zu harter Austeritätspolitik in Europa würde dem Linkspopulismus aber die Massen wieder zutreiben. Diese fragile Lage zeigt ein unübersehbares Muster drohender Spaltungstendenzen in den westlichen Industriegesellschaften – obwohl sich gemessen am Gini-Index<sup>[1]</sup>, ausser in USA und China, die Schere zwischen Arm und Reich in den letzten Jahren nicht weiter geöffnet hat. Aber die Bürger sind unzufrieden mit dem Status Quo. Xenophobie und Nationalismus sind wie schon vor 80 Jahren die Ventile für den Unmut in der Bevölkerung. Halten wir ein Auge darauf.

Politische Fortschritte in der Bewältigung von Klimawandel und Umweltschäden sind immer noch zu zaghaft. Seit dem G7-Gipfel im bayerischen Elmau und der jüngsten Initiative von Präsident Obama können wir aber zumindest hoffen, dass sich auch die USA bald in einen globalen Klimavertrag einbinden lassen.

#### **Konklusion Zwischenbilanz Schulden und politische Kooperation.**

Alles in allem haben wir uns seit 2010 im Planquadrat des Szenarios 1 befunden. Die Schuldensituation hat sich zumindest im OECD-Raum entschärft bei gleichzeitig vertiefter politischer Kooperation. «Gute Balance zwischen Austeritätsmassnahmen

und lockerer Geldpolitik» zeitigte schon 2013 positive Resultate, wenngleich unterschiedlich nach Ländern, und hat sich seither weiter verbessert. Dies lässt uns hoffen, dass sich auf diesem Wege längerfristig die Schuldenprobleme bewältigen lassen. Ein weiterer Grund für die positiven Aktienmärkte seit 2010 ist ganz bestimmt auch die verbesserte globale Sicherheitslage. Der Westen kann sich den Luxus leisten, sich nur noch nach eigenem Gutdünken in lokale Konflikte einzumischen. Risiken bleiben aber virulent, vor allem im erweiterten Mittleren Osten und neu an den Grenzen Chinas und Russlands.

### **Auf der Suche nach einem neuen Gleichgewicht**

Was bedeutet diese verhalten 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, auch ‚new normal‘ genannt. 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, welche am Ende die Probleme unserer Zeit lösen werden, was sind: Armut, Massenarbeitslosigkeit, Überalterung und Umweltverschmutzung. Es gibt namhafte Ökonomen<sup>[2]</sup>, die behaupten, wir durchlaufen eine Zeit von nie dagewesener Innovationsdynamik. Noch schaffen diese Innovationen direkt keine neuen Arbeitsplätze, sondern vernichten sie durch Effizienzsteigerungs- und Automatisierungseffekte. Die abnehmende Arbeitslosigkeit in den USA und Grossbritannien bei gleichzeitig erstaunlich tiefer Produktivität (pro Stunde geleisteter Arbeit) könnte aber ein erster Hinweis darauf sein, dass sich hier ein Trendwende abzeichnet: Innovation kann (indirekt) zu Arbeitsplätzen auch für weniger qualifizierte Arbeitnehmer führen.

Auf der Suche nach einem neuen Gleichgewicht in diesem Umfeld werden Wirtschaft und Finanzmärkte von starken Ausgleichskräften unterstützt. Der wichtigste Regulierungsfaktor ist das Wechselspiel zwischen den Finanzmärkten und der Politik. Kommt der politische Kooperationsprozess ins Stocken, wie im Frühjahr 2010, im Sommer 2011 oder auch 2012, 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 und Altersguthaben von Zigmillionen Kleinsparern am Finanzmarkt komplett vernichtet worden). Seit einigen Jahren hat sich ein zweiter, ebenfalls sehr wichtiger Ausgleichsfaktor dazugesellt: das Wechselspiel zwischen den Politikern und ihren Bürgern. Die Protestbewegungen in den verschiedensten Ländern welt-

weit zeugen von diesem aufkeimenden neuen Bürgersinn. Die Leute wollen (subsidiär) selbst oder zumindest mitentscheiden können, wofür sie letztlich die Konsequenzen tragen. Dies alles führt zu einem neuen Gleichgewicht einer sich neu formierenden, globalen Gesellschaft und Wirtschaftsordnung, welche sich viel stabiler als erwartet erweisen und auch für stabileres Wachstum als erwartet sorgen könnte.

### **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. Die Wechselspiele Finanzmarkt ↔ Politik und Politik ↔ Bürger funktionieren nur bei hoher Finanzmarkt-Volatilität, weil nur Finanzmarktexzess und Bürgerprotest Politik in Zugzwang bringt. Rechnen Sie also mit stärkeren Ausschlägen an den Aktien- und Bondmärkten wie auch bei den Wahlen. Lassen Sie sich aber dadurch nicht irre machen; vertrauen Sie den Korrekturmechanismen (s.o.). Heftige Kursrückschläge bleiben Kaufgelegenheiten, wie schon in den letzten Jahren.

#### **Zweite Konklusion: langsam zunehmende Realrenditen.**

Die positiv wirkenden Ausgleichskräfte sorgen für einen langsamen aber stetigen Gesundungsprozess der Wirtschaft. Dies ist grundsätzlich gut für Aktien (das heisst: Risikoeingehen lohnt sich – aber nur, wenn das Risiko auch ausgehalten wird). Inflationsängste sind vorerst unbegründet: Das ‚new normal‘-Umfeld sorgt noch lange für Druck auf das Preisniveau bei relativ tiefen Zinsen am langen Ende. Die Realrenditen steigen nur langsam. Dies macht Obligationen mit längerer Laufzeit jetzt wieder attraktiv (die langen Zinsen sind kürzlich wegen der Ängste, das Fed könnte sich schneller als erwartet von ihrer lockeren Geldpolitik verabschieden, sehr sprunghaft angestiegen). Globale Immobilien profitieren weiter von diesem Umfeld. Hände weg von Gold und Goldminen: Sie könnten sich kurzfristig zwar erholen – längerfristig ist ein Umfeld der langsam zunehmenden Realrenditen bei gleichzeitig hohem Vertrauen in die Fiskal- und Geldpolitik jedoch schlecht für Goldanlagen. Wer sich vor einer Bubble fürchtet, sollte wie immer etwas Risiko aus dem Portfolio nehmen. Nachwievor glauben wir aber, dass sich dieser Finanzmarktzyklus gleich wie die letzten beiden entwickeln wird. Der lange Bullmarkt wird ganz typisch enden: Erst wenn die (US-) Geldpolitik viel restriktiver geworden ist und die kurzen Zinsen auf das Niveau der langen angehoben sein werden, wird die Blase platzen können. Damit es dazu kommt, wird der Optimismus bei den Anlegern noch stark ansteigen müssen.

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

### **IMPRESSUM**

AUSGABE: September 2015

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

© 2015 OPIRO Finance Partners AG, Triesen (FL), [www.opiro.li](http://www.opiro.li)

<sup>[1]</sup> [www.laenderdaten.de/wirtschaft/gini-index.aspx](http://www.laenderdaten.de/wirtschaft/gini-index.aspx)

<sup>[2]</sup> Erik Brynjolfsson, Andrew McAfee: «The Second Machine Age», Norton NY, 2014.