

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

Contents

Anlagebericht IV.Q 2017: Wo ist das Wachstum?.....	2
Die EZB kann nicht alle Probleme lösen.	2
Die Politik der niedrigen Zinsen fördert eine Zombie-Wirtschaft.....	2
Anlagebericht II.Q 2017: Eine neue EU mit verschiedenen Geschwindigkeiten.....	3
Anlagebericht I.Q 2017: Die falschen Hoffnungen in die Fiskalpolitik	5
Anlagebericht I.Q 2017: Alle in die Schuldenfalle	6

Anlagebericht IV.Q 2017: Wo ist das Wachstum?

Die EZB kann nicht alle Probleme lösen.

Für die EZB war die expansive Geldpolitik notwendig und erfolgreich, wie die wirtschaftliche Erholung in der Euro-Zone zeigt. Dementsprechend will sie daran festhalten. Aus ihrer Sicht trägt sie dazu bei, die Inflation auf zwei Prozent zu erhöhen. Das viele Geld soll die Konjunktur ankurbeln, indem es die Vermögenspreise anheizt und die Anleger reicher macht. Gleichzeitig sollen die billigen Kredite Investitionen fördern. Dies müsste mit Verzögerung auch die Inflation ansteigen lassen.

Die unkonventionelle Geldpolitik mag vorübergehend beruhigend wirken, doch sind heute die langfristigen Wirkungen noch nicht absehbar. Niedrige Finanzierungskosten führen zu Fehlinvestitionen und bergen Potenzial für Wertberichtigungen und neue Krisen. Die Krisenpolitik der EZB schafft eine falsche Sicherheit für die Politiker Europas. Diese haben es versäumt, die strukturellen Probleme der Währungsunion wirklich anzugehen. Die längst überfällige Restrukturierung des europäischen Bankensektors verläuft nur sehr schleppend. Dementsprechend hat sich die Staatsverschuldung der Euro-Länder um ein Drittel erhöht. In Griechenland und Italien ist die Industrieproduktion um je rund ein Viertel eingebrochen.

Die EZB hat im besten Fall Zeit und Wirtschaftswachstum gekauft und sollte nun die Politik mit einer allmählichen Normalisierung ihrer Geldpolitik so unter Druck setzen, dass eine geordnete Strukturbereinigung gelingt.

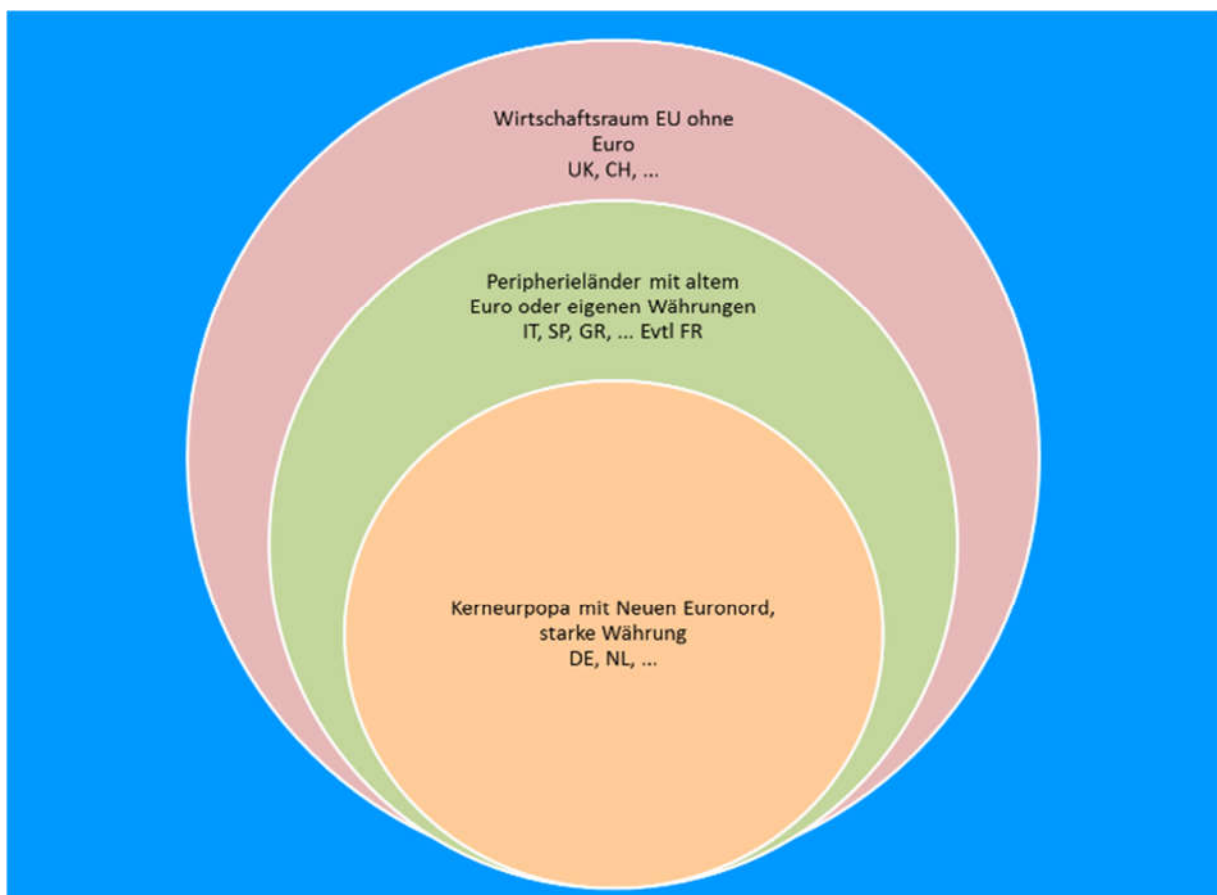
Die Politik der niedrigen Zinsen fördert eine Zombie-Wirtschaft.

Eine negative Nebenwirkung der Strategie der EZB ist die Verschleppung von Firmenpleiten. Durch den Null-Zins und den schwachen Euro werden sogenannte Zombie-Firmen künstlich am Leben erhalten. Sie sind ineffizient, unproduktiv und müssten die Kapitalkosten gar nicht mehr verdienen, weil die Refinanzierung so günstig ist. Als Konsequenz werden volkswirtschaftliche Produktionsmittel in unrentablen Bereichen gebunden, was zu einer anämischen Entwicklung führt. Im Prinzip folgt man in Europa dem, was Japan seit 25 Jahren vormacht. Eine Normalisierung der Geldpolitik mit höheren Zinsen würde eine Pleitewelle auslösen, die nur mit einem Debt Equity Swap (Gläubigerbeteiligung) gelöst werden kann.

Anlagebericht II.Q 2017: Eine neue EU mit verschiedenen Geschwindigkeiten

Die EU gerät auch angesichts der anstehenden Wahlen in den Niederlanden, in Frankreich und Deutschland unter Druck. Die Griechenland-Krise ist zurück, und eine europäische Bankenkrise steht vor der Tür. Nun werden in Brüssel fünf Varianten für einen Umbau der EU vorgelegt. Die Optionen sind vielfältig, und sogar der Rückbau zu einer reinen Zollunion steht offiziell zur Diskussion:

- **Option I – Weiter so:** Die EU macht einfach weiter wie bisher und konzentriert sich auf Vorzeigeprojekte: Energieunion, digitaler Binnenmarkt, Breitband-Internet für alle.
- **Option II – Binnenmarkt:** Die EU besinnt sich auf ihre Anfänge: die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft, d. h. Europa als Zollunion. Doch dürften nur Waren und Kapital dauerhaft frei zirkulieren. Bei der Personenfreizügigkeit deuten sich Einschränkungen an.
- **Option III – Mutige voran:** Mit Blick auf die Euro-Zone oder das grenzenlose Reisen innerhalb der Schengen-Zone ist Kerneuropa längst Realität. Kommissionspräsident Juncker nennt mutige Projekte der Zukunft: Anti-Terror-Kampf und Verteidigungspolitik.
- **Option IV – Rückbau:** Die EU gibt Kompetenzen zurück an die Nationalstaaten und beschränkt sich auf die Rolle des Koordinators.
- **Option V – Europa XXL:** Die EU schwingt sich auf zur Super-Union mit neuen Kompetenzen, etwa in der Verteidigungspolitik.



Benelli Consulting, Januar 2017

Das Hauptproblem wird jedoch leider nicht angepackt. Wir hatten mehrfach darauf hingewiesen, dass die Instabilität der EU hauptsächlich auf einen Konstruktionsfehler zurückzuführen ist:

„Mit der Einführung des Euro hat man die Geldpolitik zentralisiert, während die Fiskalpolitik dezentral blieb.“

Diesbezüglich haben auch die wohlgemeinten Maastricht-Kriterien nicht geholfen, da sie von den Mitgliedsländern nicht eingehalten wurden.

Angesichts der angeblichen neuen Flexibilität der EU-Kommission könnten wir uns noch eine andere, effizientere Lösung der EU-Problematik vorstellen, nämlich eine EU mit verschiedenen Geschwindigkeiten oder Kreisen, d. h. ein eng verbundenes Kerneuropa, um das herum sich Länder mit geringerer Integrationsbereitschaft scharen können.

- **Ester Kreis: die Länder Kerneuropas** wie Deutschland und die Niederlande. Für diese Länder wird neu ein Euro-Nord eingeführt, der teurer ist als der jetzige Euro. Die Länder im diesem Kreis erfüllen die Maastricht-Kriterien, halten ihre Schulden in alten Euros und verlieren ihren Währungsvorteil gegenüber den übrigen Mitgliedsändern wie Italien, Spanien und den übrigen Peripherieländern, die dem ersten Kreis nicht angehören.
- **Zweiter Kreis: die Peripherieländer** wie Italien, Spanien usw. Diese Länder behalten die alte Euro-Währung, die deutlich schwächer ist als der Euro-Nord. Sie könnten sogar ganz aus dem Euro aussteigen und ihre Nationalwährungen wieder einführen, allerdings wäre ein Ausstieg wenig attraktiv, da sie ihre Schulden in alten Euros zahlen müssen.
- **Dritter Kreis: die Länder, die nur am Wirtschaftsraum EU interessiert sind** wie Grossbritannien und die Schweiz.

Auf alle drei Kreise können die Grundsätze der EU bezüglich des freien Waren- und Dienstleistungsverkehrs angewendet werden. Bei der Personenfreizügigkeit gibt es jedoch Einschränkungen. Zum Beispiel könnte die Zuwanderung aus anderen EU-Staaten auf maximal 5% der Bevölkerung begrenzt werden.

Zur Rettung des europäischen Integrationsprojektes müssen also flexiblere Strukturformen eingeführt werden, die sowohl die EU als auch die Euro-Zone atmen lassen. Ein Nebeneinander einer auf Kerneuropa reduzierten starken Euro-Zone und einer schwächeren Währungszone mit anpassungsfähigen Wechselkursen für die Peripherieländer könnte ein wichtiger Schritt für einen Neustart der gesamten EU sein.

Anlagebericht I.Q 2017: Die falschen Hoffnungen in die Fiskalpolitik

Während die USA mit mehreren Zinserhöhungen eine Normalisierung der Geldpolitik anstreben, plädiert die Politik weltweit für mehr fiskalpolitische Massnahmen zur Stimulierung der Wirtschaft. Donald Trump fordert höhere Staatsausgaben für die Finanzierung von Infrastrukturprojekten, und die EU-Kommission will den Europäischen Fonds für strategische Investitionen (EFSI) von derzeit 315 Mrd. Euro deutlich aufstocken. Sogar die OECD rechnet mit einem schnelleren Wachstum aufgrund der expansiven Fiskalpolitik. Sie meint, dank des Niedrigzinsumfeldes hätten die Industrieländer die einmalige Gelegenheit, das Wachstum durch Ausgabenprogramme anzukurbeln, ohne dabei die öffentliche Schuldenlast zu erhöhen.

Die Erfahrung zeigt jedoch, dass es mit Geld- und Fiskalpolitik allein schwierig ist, die Wirtschaft nachhaltig in Schwung zu bringen. Eine expansive Geldpolitik bringt längerfristig nur Inflation ohne reales Wachstum, und eine Erhöhung der Staatsausgaben kann private Investitionen verdrängen („crowding out effect“). Vielmehr muss die Wirtschaft durch Deregulierung, Steuersenkungen und insbesondere durch Wirtschaftsreformen stimuliert werden. Eine weniger expansive Geldpolitik bedeutet für die Anleger höhere Zinsen, während eine expansivere Fiskalpolitik zu höheren Staatsdefiziten und steigenden Staatsschulden führt.

Anlagebericht I.Q 2017: Alle in die Schuldenfalle

In der Vergangenheit hatten wir mehrfach auf die prekäre Schuldensituation der Industrieländer hingewiesen. Da die tatsächliche Verschuldung im allgemeinen deutlich höher ist als die explizite Verschuldung, kann diese Problematik ohne harte Strukturreformen nicht gelöst werden. Wir hatten ebenfalls dargelegt, dass im Gegensatz zu den meisten europäischen Ländern einzig die USA dank des starken Wachstums und der anziehenden Inflation in der Lage wären, ihre Schulden zu monetisieren.

Während die Europäer nach wie vor Mühe mit der Einführung notwendiger Reformen haben, möchte der neue US-Präsident die Wirtschaft nun durch neue fiskalpolitische Massnahmen stimulieren. Höhere Staatsausgaben bedeuten jedoch grössere Defizite und steigende Staatsschulden.

Seine Pläne für neue Infrastrukturprojekte haben die Zinskosten der US-Staatsverschuldung bereits in die Höhe getrieben, obwohl er einen Ausbau gerade erst angekündigt hat. Gleichzeitig sind die langen Sätze auch in anderen Ländern gestiegen. Die Schuldenfalle droht zuzuschnappen. Der Transmissionsmechanismus, immer neuere Ankurbelung mit Defiziten, hat unerwünschte Nebenwirkungen: die Kosten der Verschuldung steigen!

So wachsen in Europa die laufenden Defizite Italiens, Frankreichs, Spaniens, Portugals und Griechenlands. Dementsprechend steigt auch die Verschuldung, und bei anziehenden Zinsen sind die Probleme vorprogrammiert.