PORTAS CAPITAL

Newsletter Oktober 2012



Die Bundesbank hat Recht!

Ulrich Kohli

Die Euro-Krise droht, erneut ausser Kontrolle zu geraten. Durch die Wahlen in Frankreich und die verschlechterte Lage der spanischen Banken und der spanischen Provinzen ist sie neu entfacht worden. Selbst die Wahlen in Griechenland brachten wenig Entlastung, da immer deutlicher wird, dass Griechenland seine Versprechungen nicht wird einhalten können. Tragischerweise ist kein Ende in Sicht. Die meisten Staaten sind überschuldet und dies lässt sich nicht über Nacht beheben. Darüber hinaus zielen die meisten bisher getroffenen Massnahmen darauf ab, Zeit zu gewinnen, statt das Problem bei der Wurzel zu packen.

Europa kämpft. Mehrere Länder befinden sich bereits in einer tiefen Rezession. Selbst Deutschland könnte bis Jahresende in eine Rezession fallen. Die Arbeitslosigkeit nimmt weiter zu. Die Arbeitslosenquote beträgt in der gesamten Eurozone über 11 Prozent, in Griechenland und Spanien jeweils über 20 Prozent, wobei in Spanien über 50 Prozent der jungen Menschen arbeitslos sind. Dies ist eine Zeitbombe, die die soziale Stabilität bedroht und die künftigen Wachstumsaussichten Europas beeinträchtigt – aufgrund des Hysterese-Effekts, der sich ergibt, wenn man zu einer verlorenen Generation gehört.

Die derzeitige Situation ist durch verschiedene Teufelskreise gekennzeichnet, durch die Europa wie in einem Strudel in den Abgrund gerissen werden könnte.

Der europäische Bankensektor krankt weiterhin

Dem europäischen Bankensektor geht es relativ schlecht. Er verfügt über viele notleidende Aktiva, darunter Staatsschulden, die unter Umständen nicht vollständig zurückgezahlt werden. Zudem erhöht die anhaltende Rezession das Kreditrisiko. Die Banken müssen rekapitalisieren oder Schulden abbauen. Dies zwingt sie, restriktive Kreditrichtlinien zu befolgen, was jedoch die wirtschaftliche Aktivität noch mehr behindert.

Der negative Rückkopplung zwischen Banken und Staaten geht noch weiter: Geschwächte Banken können den Staaten keine Finanzmittel zur Verfügung stellen, ausser zu überhöhten Zinssätzen, und Regierungen können die Banken ohne Hilfe von aussen nicht rekapitalisieren.

Hohe Zinssätze in den hochverschuldeten Ländern verschlimmern die Haushaltssituation weiter. Dies lässt Zweifel daran aufkommen, ob die Staaten ihre Schulden begleichen werden können, was zu einer weiteren Erhöhung der Zinssätze führt. Zudem verringern sich durch den Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität die Steuereinnahmen und die Ausgaben durch gesetzliche Verpflichtungen erhöhen sich – ein weiterer Beitrag zur Misere der öffentlichen Finanzen.

Regierungen müssen ihre öffentlichen Finanzen auf eine glaubwürdige und nachhaltige Basis stellen, indem sie strukturelle Überschüsse erzielen. Es gibt keinen anderen Weg. Natürlich wird dies die Abschwächung erst einmal verschlimmern. Wenn Regierungen jedoch als entschlossen und vertrauenswürdig anerkannt sind, werden die Märkte ihnen die notwendige Zeit geben. Die Neuausrichtung wurde zu lange schon hinausgeschoben. Es gibt keine Wahlmöglichkeiten mehr. Einige weitere Umschuldungen werden wahrscheinlich unvermeidbar sein. Sei's drum. Aber es hat keinen Zweck, weiterzumachen und nur zu versuchen, mehr Zeit durch weitere Rettungsmassnahmen zu erkaufen. Wenn das Problem Schulden sind, kann es nicht durch weitere Schulden gelöst werden!

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat nur begrenzte Möglichkeiten. Sie hat unter Umständen schon zu viel getan. Durch ihre extrem – oder, wie manche sagen, masslos – expansive Geldpolitik hat sie Regierungen, Banken, Unternehmen und Haushalte bei ihrer Refinanzierung unterstützt. Diese Politik birgt jedoch grosse Risiken. Die Geldmenge explodiert. Die Nullzinspolitik führte zu fehlerhaften Entscheidungen und zu einer falschen Zuordnung von Ressourcen. Niemand weiß, welche langfristigen Konsequenzen diese Politik haben wird. Europa und die Weltwirtschaft können nicht unendlich mit lebensrettenden Massnahmen überleben.

Verliert die EZB ihre Glaubwürdigkeit?
Die EZB muss sich davor hüten, ihre Glaubwürdigkeit zu verlieren. Es ist wenig überzeugend, wenn ihr Präsident an einem Tag erklärt, die EZB werde alles unternehmen, um die Preisstabilität zu wahren (zu einem Zeitpunkt, an dem die Inflationsrate mit 2,4 Prozent bereits über der eigenen Definition von Preisstabilität liegt), und wenig später mit Blick auf massive Ankäufe von Staatsanleihen bemerkt, sie werde alles Erforderlich tun, um die Währungsunion zu retten.

Zweifellos kann die EZB keine Staaten retten. Sie kann nicht der Kreditgeber der letzten Instanz für Regierungen sein. Sicherlich haben Zentralbanken eine Verantwortung als Kreditgeber der letzten Instanz, aber nur bei einer Liquiditätskrise und nur gegenüber Banken – und zwar gegenüber solventen Banken. Geld zu drucken, um Kapital für bankrotte Staaten zu beschaffen, kann nur zu einer Katastrophe führen. Dies darf nicht zugelassen werden. Man sollte es nicht einmal in Erwägung ziehen. Wie die Geschichte uns lehrt, kann dies zu Hyperinflation und zu einem Zusammenbruch der öffentlichen Institutionen führen. Und es bewirkt rein gar nichts, um die Staaten davon zu überzeugen, ihre Finanzen in Ordnung zu bringen. Europas Probleme sind real vorhandene Probleme – fehlende Wettbewerbsfähigkeit, geringes Wachstum, unflexible Arbeitsgesetze, übermässige soziale Absicherung etc. – daher müssen die Lösungen realitätsbezogen und nicht geldpolitisch sein.

Der Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB war wenig hilfreich
Der in der Vergangenheit erfolgte Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB war wenig hilfreich, nur den bisherigen Anleiheinhabern hat er geholfen. Der Bestand ist viel zu gross, als dass die Ankäufe ins Gewicht fallen würden. Glücklicherweise spricht (noch) niemand davon, den gesamten Bestand zurück zu kaufen! Das gleiche gilt für EFSF (Europäische Finanzstabilisierungsfazilität) und ESM (Europäischer Stabilitätsmechanismus), die nur über beschränkte Ressourcen verfügen. Im Übrigen spielt es keine Rolle, ob die Ankäufe im primären oder sekundären Markt erfolgen – dies ist nur ein Ablenkungsmanöver: Bei festgelegten Laufzeiten sind bestehende Anleihen und neue Anleihen jeweils perfekt austauschbar.

EFSF und ESM sollten ihr Pulver nicht verschiessen und ihre Munition zur Rekapitalisierung oder ggf. zur Verstaatlichung von Banken verwenden. Es wäre falsch, dem ESM eine Banklizenz zu erteilen. Durch die Möglichkeit, sich beliebig bei der EZB zu refinanzieren, würde er im Wesentlichen die Lizenz zum Gelddrucken erhalten. Die EZB hat daher Recht, wenn sie sagt, dass der ESM keine geeignete Gegenpartei ist.

Das am 6. September 2012 von der EZB angekündigte Programm, bei Bedarf italienische und spanische Anleihen anzukaufen, wird nur kurzfristig Erleichterung bringen. Das Argument, dass das Ankaufprogramm beim Kauf von Wertschriften mit einer Fälligkeit von weniger als drei Jahren das Mandat der EZB nicht verletzen würde, ist nicht überzeugend und beschädigt die Glaubwürdigkeit der EZB noch mehr. Wie man es auch formulieren mag – das Programm kommt einer teilweisen Monetarisierung öffentlicher Schulden gleich. Zudem ist die beabsichtigte Dämpfung («Sterilisation») der geldpolitischen Konsequenzen von Anleihekäufen durch die Ausgabe von Wechseln wahrscheinlich ineffektiv. Aufgrund der Zinssätze, die derzeit fast bei Null liegen, wären die von der EZB ausgegebenen Wechsel fast zu hundert Prozent ein Ersatz für Zentralbankgeld. Ein Ersetzen des einen durch das andere ist nahezu sinnlos. Das Inflationsrisiko bleibt bestehen.

Die Frage des Vorrangs von EZB und ESM ist ein heikles Thema. Bei einer Einigung wird die Position privater Investoren untergraben, die dann noch zögerlicher Geld an überschuldete Staaten verleihen werden. Wenn EZB und ESM keinen Vorrang haben, werden sie möglicherweise riesige Verluste erleiden. Anscheinend ist die EZB nun gewillt, für die neue Runde von Anleiheankäufen auf eine Vorrangstellung zu verzichten. Die europäischen Steuerzahler sollten sich in Acht nehmen!

Die Bundesbank hat Recht
Die deutsche Bundesbank hat sich in der Vergangenheit gegen den Ankauf von Staatsanleihen ausgesprochen und ist bis heute bei dieser Position geblieben. Ihr Vorsitzender, Jens Weidmann, ist von offizieller Seite scheinbar die einzige Stimme der Vernunft, seitdem Axel Weber und Jürgen Stark ausgeschieden sind. Leider besitzt die Bundesbank nur eine von 23 Stimmen im Rat. Auch wenn Deutschland weiterhin grosses Gewicht hat, kann es sich nicht gegen den Trend stellen. Der Druck ist immens. In der Tat hat Angela Merkel vor Kurzem mehr als einmal Zugeständnisse gemacht. Interessanterweise werden alle wichtigen beteiligten internationalen Institutionen vom Club Med oder ähnlich denkenden Vertretern geleitet: EZB (italienischer Präsident und portugiesischer

Vizepräsident), IWF (französische geschäftsführende Direktorin und französischer Chefökonom), BIZ (spanischer General Manager und französischer Deputy General Manager) sowie OECD (mexikanischer Generalsekretär). Kein Wunder, dass die Verordnungen scheinbar immer die gleichen sind: mehr Ausgaben, mehr Kredite und mehr billiges Geld.

Irgendwie erstaunlich ist, dass der Euro im Vergleich zum Dollar noch nicht eingebrochen ist. Und dass in Griechenland, Spanien und Italien keine grösseren Bank Runs erfolgt sind. Was den Wechselkurs angeht, ist dies vielleicht auf die Tatsache zurückzuführen, dass es für den Nord-Euro keinen Grund für einen Einbruch gegenüber dem Dollar gibt: Der Euro ist die Währung Deutschlands und die deutsche Wirtschaft ist in keinem schlechteren Zustand als die US-Wirtschaft. Was den Bank Run angeht, ist dieser wahrscheinlich als leiser Bank Run schon im Gange. Dies wird durch die zunehmenden Ungleichgewichte bei Target 2, dem europäischen Zahlungssystem, deutlich. Wenn Kapital von Südeuropa nach Nordeuropa fliesst, werden die Konten der südeuropäischen Zentralbanken bei der EZB belastet, auf den Konten der nordeuropäischen Zentralbanken – in erster Linie die Bundesbank – wird Geld gutgeschrieben. Derzeit schuldet die EZB der Bundesbank über 700 Milliarden Euro, wohingegen sie Forderungen von jeweils über 400 Milliarden Euro bei den Zentralbanken von Spanien und Italien hält. Diese ausstehenden Beträge haben sich in den vergangenen zwei Jahren mehr als verdoppelt, was bei der Bundesbank zu zunehmender Besorgnis führt. Wenn Spanien und/oder Italien aus der Eurozone herausfallen, ist es gut möglich, dass diese Beträge nicht zurückgezahlt werden. Für die deutschen Steuerzahler würde dies einen erheblichen Verlust bedeuten. In gewisser Weise kann man sagen, dass versteckte Rettungsmassnahmen von immensem Ausmass bereits im Gange sind. Die offiziell von EU und IWF vereinbarten Rettungsprogramme sind dazu im Vergleich geradezu farblos. Zudem ist kein Ende in Sicht, wie man an dem explosiven Pfad, der durch diese Ungleichgewichte befolgt wird, erkennen kann. Und doch könnten die Kapazität und die Bereitschaft der Bundesbank, diese Forderungen bei der EZB anzuhäufen, bald ein Ende haben.

Europaweite Aufsichtsbehörde wird dringend benötigt

Ein grundsätzlicher Fehler des europäischen Währungssystems ist, dass die EZB nur wenig Kontrolle über das Kreditwachstum hat, das den nationalen Zentralbanken von ihren Jurisdiktionen ermöglicht wird. Die Zentralbanken in Südeuropa konnten Banken refinanzieren und dabei fast jede Sicherheit akzeptieren. Seit 2007 haben sich die Zentralbankkredite an Banken in der Peripherie um den Faktor 10 vervielfacht, was beispiellos ist. Dies ist der Grund dafür, dass eine europaweite Aufsichtsbehörde dringend erforderlich ist, deren Einsetzung jedoch erst im Laufe des Jahres 2013 erfolgen wird. Bis dahin erscheint die Rekapitalisierung von Banken durch den ESM wenig sinnvoll. Und genauso wenig sinnvoll ist der Ankauf von Staatsanleihen. Die Bundesbank hat Recht!



Professor Ulrich Kohli, ehemals Chefökonom der Schweizerischen Nationalbank, Portas Capital

Portas Capital AG, Vermögensverwalter und Berater in Fragen der Anlagestrategie, Portfolio Konstruktion und Produkte Selektion hat im Hinblick einer weiteren Expansion sein Beraterteam ausgebaut. Prof. Ulrich Kohli berät Portas Capital AG und ihre Kunden in den Bereichen Makroökonomie und Geldpolitik ab 2012.

Ulrich Kohli besitzt ein Lizentiat in Wirtschaftswissenschaften der Universität Lausanne (1971), einen Masterabschluss in Wirtschaft der Queen's Universität in Kingston (1972) sowie einen Doktortitel in Wirtschaftswissenschaften der Universität von British Columbia (1976). Er arbeitete als Ökonom bei der Bank von Kanada in Ottawa (1975 – 1977) und als wissenschaftlicher Berater bei der Schweizerischen Nationalbank in Zürich (1983 – 1985). 2001 wurde Ulrich Kohli vom Bundesrat zum Chefökonom und Stellvertretenden Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank gewählt – eine Position, die er bis Ende 2009 besetzte. Im Januar 2010 kehrte er an die Universität Genf als Gastprofessor zurück. Ulrich Kohli hat über siebzig Artikel in renommierten Fachzeitschriften zu Themen wie internationaler Handel, gesamtwirtschaftliche Produktionstheorie, Wirtschaftswachstum, Geld und Währung sowie Makroökonomie veröffentlicht.

Disclaimer

Die Informationen und Meinungen in diesem Bericht wurden von Portas Capital am angegebenen Datum erstellt und können sich ohne vorherige Mitteilung ändern. Der Bericht wurde einzig zu Informationszwecken publiziert sowie an eine ausgewählte Anzahl natürlichen und juristischen Personen unter Vertraulichkeit versandt. Der Bericht wurde ohne Berücksichtigung der Zielsetzungen, der finanziellen Situation oder der Bedürfnisse eines bestimmten Kunden erstellt. Die Informationen stammen aus oder basieren auf Quellen, die der Portas Capital als zuverlässig erachtet. Dennoch kann keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen geleistet werden. Die Portas Capital lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Berichts ab. Der Bericht enthält keinerlei Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Investitionen, Rechnungslegung oder Steuern. Verweise auf frühere Entwicklungen sind nicht unbedingt massgebend für künftige Ergebnisse. Die Weiterverwendung des Berichts sowie damit verbundene Erkenntnisse dürfen nur mit ausdrücklicher Zustimmung von Portas Capital geschehen. Die Publikation des Newsletters oder Teile davon dürfen nicht in öffentlich zugänglichen Medien erscheinen.