

## Charles Gave: Zusammenhalt der Eurozone nur unter sehr hohen ökonomischen und sozialen Kosten möglich.

### *Beyond Currency Wars: A new Investment Landscape<sup>1</sup>*

Die Studie der renommierten – von dem Franzosen Charles Gave gegründeten – Vermögensberatung GaveKal liefert wertvolle Einsichten zum übergeordneten Verständnis der Eurokrise. Sie trägt eine klar französische Handschrift und ist in ihrer Originalität und analytischen Klarheit unübertroffen.



Charles Gave, GK Research

#### **Charles Gave – Gründer und Vorsitzender von GaveKal**

Charles untersucht seit 40 Jahren taktische Vermögensanlage. 1986 ging Charles den Schritt weg vom reinen Research hin zum Vermögensmanagement. Er begründete *Cursitor-Eaton Asset Management* mit. Er war Vorstand des Investmentgeschäfts und verwaltete über 10 Mrd. USD an institutionellen Geldern im Rahmen eines globalen Vermögensverwaltungsmandats. *Cursitor* wurde 1995 an *Alliance Capital* verkauft und Charles verblieb dort bis 1999. In dieser Zeit entschied er sich zu seiner alten Liebe zurückzukehren: Research taktischer Vermögensanlage. Er verließ *Alliance Capital* um *GaveKal* zu gründen, dessen Vorstandsvorsitzender er wurde. Charles ist verheiratet und hat vier Kinder und acht Enkel.

*Charles Gave's* Rezept: Er betreibt strategische Antizipation. Dabei kommt es nicht wesentlich auf den kurzfristigen Soll/Ist-Vergleich operativer Größen an, sondern auf potentialvariierende Veränderungen der Rahmenbedingungen bzw. der den Modellen zugrunde liegende Prämissen. War seit 2001 bis zum Kollaps von Lehman-Brothers 2008 der **Chimerika-Trade** prägend für die Weltwirtschaft, ist es seit Ende 2011 der **Deleveraging-Trade**. Das Platzen der Immobilienblase in den USA in Verbindung mit der vorangegangenen „Verbriefungs-Revolution“ führte im Zuge des Kollapses von Lehmann-Brothers zum Erliegen des globalen Interbankenmarktes. Die fiskal-, geld- und währungspolitischen Reaktionen der führenden Wirtschaftsnationen determinierten, so *Charles Gave*, seit 2008 ein gewisses Marktumfeld und bestimmte Korrelationen auf und zwischen den Märkten – so z.B. zwischen Liquiditätsbereitstellung der Zentralbanken und Rohstoffpreisen oder Niedrigzinsen und Börsenentwicklung. Doch diese kurzfristigen operativen Stabilisierungsmaßnahmen könnten längerfristige global-strategische Trends nicht verdrängen, sondern höchstens einen sanfteren Übergang ermöglichen. Das gegenwärtige Aufbrechen dieser Korrelationen, wie z.B. der Absturz des australischen Dollars als Rohstoffwährung,<sup>2</sup> signalisierten den Übergang in eine neue Phase. Wachstumser-

<sup>1</sup> GKResearch, Quarterly Strategy Chart Book, March 2013; unter <http://research.gavekal.com/content.php>

<sup>2</sup> Nachträglich ließe sich noch bestätigend der Goldpreis-Crash und das kurzfristige Absacken des Nikkei-Indexes aufführen.

# EUROPOLIS

wartungen i.V.m. Wechselkurs- und Zinsveränderungen spielten hierbei für die interregionalen Entwicklungen und das Kalkül internationaler Investoren eine entscheidende Rolle und böten das Einstiegstor für staatliche Einflussnahme. Die Finanzmärkte schwankten hierbei ständig zwischen Deflations- und Inflationsängsten. Dies generiere unterschiedliche Opportunitäten für Investoren.

Zur Eurokrise liefert *Charles Gave* zwei realistische Szenarien:

- a) Die Eurokrise spornt mühsame strukturelle Reformen letztendlich erfolgreich an, so dass sich die realen Wechselkurse innerhalb der Eurozone anpassen.
- b) Die Unfähigkeit zu nominalen Wechselkursanpassungen treibt zu realen Anpassungen durch den Zusammenbruch der Industrieproduktion und steigende Arbeitslosigkeit. Dies sei am wahrscheinlichsten für Spanien und Frankreich.

Durch die aggressive Abwertungspolitik der nicht mehr unabhängigen japanischen Notenbank („**Abnomics**“) gerät insbesondere Deutschland unter internationalen Wettbewerbsdruck.

Da gerade aus regionaler Perspektive eine innere Abwertung in den Südländern durch Lohnkürzungen, Arbeitszeitverlängerungen, etc. als politisch nicht durchsetzbar gelte, kommen bereits Forderungen auf, die Nordländer – allen voran Deutschland – mögen sich dem südeuropäischen Niveau anpassen.<sup>3</sup> Doch dies geht – wie aus der Analyse von *Charles Gave* ersichtlich – völlig an der Realität der Weltwirtschaft vorbei.

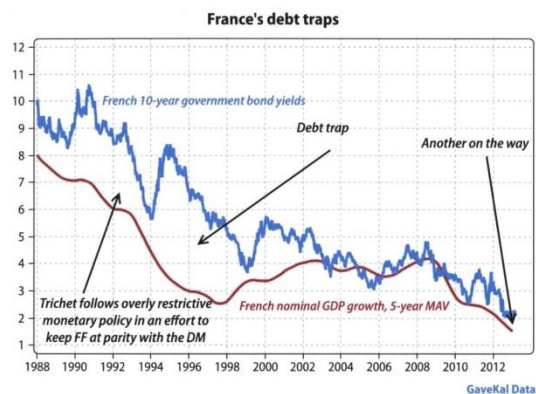
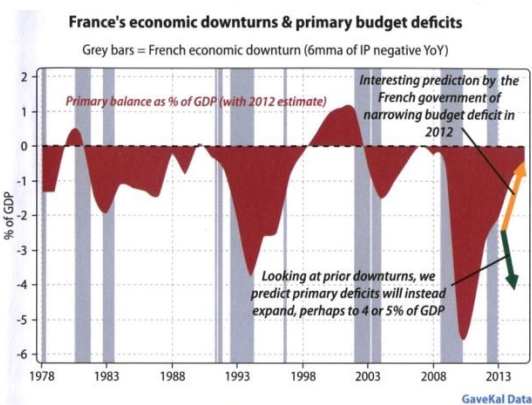
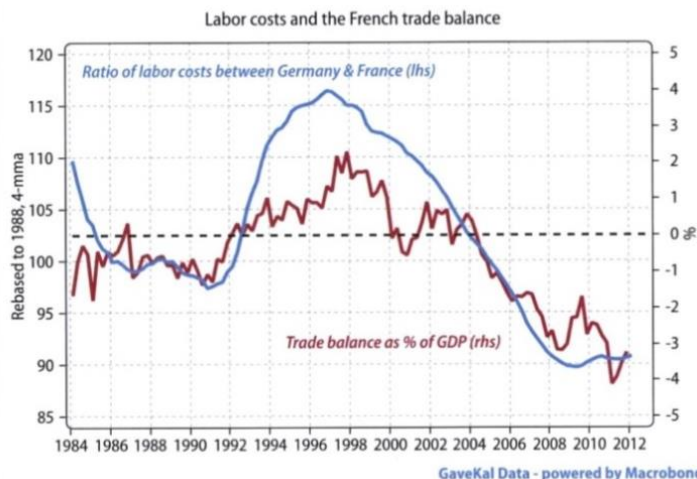
*Charles Gave* gibt zu, dass Frankreich stark an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Deutschland eingebüßt hat und sich zusammen mit den Peripheriestaaten der Eurozone bereits in der Schuldenfalle befindet, so dass eine fortgesetzte Rezession dieser Staaten unausweichlich erscheine.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Vgl. Spiegel-Online, 24.12.2012, Einkommen in Deutschland: DIW-Ökonom verlangt sattes Lohnplus; unter <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/kontroversen-ueber-den-spielraum-lohnerhoehungen-in-deutschland-a-874596.html>

<sup>4</sup> Vgl. GKResearch, Quarterly Strategy Chart Book, March 2013, S. 25; Vgl. Zerohedge, 9.4.2013, Charles Gave: "France Is On The Brink of A Secondary Depression"; unter <http://www.zerohedge.com/news/2013-04-09/charles-gave-france-brink-secondary-depression>

## French workers are losing competitiveness vs Germany



Quelle: GKResearch, Quarterly Strategy Chart Book, March 2013, S.24f.

Aus der Analyse von *GaveKal* lässt sich demnach der folgende Schluss ziehen: Der Eurozone bleibe nur die Wahl in den internationalen Abwertungswettlauf einzu-steigen. Hierfür sind mit dem **OMT** und dem vorgeschlagenen ABS-Ankaufprogramm bereits die Weichen gestellt. Dies würde jedoch die Inflationstendenzen in den Überschussländern noch weiter verstärken und das Mandat der EZB überschreiten. Oder die Europäische Währungsunion müsste sich nach dem Vorbild der Entschärfung des **Chimerika-Trades** – dessen positive Folgen für die USA gerade von *Anja Ettl* herausgestellt wurden<sup>5</sup> – eine neue flexible Währungsordnung geben.

<sup>5</sup> Vgl. Die Welt, 30.5.2013, Amerika lässt die Euro-Zone richtig alt aussehen; unter <http://www.welt.de/wirtschaft/article116632076/Amerika-lasst-die-Euro-Zone-richtig-alt-aussehen.html>

Die Einschätzung von *Charles Gave* bestätigt zudem die Forderung von *Otmar Issing* nach einem neuen Paradigma für die Geldpolitik der global vernetzten Zentralbanken von heute.<sup>6</sup> *Ottmar Issing* ist Präsident des *Center for Financial Studies* in Frankfurt/Main. Das *Center for Financial Studies (CFS)* betreibt unabhängige und international orientierte Forschung in allen wesentlichen Themenfeldern der Finanzmärkte, Finanzinstitutionen und monetären Ökonomie.<sup>7</sup>

Europolis Research, Dipl.-Kfm. Daniel Hoffmann, Berlin, 23.6.2013.

## **Kasten: Begriffserklärungen**

### ***Chimerika-Trade***

ist ein Name für den symbiotischen Handel zwischen der Volksrepublik China und den USA zwischen 2001 und 2011. Nach dem Platzen der New Economy-Blase senkte die amerikanische Zentralbank aggressiv die Zinsen. Zusammen mit Finanzinnovationen half dies, einen beispiellosen Boom durch schuldenfinanzierten Konsum zu kreieren. Dem gegenüber stand das kapitalintensive Wachstumsmodell Chinas. Durch finanzielle Repression (niedrige Zinsen) wurden die Einlagen der privaten Haushalte zwecks massiver Finanzierung von Basisindustrien und Infrastruktur „besteuert“. Von 2000 bis 2011 stieg der Anteil des Anlagevermögens am chinesischen BIP von 34 auf 46 %. Eine unterbewertete, nicht konvertible, fest an den Dollar gekoppelte Währung sorgte dafür, dass die Währungsreserven Chinas von 2002 bis 2007 von 2,4 % auf 10,1 % des chinesischen BIPs anstiegen (von 200 Mrd. USD 2001 auf 3,3 Bio. USD 2011). China führte Kapitalkontrollen ein, um private Abflüsse aus Portfolio- oder Direkt-Investitionen zu vermeiden. Auswärts gerichtete Kapitalströme flossen über offizielle Kanäle insbesondere über die chinesische Zentralbank als Währungsreserven in „safe-haven assets“ - wie US-Staatsanleihen oder Hypotheken besicherte Wertpapiere (MBS) - und finanzierten so das Doppeldefizit der USA. Durch den nicht marktgerechten unterbewerteten Wechselkurs konnten die Amerikaner günstig Waren aus China beziehen, während die chinesischen Überschüsse als günstige Kredite an die USA zurückflossen. Dies führte dort zu einer beispiellosen Ausweitung des Konsums und der Verschuldung, in China wiederum zu starkem Wirtschaftswachstum und Vollbeschäftigung.

<sup>6</sup> Otmar Issing, CFS Working Paper, No. 2013/02, A New Paradigma for Monetary Policy?

<sup>7</sup> Vgl. CFS, Das Center for Financial Studies; unter <https://www.ifk-cfs.de/about?L=1>

## ***Deleveraging-Trade***

„Deleveraging bezeichnet die von Banken oder Unternehmen vorgenommene Substitution von Fremdkapital durch Eigenkapital bzw. die Reduktion von Fremdkapital, wodurch eine Verminderung der Verschuldungsposition (Leverage) und damit des eingegangenen Risikos erreicht wird.“<sup>8</sup> Der ***Chimerika-Trade*** führte insbesondere zu einer hohen Verschuldung von Privathaushalten und Unternehmen. Seit dem Kollaps von Lehman-Brothers 2008 kommt es insbesondere in den USA zu einem Rückgang dieser Verschuldung. Die damit verbundenen Umschichtungen zwischen den Anlageklassen bezeichnet *Charles Gave* als ***Deleveraging-Trade***. Die westlichen Zentralbanken – allen voran die US-Zentralbank Federal Reserve – entschieden, dass dieser Entschuldungsprozess durch negative Realzinsen leichter wäre, da dies ökonomische und fiskalische Stimulation sowie eine Erhöhung der *Asset-Preise* bewirke. Dies führte in Verbindung mit regulatorischen Neuregelungen zu einer starken Nachfrage nach Bonds, insbesondere Staatsanleihen, und stützte die fortgesetzte staatliche Neuverschuldung.

## ***Abenomics***

ist ein Name für die Maßnahmen, die der japanische Premierminister *Shinzo Abe* im Dezember 2012 einführte. Er beabsichtigte die lahmende Wirtschaft durch „drei Pfeile“ wiederzubeleben: Einen massiven fiskalischen Stimulus, noch aggressiveres *Quantitative Easing (QE)* der *Bank of Japan* und strukturelle Reformen, um Japans Wettbewerbsfähigkeit zu stärken.

Der *Bank von Japan* wurde ein Inflationsziel von 2 % bis 2015 vorgegeben. Ein Instrument des *QEs* ist der Ankauf von Wertpapieren – u.a. Staatsanleihen – in Höhe von 3,7 Bio. Yen pro Monat (etwa 58 Mrd. EUR oder 76 Mrd. USD pro Monat). Durch diese Politik verbesserte Japan seinen realen, effektiven Wechselkurs und damit seine preisliche Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Deutschland und den USA bis Ende März 2013 im Vergleich zu August 2012 um ca. 20 %.

## ***Quantitative Easing (QE)***

bedeutet mengenmäßige Lockerung und „[...] lässt sich [...] als eine Geldpolitik beschreiben, die zu einer **Verlängerung der Notenbankbilanz** [bzw. wesentlicher Teilbilanzen] führt, [...] bei der mehr Zentralbankgeld geschaffen wird, als von den

<sup>8</sup> Vgl. Bundesbank, Glossar, Deleveraging; unter <http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Bundesbank/Wissenswert/Glossar/Functions/glossar.html?lv2=32026&lv3=62378>

Banken zur Deckung des Bargeldbedarfs und zur Erfüllung der Mindestreserve benötigt wird.“<sup>9</sup>

### ***Qualitative Easing***

ist eine Geldlockerungspolitik, die zu einer – zum schlechteren - **veränderten Struktur der Aktivseite der Notenbankbilanz** führt. Die Strukturveränderung bezieht sich dabei auf die Art, Fristigkeit u/o Bonität bzw. die entsprechenden Risiken der Aktiva.<sup>10</sup> Dies geschieht meistens durch Änderung der Anforderungen an Kollaterale.

### ***Outright Monetary Transactions (OMT)***

„Auf Beschluss des EZB-Rats haben die „geldpolitischen Outright-Geschäfte“ im September 2012 das SMP (Programm für die Wertpapiermärkte) abgelöst. Im Rahmen des OMT-Programms kann das Eurosystem [...] Staatsanleihen bestimmter Euroländer in vorab nicht explizit begrenzter Höhe über den Sekundärmarkt ankaufen.“ Der EZB-Rat zielt mit der Ankündigung dieses Programmes darauf, ernsthaften Störungen an einzelnen Anleihemärkten präventiv entgegenzuwirken und so die Voraussetzungen für das Funktionieren der geldpolitischen Transmission zu schaffen. „Der Präsident der Deutschen Bundesbank hat die OMT im EZB-Rat wegen ihrer Nähe zur verbotenen monetären Staatsfinanzierung und den mit ihr einhergehenden Folgen und Fehlanreizen abgelehnt. Damit die Wertpapierkäufe die Menge des umlaufenden Zentralbankgeldes nicht erhöhen, bietet das Eurosystem zinsattraktive Einlagegeschäfte an, durch die dem Bankensystem Zentralbankgeld in Höhe des OMT-Volumens entzogen werden.“<sup>11</sup> Ob dadurch die OMT-bedingte Geldmengenerhöhung sterilisiert wird, ist strittig.

<sup>9</sup> Sachverständigenrat Jahresgutachten 2009/10; S.93;unter <http://46.4.4.24/jahresgutachten-2009-2010.html> (12.04.13)

<sup>10</sup> Vgl. Sachverständigenrat Jahresgutachten 2009/10; S.93;unter <http://46.4.4.24/jahresgutachten-2009-2010.html> (12.04.13)

<sup>11</sup> Vgl. Bundesbank, Glossar, Outright Monetary Transactions (OMT); unter <http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Bundesbank/Wissenswert/Glossar/Functions/glossar.html?lv2=32046&lv3=125056>