

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 2024

III Quartal 2024

1. Die neue Normalität/Realität ist keine Rückkehr zu überall niedrigen Zinsen
2. Europa muss sich neu erfinden

1. Die neue Normalität (Realität) ist keine Rückkehr zu überall niedrigen Zinsen

Auch bei einem weiteren Rückgang der Inflation werden die möglichen Auswirkungen auf die Finanzmärkte überschätzt, da die grössere Staatsverschuldung die langfristigen Zinsen hoch halten wird.

Die Zentralbanken werden wahrscheinlich später als allgemein angenommen mit weiteren Senkungen der Leitzinsen reagieren. Allerdings können sie mit ihrer Geldpolitik nur die kurzfristigen Zinssätze beeinflussen, während die langfristigen Zinsen angesichts der allgemein erheblichen Verschuldung hoch bleiben werden. Deswegen erwarten wir vor allem eine Reduktion der Renditen bei kurzen Laufzeiten, was eigentlich nur zu einer Normalisierung der derzeit noch inversen Zinskurve in den wichtigsten Industrieländern führen kann.

Angesichts der hohen Verschuldung müssen sie den Investoren attraktive Zinsen bieten, um ihre Schulden weiterhin finanzieren zu können. Damit ist die Zeit der niedrigen Zinsen vorbei.

Euro Government Bond Yield: Änderung kurz nach der Zinssenkung der EZB



2. Europa muss sich neu erfinden

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.“

Die Politiker in Brüssel wollten den Euro 1999 schnell einführen, da dieser wie eine Lokomotive die Integration beschleunigen und die nationalen Wirtschaftspolitiken einander angleichen sollte. Fast zehn Jahre lang hat dies auch funktioniert. Die Europäische Zentralbank gewährleistete die Preisstabilität und der Euro etablierte sich als solide Währung und erstarkte sowohl gegenüber dem Dollar als auch dem Pfund. Die Verzinsung staatlicher Schuldtitel war fast überall die gleiche, es spielte kaum noch eine Rolle, ob es um Griechenland oder Deutschland ging.

Die Illusion ging mit der Finanzkrise von 2008 zu Ende. Die strukturellen Probleme traten nun offen zutage und der Euro zeigte sich als inhärent instabile Währung.

Zwar fixierte Brüssel mit den Konvergenzkriterien von Maastricht einige Eckwerte bezüglich Defiziten, Schulden, Inflation und Zinsen. Diese Werte sollten für eine gewisse Balance sorgen und mussten erfüllt werden, ehe ein Land den Euro einführen durfte. Leider wurden diese Kriterien von den neuen Mitgliedstaaten nach Übernahme des Euro systematisch verletzt, ohne dass sie mit einer Bestrafung rechnen mussten.

Der Binnenmarkt sorgte dafür, dass Arbeit und Kapital frei beweglich waren. Gleichzeitig konnten die Staaten in der Währungsunion fehlende Wettbewerbsfähigkeit nicht länger über den Wechselkurs ausgleichen.

Der Binnenmarkt sorgte aber nicht für die erhoffte Konvergenz. Die Geldpolitik war für alle Mitglieder gleich, doch derselbe Zins wirkte je nach Land unterschiedlich, je nachdem, wo sich die jeweilige Wirtschaft im Konjunkturzyklus gerade befand. Die Währungsunion führte nicht zu mehr Disziplin und machte es den Staaten unmöglich, flexibel auf länderspezifische Krisen zu reagieren und wieder zu gesunden; dies zeigte sich vor allem in Griechenland. Die Staaten drifteten wirtschaftlich auseinander und das Resultat war eher Divergenz als Konvergenz.



Neue Fiskalregeln notwendig

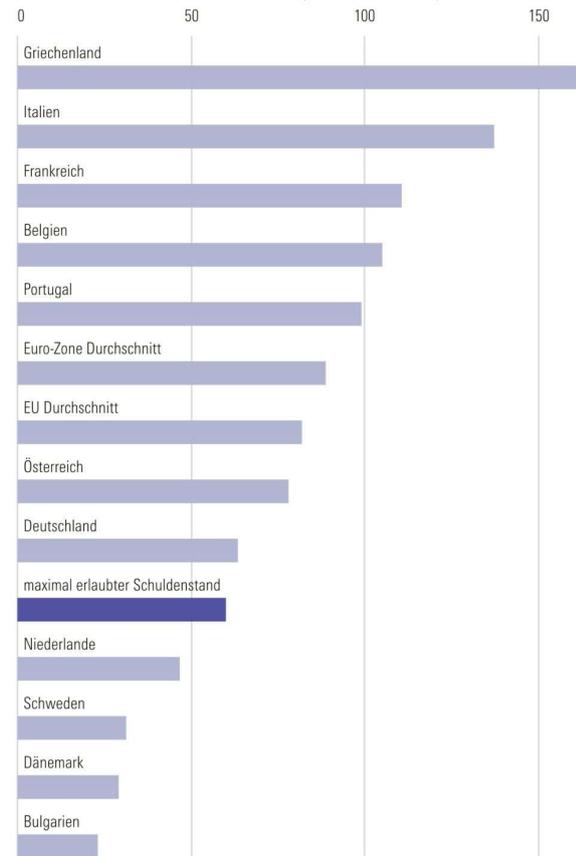
Die Widersprüche der Währungsunion zeigen die Notwendigkeit struktureller Reformen. Das Fehlen eines Staates hinter dem Euro lässt sich mit gemeinsamer Geldpolitik und Transferzahlungen nicht kompensieren. Die Fiskalpolitik muss zentralisiert werden, da die Einheitswährung ohne einheitliche finanzpolitische Regeln nicht funktionieren kann.

Die Einführung einer zentralen Fiskalpolitik ist wie bereits die der neuen Fiskalregeln zur Durchsetzung der Maastricht-Kriterien aufgrund mangelnden Vertrauens gegenüber einer Abtretung fiskalischer Souveränität an Brüssel eine grosse politische Herausforderung und daher kaum durchsetzbar.

Es ist unvorstellbar, dass sich mächtige Länder wie Frankreich oder Deutschland von der EU-Kommission in ihre Fiskalpolitik hineinreden lassen, zumal das innenpolitische Klima in vielen Ländern rauer geworden ist und die Regierungen der politischen Mitte unter Druck stehen. Die Politiker der einzelnen Mitgliedstaaten wollen die fiskalpolitische Macht behalten, um den immer teureren Sozialstaat zu finanzieren. Den Schlüssel zum Kassenschrank werden sie nicht aus der Hand geben, nur um dann in den nationalen Wahlen eine Niederlage zu kassieren.

Europäische Union:

Schulden im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung BIP, in Prozent, ausgewählte Länder 2023



QUELLE: EUROSTAT

NZZ / imr.

Eine neue EU mit verschiedenen Geschwindigkeiten als Alternative

Die Anreizstrukturen für die Politiker und die Heterogenität der Mitgliedstaaten werden auch in Zukunft eine Koordination, wenn nicht gar eine Zentralisierung der Fiskalpolitik erschweren. Zudem werden die Länder, die bisher ihre Finanzen nicht im Griff hatten, sich auch künftig kaum ändern. Demensprechend müssen andere Varianten überprüft werden.

In der Vergangenheit hatten wir bereits eine alternative, effizientere Lösung der EU-Problematik vorgestellt, 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 Mitglieder im diesem Kreis erfüllen die Maastricht-Kriterien, halten ihre Schulden in alten Euros und verlieren ihren Währungsvorteil gegenüber den übrigen Mitgliedstaaten wie Italien, Spanien und den anderen 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, was jedoch wenig attraktiv wäre, da sie ihre Schulden in alten Euro 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 wären jedoch Einschränkungen durchaus möglich. Zum Beispiel könnte die Zuwanderung aus anderen EU-Staaten auf maximal 5 % der Bevölkerung begrenzt werden.

Zur Rettung des europäischen Integrationsprojektes müssten also flexiblere Strukturformen eingeführt werden, die sowohl der EU als auch der Eurozone Luft zum Atmen lassen. Ein Nebeneinander einer auf Kerneuropa reduzierten starken Eurozone und einer schwächeren Währungszone mit anpassungsfähigen Wechselkursen für die Peripherieländer könnte ein wichtiger Schritt auf dem Weg zu einem Neustart der gesamten EU sein.

