

Staatsschulden in Europa

– ein aktueller Überblick –



Informationsmaterial



DONNER & REUSCHEL

PRIVATBANK SEIT 1798

Einleitung

Bei jedem Leihvorgang entsteht die Verpflichtung einer Rückgabe. Eine Leihe im theoretischen Sinne kann entgeltlos und willentlich oder geschäftlich motiviert sein. Die Schuldenaufnahme per Kredit ist ein vertraglich definierter Prozess: Der Geldgeber (Gläubiger) verleiht eine fixe Summe an einen Kreditnehmer (Schuldner) und erhält per Vertrag zeitlich zugesicherte Zins- und Tilgungsleistungen. Aus der Sicht eines Staates wie z.B. der Bundesrepublik Deutschland leiht sich die Finanzagentur der BRD (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) via Emission verschiedenartiger Schuldtitel Geld zur Finanzierung des Regierungshaushalts. Es handelt sich im Vergleich zum privatwirtschaftlich üblichen Kreditvorgang jedoch nicht um einen zweckgebundenen Schuldtitel, sondern um einen Blankokredit von bislang höchster Bonitätseinstufung. In kredittheoretischer Hinsicht ist das eine absolute Sonderform der öffentlich-rechtlichen Schuldenaufnahme. Die Besicherung stellt auf die Leistungsfähigkeit und Höhe des deutschen Steueraufkommens ab, denn Zins und Tilgung sind Bestandteil des Bundeshaushalts.

Dieses Prinzip ist historisch betrachtet schon sehr lange etabliert und geübte Praxis. Jüngst flammen jedoch Fragen auf. Die Europäische Währungsunion startete 2001 mit nahezu gleichen Zinssätzen der Beitrittsländer, die Qualität der Anbieter von Schuldtiteln wurde lange Zeit nur geringfügig differenziert (siehe Chart Seite 6 bis Mitte 2008). Mit Beginn der Finanzkrise änderte sich dies abrupt. Deutschland, als größte Volkswirtschaft der EU, hat bei einer Verschuldung von knapp 2,1 Bio. Euro nur 3 Prozent für die Refinanzierung aufzuwenden, Italien 5 Prozent, Griechenland und Irland über 10 Prozent. Wir haben Grund zu der Annahme, daß es außer den harten ökonomischen Daten weitere Faktoren gibt, die den Preis der Verschuldung beeinflussen.

Auf den folgenden Seiten betrachten wir das Ausmaß der Verschuldung europäischer Staaten. Welche Auswirkungen müssen wir aus heutiger Sicht mittelfristig erwarten? Führt das Überborden der staatlichen Kreditaufnahme automatisch zu Inflation?

Eine Frage können wir jedoch vorab beantworten: Warum erhält ein Schuldner unbegrenzten Kredit, selbst wenn er historisch keine Disziplin nachweisen und sich nur durch Neuverschuldung vor der Zahlungsunfähigkeit retten kann? Dieses Phänomen ist einzigartig und im privatrechtlichen Bereich undenkbar.

Ein Staat bekommt – anders als z.B. ein Unternehmen – solange neue Kredite, wie die Marktteilnehmer auf seine Rückzahlungsfähigkeit vertrauen. Der Wert der Sicherheit „Steuereinnahme“ ist nicht genau und absolut quantifizierbar. Damit kann auch kein absolutes Schuldenniveau festgelegt werden, ab dem ein Staat insolvent ist. Es wird deutlich, dass das übergeordnete Ziel der aktuellen Rettungsaktionen die Erhaltung bzw. Wiederherstellung eines absoluten Vertrauens in die Zahlungs- und Handlungsfähigkeit der Staaten sein muss. Um dies zu erreichen, können viele andere Interessen nur mit einer nachgelagerten Priorität verfolgt werden, denn: Einmal verspieltes Vertrauen kann nur sehr mühsam wieder hergestellt werden.

Nachstehend sollen zumindest die Fakten des Phänomens europäischer Staatsschulden transparent werden. Lösungsmodelle können wir nicht anbieten, wir erörtern nur die Tatsachen.

Erläuterungen

- BIP: Bruttoinlandsprodukt; Gesamtwert aller Güter, die innerhalb einer Volkswirtschaft von In- und Ausländern produziert wurden.
- EFSF: European Financial Stability Facility.
- GIIPS: Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien.
- Haircut: Rückzahlungsabschlag.
- IWF: Internationaler Währungsfonds.
- Sachverständigenrat: Gremium der wirtschaftswissenschaftlichen Politikberatung. Der Rat wurde durch Gesetz im Jahre 1963 eingerichtet.

Weitere Informationen finden Sie unter www.deutsche-finanzagentur.de



Die Eurozone

Die Bezeichnung der europäischen Währungsunion als Transferunion mit einer Zweiklassengesellschaft galt bis dato als Tabuthema. Jedoch drängt sich schon seit geraumer Zeit der Eindruck auf, Deutschland führe die mittlerweile geringe Anzahl von Geberländern innerhalb der Euro-Währungsunion mit festem Schritt an. Die Schwierigkeiten einer einheitlichen Ausrichtung der Fiskalpolitik und die höchst unterschiedliche Wettbewerbsfähigkeit decken im aktuellen Schuldensof die Schwachstellen der politisch motivierten Union schonungslos auf. Das Ausgleichsproblem der lokalen Währungsentwicklungen war im Zuge der Währungsunion eliminiert worden.

Anhand der kürzlich gefassten politischen Beschlüsse wird somit klar: Einige Staaten (v.a. GIIPS) werden aus eigener Kraft nicht in der Lage sein, eine komplette Staatskonsolidierung herbeizuführen. Die Transferunion ist somit auf Jahre etabliert.

In seiner Ursprungsform schloss der Vertragsinhalt von Lissabon bilaterale Staatshilfen kategorisch aus. Die ge-

gen diese Aufweichung gerichteten verfassungsrechtlichen Klagen wurden von den Gerichten zurückgewiesen. Somit konnte die Zweckgesellschaft EFSF auch weiterhin damit fortfahren, die zur Refinanzierung notwendigen Bonds zu emittieren (zum Beispiel 10-jährige Renten, Kupon 3,375 Prozent, Laufzeit Juli 2021).

Das Gesamtvolumen von 440 Mrd. Euro des EFSF wird von den Mitgliedsländern entsprechend ihrem Anteil am EZB-Eigenkapital garantiert (siehe Grafik Seite 6). Hierbei gewährleisten die einzelnen Länder mit einer Übersicherung von 120 Prozent ihrer jeweiligen Quote das höchstmögliche S&P Rating von AAA. Die Befugnisse des EFSF wurden durch den Sondergipfel des Europäischen Rates am 21. Juli um die Möglichkeit erweitert, bei Zustimmung aller 17 Mitglieder Anleihen überschuldeter Staaten auf dem Sekundärmarkt aufzukaufen zu können. Die Aufgaben des EFSF gehen nach dem 30. Juni 2013 auf den ESM-Rettungsfonds (Europäischen Stabilitätsmechanismus) über.

Wirtschaftliche Entwicklung und Haushaltslage der Euroländer

Länder	BIP 2010 in Mrd. €	BIP-Anteil Eurozone in %	Staatsschulden Ende 2010 in Mrd. €	Verschuldungsquote in % des BIP	Haushaltsdefizit 2010 in % des BIP	Einwohner in Mio.
Deutschland	2.499	27,1	2.080	83,2	3,3	81,7
Frankreich	1.948	21,2	1.591	81,7	7,0	62,6
Italien	1.549	16,8	1.843	119,0	4,6	60,3
Spanien	1.063	11,5	639	60,1	9,2	46,0
Niederlande	592	6,4	371	62,7	5,4	16,6
Belgien	352	3,8	341	96,8	4,1	10,8
Österreich	284	3,1	205	72,3	4,6	8,4
Griechenland	230	2,5	329	142,7	10,5	11,3
Finnland	180	2,0	87	48,4	2,5	5,4
Portugal	173	1,9	160	93,0	9,1	10,6
Irland	154	1,7	148	96,2	32,4	4,5
Slowakei	66	0,7	14	20,8	7,9	5,4
Luxemburg	42	0,5	8	18,4	1,7	5,0
Slowenien	36	0,4	27	74,8	5,6	2,1
Zypern	18	0,2	11	60,7	5,3	0,8
Estland	15	0,2	1	6,6	-0,1	1,3
Malta	6	0,1	4	67,5	3,6	0,4

Quelle: Eurostat Datenbank bzw. DONNER & REUSCHEL Investment Research, Juli 2011

Die Sorgenkinder

Irland

Das erste Sorgenkind der Eurozone musste bereits 2010 um Hilfe für sein schwer angeschlagenes Bankensystem bitten. Sowohl die europäischen Länder als auch der IWF beteiligen sich an den notwendigen Kredithilfen. Das Rettungspaket umfasst einen Umfang von 85 Mrd. Euro für den Zeitraum zwischen 2011 und 2013. Die Finanzhilfe soll in Höhe von 50 Mrd. Euro für Irland sowie von 35 Mrd. Euro für den immer noch angeschlagenen Bankensektor verwendet werden.

Ein möglicher Haircut oder eine Restrukturierung der irischen Schulden steht zum jetzigen Zeitpunkt nicht zur Disposition, denn alle irischen Geldhäuser haben den Stresstest erfolgreich bestanden und gehören nach den Stützungsmaßnahmen zu den Finanzinstituten mit einer vergleichsweise guten Kapitalausstattung in Europa. Auch auf Haushaltsebene sollten mittelfristig Fortschritte erzielt werden, damit das Defizit bis spätestens 2015 unter die Drei-Prozent-Marke fällt. Zum Erreichen dieses Ziels müssen die Staatsausgaben in den nächsten vier Jahren in einer Höhe von 15 Mrd. Euro gesenkt werden, wovon 6 Mrd. Euro bereits 2011 angestrebt werden. Aufgrund erster sichtbarer Erfolge halten wir eine Rückkehr Irlands an den Kapitalmarkt im Jahr 2013 für möglich.

Im Vergleich zu Ländern wie Griechenland und Spanien werden die mit den Sparmaßnahmen verbundenen Einschnitte vom irischen Volk ohne Proteste angenommen. Die vergangenen Wahlen brachten einen Wechsel in der Regierung mit sich und führten zu einer Stabilisierung der politischen Landschaft.

Der wesentliche Risikofaktor für die nachhaltige Konsolidierung des Finanzsektors geht von dem weiterhin angeschlagenen Immobiliensektor aus, der nach Ausbruch der Finanzkrise dramatische Einbrüche verzeichnen musste. Die insgesamt schwache ökonomische Entwicklung geht auf den hohen Stellenwert des Finanzsektors zurück und erschwert die nachhaltige Rückkehr in die Prosperität.

Irland	2011 e	2012 e
BIP	+0,5	+1,9
Inflation	1,3	1,4
Arbeitslosenquote	14,2	13,5
Haushaltsdefizit	-10,2	-8,8

Quelle: Bloomberg bzw. D&R Investment Research

Portugal

Nach anfänglichem Zögern nahm Portugal im April 2011 letztendlich den Rettungsschirm mit einem Volumen von 90 Mrd. Euro in Anspruch. In Folge des hohen Haushaltsdefizits von rund 9 Prozent im Jahr 2010 und geschätzt 6 Prozent für 2011 war die Annahme der Hilfe der Euroländer und des IWF unvermeidlich geworden.

Trotz der hohen Defizite ist die Staatsverschuldung mit 93 Prozent des BIP im Vergleich zu den anderen GIPS-Ländern eher moderat. Im Hinblick auf die Erreichung der Sparziele ist die Regierung über Plan. Auch der portugiesische Bankensektor hat den Stresstest bestanden und nimmt innerhalb Europas eine Position im Mittelfeld ein. Eine noch bestehende Unsicherheit für die weitere Refinanzierung des Staatssektors stellt die Herabstufung des portugiesischen Länderratings auf Non-Investment Grade dar.

Ein Hoffnungsschimmer für die geplante Sanierung der Haushaltslage ist der Wahlsieg der konservativen Kräfte im Sommer, denn die eingeleiteten Maßnahmen (unter anderem die Erhöhung der Lohnsteuer) gehen über die Beschlüsse der anfänglichen Planungen von April hinaus. Die angekündigten Sparmaßnahmen trafen zwar anfangs im Großen und Ganzen auf Akzeptanz, dem Protest wurde aber zuletzt mit Streiks im Öffentlichen Dienst Ausdruck verliehen.

Eine Gefahr für die positive Entwicklung des Haushalts in Portugal stellt die anhaltend hohe Arbeitslosenquote von über 11 Prozent dar. Auch bleibt die Wirtschaftslage im laufenden Jahr mit einem voraussichtlichen Minus des BIP von 1,5 Prozent schwierig.

Insgesamt stehen die Chancen dennoch gut, dass Portugal schon in zwei bis drei Jahren wieder in den Normalstatus zurückkehren kann. Voraussetzung bleibt natürlich, dass die Regierung nicht nur Absichtserklärungen propagiert, sondern auch Fakten schafft.

Portugal	2011 e	2012 e
BIP	-1,9	-1,7
Inflation	3,4	1,8
Arbeitslosenquote	12,3	13,0
Haushaltsdefizit	5,9	4,5

Quelle: Bloomberg bzw. D&R Investment Research



Spanien

Die Refinanzierungsfähigkeit Spaniens ist im Vergleich zu den restlichen Peripherieländern als komfortabel einzuordnen, jedoch sind die Renditeaufschläge gegenüber Deutschland und Frankreich immer noch hoch. Innerhalb der GIIPS-Staaten verfügt Spanien mit aktuell etwa 64 Prozent über die immer noch geringste Verschuldung in Relation zum BIP, obwohl die Haushaltsschieflage des vergangenen Jahres von über 9 Prozent sich deutlich negativ auswirkte.

Die spanische Minderheitsregierung war bei der Verabschiedung von Sparprogrammen und Reformvorhaben stets beschlussfähig. Die teils ablehnende Haltung gegenüber beschlossenen Einschnitten wird von den Spaniern mit einzelnen Streiks zum Ausdruck gebracht. In keinem anderen EU-Land ist die strukturelle Situation am Arbeitsmarkt so besorgniserregend einzuschätzen. Mit 20 Prozent im Schnitt und 40 Prozent im Segment der 15-25-jährigen ist die Arbeitslosigkeit im Wesentlichen auf die hohe Anzahl an verlorenen Stellen im Baugewerbe zurückzuführen. Gerade Menschen mit einem niedrigen Ausbildungsstand sind davon besonders betroffen.

Nach starken Übertreibungen im Immobiliensektor zu Beginn des Jahrtausends verzeichnet dieser Markt nun drastische Einbrüche, insbesondere am Rande von Ballungs- und Touristikzentren. Hohe Leerstände und Zwangsversteigerungen drücken nachhaltig auf die Preise. Spanien birgt unter Abwägung aller ökonomischen Determinanten die größte Gefahr, in eine länger andauernde Strukturfrage zu geraten, die die aktuell noch vertretbare Lage verschlimmern kann.

Die regulär im März 2012 anstehenden Parlamentswahlen in Spanien werden laut Ministerpräsident Zapatero, der für eine neuerliche Kandidatur nicht mehr zur Verfügung steht, nun vorzeitig im November stattfinden. Die Frage eines vorzeitigen Urnengangs hatte sich bereits seit Ende Mai gestellt, nachdem die Opposition einen überwältigenden Sieg bei den Kommunalwahlen erringen konnte.

Spanien	2011 e	2012 e
BIP	+0,8	+1,4
Inflation	3,1	2,0
Arbeitslosenquote	20,6	20,1
Haushaltsdefizit	-6,1	-4,6

Quelle: Bloomberg bzw. D&R Investment Research

Griechenland

Als Folge hoher Renditeaufschläge für griechische Staatsanleihen (aktuell 1300 Basispunkte im 10-jährigen Bereich) ist die Refinanzierungsmöglichkeit Griechenlands am Kapitalmarkt derzeit nicht gegeben. Um den Staatsbankrott zu vermeiden, beschloss der EU-Sondergipfel vom 22. Juli, weitere Hilfen zur Verfügung zu stellen. Bei der vorgesehenen Größenordnung von knapp 110 Mrd. Euro ist nach anfänglichen Bedenken erstmals die Beteiligung von Banken und Versicherungen vorgesehen. Hier soll der private Sektor durch einen „freiwilligen Forderungsverzicht“ in Höhe von rund 20 Prozent insgesamt 50 Mrd. Euro bis 2014 beisteuern.

Diese sogenannte „weiche Restrukturierung“ soll einen Zahlungsausfall verhindern. Ob die Ratingagenturen diese Maßnahme honorieren und damit keinen offiziellen Ausfall (Default) feststellen, ist noch offen.

Die von der Zweckgesellschaft EFSF für Griechenland emittierten Rentenpapiere werden mit einer Verzinsung von lediglich 2,5 bis 3 Prozent (je nach Laufzeit) ausgestattet sein und die Laufzeit der Altanleihen wird um bis zu 15 Jahre verlängert.

Das neue Sparpaket, das die griechische Regierung mit der EU und dem IWF beschlossen hat, sieht unter anderem die Erhöhung der Steuer für Kraftfahrzeuge und Heizöl vor. Auch werden Selbstständige und Beamte zukünftig höhere steuerliche Belastungen tragen müssen. Zur weiteren Entlastung der Ausgabenseite soll die Zahl der Beamten sukzessive in den nächsten Jahren reduziert werden. Zusätzlich sind Privatisierungserlöse in Höhe von 50 Mrd. Euro zur Verbesserung der Haushaltssituation vorgesehen.

Das Land befindet sich nach wie vor im Streik- und Protestmodus. Bei den bis jetzt beschlossenen Maßnahmen bestehen große ökonomische Zweifel, ob Griechenland sich aus eigener Kraft erholen kann. Ein späterer Zahlungsausfall scheint vorprogrammiert.

Griechenland	2011 e	2012 e
BIP	-3,6	+0,1
Inflation	3,1	1,4
Arbeitslosenquote	15,9	15,3
Haushaltsdefizit	-8,0	-7,1

Quelle: Bloomberg bzw. D&R Investment Research

Italien

Die italienischen Renditen für Staatsanleihen erreichten aufgrund von Ansteckungseffekten im Zuge der europäischen Schuldenkrise neue Höchststände seit der Euro-Einführung. Die Refinanzierung des italienischen Staates gelingt derzeit noch, da die Schuldtitel zu etwa 50 Prozent von Inländern gehalten werden.

Italien trägt mit ausstehenden Krediten von aktuell rd. 1,85 Bio. Euro bzw. 120 Prozent des BIP nach Griechenland (rd. 145 Prozent des BIP) die höchsten relativen Schuldenlasten innerhalb Europas. In den nächsten Monaten steht die italienische Regierung vor der Herausforderung, Anleihen im Gegenwert von rund 175 Mrd. Euro refinanzieren zu müssen.

Dennoch ist das Haushaltsdefizit in Italien im vergangenen Jahr mit 4,6 Prozent im Vergleich zu den übrigen Peripheriestaaten als überschaubar einzustufen. Ein Erreichen der Drei-Prozent-Grenze beim Budgetdefizit bis 2012 ist unseres Erachtens aber nur schwer umsetzbar. Zu den bereits vom Parlament abgesegneten 25 Mrd. Euro soll mittels weiterer Einsparungen von 40 Mrd. Euro auf den Zeitraum der nächsten drei Jahre die Höhe des Defizits weiter gesenkt werden.

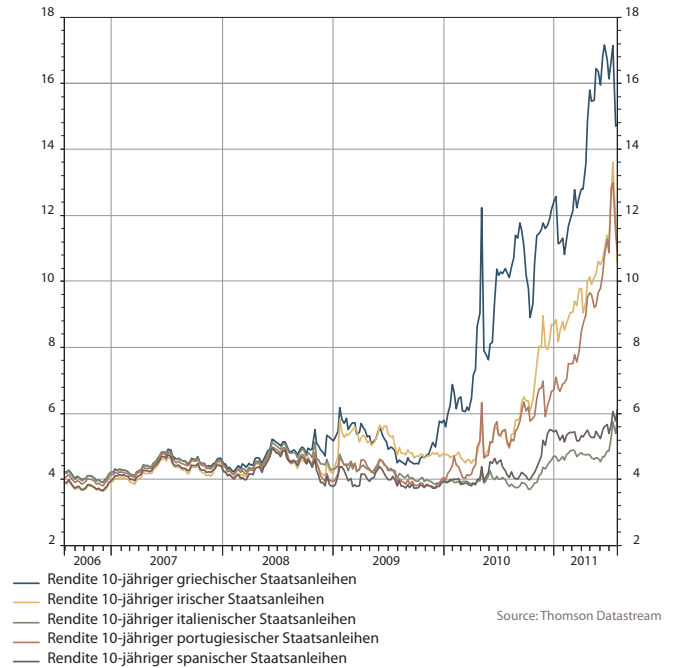
Grundsätzlich ist der Zustand der Volkswirtschaft Italiens, die mit einem BIP von rd. 1,56 Bio. Euro die Drittgrößte in der Eurozone darstellt, als solide einzustufen. Der wirtschaftliche Verlauf erscheint mit einem verhaltenen Anstieg des italienischen BIP von voraussichtlich geschätzt 1 Prozent im laufenden Jahr noch gut behauptet.

Das italienische Volk steht den anvisierten Reformen im Moment noch relativ gelassen gegenüber. Die Finanzausstattung der Banken ist trotz steigender Refinanzierungskosten derzeit zufriedenstellend.

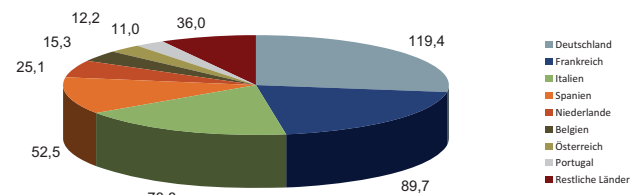
Italien	2011 e	2012 e
BIP	+0,9	+1,1
Inflation	2,6	2,0
Arbeitslosenquote	8,2	8,1
Haushaltsdefizit	-4,1	-3,4

Quelle: Bloomberg bzw. D&R Investment Research

Renditeübersicht in den GIIPS-Staaten



Garantieleistungen des europäischen Stabilitätsmechanismus, gesamt 440 Mrd. €;



Quelle: Eurostat



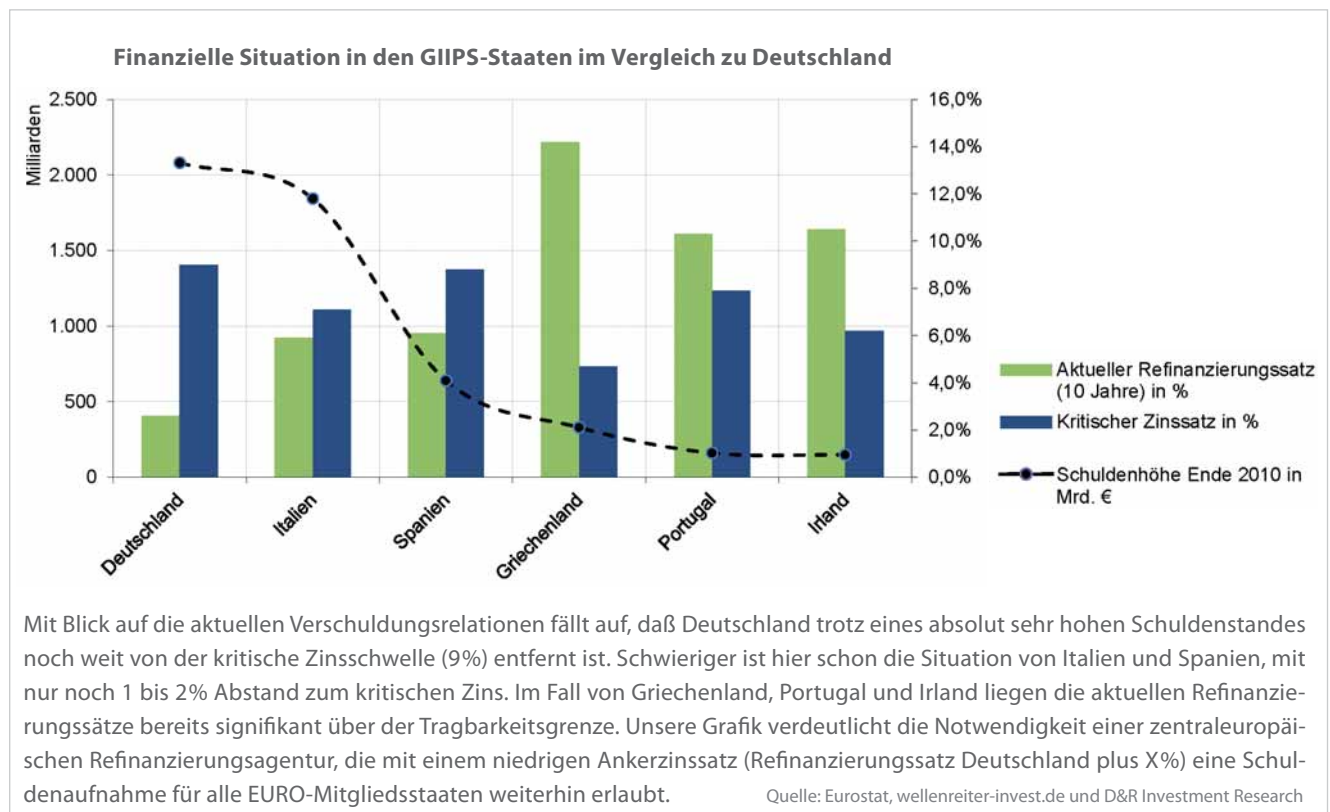
Resümee

Seit dem EU-Sondergipfel vom 22.07.2011 ist es klar: Das Hilfspaket für Griechenland in Höhe von ca. 109 Mrd. Euro unter Beteiligung der Europäischen Union (EU), des Internationalen Währungsfonds (IWF) und des privaten Bankensektors konnte nach einem Sitzungsmarathon über zwei Wochen endlich geschnürt werden. Durch die getroffenen Maßnahmen ist der Finanzierungsbedarf des Landes zumindest bis 2014 abgesichert.

Die Märkte haben diesen Entscheidungsprozess mit größter Aufmerksamkeit verfolgt. Der Euro vollzog in diesem Zeitraum eine Achterbahnfahrt wie selten zuvor. Die europäische Währung verlor zuerst gegenüber dem US-Dollar (USD) und hatte einen Tiefstand bei 1,38 USD/EUR, gewann jedoch am Tag der Entscheidung wieder an Stärke und erreichte knapp 1,46 USD/EUR. Der deutsche Aktienindex wies einen ähnlichen Verlauf auf. Die Ergebnisse sorgten zum einen für eine Erleichterung an den Kapitalmärkten und gaben zum anderen ein klares Bild über die zukünftige Strategie der Euroländer, insbesondere Deutschland und Frankreich, ab.

Die weitere wirtschaftliche Entwicklung Europas und der Abbau der gravierenden Ungleichgewichte, vor allem in den Leistungsbilanzsalden innerhalb der Währungsunion, hängen von weitaus mehr ab. In welcher konkreten Form diese Rettungspakete und der Krisenmechanismus gestaltet werden, hat erhebliche Bedeutung. Langfristig ist es entscheidend, dass einerseits die krisengefährdeten Euro-Länder einer echten strukturellen Reform unterzogen werden und andererseits der institutionelle Umbau der Währungsunion auf politischer Ebene durchgesetzt wird.

Zunächst muss der wirtschaftliche Gesundungsprozess der Peripherieländer fundamental stabil genug sein, um sie für die Zukunft krisensicher zu rüsten. Außerdem hat der Sachverständigenrat ein „Drei-Säulen-Modell“ als mögliche langfristige Lösung vorgeschlagen. Dieser Ansatz sieht erstens die Verankerung eines stringenten Sanktionsmechanismus vor, um die öffentlichen Finanzen nicht durch Länder mit exzessiven Staatsdefiziten überzustrapazieren. Zweitens soll innerhalb der



europäischen Finanzmarktarchitektur durch zusätzliche Aufsichtsinstrumente eine Früherkennung von Systemrisiken des Bankensektors ermöglicht werden. Drittens muss gewährleistet sein, dass der noch zu etablierende Krisenmechanismus nicht das fiskalische Fehlverhalten eines Landes durch uneingeschränkte Unterstützung stärkt. Andernfalls werden Kapitalmarktspekulationen unkontrollierbar.

In einem Währungsraum wie der EU stehen den Teilnehmerstaaten die währungs- und zinspolitischen Instrumente zur Steuerung der nationalen Konjunkturlage nicht mehr zur Verfügung. So besteht z.B. nicht die Möglichkeit, die Abwertung der eigenen Währung als Hilfsmittel zu nutzen, um negative Nachfrageeffekte im Rahmen einer Haushaltskonsolidierung abzumildern. Infolgedessen sind die Krisenländer zu einer realen Abwertung durch Preis- und Lohnkürzungen, zu massiver Konsolidierung des öffentlichen Haushaltes und zu radikalen institutionellen Reformen gezwungen. Derartige Umstrukturierungen sind für die Betroffenen sehr schmerzlich, da den Bürgern unbedingtes Durchhaltevermögen sowie eiserne Disziplin beim Sparen abverlangt wird. Gleichwohl ist die Frage berechtigt, ob diese Vorgehensweise nicht der erste Schritt in Richtung einer Fiskalunion ist.

Über die Güter- und Kapitalmärkte hängen die wirtschaftlichen Entwicklungen der EU-Mitgliedsländer direkt zusammen, da die Kapitalströme unmittelbar die Verlagerung der Produktionskapazitäten beeinflussen. Mit dem Schritt in die Währungsunion haben sich die Mitgliedsländer die Stabilität des Euros und die Förderung eines gemeinsamen Binnenmarktes zum Ziel gesetzt und gleichzeitig einen unumkehrbaren Prozess etabliert. Es steht außer Frage, dass Länder wie Deutschland und Frankreich seit der Euro-Einführung wirtschaftlich von der Einheitswährung profitiert haben. Somit ist es verständlich, dass die EU-Regierungen mit der Entscheidung für das Rettungspaket in der aktuellen Krisensituation nicht nur Solidarität demonstriert, sondern ebenfalls Glaubwürdigkeit bewiesen haben.

Dieses gelungene Signal der Geschlossenheit verdanken wir den Märkten, die einen deutlich erhöhten Druck auf die politischen Entscheidungsträger ausübten. Da eine endgültige Beruhigung der Situation noch nicht erzielt wurde, werden auch in den kommenden Monaten immer wieder kritische Situationen entstehen, in denen die

Politik durch die Marktbewegungen zum Handeln gezwungen wird. Sollten also wieder Spekulationen gegen ein EU-Mitglied aufflammen, wären die nächsten Schritte ein Ausbau der beschriebenen Geschlossenheit durch eine erneute Ausweitung des EFSF und möglicherweise eine gemeinsame Euro-Anleihe.

Es bleibt jedoch abzuwarten, ob sich noch Spielraum für die angedachten Steuersenkungen ergibt, wenn die zahlreichen Rettungsschirme ihren Tribut einfordern und die Beitragszahlungen in die Hilfsfonds auch tatsächlich fließen müssen. Denn am Ende steht immer der europäische Steuerzahler!

Kommt es in diesem Szenario zur Inflation?

Auch wenn keine nachhaltigen Lösungen für die Probleme in den EU-Peripheriestaaten gefunden werden, führt das unseres Erachtens nicht zu einer inflationären Entwicklung, da wichtige Übertragungsmechanismen geldpolitischer Maßnahmen auf die Gesamtwirtschaft im Moment nicht wirken. Ein Indikator dafür ist der fehlende wesentliche Anstieg der Geldmengenaggregate M2 und M3 in den letzten Jahren. Die einzelnen Verbindungen, über die diese geldpolitischen Impulse übertragen werden (Transmissionskanäle) sind nicht existent oder verstopft. Der Zins- und der Kreditkanal, die durch eine Ausweitung der Kreditvergaben bzw. eine Senkung der Marktzinssätze Investitionen und eine Nachfragebelebung auslösen, sind im Moment außer Kraft gesetzt, da die Ausleihungen an Unternehmen und Privatpersonen kaum angestiegen sind. Der Wechselkurskanal funktioniert nicht in Ländern wie Europa als geschlossene Volkswirtschaft mit einem fixen Wechselkurs. Der Vermögenskanal, der durch steigende Aktienkurse und Immobilienpreise zu Investitionseffekten und höheren Preisen führt, ist derzeit zu schwach ausgeprägt. Häuserpreise in Europa (mit Ausnahmen in europäischen Ballungsräumen) sinken weiterhin oder stagnieren, die Quote privater Aktiensparer sinkt seit Beginn der Finanzkrise stetig. Es gibt jedoch vor allem in den Peripheriestaaten deflationäre Tendenzen aufgrund von Anpassungsprozessen (Gesundschumpfen) zur Wiedererlangung der Wettbewerbsfähigkeit, die sich im konjunkturellen Abschwung noch verstärken könnten.

Fazit: Ein Inflationspotenzial besteht, derzeit dominieren aber deflationäre Tendenzen. Gefühlt wird alles teurer – der ökonomisch rationale Blickwinkel jedoch zeigt ein anderes Bild.



Disclaimer

Rechtliche Hinweise

Donner & Reuschel Aktiengesellschaft erhält für den Vertrieb genannter Wertpapiere den Ausgabeaufschlag und/oder Vertriebs-/ Vertriebsfolgeprovisionen von der Fondsgesellschaft oder Emittentin bzw. erzielt als Emittentin eigene Erträge. Den aktuellen veröffentlichten Verkaufsprospekt erhalten Sie bei Ihrem Berater.

Abgestellt wird – sofern nicht abweichend angegeben – auf die Bruttowertentwicklung ohne Berücksichtigung etwaiger Kosten, die – je nach Haltedauer – zu einer geringeren Nettoendite führen. Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine (verlässliche) Prognose für die Zukunft; dies gilt insbesondere, wenn das Wertpapier/der Index erst vor kurzer Zeit – z.B. vor weniger als 12 Monaten – emittiert/gebildet wurde. Die Wertentwicklung kann durch Währungsschwankungen beeinflusst werden, wenn die Basiswährung des Wertpapiers/Index von EURO abweicht.

Diese Information richtet sich nicht an natürliche oder juristische Personen, die aufgrund ihres Wohn- bzw. Geschäftssitzes einer ausländischen Rechtsordnung unterliegen, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Insbesondere enthält diese Information weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren z.B. an Staatsbürger der USA oder Großbritanniens, wo die Voraussetzungen für ein derartiges Angebot nicht erfüllt sind.

Diese Publikation wurde am 01. August 2011 erstellt.

Allgemeine Hinweise

Alle veröffentlichten Angaben dienen ausdrücklich nur der Information und stellen keine Anlageberatung dar. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben kann nicht übernommen werden. Wir empfehlen Ihnen vor dem Erwerb ein eingehendes Beratungsgespräch mit Ihrem Anlageberater.

Die steuerliche Behandlung ist von den persönlichen Verhältnissen des Kunden abhängig und kann Änderungen unterworfen sein.

Diese Publikation ist eine Werbung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes.

DONNER & REUSCHEL AG

Ballindamm 27
20095 Hamburg

Postfach 10 17 29
20011 Hamburg

Telefon 040 30217-0
www.donner-reuschel.de

Telefax 040 30217-5399
bankhaus@donner-reuschel.de

DONNER & REUSCHEL – Asset Management

Team Hamburg

Karsten Dabelstein	Telefon +49 (0)40 30217-5291
Martin Hattwig, CIWM	Telefon +49 (0)40 30217-5563
Sascha Veit, CIAA	Telefon +49 (0)40 30217-5213

Leitung: Carsten Mumm, CFA (v.i.S.d.P.)

Team München

Thao Bui-Bednarz, CEFA	Telefon: +49 (0)89 2395-1636
Ralph Eckel	Telefon +49 (0)89 2395-1348
Christian Merath, CEFA	Telefon +49 (0)89 2395-1708
Thomas Lorenz	Telefon +49 (0)89 2395-1545
Patrick Schultz	Telefon +49 (0)89 2395-1525
Michael Titz	Telefon +49 (0)89 2395-1331
André Will-Laudien, CEFA	Telefon +49 (0)89 2395-1649

