



Die Staatsschuldenkrise in Europa spitzt sich unaufhörlich zu. Seit Beginn der Krise im Mai 2010, als Griechenland sich nicht mehr am Kapitalmarkt refinanzieren konnte, hielten EU-Politiker unzählige Gipfel (meist am Wochenende) ab, um den Euro bzw. das bestehende System zu retten. Diese Bemühungen konnten die Märkte nur wenige Monate, Wochen oder in manchen Fällen gar nur Tage beruhigen. Warum?

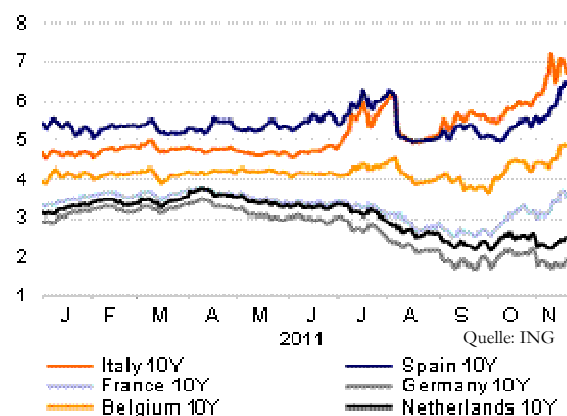
Das Beispiel Griechenland zeigt, dass eine gewisse imaginäre Schuldenobergrenze überschritten worden ist, an der der sogenannte ‚Point of no Return‘ (Insolvenz) erreicht ist. Wenn eine Volkswirtschaft ein gewisses Maß an Verschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (sowie Steueraufkommen) erreicht hat, gleichzeitig mit steigenden Zinsen konfrontiert ist und die Wirtschaft nicht wächst, dann führt dies zu einer drastischen Belastung des Haushalts. Die Zinszahlungen verzehren zunehmend einen substanziellen Anteil der jährlichen Steuereinnahmen. Griechenland verfügt in der EU über eine nicht wettbewerbsfähige Wirtschaft. Durch massive Sparbemühungen sollte die Wettbewerbsfähigkeit wiederhergestellt werden. Genau jene Sparbemühungen bewirken jedoch, dass das Bruttoinlandsprodukt fällt. Dies führt in eine Rezession. Somit verringert sich das Steueraufkommen, wodurch die anteilige Zinsbelastung noch weiter ansteigt. Im Anschluss werden noch drastischere Sparmaßnahmen gefordert und umgesetzt. Am Ende beginnen die beschriebenen Wirkungsweisen von neuem und der Abwärtsstrudel wird immer weiter verstärkt.

Im Laufe der Zeit wurde nicht nur die Bonität von Griechenland, sondern auch die Rückzahlungsfähigkeit von Portugal und Irland in Frage gestellt. Wie wir heute wissen, sind beide Staaten unter den Rettungsschirm geschlüpft. Bei Portugal ist der Fall ähnlich wie bei Griechenland. Die Preise sind zu hoch. Portugal müsste (wie u.a. auch Griechenland) die Währung abwerten (wie dies viele Staaten vor der Einführung des Euro immer wieder gemacht haben), um im Vergleich zu anderen Volkswirtschaften wieder wettbewerbsfähig zu sein. Im Euro-Raum ist dies nicht mehr möglich. Die irische Volkswirtschaft leidet weniger an einer zu geringen Wettbewerbsfähigkeit, als vielmehr an viel zu hohen Bilanzsummen der Banken im Verhältnis zur Volkswirtschaft.

In den letzten Tagen sind nun auch die Staatsanleihen

von Italien und Spanien unter Druck gekommen. Italienische zehnjährige Staatsanleihen notieren bei über 7% (im Vergleich dazu deutsche Staatsanleihen: 1,8%). Selbst für kurzfristige italienische Staatsanleihen müssen mittlerweile über 7% bezahlt werden. Das bedeutet, dass Italien derzeit gezwungen ist sich zu 7% zu refinanzieren. Italien ist mit ca. 120%, gemessen am Bruttoinlandsprodukt, verschuldet. In absoluten Zahlen weist Italien eine Verschuldung von knapp 2.000 Mrd. Euro auf. Sollte Italien also die nächsten Jahre alle fälligen Schulden zu 7% refinanzieren müssen, so würde die Zinslast pro Jahr auf 140 Mrd. Euro steigen. Italien hat für das Jahr 2010 ein Steueraufkommen von ca. 330 Mrd. Euro (Quelle: Bloomberg) ausgewiesen. Somit würde fast jeder zweite Euro an Steuereinnahmen nötig sein, um Zinsen zu bezahlen. Es steht völlig außer Frage, dass dies den ‚Point of no Return‘ (Insolvenz) bedeuten würde.

Renditen europäischer Staatsanleihen



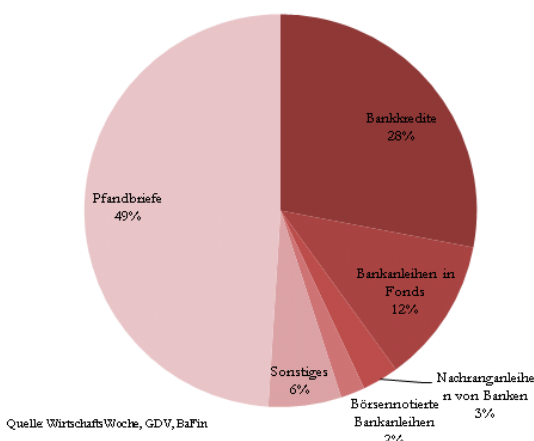
Diese Marktmechanismen lassen sich kurzfristig nicht mehr umkehren. Sicherlich ist es positiv zu bewerten, dass der italienische Ministerpräsident Silvio Berlusconi sein Amt verlassen hat und mit Mario Monti ein ökonomisch erfahrener Politiker das Ruder übernommen hat. Gleichfalls darf man die wirtschaftliche Verfassung Italiens auch nicht mit Griechenland vergleichen. Insbesondere im Norden verfügt Italien über eine wettbewerbsfähige Wirtschaft. Trotzdem könnten alle Anstrengungen, die jetzt unternommen werden, zu spät erfolgen.

Die Verwerfungen um einige europäische Staaten haben auch den kompletten Bankensektor in Bedrängnis gebracht. Während Staaten im Jahr 2008

Banken mit Bürgschaften und sonstige Maßnahmen gestützt haben, da einige Banken große Summen an sogenannten toxischen Papieren (Ausgangspunkt war die Immobilienkrise in den USA) abschreiben mussten, bereiten nun die ausufernden Staatsschulden der EU-Länder den Banken wiederum Probleme. Banken dürfen Staatsanleihen auf ihre Bilanz nehmen, ohne sie als Risikoaktiva zu deklarieren. Wenn eine Bank eine Staatsanleihe kauft, muss Sie kein Eigenkapital für ein solches Geschäft hinterlegen. Im Gegensatz dazu muss eine Bank bei der Vergabe eines Unternehmenskredits Eigenkapital aufbringen. In anderen Worten ausgedrückt, ist man immer davon ausgegangen, dass Staatsanleihen sicher sind. Nun sind viele Staatsanleihen im Kurs rückläufig (bei steigenden Renditen sinken die Kurse). Dies bringt viele Banken in große Schwierigkeiten, da für solche Fälle keinerlei Risikovorsorge gebildet wurde.

Auch Pensionsfonds und Versicherungen sind von diesen Ereignissen in vollem Umfang betroffen. Diese Institutionen haben in großem Stil Staatsanleihen und Bankanleihen in ihren Depots. Die eine oder andere Institution hat ihren treuhänderischen Auftrag sicherlich dazu genutzt, um Schaden von deren Kunden abzuwenden und italienische Staatsanleihen verkauft. Frei nach der Devise: der erste Verlust ist der kleinste. An dieser Stelle sei darauf verwiesen, dass der eine oder andere Politiker gerne den Spekulanten die Schuld in die Schuhe schiebt. Doch diese Aussage ist viel zu kurz gegriffen. Erstens ist ‚Der Spekulant‘ anonym (zumindest fühlen sich wohl nicht viele angesprochen), zweitens kann ein Treuhänder, der Schaden von seinen Kunden abwenden will (wie oben beschrieben) wohl nicht als unverantwortlicher Spekulant bezeichnet werden. Hier wird Ursache und Wirkung verwechselt.

**Bankenrisiken bei Lebensversicherern
(50,2% der Versichertengelder)**

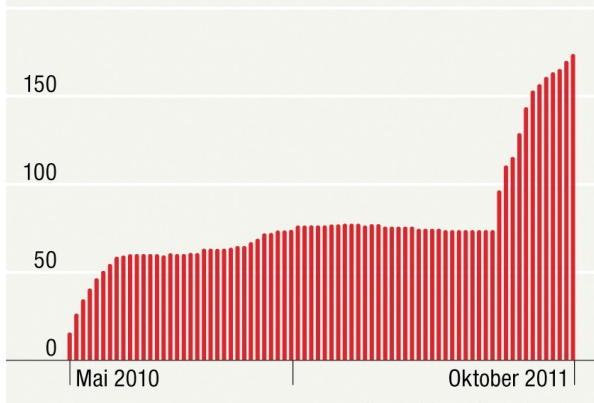


Im Hinblick auf die Konstruktion des Euro-Rettungsschirms EFSF stellt sich die Frage, warum dieser Rettungsschirm und alle anderen Bemühungen davor die Märkte in den letzten eineinhalb Jahren nicht beruhigen hatten können. Die Antwort ist relativ einfach. Zum einen sind die Rettungsschirme immer zu klein ausgefallen und beinhalten vor allem nicht die ultimativ notwendigen Strukturreformen. Zum anderen sind jetzt die Länder unter Druck, die ursprünglich einen substantziellen Beitrag zur Rettung hätten beitragen sollen (siehe Italien und Frankreich). Sollte selbst Frankreich mit nachhaltig anziehenden Renditen zu kämpfen haben (in Verbindung mit dem Verlust des AAA Status), dann würde nur noch Deutschland als Land mit Top Bonität für die Garantien gerade stehen. Dies würde die finanzielle Tragfähigkeit von Deutschland deutlich überschreiten.

Dementsprechend gibt es derzeit nur eine einzige Möglichkeit, Europa Spielraum zu verschaffen. Die EZB muss weiterhin unautorisiert Staatsanleihen der betreffenden Länder kaufen. Ordnungspolitisch ist dies zweifellos eine Katastrophe. Die Statuten der EZB verbieten den Ankauf von Staatsanleihen ausdrücklich. Die EZB hat die über Jahrzehnte sehr erfolgreichen Konventionen der Deutschen Bundesbank übernommen, mit dem Ziel Preisstabilität zu gewähren. Dies ist auch die Aufgabe der EZB. Seit Monaten ist jedoch eine Entwicklung innerhalb der EZB festzustellen, die sämtliche Errungenschaften und Überzeugungen der Deutschen Bundesbank langsam aber stetig negiert. Nicht zuletzt kommt dies dadurch zum Ausdruck, dass der ehemalige Bundesbankpräsident Axel Weber und der ehemalige Chefvolkswirt Jürgen Stark aus freien Stücken von ihrem Amt zurückgetreten sind, da sie die unautorisierten Maßnahmen, wie der Ankauf von Staatsanleihen, nicht mehr mittragen konnten.

Es ist davon auszugehen, dass die EZB in nächster Zeit von Seiten aller Politiker aller EU-Staaten (mit Ausnahme Deutschlands) das Messer auf die Brust gesetzt bekommt, weiter Staatsanleihen zu kaufen. Zwar hat die EZB auch schon in der Vergangenheit immer wieder Staatsanleihen aufgekauft, allerdings verfolgte sie hier noch die Politik der leisen Schritte. Diese Vorgehensweise ist Spiegelbild der Zerrissenheit der EZB. Auf der einen Seite das Lager der Deutschen (Holländer etc.), auf der anderen Seite das Lager der Peripherie und Frankreichs.

Staatsanleihenkäufe der EZB
in Milliarden Euro, kumuliert pro Woche



Quelle: Süddeutsche Zeitung

Doch wie kann bei all diesen Hiobsbotschaften eine Lösung aussehen? Die EZB wird auch in naher Zukunft nicht umhin können, weiter Staatsanleihen zu kaufen. Die EZB könnte beispielsweise verlauten lassen, dass für italienische zehnjährige Staatsanleihen keine Renditen oberhalb von 5% (bei kurzfristigen Anleihen beispielsweise 3%) akzeptiert werden. Dies wäre gleichzusetzen mit einer der Höhe nach unlimitierten Kaufzusage gegenüber italienischen Staatsanleihen (für andere Länder müssten ähnliche Zusagen gelten). Eine solche Aussage der EZB würde die Märkte mit sofortiger Wirkung in die Schranken weisen, sprich keiner würde mehr italienische Staatsanleihen oberhalb von 5% Rendite verkaufen. Die EZB ist (im Gegensatz zu Banken und auch Staaten) eine Institution ohne Limits. In anderen Worten, die EZB würde in großem Maße die Notenpresse anwerfen. Die EZB würde sich in die Reihe der US-Notenbank FED und der Bank of England stellen. Die sogenannten ‚Quantitative Easing‘ Programme der FED sind auch nichts anderes als Geld zu drucken.

Gerade das deutsche Lager innerhalb der EZB wird mit solchen Maßnahmen bis eine Sekunde vor Zwölf warten. Es gibt ein volkswirtschaftliches Grundprinzip mit dem Wortlaut: ‚Menschen reagieren auf Anreize‘. Wenn die EZB durch massive Eingriffe in den Markt der EU-Staatsanleihen die Zinssätze künstlich drückt, gibt es die reale Gefahr, dass Staaten wie z.B. Italien im Gegenzug ihre Sparanstrengungen zumindest verringern, wenn nicht gar einstellen. Die Probleme müssten dann nicht mehr unmittelbar angegangen werden, weil die EZB durch ihre Intervention die Probleme quasi von heute auf morgen übertüncht (aber nicht gelöst) hat. Die beschriebenen Mechanismen sind die große Befürchtung der deutschen Fraktion in der EZB.

Mögliche Lösungsansätze wiederum für dieses Problem wären, auf Ebene der EU-Verträge ein Durchgriffsrecht auf die Haushalte der einzelnen Staaten durch die EU zu erhalten. Sprich die EU würde sich ein Mitbestimmungsrecht eines jeden Haushalts jedes einzelnen Staates ausbedingen. Somit könnte man Einfluss nehmen, dass eine Schuldenobergrenze (à la Deutschland) eingeführt wird, etc.

Leider ist ein solcher Durchgriff aus heutiger Sicht äußerst unwahrscheinlich. Zum einen würden solche Verhandlungen mit den einzelnen Staaten viel zu lange dauern, zum anderen ist davon auszugehen, dass einige Staaten (trotz der angespannten Situation) gar nicht Willens wären solche Einschränkungen über sich ergehen zu lassen.

Nichtsdestotrotz wird die EZB am Ende des Tages nicht umhin können und weiter EU-Staatsanleihen von angeschlagenen Ländern aufkaufen, um einen unkontrollierten Zusammenbruch zu vermeiden. Dies wird die Geldmenge massiv erhöhen, so dass nach dem Lehrbuch die Folge eine Zeit mit hohen Inflationsraten sein müsste. Aus heutiger Sicht wird das geschöpfte Geld aber lange Zeit (u.U. über Jahre) nicht in der Realwirtschaft ankommen, so dass derzeit inflationäre Lohn-Preisspiralen nicht zu befürchten sind. Außerdem expandieren die drei Wirtschaftssubjekte - Private Haushalte, Unternehmen und Staaten - nicht. Im Gegenteil. In einigen Ländern müssen viele private Haushalte weiterhin ihre Konsum- und Immobilieninvestitionslust der Vergangenheit in Form von Rückführungen von Krediten zurückzahlen (jede Rückführung von Krediten bedeutet eine Verringerung der Geldmenge: wirkt deflationär). Ferner haben eine Vielzahl von Unternehmen ihre Bilanzen in den letzten Jahren im Hinblick auf Verwerfungen wie im Jahr 2008 robuster aufgestellt. Dies bedeutet nichts anderes, als dass die Eigenkapitalquoten erhöht und die Fremdkapitalquoten reduziert wurden (wiederum Verringerung der Geldmenge: wirkt deflationär). Schließlich sind mittlerweile auch die Staaten in den Konsolidierungsprozess (mehr unfreiwillig als freiwillig) übergegangen und müssen teilweise massive Sparprogramme beschließen (auch dies wirkt deflationär). Von daher würde ein noch kräftigerer Aufkauf von EU-Staatsanleihen durch die EZB derzeit keine inflationären Tendenzen schüren, da lediglich die deflationären Maßnahmen der drei Wirtschaftssubjekte kompensiert werden würden.

An dieser Stelle sei nochmals erwähnt, dass der Aufkauf von EU-Staatsanleihen eine ordnungspolitische Katastrophe darstellt, sie im derzeitigen Markt-

umfeld jedoch die einzige Möglichkeit wäre, das System zu stabilisieren. Damit würden die europäischen Staaten von der EZB quasi Zeit zur Verfügung gestellt bekommen, um das Finanzsystem nachhaltig auszurichten. Der Maßnahmenkatalog dabei wäre umfangreich:

1. Ausgaben kürzen
2. Selektive Investitionsanreize
3. Steuern erhöhen
4. Neue Steuern erfinden
5. Besitzstände angreifen
6. Strukturreformen im Steuersystem
7. Strukturreformen im Gesundheitssystem
8. Strukturreformen im Rentensystem
9. Etc.

Dazu ist ein breiter gesellschaftlicher Konsens über alle Interessengruppen nötig, denn die Anpassungen müssen schmerzhaft sein. Harte Sparmaßnahmen sind traditionell nicht die Stärke der politischen Entscheidungsträger, deswegen ist die Skepsis der EZB hinsichtlich der Bemühungen der Defizitsünder wohl begründet. Auf der anderen Seite muss es in der Verantwortung der Politik liegen, diesen Rückhalt für eine Kursanpassung mit langfristig stabilisierender Wirkung zu vermitteln, denn sonst wären die Probleme nur aufgeschoben. Die Finanzierbarkeit eines Sozialstaates muss an den demografischen Realitäten und der globalisierten Wirtschaft ausgerichtet werden. Zweifellos ist das ein schmaler Grat, wie man an den Ausschreitungen in Griechenland sieht. Aber er ist, um in den Worten der Bundeskanzlerin zu sprechen, „alternativlos“.

Welche Implikationen haben alle diese Entwicklung nun auf eine geeignete Anlagestrategie?

In Zeiten, in denen politische Aussagen, Entscheidungen, Maßnahmen, etc. die Märkte vor sich hertreiben, in denen einige EU-Staatsanleihen deutlich höhere Renditen ausweisen, als beispielsweise eine Volkswirtschaft wie Peru, und der risikofreie Zins (Staatsanleihen) hinterfragt und in Abrede gestellt wird, bedarf es einer breiten Diversifikation der Portfolien. Gemischte Portfolien sollten einen gewissen Anteil in Sachwerte (Aktien, Gold, Immobilien, Grund & Boden, etc.) investieren. Auf Unternehmensanleihen sollte ein großes Augenmerk gelegt werden. Im Schnitt sind Unternehmen aktuell so substanzstark wie seit dem zweiten Weltkrieg nicht mehr. Wir erleben ein Wechselspiel zwischen einer Banken- und einer Staatenkrise. Die Krise hat im Gegensatz zur Internet-Krise ihren Ursprung in keiner Weise bei den Unternehmen der Realwirtschaft. Allerdings differenziert der Markt in solchen Phasen sehr wenig, wodurch sich insbesondere bei höher verzinslichen Unternehmensanleihen in Zukunft gute Chancen ergeben können. Staatsanleihen sollte man grundsätzlich meiden. Inwiefern in den nächsten Wochen Gelegenheiten auch in Staatsanleihenmärkten entstehen sollten, bleibt abzuwarten. Von daher ist es in der aktuellen Situation auch ratsam, sich flexibel aufzustellen. Das heißt, Liquidität taktisch einzusetzen und die Anlagestrategie fortlaufend zu hinterfragen und auch anzupassen. Diese Strategie wird in den vermögensverwaltenden NV Strategie Fonds umgesetzt.

Neue Vermögen Asset Management