



# ETHENEA

*managing the Ethna Funds*

No. 11 · November 2017

## MARKTKOMMENTAR



### **Kuckuck!**

**AUTOR: Guido Barthels**

**Senior Portfoliomanager, ETHENEA Independent Investors S.A.**

---

Alle Kinder spielen gerne „Kuckuck“. Man hält sich die Hände vors Gesicht und ist für die Kinder so lange verschwunden, bis man die Hände wieder entfernt. Lustig.

Weniger lustig ist das Kuckuck-Spiel, wenn die Europäische Zentralbank es mit uns Bürgern spielt. Der ganze Zentralbankrat hält sich die Augen zu und hofft, dass wir ihn nicht sehen bzw. dass wir nicht sehen, was mit uns passiert! Die Sparer Kerneuropas verlieren durch die anhaltende Niedrigzinsphase massiv Geld. Man kann fast sogar von einer gigantischen Enteignungsphase sprechen, vor der alle die Augen verschließen. Während zu Beginn der sogenannten unkonventionellen Geldpolitik der EZB Anfang 2015 Deflation und schwaches Wachstum das Tagesgeschehen an den Börsen bestimmten, hat sich das wirtschaftliche Umfeld in der Eurozone mittlerweile deutlich verbessert. Das Wachstum liegt auf Vorkrisenniveau, und Deflation ist auch kein Thema mehr. Und doch hält die Zentralbank an ihrem Kaufprogramm für Staatsanleihen und Unternehmensanleihen fest und wird bis

mindestens September 2018 ungefähr 40 Milliarden EUR<sup>1</sup> pro Monat an neuen Anleihen kaufen. Bis Ende September 2017 hatte die EZB bereits Anleihen für 2.118 Milliarden EUR gekauft, was immerhin fast 20 % der jährlichen Wirtschaftsleistung der gesamten Eurozone entspricht. Eine nicht unerhebliche Summe, die maßgeblich dafür mitverantwortlich ist, dass die Renditen für Kapitalanlagen sehr niedrig sind und in einigen Regionen sogar signifikant unter der Inflationsrate liegen. Die Ankündigung von EZB-Präsident Draghi, die kurzen Zinsen noch längere Zeit nach Auslaufen des bisher nicht terminierten Kaufprogramms auf dem historisch niedrigen Niveau von Null zu halten, lassen frühestens 2019 eine Normalisierung der Zinsen vermuten. Das ist noch eine lange Zeit!

Man muss kein Verschwörungstheoretiker sein, um zu befürchten, dass es auch durchaus andere Beweggründe für das weitere Festhalten an den Anleihekäufen geben könnte, die über die Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung hinausgehen. Selbst das Bundesverfassungsgericht hat erst im August dieses Jahres Bedenken im Hinblick auf die Anleihekäufe der Europäischen Zentralbank geäußert und verlauten lassen, dass sie möglicherweise gegen das Verbot der Staatsfinanzierung durch die Zentralbank verstoßen. Die Entscheidung wurde allerdings an den Europäischen Gerichtshof verwiesen, der in der Vergangenheit etwas liberaler mit der Interpretation der Gesetze umgegangen ist als das deutsche Bundesverfassungsgericht. Aus Deutschland hört man in letzter Zeit vermehrt Kritik am Kurs der EZB. Das mag zum einen daran liegen, dass gerade die deutschen Sparer die Leidtragenden sind. Zum anderen ist die Niedrigzinspolitik wohl auch in keinem anderen Land so fehl am Platz wie in Deutschland. Vollbeschäftigung, solides Wachstum und Blasenbildung am Immobilienmarkt weisen auf deutlich zu niedrige Zinsen hin.

Durch den massiven Eingriff in die Balance zwischen Angebot und Nachfrage, die im allgemeinen den Preis eines Gutes bestimmt, sind die Preise für Anleihen nach oben getrieben und damit die Renditen nach unten gedrückt worden. Um genau welchen Betrag lässt sich kaum exakt bemessen, aber die Vermutung liegt nahe, dass die nominale Rendite um einiges über der Inflationsrate läge. Eine kurze, sicherlich nicht wissenschaftlich fundierte Analyse offenbart, dass 10-jährige Bundesanleihen zwischen 1992<sup>2</sup> und dem Beginn der Finanzmarktkrise im Schnitt circa 3 % oberhalb der jeweiligen Jahresinflationsrate rentierten<sup>3</sup>. Aktuell liegt die deutsche Inflationsrate bei 1,8 %. Bundesanleihen müssten demnach also eher mit 4 bis 5 % rentieren und nicht wie aktuell mit 0,4 %!

Wenn man des Weiteren davon ausgeht, dass Bundesanleihen innerhalb der Eurozone eine Ankerfunktion haben und gegenüber allen anderen Staatsanleihen mit einem Renditeaufschlag bepreist werden, sollten Anleihen der südeuropäischen Staaten oberhalb der Rendite von Bundesanleihen rentieren, also Italien und Spanien eher mit 6 % als den aktuellen 1,9 % bzw. 1,5 %. Wie unser Chefökonom Yves Longchamp bereits in unserem Marktcommentar *Götterdämmerung* vom Februar 2017 erläuterte, ist gerade Italien mit seinen gigantischen Staatsschulden von über 160 % des BIP eine große Belastung für den Zusammenhalt der gemeinschaftlichen Währung. *Too big to fail* ist in diesem Zusammenhang keine leere Worthülse, da Italien auch absolut gesehen mit mehr als 2.300 Milliarden EUR Schulden (2016) ein Schwergewicht ist. Diese Schulden bleiben aber nur beherrschbar, wenn die Zinsbelastung geringer ist als das nominale Wirtschaftswachstum, das in Italien derzeit bei 1,8 % liegt. Höhere Zinsbelastung wird – ceteris paribus – zu einem stetigen Anstieg der Schulden führen. Einen möglichen Zahlungsausfall Italiens würde der Euro aber wohl nicht überstehen.

Die Vermutung liegt daher nahe, dass Mario Draghis historischer Ausspruch *whatever it takes* vom 26. Juli 2012 durchaus wörtlich zu nehmen war. Insofern sind nicht Bundesanleihen der

eigentliche Anker innerhalb der Eurozone, sondern italienische Staatsanleihen, zumindest für die EZB. Dieses Verhalten führt allerdings gerade in den sogenannten Kernländern der Eurozone zu dem Phänomen der *finanziellen Repression*. Die Renditen der Staatsschulden sind niedriger als die Inflationsraten. Der Staat entschuldet sich auf Kosten der Sparer. Seriöse Studien belegen<sup>4</sup>, dass durch die extreme Niedrigzinspolitik zwischen 2010 und 2016 selbst unter Berücksichtigung der Vorteile durch niedrige Kreditzinsen allein die deutschen Privathaushalte ungefähr 200 Milliarden EUR verloren haben – Geld, das für künftigen Konsum fehlen wird.

Eine stark vereinfachte Beispielrechnung offenbart das Dilemma. Unter der Annahme, dass ein durchschnittlicher Arbeitnehmer in der Lage ist, über 20 Jahre monatlich 200 EUR für die Alterssicherung zu sparen, ergibt das bei einem jährlichen Zins und Zinseszins von 1 % nur 53.000 EUR; bei einem Zins von 5 % wäre es bereits ein Betrag von 83.000 EUR, also über 50 % mehr. Wirklich wohlhabende Bürger sind in der Lage, ihre Erträge durch ein Ausweichen in Nicht-Finanzanlagen zu generieren. Die Realgüterinflation, die bei den Standardberechnungen der Inflationsraten nicht berücksichtigt wird, ist erheblich. Immobilienpreise sind beispielsweise in Deutschland zwischen 2010 und 2016 sowohl bei Neubauten wie auch im existierenden Bestand um mehr als 40 % gestiegen. Allerdings liegen Immobilieninvestitionen jenseits der Möglichkeiten des sogenannten *kleinen Mannes*. Ihm bleibt oft nur der Weg über die Finanzmärkte. An dieser Stelle sollte man die Lanze für Fondsprodukte brechen, die bei vergleichbar geringem Risiko höhere Erträge bringen als die klassischen Sparformen wie Bausparen oder gar das Sparbuch. So kann man der Enteignung der Durchschnittsverdiener etwas entgegensetzen.

Im Hinblick auf die übertriebene Niedrigzinspolitik der EZB schlagen ohnehin zwei Herzen in unserer Brust. Zum einen ist die damit verbundene finanzielle Repression nicht wirklich auf Dauer hinnehmbar. Auf der anderen Seite kann es aber auch nicht in unserem Interesse sein, dass Italien durch höhere Zinsen in die Zahlungsunfähigkeit getrieben wird und damit zu einer großen Gefahr für den Zusammenhalt des Euros würde. Wir sitzen also irgendwo zwischen zwei Stühlen mit Blick auf die EZB.

Vielleicht sollten wir das Kuckuck-Spiel doch noch etwas länger mitspielen. Es macht ja schon irgendwie Spaß!