

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 2016

Anlagebericht IV.Q 2016: Brexit, so what?	2
Das Problem liegt bei der EU.....	2
Europa: Zeit für Plan B.....	2
Der Brexit und die Finanzmärkte.....	2
Optionen für die britischeWirtschaft, die Welt geht nicht unter!	3
Anlagebericht III.Q 2016: Staatsverschuldung und Defizit-Sorgen ohne Ende	4
Anlagebericht III.Q 2016: Griechenlands ist zurück	6
Anlagebericht II.Q 2016: Die binäre Betrachtung „Weltrezession ja oder nein“ ist falsch	7
Anlagebericht I.Q 2016: Zunehmende Divergenz und Währungskrieg.....	11
Anlagebericht I.Q 2016: Schuldenmonetarisierung oder „Haircuts“?	12

Anlagebericht IV.Q 2016: Brexit, so what?

Das Problem liegt bei der EU

In der Währungsunion wird nur die Geld- und Währungspolitik zentralisiert. Für die Finanz- und Wirtschaftspolitik bleiben die Mitgliedstaaten selbst verantwortlich. Die Teilnahme war deshalb an die Forderung geknüpft, dass jedes Mitglied eine solide Finanzpolitik betreibt. Der Staatshaushalt soll möglichst ausgeglichen sein, so dass das Defizit selbst im Abschwung 3% des Bruttoinlandprodukts (BIP) nicht überschreitet und die Staatsverschuldung nicht über 60% des BIP steigt. Diese beiden Referenzwerte gehören auch zu den Aufnahmekriterien der Euro-Zone.

Europa: Zeit für Plan B

Die Europäische Union hat ein Problem mit der Disziplinierung der Mitgliedstaaten - Staatsverschuldungs- und Defizit-Sorgen ohne Ende. Mehrere Länder stehen am Rande des Kollapses und gefährden damit das gesamte europäische System. Die Euro-Staaten müssen sich entscheiden:

- für eine Verbesserung des heutigen Modells oder
- für eine Zentralisierung der Fiskalpolitik (Fiskalunion).

Der Brexit und die Finanzmärkte

An den Finanzmärkten hatte das Ergebnis des Brexit-Referendums Konsequenzen, da es zeigte, dass die EU-Mitgliedschaft rückgängig gemacht werden kann:

In Grossbritannien sind die Währung und zuerst auch die britischen Aktien gefallen und Gilt-Renditen weiter gesunken.

Die Spreads europäischer Staatsanleihen sollten steigen. Bei Staatsanleihen schwächerer Länder sind höhere Renditen zu erwarten, während die Renditen von sichereren Anlagen wie deutschen Bundesanleihen weiterhin niedrig bleiben sollten.

Der Euro-Wechselkurs sollte nun eine politische Risikoprämie erhalten und gegenüber anderen Hauptwährungen abwerten.

Über die Anlageklassen hinweg ist mit erhöhter Risikoaversion zu rechnen.

Risikantere Anlagen (Aktien, nachrangige Bank- und Versicherungsanleihen sowie Hochzinsanleihen) sind vorläufig unter Druck geraten, während „sichere Häfen“ (Staatsanleihen von Kernländern; JPY und CHF sowie Gold) stärker nachgefragt wurden.

In Japan und in der Schweiz könnten die geldpolitischen Entscheidungsträger gefordert sein, dem entstehenden Aufwertungsdruck zu begegnen. In diesen Ländern weder die Zinsen noch lange negativ bleiben.

Optionen für die britische Wirtschaft, die Welt geht nicht unter!

Bis jetzt ist es nicht erkennbar, wie sich Grossbritannien selbst die Zukunft vorstellt. Was aber wären realistische Optionen für das künftige britische Verhältnis zur EU?

- **Norwegen-Modell:** Der seit 1994 bestehende Europäische Wirtschaftsraum (EWR) umfasst derzeit die EU-Staaten sowie die drei Mitgliedstaaten der Europäischen Freihandelsassoziation (EFTA) Norwegen, Liechtenstein und Island. Aus EU-Sicht ist er das Angebot der Wahl an Staaten, die den Binnenmarkt und nur den Binnenmarkt wollen. Er ermöglicht den drei letztgenannten Ländern den vollen Zugang zum und die Teilnahme am EU-Binnenmarkt, ohne dass sie sich an den übrigen Politikbereichen wie etwa der Agrar- oder der Aussenhandelspolitik beteiligen.
- **Schweizer Modell:** Grossbritannien könnte versuchen, nach Schweizer Vorbild eine massgeschneiderte Lösung für den Zugang zum Binnenmarkt auszuhandeln.
- **Türkei-Modell:** Die EU und die Türkei sind seit 1996 in einer Zollunion verbunden, die jedoch nur Industriegüter abdeckt.
- **Kanada-Modell:** Grossbritannien könnte mit der EU ein umfassendes Freihandelsabkommen aushandeln, wie es Kanada mit dem Comprehensive Economic and Trade Agreement (CETA) getan hat.
- **WTO-Option:** Handeln die EU und Grossbritannien nichts anderes aus, fallen ihre Handelsbeziehungen nach dem Brexit unter die Regeln der Welthandelsorganisation (WTO). Es gäbe wieder Zölle und – durch die Auseinanderentwicklung der Regeln – zunehmend auch wieder nichttarifäre Handelshemmnisse.

Der Ball liegt in London!

Offene Fragen

- Kann die Schweiz vom Brexit profitieren?
- Können Deutschland und Frankreich davon profitieren?
- Jetzt ist Innovation gefragt.
- Belastung für alle Nettozahler in der EU
- Teilnahme am EU-Binnenmarkt ohne Freizügigkeit

Anlagebericht III.Q 2016: Staatsverschuldung und Defizit-Sorgen ohne Ende

In der Tat zeigen die Daten, dass mehrere Euro-Staaten ihre Finanzen nicht in den Griff bekommen. Spanien müsste gemäss den EU-Vorgaben die Maastricht-Limite für das Staatsdefizit von 3 % des BIP 2016 wieder einhalten, doch erwartet Brüssel ohne zusätzliche Massnahmen ein Minus von 3,9 %. Portugal hat die für 2015 vereinbarte Einhaltung der 3%-Marke mit 4,4 % massiv verpasst. 2016 dürfte das Land zwar unter die Schwelle kommen, doch hat es Mühe beim Abbau des strukturellen (um Konjunkturfaktoren bereinigten) Defizits. Frankreich, das den Grenzwert ab 2017 einhalten soll, ist ebenfalls nicht auf Kurs. Bei den hochverschuldeten Euro-Staaten Italien und Belgien wiederum kommt der Schuldenabbau nicht voran. In Italien dürfte die Schuldenquote 2016 unverändert bleiben, in Belgien leicht steigen.

Wo die EU-Staaten stehen

Kein Defizitverfahren

Belgien, Bulgarien, Dänemark, Deutschland, Estland, Finnland, Italien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Niederlande, Österreich, Polen, Rumänien, Slowakei, Schweden, Tschechische Republik, Ungarn

Beendigung des Defizitverfahrens vorgeschlagen

Irland, Slowenien, Zypern

Laufendes Defizitverfahren

Frankreich, Griechenland, Grossbritannien, Kroatien, Portugal, Spanien

Fett = Länder der Euro-Zone

QUELLE: EU

NZZ-Infografik/jok.

Gleichzeitig ist die Staatsverschuldung im Euro-Raum im Schnitt fast so hoch wie die Wirtschaftsleistung eines Jahres. Trotzdem hat man nicht den Eindruck, dass die Regierungen etwas unternehmen, um ihre Länder wettbewerbsfähiger zu machen.

EU-Nachhaltigkeitsranking 2015

In Prozent des BIP

	Explizite Schulden	+	Implizite Schulden	=	Nachhaltigkeitslücke (Gesamtschulden)
Italien	132		-75		57
Estland	10		53		63
Lettland	41		54		95
Ungarn	76		26		102
Portugal	130		-21		109
Kroatien	85		59		144
Deutschland	75		74		149
Polen	50		140		190
Bulgarien	27		182		209
Österreich	84		137		221
Rumänien	40		223		263
Schweden	45		228		273
Litauen	41		238		279
Frankreich	96		195		291
Dänemark	45		253		298
Slowakei	53		267		320
Tschechien	43		343		386
Niederlande	68		322		390
Zypern	108		283		391
Griechenland	179		213		392
Malta	68		336		404
Finnland	59		396		455
Grossbritannien	88		410		498
Slowenien	81		464		545
Belgien	107		472		579
Spanien	99		493		592
Luxemburg	23		961		984
Irland	107		1064		1171
EU-28	89		177		266

QUELLE: EU-KOMMISSION, STIFTUNG MARKTWIRTSCHAFT

NZZ-Infografik/lvg.

Anlagebericht III.Q 2016: Griechenlands ist zurück

Wir haben es befürchtet und nun ist es passiert. Griechenland bekommt einmal mehr Geld und ein Haircut seiner Schulden ist zwar verschoben, aber praktisch vorgeplant.

Zuerst muss Griechenland nochmals versuchen, die geforderten Reformen einzuführen. Hat Athen alle Auflagen erfüllt und reicht es trotzdem nicht, um bei der Schuldentragfähigkeit im Plan zu bleiben, wäre Berlin aber auch bereit, über weitere Schuldenerleichterungen nachzudenken, wobei hier konkret an eine Verlängerung der Laufzeiten zu denken ist.

In einigen Jahren wird es soweit sein. Die Politiker in Deutschland, Frankreich und Italien werden ihren Wähler erklären müssen, dass sie für einen Teil der griechischen Schulden aufkommen müssen. Das war die grosse Lüge bei der Einführung des Euro! Griechenland ist zwar ein kleines Land, und der Schuldenschnitt wäre tragbar, aber was dort in puncto Staatsschulden passiert, zeigt, was auf europäischer Ebene zu erwarten ist.



**CDU Wahl-Plakat
aus dem Jahr 1999!**

**Was kostet
uns der EURO?**

a) Muß Deutschland für die **Schulden
anderer Länder** aufkommen?

**Fit für Europa
Stark für
die Zukunft**

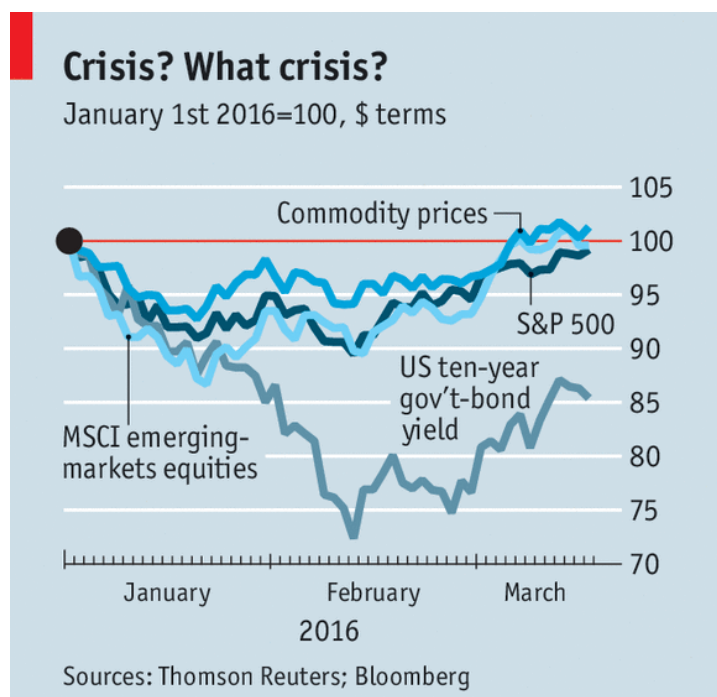
CDU

Ein ganz klares Nein! Der Maastrichter Vertrag verbietet ausdrücklich, daß die Europäische Union oder die anderen EU-Partner für die Schulden eines Mitgliedstaates haften. Mit den Stabilitätskriterien des Vertrags und dem Stabilitätspakt wird von vornherein sichergestellt, daß die Nettoneuverschuldung auf unter 3% des Bruttoinlandsprodukts begrenzt wird. Die Euro-Teilnehmerstaaten werden daher auf Dauer ohne Probleme ihren Schuldendienst leisten können.

Eine Überschuldung eines Euro-Teilnehmerstaats kann daher von vornherein ausgeschlossen werden.

Anlagebericht II.Q 2016: Die binäre Betrachtung „Weltrezession ja oder nein“ ist falsch

Konjunktursorgen in China, die an ihre Grenzen stossende Geldpolitik und Turbulenzen an den Rohwaren- und Devisenmärkten haben zu Beginn des Jahres die Finanzmärkte verunsichert. Die darauffolgende Korrektur an den internationalen Aktienmärkten spiegelt die Angst der Anleger vor einer weltweiten Rezession wider. In der Realität zeigen die fundamentalen Daten jedoch ein anderes Bild, und daher muss diesbezüglich unbedingt differenziert werden. Die Angst vor einer Rezession in den USA, China oder in den Schwellenländern ist übertrieben. Dagegen sind die Sorgen um die europäischen Länder begründet.



Economist.com

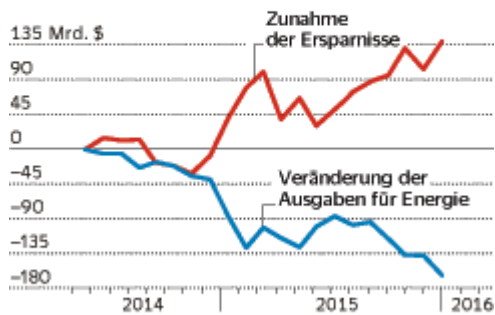
Keine weltweite Rezession...

Der Konjunkturmotor in den Industrieländern läuft eigentlich ordentlich. Die Ölpreissenkung bestraft zwar die Produktionsländer, wirkt aber wie eine gesunde Steuersenkung für die Importländer. Somit profitieren sowohl die Industrie als auch die Konsumenten von den niedrigeren Energiepreisen.

Mehr Geld in der Tasche

Die Sparquote der Haushalte versus die Ausgaben für Benzin in den USA

Indexiert: 1. 4. 2014

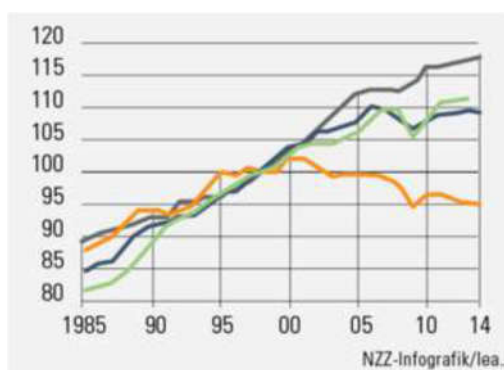


Quelle: BLS, Bantleon

Rscannzz-tkUY5

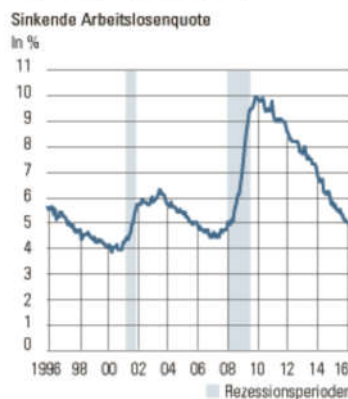
Die Aussichten für die amerikanische Wirtschaft bleiben gut. Im vierten Quartal 2015 ist die Wirtschaft mit 1,4% sogar stärker gewachsen als von vielen Investoren angenommen. Im vergangenen Jahr sind in den USA pro Monat 221.000 neue Arbeitsplätze entstanden, und die Arbeitslosenquote lag bei nur noch 4,9%. Zudem ist das Konsumentenvertrauen hoch. Steigende Immobilienpreise und die gestiegenen Aktienkurse haben die Vermögen der amerikanischen Haushalte in den vergangenen Jahren wachsen lassen, was wiederum den Konsum unterstützt hat. Zudem haben die US-Haushalte auch Schulden abgebaut.

Allerdings werden die Differenzen zwischen USA und Europa immer grösser, und Europa gerät ins Hintertreffen. Während die USA und Grossbritannien eine Chance haben, die hohen Staatsschulden durch ihre expansive Geldpolitik zu monetarisieren und diese bei einem anständigen Wirtschaftswachstum von der Inflation aufzehren zu lassen, wird dies in Europa aufgrund der langsameren Erholung der Konjunktur und der anhaltend niedrigen Teuerung schwieriger.



Gesamtfaktorproduktivität, Indexiert, 1998 = 100
 ■ Frankreich ■ Deutschland ■ Italien ■ USA

Solide US-Binnenwirtschaft



...aber eine Stagnation in Europa ist möglich.

Die europäische Wirtschaft erholt sich nur langsam von der Finanz- und Staatsschuldenkrise, und Europas Potenzialwachstum wird nun in Frage gestellt. Seit der Euro- und Bankenkrise wachsen im

Euroraum Bürokratie, Regulierung und Staatsschulden an. Die Arbeitslosigkeit verharrt auf hohem Niveau, und die Arbeitsproduktivität ist in deutlich geringerer Masse gestiegen als in den USA. Es ist zu vermuten, dass Europa selbst nach einer Erholung nur noch mit geringeren Raten wachsen wird.

	1. Q. 15	2. Q. 15	3. Q. 15	4. Q. 15
Deutschland	0,4	0,4	0,3	0,3
Finnland	0,1	0,4	-0,6	-0,1
Frankreich	0,7	0	0,3	0,2
Griechenland	-0,1	0,2	-1,4	-0,6
Grossbritannien	0,4	0,5	0,4	0,5
Italien	0,4	0,3	0,2	0,1
Niederlande	0,6	0,1	0,1	0,3
Österreich	0,7	0,3	0	0
Portugal	0,5	0,5	0	0,2
Polen	1,0	0,6	0,9	1,1
Spanien	0,9	1,0	0,8	0,8
Zypern	1,2	0,7	0,5	0,4

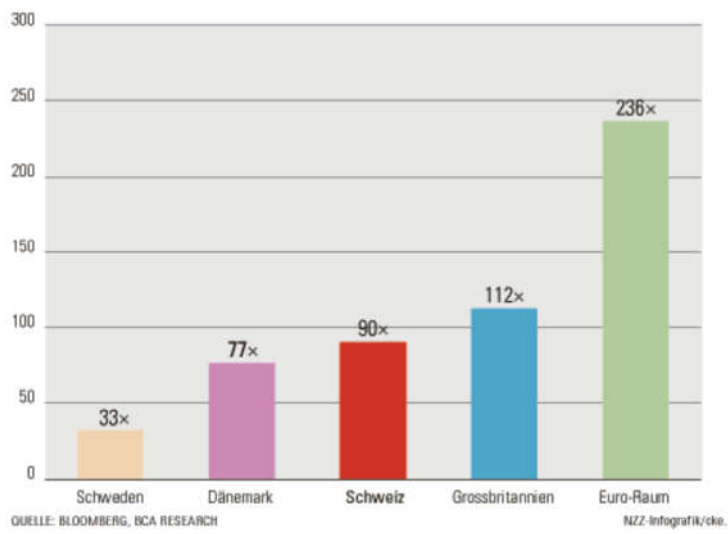
Auch die Inflation in der Euro-Zone kommt nicht in Fahrt. Um sie wieder auf das gewünschte Niveau zu bringen und Konjunktur und Wachstum zu stärken, hat die Europäische Zentralbank (EZB) die Geldpolitik weiter gelockert. Sie hat angekündigt, auch Firmenanleihen mit guter Bonität zu kaufen. Der Schritt zu weiteren Asset-Kategorien dürfte dann nicht mehr weit sein.

Der Schlüsselzins für die Versorgung der Geschäftsbanken mit Notenbankgeld wurde erstmals auf null Prozent gesenkt (bislang lag er bei 0,05 Prozent). Der Strafzins für Geschäftsbanken wurde zudem nochmals verschärft. Der sogenannte Einlagensatz wurde auf minus 0,4 Prozent von bislang minus 0,3 Prozent herabgesetzt. Damit wird es für die Institute noch teurer, wenn sie überschüssige Gelder über Nacht bei der Notenbank parken. Ausserdem wurden die umstrittenen Anleihenkäufe von bisher 60 auf monatlich 80 Milliarden Euro aufgestockt.

So will die EZB wieder einmal Europa retten. Die Geldpolitik ist notwendig, aber nicht hinreichend, um die Wirtschaft zu stimulieren, und der Aktionismus der EZB ist kontraproduktiv. EZB-Präsident Draghi Liquiditätspolitik reduziert nämlich den Willen der Politiker, die notwendigen Reformen einzuführen. Damit riskieren viele Peripherieländer eine Stagnation. Mit anderen Worten könnte nach dem Auslaufen des Basiseffektes aufgrund des niedrigeren Ölpreises die Inflation in Europa wieder anziehen, aber leider ohne ein begleitendes starkes Wirtschaftswachstum.

② Europas Banken sind zinsempfindlich

Operativer Hebel als Summe der Kredite zu Gewinn



Anlagebericht I.Q 2016: Zunehmende Divergenz und Währungskrieg

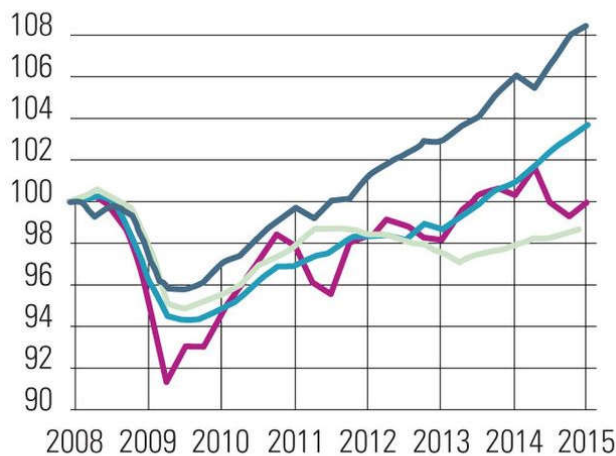
Die USA und Europa gehen verschiedene Wege. Wir haben bereits in der Vergangenheit erklärt, dass sich aufgrund der unterschiedlichen Wirtschaftsentwicklung die geldpolitische Schere zwischen der US-Notenbank Fed und der EZB vergrössern wird.

Die EZB will nun die geldpolitische Lockerung fortsetzen, während die US-Notenbank mit der seit langem angekündigter Zinserhöhung eine Normalisierung der Geldpolitik begonnen hat. Diese historische Trennung wird die Finanz- und Devisenmärkte weiterhin beeinflussen.

Raschere Erholung der US-Wirtschaft

Reale Wirtschaftsleistung (2007 4. Q. = 100)

■ USA ■ Euro-Zone ■ Japan ■ Grossbritannien



QUELLE: BEN BERNANKE

NZZ-Infografik/cke.

Verschärfung des Währungskrieges

Die Fed wird wohl in sehr kleinen Schritten vorgehen und für ausreichende Liquidität sorgen, während die meisten anderen Notenbanken der entwickelten und aufstrebenden Welt ihre lockere Geldpolitik fortsetzen. Die EZB will mit einer Kombination von Massnahmen, insbesondere mit einer Ausdehnung der Ankäufe von Aktiva sowie einer Reduktion des Einlagenzinses, an ihrer Liquiditätspolitik festhalten. Zudem könnte ähnlich dem Schweizer Vorbild ein gestufter negativer Einlagenzins festgelegt werden. Eine monetäre Lockerung durch die EZB wird andere Zentralbanken zum Nachziehen oder zur Anpassung ihrer Haltung zwingen.

Anlagebericht I.Q 2016: Schuldenmonetarisierung oder „Haircuts“?

Die bestehende Schuldenlast einzelner Staaten ist auf die Dauer nicht haltbar und bleibt auch für die kommenden Jahre ein Risiko. Tatsächlich wurden die Probleme in vielen Ländern nicht gelöst, sondern nur vertagt; die Staatsverschuldung ist auf Rekordhöhe gestiegen und die notwendigen Wirtschaftsreformen werden aufgrund von politischem Widerstand oft nur schleppend vorangetrieben. In den Industrieländern fällt auf, dass neben Europa auch Grossbritannien, die USA und mehr noch Japan unter ähnlichen Problemen der Überschuldung leiden.

Um die Verschuldungsproblematik zu lösen, können die Regierungen sparen, ihre Schulden restrukturieren oder bestenfalls monetarisieren. Die Politiker haben sich weltweit für die einfachste Lösung, d. h. eine Monetarisierung der Schulden entschieden. Dementsprechend verfolgen die verschiedenen Zentralbanken eine expansive Liquiditätspolitik, um Wachstum und Inflation zu fördern. Doch wie realistisch ist diese Alternative?

Während die USA und Grossbritannien eine Chance haben, die hohen Staatsschulden durch eine expansive Geldpolitik zu monetarisieren und diese bei einem anständigen Wirtschaftswachstum von der Inflation aufzehren lassen, wird dies in Europa wegen der langsameren Erholung der Konjunktur und der anhaltend niedrigen Teuerung schwieriger. Hier wird deswegen, trotz anhaltender Lockerung der Liquiditätspolitik, eine Restrukturierung der Staatsschulden immer wahrscheinlicher.

Das grosse Problem Europas bleiben die enormen Schulden des Euro-Südens und Frankreichs. Diese nehmen deutlich stärker zu als das Sozialprodukt der jeweiligen Länder. Doch EZB-Präsident Draghi will mit der Fortsetzung der geldpolitischen Lockerung alle Schulden aufkaufen. Wenn private Anleger ihre Staatspapiere abstossen, haben die Zentralbank, die nördlichen Staaten und der Rettungsfonds ESM den grössten Teil der Schulden unter Kontrolle und können die zukünftige Strategie bestimmen.

Um einen verheerenden Schuldenerlass zu vermeiden, könnten sie dann die Schulden nur strecken, auf viele Jahrzehnte und zu minimalen Zinsen. Anstelle von Staatsbankrott wird man dann von „Anpassung“, „reprofiling“ oder „official sector involvement“ sprechen. So bleiben die Schulden überall in den Büchern als Guthaben. Die privaten Gläubiger müssen zwar mitziehen, aber auch ihre Bücher stimmen weiterhin, wenn auch die Erträge nicht. Mit Tiefstzinsen und Inflation werden die Schulden erst über 50 oder 100 Jahre „wegmonetarisiert“.