

# Beiträge zu aktuellen Themen aus den verschiedenen Anlageberichten

Der Inhalt dieser Beiträge dient nur der Information und als Diskussionsgrundlage. Die Informationen beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Gewähr für die Richtigkeit des Inhaltes und vollständige Darstellung aller wesentlichen Gesichtspunkte kann jedoch nicht übernommen werden. Bei Nachdruck – auch auszugsweise – bitten wir um Quellenangaben:  
Benelli Consulting – [www.benelli-consulting.ch](http://www.benelli-consulting.ch)

## Contents

Anlagebericht IV. Q 2019.....	2
Geldpolitik at Risk.....	2
Die Währungen werden von der Geldpolitik manipuliert.....	4
Anlagebericht III. Q 2019.....	6
Brexit: Auch ein Problem für die EU.....	6
Die falschen Vorstellungen der Populisten .....	7
Anlagebericht II. Q 2019.....	9
Überall höhere Staatsschulden, .....	9
... doch nicht alle verschuldeten Länder sind gleich! .....	9
Anlagebericht I. Q 2019.....	10
Immer mehr Schulden und die Notwendigkeit einer Restrukturierung .....	10

## Anlagebericht IV. Q 2019

### Geldpolitik at Risk.

Nach dem Ausbruch der Finanzmarktkrise haben die grossen Notenbanken ausreichend Liquidität zur Verfügung gestellt. Die massive geldpolitische Lockerung war damals für das Überleben des weltweiten Finanzsystems nötig gewesen. Heute hingegen werden die langfristigen Kollateralschäden dieser Politik immer deutlicher.

Vom Retter in der Not avancieren die Notenbanken zum Retter für alles. Von ihnen wird erwartet, dass sie mit ständig neuer Stimulierung die Finanzmärkte in Schwung und die Anleger bei Laune halten. In den vergangenen Jahren sind diese Erwartungen selten enttäuscht worden. Daran hat man sich gewöhnt. Also verlangen die Investoren stets noch mehr vom Gleichen. Trotz faktischer Vollbeschäftigung hat die US-Notenbank im September die Zinsen zum zweiten Mal in Folge um 0,25 Prozentpunkte auf eine Spanne von 1,75 bis 2,00 Prozent gesenkt. Die Europäische Zentralbank (EZB) hält den Leitzins auf dem Rekordtief von null Prozent. Ausserdem hat sie die Strafzinsen für Banken auf Einlagen bei der Notenbank von 0,4 auf 0,5 Prozent angehoben und gleichzeitig angekündigt, ab 1. November ihr umstrittenes Anleihekaufprogramm wieder aufzunehmen, und zwar in Höhe von 20 Milliarden Euro monatlich.

Zudem soll gemäss den Befürwortern der Modern Monetary Theory der Staat gänzlich von Budgetsorgen befreit werden, da die Notenbanken für Staatsausgaben endlos Geld zur Verfügung stellen können. In Europa kann sich der «Club Med» weiterhin auf die EZB-Spitze verlassen, koste es, was es wolle, auch wenn speziell die Deutschen mit dieser Politik unzufrieden sind.

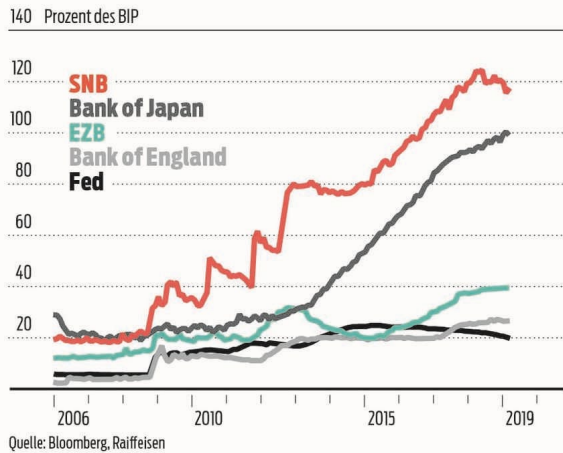


Leider wird dabei vergessen, dass die Geldpolitik zwar kurzfristig stimulieren kann, langfristiges Wachstum einer Volkswirtschaft aber durch fundamentale Faktoren wie unternehmerischen Freiraum, die Verfügbarkeit von Fachkräften, den Zugang zu ausländischen Märkten, eine gute Infrastruktur, hochstehende Forschung, eine moderate Steuerbelastung und einen möglichst liberalen Arbeitsmarkt bestimmt wird.

Die Zentralbanken ignorieren die Warnsignale, die die niedrigen oder sogar negativen Renditen aussenden. Es werden enorme volkswirtschaftliche Ungleichgewichte geschaffen und die Allokation der Ressourcen, vor allem des Kapitals, wird verzerrt. Dementsprechend werden Währungen sowie Kapital- und Aktienmärkte beeinflusst.

## Höher als das BIP

Bilanzsumme in Prozent des Bruttoinlandprodukts

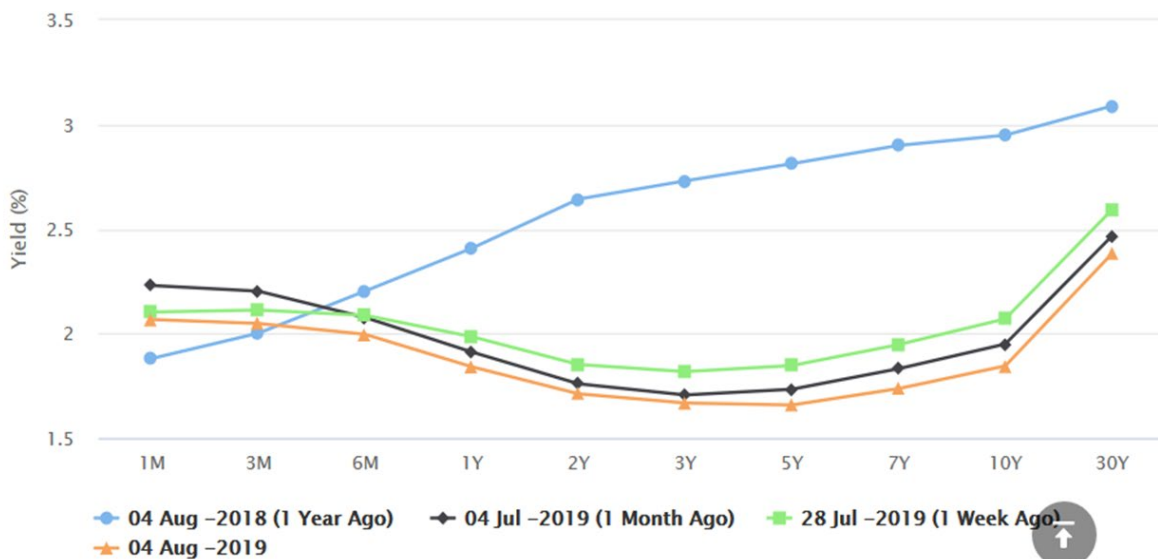


### 1 Die Zinskurve wird von der Geldpolitik verzerrt

Traditionell versucht die Geldpolitik, auf die kurzfristigen Zinssätze einzuwirken, um das Preisniveau zu stabilisieren. Mit ihrer unkonventionellen Politik der Anleihekäufe zielen die Notenbanken immer mehr auch auf längerfristige Zinsen. Damit wird die gesamte Zinskurve von der Geldpolitik beeinflusst. Die EZB hält zum Beispiel fast ein Drittel bestimmter Staatsanleihen und damit die Finanzierungskosten für diese Staaten künstlich niedrig. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) wird in manchen kotierten Firmen zu einem der grössten Investoren. Die Aussagekraft einer Inversion der Zinskurve wird in einem solchem Umfeld naturgemäss stark beeinträchtigt.

Der für die Marktwirtschaft zentrale Realzins wird dadurch derart verzerrt, dass er seine Signalfunktion verliert. Sparer werden buchstäblich dafür bestraft, dass sie Konsum in die Zukunft verschieben. Billiges Geld versickert in Projekten, die kaum Rendite abwerfen. Eigentlich nicht mehr wettbewerbsfähige Firmen und Finanzinstitute werden mit zu günstigem Geld künstlich am Leben erhalten.

## United States



BondSupermart

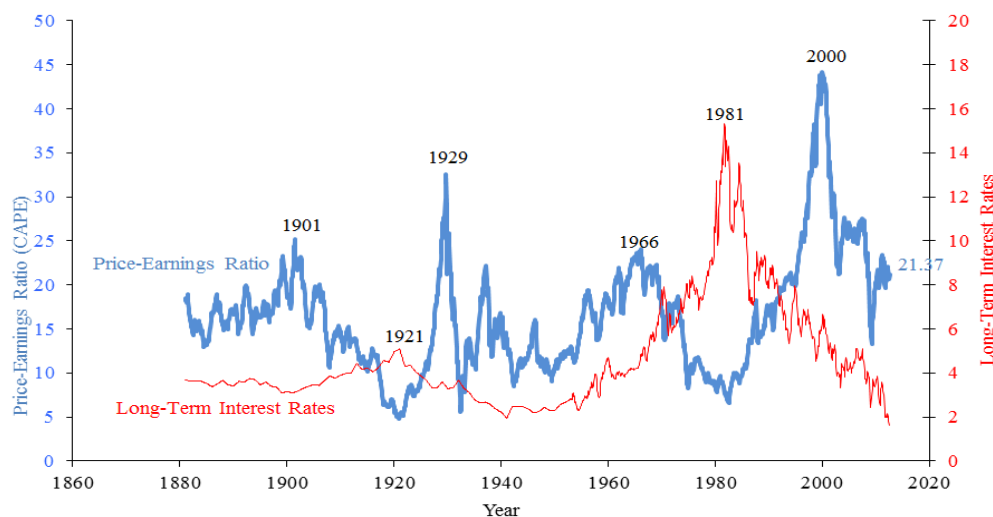
### 2 Die Bewertung der Aktienmärkte wird von der Geldpolitik verzerrt.

Ein grosses Risiko der expansiven Geldpolitik besteht darin, dass sie Vermögenspreisblasen erzeugt. Mit der anhaltenden Liquiditätserhöhung und entsprechender Verzerrung der Zinslandschaft verlieren traditionelle Bewertungsmethoden wie zum Beispiel das Fed-Modell ihre Aussagekraft. Das Modell vergleicht die Ertragsrendite des Aktienmarktes mit der Rendite langfristiger Staatsanleihen. In seiner stärksten Form besagt das Fed-Modell, dass sich Anleihe- und Aktienmarkt im Gleichgewicht und fair bewertet sind, wenn die einjährige zukunftsgerichtete Ertragsrendite der zehnjährigen Rendite von Schatzanweisungen entspricht.

$$\frac{E}{P} = Y_{10}$$

Das Modell wird häufig als einfaches Instrument zur Messung der Attraktivität von Aktienkapital und zur Unterstützung der Allokation von Mitteln zwischen Aktien und Anleihen verwendet. Wenn beispielsweise die Aktienrendite über der Rendite von Staatsanleihen liegt, sollten Anleger von Anleihen auf Aktien umsteigen.

Dementsprechend beträgt das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) bei 10% Rendite 10, bei 5% 20 und bei 3% 33. Natürlich explodiert das KGV bei Null- oder sogar negativen Zinsen.



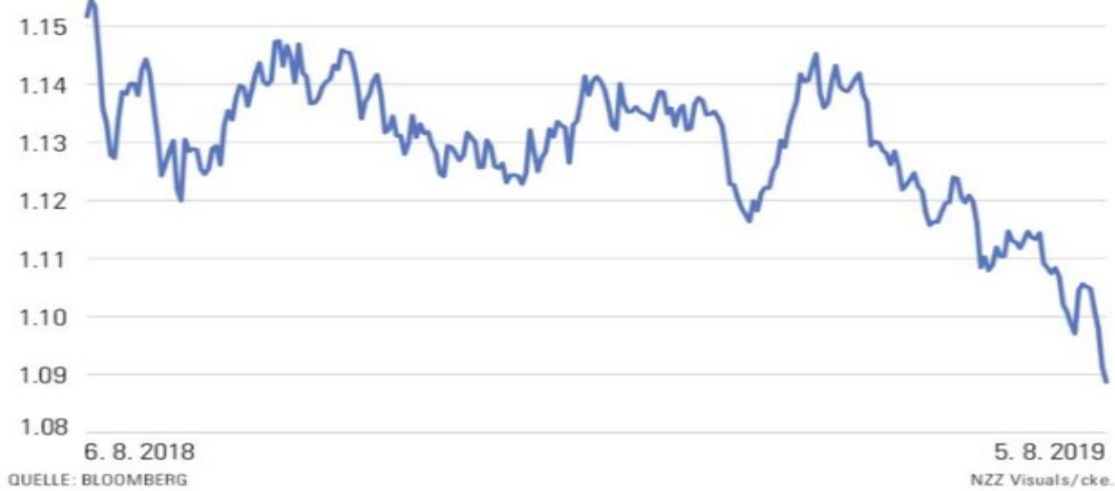
3 Entwicklung Shiller-KGV und langfristige US-Renditen

Die Währungen werden von der Geldpolitik manipuliert.

Die expansivere Politik von Fed und EZB führt zur Flucht in den Franken. Demzufolge interveniert auch die SNB regelmässig mit immer höheren Volumina am Devisenmarkt, um den Franken zu schwächen.

## Der Franken wird immer stärker

1 Euro in Franken



## Anlagebericht III. Q 2019

### Brexit: Auch ein Problem für die EU

Der Brexit bleibt ein Unsicherheitsfaktor für die Finanzmärkte und die Diskussion über die möglichen Auswirkungen auf Wirtschaft in Grossbritannien ist nach wie vor sehr aktuell. Die Folgen für die EU werden mit deutlich weniger Aufmerksamkeit analysiert. Einst als liberales Konstrukt für einen freien Markt gegründet, hat sich die EU zu einem Bürokratie-Monstrum entwickelt. Auch die Europawahl im März konnte daran kaum etwas ändern. Vor der Entscheidung für den Brexit wollten die Briten unter David Cameron mehr Unabhängigkeit und hatten klare Forderungen gestellt: Kürzung von Sozialleistungen für EU-Ausländer, Stärkung der nationalen Parlamente und Bürokratie-Abbau. Brüssel hat damals nicht zugehört und damit die Gelegenheit verpasst, die EU zu verschlanken und sich vermehrt auf ihre Hauptaufgabe, die Schaffung und Aufrechterhaltung eines Binnenmarktes, zu konzentrieren.



Dieses Versäumnis wird die EU nun teuer zu stehen kommen, denn bald werden jährlich 15 Milliarden Euro aus Großbritannien im Haushalt fehlen. Das Vereinigte Königreich ist die zweitgrößte Volkswirtschaft in der EU, so groß wie die 19 kleinsten zusammen. Aus wirtschaftlicher Sicht schrumpft die EU nicht auf 27, sondern auf neun Staaten.

Auch auf politischer Ebene wird der Brexit weitreichende Folgen haben, da Deutschland im Rat über keine Sperrminorität mehr verfügt. In der EU der 28 stellen Deutschland und Grossbritannien zusammen einen Anteil von von knapp 30% an der gesamten Bevölkerung der Union. Zusammen mit kleineren Ländern wie Dänemark, den Niederlanden und Österreich reichte es damit immer für die Sperrminorität von 35%. So konnten die konservativen Nettozahler die unrealistischen Forderungen vieler populistisch regierten Mitgliedstaaten abwehren. Damit ist es nun vorbei. Die südlichen Euro-Staaten verlangen mehr Solidarität und Umverteilung, während ihre nördlichen Nachbarn auf Eigenverantwortung und Solidität setzen.



### Die falschen Vorstellungen der Populisten

Weltweit plädiert die Politik für mehr fiskalpolitische Massnahmen zur Stimulierung der Wirtschaft. Die Regierungen wollen von den niedrigen Zinsen profitieren und drängen auf höhere Staatsausgaben. Sie vertreten die Auffassung, dass die Industrieländer dank des Niedrigzinsumfeldes die einmalige Gelegenheit haben, das Wachstum durch Ausgabenprogramme anzukurbeln, ohne dabei die öffentliche Schuldenlast zu erhöhen. So wollen die Populisten ihre Wähler bei der Stange halten.



Leider ist der Einsatz der Fiskalpolitik zur Stimulierung der Wirtschaft nicht ganz unproblematisch. Zum einen zeigt die Erfahrung, dass keynesianische Massnahmen allein nicht ausreichen, um die Wirtschaft nachhaltig in Schwung zu bringen. Vielmehr muss die Wettbewerbsfähigkeit gesteigert werden durch Deregulierung, Steuersenkungen und vor allem durch Wirtschaftsreformen. Zum anderen kann der Ausbau staatlicher Investitionen langfristig zum sogenannten CrowdingOut-Effekt führen, d. h. staatliche Nachfrage verdrängt die private Nachfrage und verhindert damit private Investitionen. Immer mehr staatliche und staatsnahe Unternehmen treten in Konkurrenz zu Privatunternehmen und profitieren dabei von einer Reihe von Privilegien und Sicherheiten wie Kontrahierungszwang, Datenzugang oder Staatsgarantien. Dieser ungleiche Wettbewerb drängt gut geführte Unternehmen aus dem Markt und erhöht die Staatsquote auf lange Sicht immer weiter.



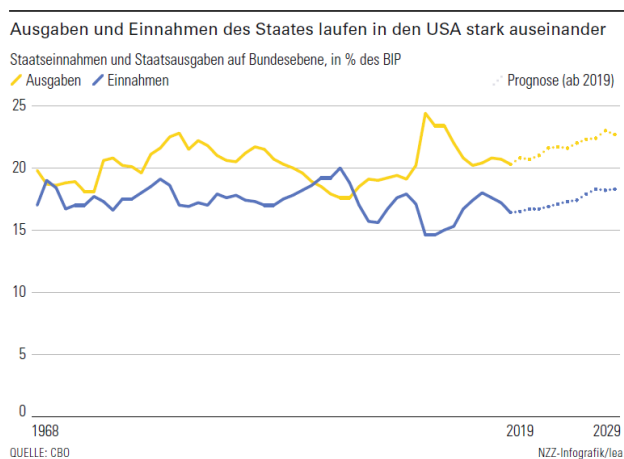


## Anlagebericht II. Q 2019

### Überall höhere Staatsschulden, ...

Die globale Gesamtverschuldung hat 2018 die Rekordsumme von rund 250 Bio. \$ (250'000 Mrd. \$) erreicht – fast das Dreifache der Weltwirtschaftsleistung. Besonders stark gewachsen ist der Schuldenberg in den Jahren 2002 bis 2007, also kurz vor der Finanzkrise, und dann wieder ab Mitte 2016.

In den Industrieländern ist die Gesamtverschuldung zwar seit 2009 stabil geblieben, doch legte die Staatsverschuldung in den meisten Ländern merklich zu. Die Schuldenquote (Schulden aller staatlichen Ebenen einschliesslich Sozialversicherungen in % des BIP) dieser Ländergruppe liegt fast wieder auf dem kriegsbedingten Höchststand von 1945. Spitzenreiter ist Japan mit einer Schuldenquote von 213%, gefolgt von Griechenland mit 180% und Italien mit 144%. Anlass zur Sorge bietet auch die Staatsverschuldung in den USA, die aufgrund der jüngsten Steuersenkungen wohl weiter zunehmen wird. Um wieder zu einem tragbaren Schuldenniveau zu gelangen, wäre eine Korrektur der Finanzpolitik dringend nötig, die derzeit jedoch unwahrscheinlich erscheint.



Gegenwärtig erhöhen die niedrigen Realzinsen die Schulden Tragfähigkeit, da die Staaten für die Verzinsung ihrer hohen Schulden weniger Geld aufbringen müssen. Problematisch würde es jedoch, sollten die Zinsen aufgrund eines stärkeren Wachstums steigen.

### ... doch nicht alle verschuldeten Länder sind gleich!

Als Beispiel dient der Vergleich zwischen Italien und den USA, die gegenwärtig beide einen deutlichen Anstieg der Staatsschuldenquote erfahren. Während in Italien seit zehn Jahren die Wirtschaft praktisch stagniert, ist sie in der gleichen Periode in den USA stark gewachsen, was das Land in die Lage versetzt, in Zukunft auch höhere Zinsen zu verkraften.

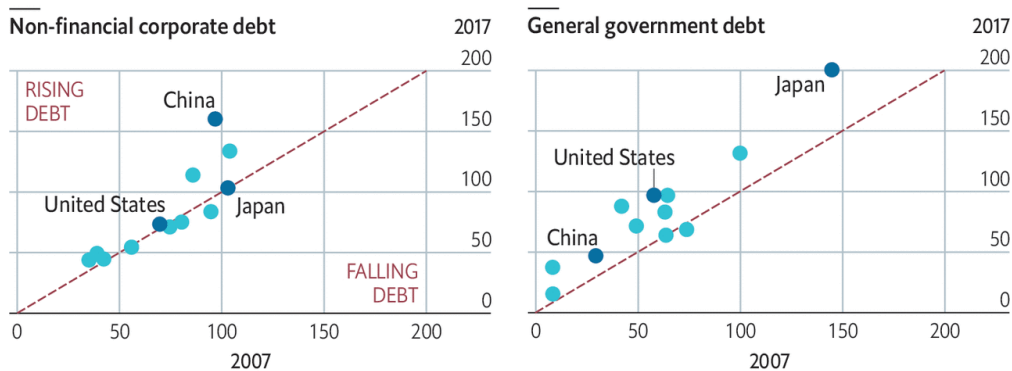
## Anlagebericht I. Q 2019

### Immer mehr Schulden und die Notwendigkeit einer Restrukturierung

Nicht nur in Italien, sondern auch in anderen EU-Ländern sowie den USA steigt die Verschuldung weiter. Somit gerät die Weltwirtschaft in eine Schuldenfalle. Die ultraexpansive Geldpolitik der vergangenen zehn Jahre hat dazu geführt, dass Staaten, Unternehmen und Privathaushalte sich immer mehr verschuldet haben. Um die gefährliche Schuldenakkumulation zu bremsen, müssen die Zentralbanken ihre extrem lockere Geldpolitik beenden und die Zinsen wieder steigen. Doch Zinserhöhungen bringen nun jene Schuldner unter Druck, die in den vergangenen Jahren von billigem Geld profitiert haben.

#### Spot the difference

G20, selected countries, % of GDP, 2007 v 2017



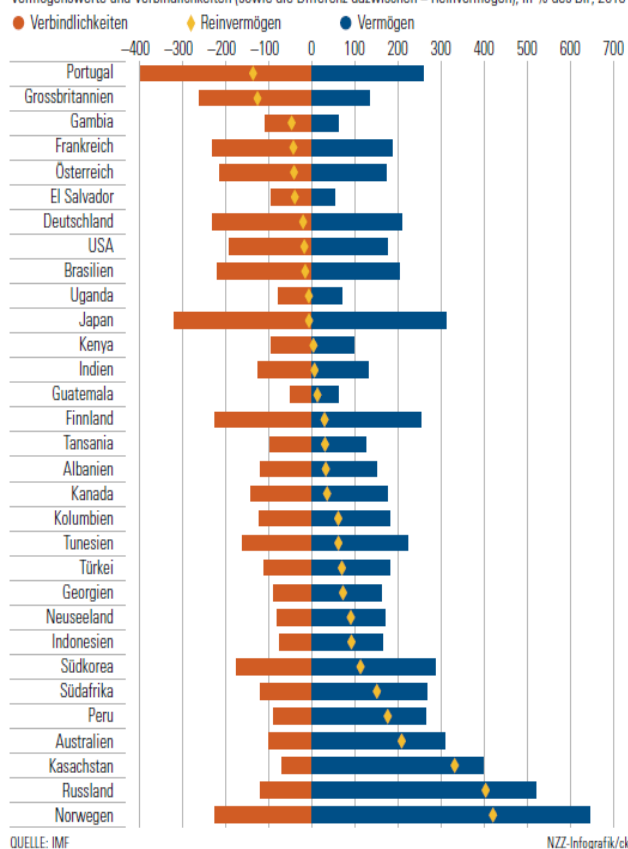
Source: Bank for International Settlements  
The Economist

Während die USA ein immer noch starkes Wachstum aufweisen, die Geldpolitik straffen und einen Schuldenabbau durch Inflationierung erwägen können, ist die Situation in Europa schwieriger. Die Europäische Zentralbank hat die Chance auf eine Normalisierung des monetären Umfeldes verpasst und eigentlich keinen Spielraum mehr. Die beste Lösung wäre eine geordnete Schuldenrestrukturierung, also ein Schuldenschnitt oder -erlass, denn die Schulden sind vielerorts derart hoch, dass nicht mehr mit einer Rückzahlung zu rechnen ist.

Haushaltsdefizite und Schuldenquoten sind die gängigsten Kennzahlen zur Beurteilung des wirtschaftlichen Gesundheitszustands eines Landes. Allerdings bietet eine bilanzorientierte Perspektive des öffentlichen Sektors einen breiteren Blick auf die Qualität der einzelnen Staaten. Indem sämtlichen vom Staat kontrollierten Vermögenswerten dessen gesamte Verbindlichkeiten gegenübergestellt werden, kann die Vermögenssituation des öffentlichen Sektors umfassend dargestellt werden, um die Risiken besser abschätzen zu können.

## In mehreren «reichen» Ländern ist das Reinvermögen des Staates negativ

Vermögenswerte und Verbindlichkeiten (sowie die Differenz dazwischen = Reinvermögen), in % des BIP, 2016



Eine Studie des IWF für 31 Länder zeigt, dass sie im Durchschnitt über ein positives Reinvermögen verfügen, es unter ihnen jedoch grosse Unterschiede gibt.

Die Bedeutung von Bruttoverschuldung, Defizit und Finanzierungsbedarf ändert sich auch mit dem Einsatz einer bilanzorientierten Methode nicht. Am Beispiel der USA zeigt der IWF, welche Erkenntnisse der bilanzorientierte Ansatz liefern kann. In den USA sinkt das staatliche Reinvermögen bereits seit den 1980er Jahren. Dieser Trend ist durch die Finanzkrise noch verstärkt worden. Im Jahr 2016 betrug das Reinvermögen minus 17% des BIP. Die wichtigsten Aktivposten in der US-Bilanz sind Kredite an den Privatsektor im Wert von etwa 50% des BIP, die vor allem Hypotheken der Staatsbetriebe Fannie Mae und Freddie Mac sowie Studentendarlehen umfassen. Dazu kommen die Portefeuilles der Pensionskassen von Gliedstaaten und Gemeinden, die vorwiegend in Aktien anlegen und deshalb grossen Wertschwankungen unterliegen.

Die Fiskalexperten haben die Staatsbilanz der USA einem Stresstest ausgesetzt, wie das die Bankenaufseher regelmässig bei den grossen Finanzinstituten tun. Eine schwere Rezession mit Einbruch der Aktien und Immobilienpreise würde das Reinvermögen des öffentlichen Sektors in den USA um 26 Prozentpunkte des BIP schrumpfen lassen: Die Steuereinnahmen sänken rezessionsbedingt, was zu höheren Defiziten und damit zu einer höheren Staatsverschuldung führen würde. Darüber hinaus verlören die Anlagen und Immobilien des Staates an Wert und Studentenkredite würden nicht zurückgezahlt. Die Unterdeckung bei den staatlichen Pensionskassen nähme aufgrund des Wertverlusts bei den Aktien zu, während die Verluste bei den von Staatsunternehmen gehaltenen Hypotheken in den Augen des IWF überschaubar blieben.