

InvestiGate



Thomas Rose
Head Investments & Risk Management



Pascal Guillet
Investments & Risk Management

Larry Summers vergleicht Europa mit Japan.

Europa hat zu oft hin und her laviert und zu wenig getan!

Europa muss die Schwächen der bisherigen Krisenpolitik anerkennen und versuchen, eine Strategie zu entwickeln, welche endlich in nachhaltiges Wachstum mündet.

Europa's Warten auf Wachstum

Die Wachstumsprognosen für die Weltwirtschaft und in besonderem Mass für Europa wurden vom internationalen Währungsfonds IWF erneut gesenkt. Die Kritik an Europa und dem europäischen Umgang mit der grossen Finanzkrise wird immer lauter. Im Wesentlich kann man eine so tiefgreifende Finanzkrise wie die Periode nach 2008 auf zwei Arten lösen – keynesianisch oder nach der österreichischen Schule – je nach wirtschaftlichem Paradigma, das man vertritt.

Lösungsansatz 1: Stimulierung der Gesamtnachfrage. Nach dieser Diagnose, vertreten durch eine Vielzahl führender Ökonomen, leidet die Wirtschaft seit 2008 an einer ausgeprägten Schwäche der Gesamtnachfrage und damit einhergehend der privaten Investitionen. Wichtige Gründe dafür sind die zunehmende Alterung der Bevölkerung und ein Trend, beförgelt durch den technologischen Fortschritt, zu einer Wirtschaftsstruktur, welche weniger Kapital benötigt und stärker auf Dienstleistungen ausgerichtet ist. Die Sparneigung steigt aufgrund steigender Ungleichheit der Einkommen und Vermögen und dem Bedürfnis, für den Ruhestand vorzusorgen. Ein Ausgleich von Investition und Ersparnis bei Vollbeschäftigung ist nur bei einem negativen Realzins möglich. Die Notenbank kann den zu hohen Realzins nicht beliebig steuern, weil die nominellen Zinsen durch die Nullgrenze restriktiert sind und eine monetaristisch-mechanische Anhebung der Inflation kein so einfaches Unterfangen ist, wenn man nicht Haus und Hof auf eine Karte setzt und möglicherweise fatale Nebenwirkungen in Kauf nimmt. Die Stimulierung hat nur den Zweck, die Wirtschaft wieder in

Fahrt zu bringen und die Notenbank normalisiert ihre Geldpolitik so rasch als möglich. Während der Stimulierungsphase handelt sie sich das Risiko von Blasen an den Finanzmärkten ein, welche die wirtschaftliche Stabilität gefährden.

Lösungsansatz 2: Es wird bewusst auf Stimulierung und Stützung verzichtet, weil man zum Schluss gelangt, dass die Kosten der unerwünschten Nebenwirkungen von Stützungsmassnahmen den erzielbaren Nutzen übersteigen. Indem durch schöpferische Zerstörung nicht lebensfähige Strukturen im privaten und öffentlichen Bereich verschwinden, entsteht Raum für Neues und die Wirtschaft kann wieder gedeihen wie die Vegetation nach einem langen Winter.

Beide Lösungsansätze können von Erfolg gekrönt sein. Der erste Lösungsansatz bringt den Vorteil, dass die Wirtschaft ohne krassen, einer Depression gleichenden Einbruch wieder in Fahrt kommen kann. Einige nicht nachhaltige Wirtschaftsstrukturen überleben, doch die Erstarrung bleibt aus. Der zweite Lösungsansatz reißt erfolglose Geschäftsmodelle nieder, zerstört allerdings aufgrund des Domino-Effekt auch an sich überlebensfähige Gebilde (Firmen, welche wegen Zahlungsausfällen der Kunden selber zahlungsunfähig werden). Belohnt wird der Unternehmer, welcher aus der Asche mit Wagnis und Kreativität den Neuanfang sucht. Die USA und UK haben die Krise besser gemeistert als die Eurozone und haben sich eher am Stimulierungsansatz orientiert. Europa hat, verkürzt ausdrückt, zwischen beiden Ansätzen hin und her laviert und – nichts getan! Die EZB unter Mario Draghi hat der Politik durch geschickte Massnahmen etwas Zeit verschafft,

welche nicht genutzt wurde. Europa schaut zurück und stellt mit Ernüchterung fest, dass die möglichen Vorteile beider Lösungsansätze fehlen. In Europa konnte weder ein starker Einbruch der Wirtschaft mit hoher (Jugend-) Arbeitslosigkeit vermieden werden, noch wurden in genügendem Ausmass marode Strukturen eliminiert. Und dennoch bringt die Bilanz der EZB aufgrund der getätigten unorthodoxen Massnahmen grosse Risiken.

"Es ist dieselbe Geschichte wie in Japan", schimpfte der frühere US-Finanzminister und Ökonom Larry Summers an der Konferenz des IWF. Das ständige Gerede über die Notwendigkeit struktureller Reformen, die gleichzeitige Verweigerung höherer Ausgaben treibe den Kontinent langfristig in die Deflation. "Das ist der Weg, auf dem Europa jetzt ist."

Dass Europa stolz ist, die Eurokrise überhaupt überstanden zu haben, interessierte ihn wenig. Die Tatsache, dass es gerade in einigen Reformländern Europas bereits wieder Wachstum gebe, wischte Summers mit der Bemerkung vom Tisch, es handle sich dabei um sehr geringe Fortschritte. "Wenn Sie (Herr Schäuble) denken, Sie sind damit erfolgreich, dass Sie

jahrzehntelang zu den Wachstumsschwachen gehören, dann machen Sie so weiter, ansonsten rufe ich Europa auf, etwas zu ändern."

Was Europa besser machen kann

Europa muss die Schwächen der bisherigen Krisenpolitik anerkennen und versuchen, eine Strategie zu entwickeln, welche in nachhaltiges Wachstum mündet.

1. Fiskalpolitische Koordination

Im Idealfall braucht es eine legitimierte politische Einigung, wo und wie man die europäische Fiskalpolitik koordinieren möchte. Ohne wirkliche Zentralisierung kann man keine optimale Fiskalpolitik betreiben. Ob man in Europa das überhaupt will, ist ungewiss. Eine Verbesserung kann man trotzdem jetzt erreichen, wenn man sich an zwei Prinzipien orientiert. Erstens kann man in Bereichen stimulieren, wo man keine ineffizienten Strukturen zementiert, und zweitens sollte man sich auf Länder konzentrieren, die angesichts der guten Finanzlage Spielraum für deutlich höhere öffentliche Investitionen haben und wo man aufgrund der rekordtiefen Zinsen auch nicht davon ausgehen muss,

dass private Investitionen verdrängt werden. Beispiel: Eine Investition in übernutzte deutsche Infrastruktur erfüllt die Bedingungen.

2. Geldpolitik / Mandat der EZB

Innerhalb der aktuellen Rahmenbedingungen wird es für die EZB sehr schwer, ihr Inflationsmandat von knapp 2% über die mittlere Frist zu erfüllen. Vor dem Hintergrund von Überkapazitäten und stagnierenden Lohnstückkosten, sinkenden Rohstoffpreisen als Folge der globalen Wachstumsdelle und dem noch immer nicht abgeschlossenen Entschuldungstrend der Haushalte ('deleveraging') dürfte es der EZB sehr schwer fallen, die Inflation zu steigern. Wäre es nicht ehrlicher, man würde den Spielraum der EZB ausweiten und den Weg öffnen für eine vernünftige, dem angelsächsischen Muster folgende Strategie der quantitativen Lockerung? Falls die EZB sich auf den Kauf erstklassiger Unternehmenspapiere, und falls auch Staatsanleihen in Betracht kommen, auf die Kernländern um Deutschland beschränken könnte, wäre zumindest ein Vorteil klar: Die EZB müsste sich nicht den Vorwurf gefallen lassen, durch den Kauf von Schrottpapieren selber marode Gebilde am Leben zu erhalten!

Unsere Anlageideen

Aktien: Obwohl wir bis Jahresende höhere Volatilität erwarten, bevorzugen wir Aktien gegenüber anderen Anlageklassen. Die Geldpolitik dürfte unterstützend bleiben. Wir bevorzugen unterbewertete Aktienmärkte wie UK, Europa und Japan. Emerging Market Aktien sehen wir neutral.

Anleihen: Staatsanleihen bleiben fundamental unattraktiv. Die US Duration haben wir auf neutral gesetzt. Relativ zu US Staatsanleihen bevorzugen wir Australien, UK und europäische Staatsanleihen.

Währungen: Die grösste Übergewichtung bleibt im US Dollar, welcher von der relativen Stärke der US-Wirtschaft profitieren dürfte. Aufgrund der erfreulichen US Dollar-Stärke der letzten Wochen haben wir das Ausmass

der Untergewichtungen in NZD, CAD und AUD etwas zurückgefahren.

Unsere Anlageideen lassen sich leicht mit ausgewählten UBS Funds umsetzen. Kontaktieren Sie Ihren Kundenberater.

www.ubs.com/fonds

Für Marketing- und Informationszwecke von UBS. Herausgeber des vorliegenden Dokumentes ist die unter schweizerischem Recht registrierte UBS AG. Die Verteilung des vorliegenden Dokumentes ist nur unter den in dem anwendbaren Recht abgefassten Bedingungen gestattet. Das Dokument wurde unabhängig von spezifischen oder künftigen Anlagezielen, einer besonderen finanziellen oder steuerlichen Situation oder individuellen Bedürfnissen eines bestimmten Empfängers erstellt. Das Dokument dient reinen Informationszwecken und stellt weder eine Aufforderung noch eine Einladung zur Offertstellung, zum Vertragsabschluss, Kauf oder Verkauf von irgendwelchen Wertpapieren oder verwandten Finanzinstrumenten dar. Die im vorliegenden Dokument beschriebenen Produkte bzw. Wertpapiere können in verschiedenen Gerichtsbarkeiten oder für gewisse Anlegergruppen für den Verkauf ungeeignet oder unzulässig sein. Die im vorliegenden Dokument zusammengetragenen Informationen und erlangten Meinungen basieren auf vertrauenswürdigen Angaben aus verlässlichen Quellen, erheben jedoch keinen Anspruch auf Genauigkeit und Vollständigkeit hinsichtlich der im Dokument erwähnten Märkte und Entwicklungen. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Die dargestellte Performance lässt allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Kommissionen und Kosten wirken sich nachteilig auf die Performance aus. Sollte die Währung eines Finanzprodukts oder einer Finanzdienstleistung nicht mit Ihrer Referenzwährung übereinstimmen, kann sich die Rendite aufgrund der Währungsschwankungen erhöhen oder verringern. Die Angaben in diesem Dokument werden ohne jegliche Garantie oder Zusicherung zur Verfügung gestellt, dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und sind lediglich zum persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt. Jegliche Information oder Meinung kann sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Sowohl UBS AG als auch die übrigen Mitglieder der UBS-Gruppe sind zu Positionen in den in diesem Dokument erwähnten Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten sowie zu deren Kauf bzw. Verkauf berechtigt. Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Erlaubnis von UBS AG – zu welchem Zweck auch immer – weder reproduziert noch weiterverbreitet noch neu aufgelegt werden. Dieses Dokument enthält «zukunftsgerichtete Aussagen», die unter anderem, aber nicht nur, auch Aussagen über unsere künftige Geschäftsentwicklung beinhalten. Während diese zukunftsgerichteten Aussagen unsere Einschätzung und unsere Geschäftserwartungen ausdrücken, können verschiedene Risiken, Unsicherheiten und andere wichtige Faktoren dazu führen, dass die tatsächlichen Entwicklungen und Resultate sich von unseren Erwartungen deutlich unterscheiden.

© UBS 2014. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den geschützten Marken von UBS. Alle Rechte vorbehalten.