

Die Folgen der europäischen Schuldenkrise

Nach der Verabschiedung des Lissabon-Vertrages im letzten Jahr träumten viele Politiker in Europa von einer Weltordnung, in der sich die EU auf Augenhöhe mit den beiden Supermächten USA und China bewegt. In den letzten Wochen hat zwar die weltweite Aufmerksamkeit für die EU deutlich zugenommen, aber eben nicht in der erhofften Art und Weise. Anstatt die EU für ihre Dynamik und Wirtschaftskraft zu bewundern, betrachtet der Rest der Welt mit Angst und Faszination das Entstehen einer regionalen Wirtschaftskrise, wie sie bislang vor allem für Schwellenländer typisch war.

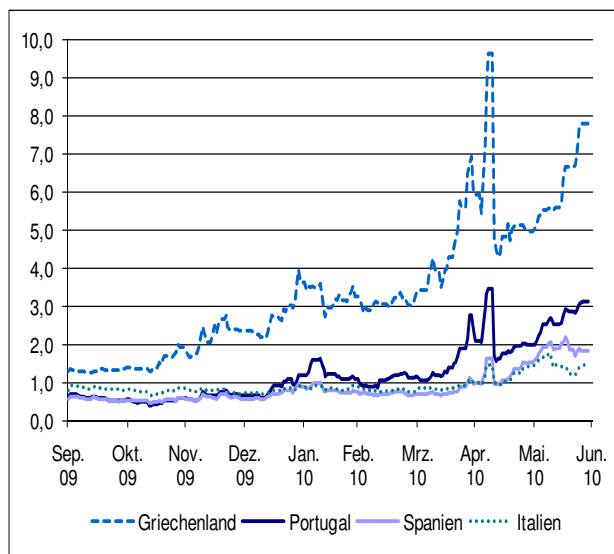
Chronologie der Ereignisse

Seit der Einführung des Euro im Jahre 1999 profitierten gerade die südeuropäischen Mitgliedsländer von im Vergleich zu früher niedrigen Zinsen. Diese sorgten für einen Wirtschaftsboom, oft in der Bauwirtschaft, und für deutliche Preis- und Lohnerhöhungen. Die Verschlechterung ihrer Wettbewerbsfähigkeit und die daraus resultierenden Leistungsbilanzdefizite stellten für diese Länder aber im Gegensatz zu früher kein Problem mehr dar, da Leistungsbilanzdefizite in einer Währungsunion ja jederzeit ausgeglichen werden. Hierfür war nicht zuletzt die EZB verantwortlich, die den Banken zu denselben Konditionen Geld lieh, egal ob sie deutsche oder griechische Anleihen als Sicherheiten stellten und damit die Risikoaufschläge für nicht-deutsche Anleihen niedrig hielt. So profitierten diese Länder fast 10 Jahre von dem „Schutzschirm“ der Währungsunion, ohne dass sie sich um ihre Staatsfinanzen oder ihre Wettbewerbsfähigkeit hätten kümmern müssen.

Die Finanzmärkte wurden erst im Oktober 2009 misstrauisch, als die neugewählte grie-

chische Regierung zugab, dass das Budgetdefizit seit dem Beitritt zur Währungsunion im Jahre 2001 permanent zu niedrig ausgewiesen worden war. Nach einem mehrmonatigen Hickhack auf europäischer Ebene wurden Griechenland schließlich am 3. Mai Hilfszusagen von € 110 Mrd. als Gegenleistung für das Versprechen gemacht, das Budgetdefizit bis 2014 von 14% auf unter 3% der Wirtschaftsleistung zu senken.

Grafik 1: Nur die Risikoaufschläge Griechenlands haben sich seit Mai vermindert



Als aber die Risikoaufschläge für griechische, portugiesische und spanische Staatsanleihen in den Folgetagen weiter zulegten und damit diese drei Länder von der Refinanzierung an den internationalen Kapitalmärkten praktisch ausgeschlossen waren (vgl. Grafik 1), entschlossen sich EU, EZB und IWF am 09./10. Mai für den großen Wurf: ein gigantisches Hilfspaket über €750 Mrd., bestehend aus €60 Mrd. aus dem EU-Budget, €440 Mrd. aus einem Stabilisierungsfonds (European Financial Stability Facility), der von 16-EU-Ländern garantiert wird (wobei der Löwenan-

teil auf Deutschland und Frankreich entfällt) und €250 Mrd. an Kreditzusagen des IWF.

Flankiert werden diese Maßnahmen durch den Kauf von Staatsanleihen in Not geratener Länder durch die EZB. Gerade letzteres wird besonders in Deutschland als Sündenfall betrachtet, da die EZB damit die Schulden einzelner Länder „monetisiert“ – eine Strategie, die beispielsweise die Bank von England seit letztem Jahr anwendet. Bis Anfang Juni hat die EZB bereits Anleihen vor allem aus Griechenland, Portugal und Irland im Volumen von €40 Mrd. gekauft, ist aber nach eigenen Angaben bestrebt, die durch diese Käufe entstandene zusätzliche Liquidität durch entsprechende Maßnahmen wieder abzuschöpfen.

Die Motive Deutschlands

Nachdem die deutsche Regierung bis in den April hinein nicht wirklich gewillt war, notleidende EU-Partnern zu unterstützen, weil man offensichtlich das Ausmaß der Probleme unterschätzt hatte, gab man schließlich doch dem Druck, vor allem Frankreichs, nach. Von den in dem Hilfspaket enthaltenen €440 Mrd. Kreditgarantien entfallen bis zu €150 Mrd. auf Deutschland. Was hat diesen Stimmungswandel herbeigeführt? Zum einen die Angst vor einem Kollaps des deutschen Bankensystems und zum anderen die Furcht vor dem Auseinanderfallen der Eurozone.

Deutsche und französische Banken gehören zu den größten Gläubigern Irlands, Griechenlands, Portugals und Spaniens. Nach Schätzungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel (BIZ) haben deutsche und französische Banken Forderungen von \$465 Mrd. bzw. \$493 Mrd, oder ungefähr 5,2% ihrer gesamten Aktiva. Sollten diese Forderungen auch nur zum Teil ausfallen, wird das deutsche Bankensystem kaum auf staatliche Hilfe verzichten können.

Glaubt man den Medien, bestand in den Beratungen der europäischen Staats- und Regie-

rungschefs am 09./10. Mai die reale Gefahr eines Auseinanderbrechens der Eurozone. Dies hätte nicht nur die unmittelbare Zahlungsunfähigkeit Griechenlands und wohl auch Portugals und Spaniens, sondern im schlimmsten Falle sogar Italiens und Frankreichs bedeutet und damit die Eurozone in eine schwere Wirtschaftskrise gestürzt. Die Folgen wären nicht nur für deutsche Banken, sondern auch für die deutsche Exportwirtschaft schwerwiegend gewesen, da etwa 60% des deutschen Außenhandels innerhalb der Eurozone abgewickelt werden. Vor diesem Hintergrund hat sich die deutsche Regierung für das kleinere Übel entschieden.

Die EU-Kommission und die Regierungen der EU-Länder müssen sich allerdings den Vorwurf gefallen lassen, die Zeit, die sie eigentlich durch die Verabschiedung des Rettungspakets gewonnen haben, bisher nicht genutzt zu haben. Anstatt Maßnahmen gegen die wahren Ursachen für die Probleme der südeuropäischen Länder, also verschlechterte Wettbewerbsfähigkeit, Leistungsbilanzdefizite, niedriges Wirtschaftswachstum und geringe Steuereinnahmen, einzuleiten, wurde vor allem Griechenland eine finanzpolitische „Rosskur“ zur Defizitreduzierung verordnet. Dadurch wird es zu einem Rückgang der dortigen Wirtschaftsleistung in den nächsten zwei bis drei Jahren kommen, so dass selbst im günstigsten Falle die Defizitquote bis 2014 auf 150% ansteigen wird.

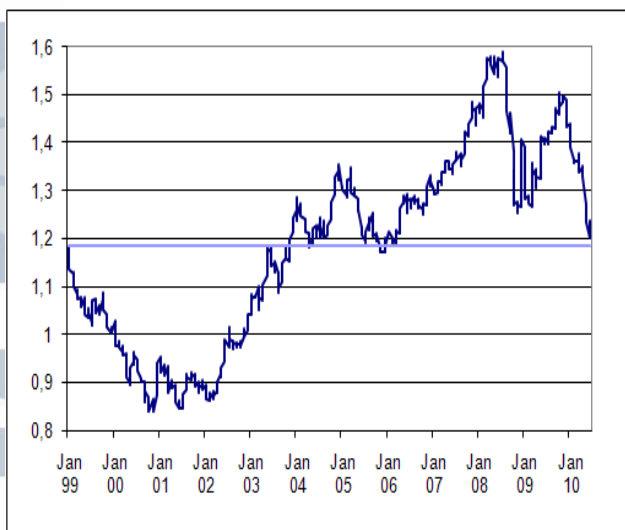
Innerhalb der EU herrscht aber immer noch die Meinung vor, dass Griechenland lediglich ein Liquiditätsproblem hat, das durch kurzfristige Finanztransfers bzw. durch den Kauf griechischer Staatsanleihen durch die EZB gelöst werden kann. In Wahrheit steht Griechenland aber über kurz oder lang vor der Insolvenz und kann gerade nicht durch die Anhäufung neuer Schulden gerettet werden. Für Griechenland gibt es nur den Ausweg über eine Restrukturierung der Staatsverschuldung, d.h. Teilrückzahlung („haircut“)

der fälligen Anleihen bzw. Umtausch in niedrigverzinsliche Langläufer.

Die Reaktion der Finanzmärkte

Nach einem Kursfeuerwerk am 10. Mai, die Aktienmärkte der Eurozone stiegen um 10% und die Risikoaufschläge für südeuropäische Anleihen gaben deutlich nach, gingen die Finanzmärkte wieder zur Tagesordnung über. Mittlerweile liegen nur noch die Risikoaufschläge griechischer Anleihen unter dem Niveau vor der Bekanntgabe des Hilfspakets, während sie sich für italienische und spanische ausgeweitet haben (vgl. Grafik 1). Die Kreditmärkte bleiben nervös und reagieren heftig auf Ereignisse, die noch vor ein paar Monaten kaum für Schlagzeilen gesorgt hätten: sei es die Verstaatlichung einer spanischen Provinzsparkasse oder das Geständnis der neuen ungarischen Regierung, ähnlich wie Griechenland in der Vergangenheit bei der Berechnung des Budgetdefizits geschummelt zu haben. Ein weiteres Indiz für die Risikoaversion ist, dass die Rendite 10jähriger deutscher Bundesanleihen bis auf 2,50% gefallen ist.

Grafik 2: Der Euro/Dollar-Kurs liegt wieder in der Nähe seines langfristigen Durchschnitts



Auch der Kurs des Euro hat gegenüber dem US-\$ zwischenzeitlich auf 1,20 nachgegeben

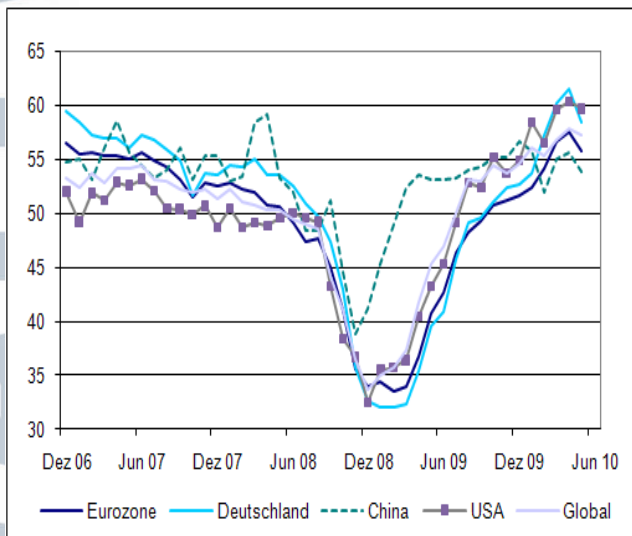
und liegt aktuell in der Nähe seines Durchschnittswertes seit seiner Einführung im Januar 1999 (vgl. Grafik 2). Das €/\$\$-Verhältnis hat sich übrigens im Zusammenhang mit der Rolle, die die EZB bei dem Hilfspakte spielt, geradezu lehrbuchhaft verhalten: eines der populärsten volkswirtschaftlichen Modelle über Währungskrisen besagt nämlich, dass die Monetisierung der Staatsverschuldung durch die Zentralbank eines Landes dessen Währung schwächen wird.

Die Ausweitung der Risikoaufschläge an den Anleihemärkten und der Kursrutsch des Euro sind bis Ende April von den Aktienmärkten weitgehend ignoriert worden. Erst danach kam es zu einem stärkeren Rückgang, in dessen Verlauf das KGV für europäische Aktien auf Basis der Gewinne für 2010 auf 11 gefallen ist. Nach Berechnungen der Deutschen Bank impliziert dies zusammen mit der aktuellen Rendite 10jähriger Bundesanleihen von 2,55% und einer Aktienrisikoprämie von 7% einen Gewinnrückgang von 2009 auf 2010 um 3%, während die Konsensschätzungen nach wie vor von einem Gewinnanstieg von gut 25% ausgehen. Die Aktienmärkte preisen also im Zuge der europäischen Schuldenkrise und der nun einsetzenden Sparanstrengungen in Europa einen deutlichen Rückgang des Wirtschaftswachstums ein. Aber wie realistisch ist dieses Szenario?

Die OECD sieht in ihrem jüngsten Economic Outlook vom Mai die Weltwirtschaft weiterhin auf Erholungskurs mit einer Wachstumsrate von 4,6% für dieses Jahr, was auch durch den Anstieg der regionalen Einkaufsmanagerindizes bestätigt wird, die auf eine Fortsetzung der Expansion, wenn auch mit geringerem Tempo, hindeuten (vgl. Grafik 3). Allerdings ist diese Erholung ungleich verteilt: Während die Eurozone wahrscheinlich nur mit 1,2% und die USA mit immerhin noch 3,2% wachsen werden, wird das Wirtschaftswachstum in China bei 11% liegen. Die Erholung wird vor allem von der starken Bele-

bung des Welthandels (+11% nach -12% im Vorjahr) getragen, der private Verbrauch in den USA und der Eurozone liefert in Folge der nur langsam zurückgehenden Arbeitslosigkeit hingegen keine positiven Wachstumsimpulse

Grafik 3: Die wirtschaftliche Erholung geht weiter, wenn auch gebremst



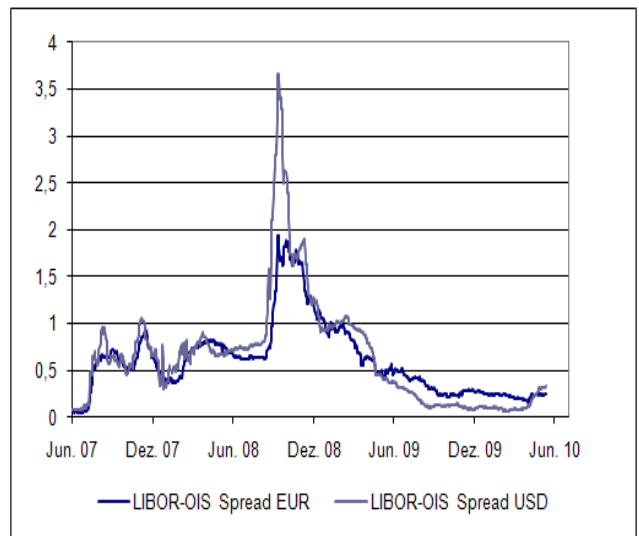
Die OECD räumt jedoch auch ein, dass gerade die Prognosen für die Eurozone mit besonderer Unsicherheit behaftet sind. Hierfür nennt sie zum einen die Folgen der staatlichen Schuldenkrise auf den Bankensektor und dessen Kreditvergabeverhalten und zum anderen die Auswirkungen der geplanten staatlichen Sparbeschlüsse. Beide Problemfelder haben das Potential, die Eurozone erneut in die Rezession, eventuell sogar mit deflationären Tendenzen, zu stoßen.

Keine Wiederholung der Bankenkrise von 2008

Die gute Nachricht: Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich BIZ zieht in ihrem jüngsten Quartalsbericht keine Parallelen zu 2008. Die schlechte Nachricht: Die Situation heute ähnelt dem Auftakt der Kreditklemme 2007. Die Funktion der zweifelhaften US-Hypothekensanpapiere haben jetzt die Anleihen einiger südeuropäischer Länder übernommen.

Allerdings sind die Banken der Eurozone heute besser kapitalisiert, ihre Aktiva sind transparenter und die politisch Verantwortlichen (EZB und nationale Regierungen) sind heute besser auf Funktionsstörungen im Finanzsystem vorbereitet als noch vor 3 Jahren.

Grafik 4: Ausweitung der Spreads am aktuellen Rand, aber kein Vergleich zu 2008



Nichtsdestotrotz machen sich Investoren zunehmend Sorgen über die Qualität der Bank-Aktiva im Allgemeinen und deren Exposure zu den Ländern Griechenland, Portugal, Spanien, Irland und Italien im Speziellen. Bis vor kurzem waren die sogenannten „Carry Trades“, d.h. Kreditaufnahme bei der EZB und Kauf von höherverzinslichen Staatsanleihen, eine beliebte Einkunftsquelle für viele Banken (man spricht sogar davon, dass gerade kleinere Banken mit derartigen Geschäften bis zu 40% ihres gesamten Gewinns erwirtschafteten).

Aber spätestens seit April macht gerade die deutliche Ausweitung der Bestände an Staatsanleihen den Banken zunehmend zu schaffen. Dies hat dazu geführt, dass es für sie zunehmend schwieriger wird, sich an den Finanzmärkten zu refinanzieren. Im Interbankenmarkt haben sich die Zinssätze für 3-monatige-USD-Ausleihungen (Libor) in den

letzten Wochen von 0,25% auf über 0,5% mehr als verdoppelt. Gleichzeitig hat sich die Differenz zwischen Libor und dem risikolosen Swapsatz (OIS) auf 0,3% verdreifacht - ebenfalls ein Zeichen des Misstrauens der Banken untereinander. Zwar hören sich diese Zahlen dramatisch an, liegen aber immer noch deutlich unter dem Niveau des Jahres 2008 (vgl. Grafik 4).

Die gestiegenen Refinanzierungskosten schlagen sich aber auch in den sogenannten CDS-Spreads für Anleihen der großen Banken aus der Eurozone (einer Versicherungsprämie gegen einen Zahlungsausfall) nieder. Der durchschnittliche Spread für Anleihen der beiden spanischen Großbanken BBVA und Santander, der beiden französischen Großbanken BNP und Societe Generale, der italienischen Unicredit und der Deutschen Bank liegt mit knapp 180 Basispunkten auf dem Niveau zur Zeit der Lehman-Pleite (vgl. Grafik 5). Die Erhöhung der Finanzierungskosten kommt für die meisten Banken zur Unzeit, da sie zum einen bis 2012 etwa €800 Mrd. an langfristigen Verbindlichkeiten refinanzieren müssen und zum anderen ab 2012 die neuen strengeren Liquiditätsanforderungen gelten werden. Um diese zu erfüllen, benötigen die Banken der Eurozone nach ersten Schätzungen etwa €3.000 Mrd. an zusätzlichen Finanzmitteln. Sollten diese nicht aufzutreiben sein, müsste im Gegenzug das Kreditvolumen um 35% schrumpfen, was verheerende Auswirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung haben würde.

Angesichts dieses Umfelds kommt der EZB weiterhin eine Schlüsselrolle zu. Während sich US-Banken zunehmend wieder über Anleihenemissionen selbständig refinanzieren können und damit weniger stark von den Kreditlinien der FED abhängig sind, haben Banken der Eurozone über €800 Mrd. von der EZB geliehen, der höchsten Summe seit Ausbruch der Finanzkrise im Jahre 2007. Die EZB wird zwar die 12- und 6-Monats-Tender

nicht mehr verlängern, räumt den Banken aber Kreditlinien mit kürzerer Laufzeit in nahezu unbeschränktem Ausmaß ein, so dass für den Bankensektor aktuell kein Finanzierungsproblem besteht. Das Bankensystem der Eurozone ist und bleibt dank der EZB als ganzes solvent, auch wenn diese Aussage nicht für jedes einzelne Mitglied gilt (z.B. für die spanischen Sparkassen).

Grafik 5: Durchschnittlicher Risikoaufschlag für Großbanken der Eurozone in %



Trotzdem schlagen sich die genannten Probleme bereits im Kreditvergabeverhalten der Banken nieder: In ihrer jüngsten Financial Stability Review vom Juni weist die EZB auf eine weitere Verschärfung der Kreditbedingungen für Unternehmen und in besonderem Maße für die privaten Haushalte hin. Gleichzeitig rechnet die EZB mit weiteren Abschreibungen in Höhe von €195 Mrd. bis 2011 und warnt vor einer Abwärtsspirale aus unzureichender Kreditvergabe, rückläufigem Wirtschaftswachstum und daraus resultierender höherer Risikovorsorge des Bankensektors.

Sparpakete als Wachstumsbremse, aber kein erneutes Abgleiten in die Rezession

Noch vor wenigen Wochen konnte es vielen Investoren gar nicht schnell genug gehen,

dass die Staaten der Eurozone ihre Finanzen wieder in Ordnung bringen. Nachdem die Finanzmärkte Länder wie Griechenland, Portugal und Spanien inzwischen zu drastischen Konsolidierungsschritten gezwungen haben, greift immer mehr die Angst um sich, dass die Schuldenkrise zu übermäßiger Sparsamkeit führen könnte. Selbst ein Land wie Deutschland, das sich bislang problemlos refinanzieren kann, sah sich Anfang Juni genötigt, ein Sparprogramm im Volumen von €80 Mrd. über die nächsten vier Jahre anzukündigen, um dadurch vor allem das bislang „sparunwillige“ Frankreich unter Druck zu setzen. Die geplanten Einsparungen in Deutschland und Frankreich entsprechen jeweils etwa 0,5% der erwarteten Wirtschaftsleistung des nächsten Jahres. Zum Vergleich: von den Griechen werden Einsparungen von 7% in diesem und 4% im nächsten Jahr erwartete, von den Iren, Portugiesen und Spaniern in diesem und dem nächsten Jahr jeweils 2%-3%. Die ganze Eurozone wird im nächsten Jahr vermutlich Einsparungen in Höhe von 1% der Wirtschaftsleistung hinnehmen müssen.

Im einfachsten Fall bedeutet eine Kürzung des Budgetdefizits um 1% eine Reduktion der Wirtschaftsleistung in derselben Größenordnung. Da die Prognosen für das Wirtschaftswachstum der Eurozone für 2011 aber nur bei etwas über 1% liegen, bedeutet dies Stagnation, da kaum damit zu rechnen ist, dass der Privatsektor (Haushalte und Unternehmen) die staatlichen Einsparungen durch eine besondere Ausgabenfreude ausgleichen wird. Als warnendes Beispiel kann die Situation in Japan im Jahr 1997 dienen: Damals wurde die Fiskalpolitik zu früh verschärft, obwohl sich das Bankensystem von der vorangegangenen Krise (dem Platzen der Immobilienblase 1990) noch nicht wieder erholt hatte. Es folgte eine deflationäre Spirale, unter der Japan bis heute leidet.

Soweit muss es aber nicht kommen: Nach einer oft zitierten Studie der Universität Harvard wirken sich Kürzungen im Sozialetat oder im öffentlichen Sektor weniger negativ auf das Wirtschaftswachstum aus als Steuererhöhungen oder die Einschränkung der staatlichen Investitionstätigkeit. Dieser Geist liegt offenbar auch den staatlichen Sparprogrammen zugrunde: So gut wie alle Länder wollen bei den Sozialausgaben und im öffentlichen Dienst sparen. Berücksichtigt man außerdem, dass trotz des Sparpakets das durchschnittliche Budgetdefizit der Länder der Eurozone im nächsten Jahr immer noch bei 5,5% der Wirtschaftsleistung liegen wird, d.h. die Fiskalpolitik weiterhin expansiv, aber eben nicht mehr so stark wie 2010 sein wird, ist die Furcht vor einem erneuten Rückfall in die Rezession (dem vielzitierten „double dip“) unbegründet.

Gravierender ist vielmehr, dass all die Sparanstrengungen einseitig auf den Abbau kurzfristiger Budgetdefizite fokussiert sind und nicht auf die Behebung des Hauptproblems der Eurozone (in Nord- wie Südeuropa), nämlich der Wachstumsschwäche. Hierfür wären vor allem angebotsorientierte Maßnahmen wie die Liberalisierung des Arbeitsmarktes und das Aufbrechen des aufgeblähten öffentlichen Sektors nötig. Denn höheres Wachstum ist immer noch der beste Ausweg aus der Schuldenkrise.

Drei Szenarien für die Zukunft der Eurozone

In den letzten Wochen wurde die 11-Jahre alte Eurozone durch die Probleme der südeuropäischen Staaten in ihren Grundfesten erschüttert. Politiker denken aktuell über die Neugestaltung der Regeln nach, um derartige Krisen in Zukunft zu verhindern. Auch hätte man sich nicht träumen lassen, dass die EZB einmal gezwungen sein wird, im Markt für Staatsanleihen der Eurozone zu intervenieren. Werden die angestoßenen Sparmaßnahmen den Zusammenhalt in der Eurozone stärken

oder das genaue Gegenteil bewirken? Hierfür gibt es drei Szenarien, ein optimistisches, ein pessimistisches und ein realistisches.

Das **optimistische Szenario** orientiert sich am Beispiel Schwedens, das Anfang der 90er Jahre nach einer schweren Bankenkrise und anschließenden Rezession vor dem Bankrott stand. Durch die Reform des Finanzwesens und eine wachstumsorientierte Fiskalpolitik (Kürzung der übermäßigen Sozialausgaben und Förderung privater Investitionstätigkeit) ist Schweden zu einem Modell geworden, an dem sich die südeuropäischen Länder orientieren könnten.

Allerdings hatte Schweden einen entscheidenden Vorteil: eine eigene Zentralbank mit einer eigenen Währung. Zwischen 1992 und 1995 verlor die schwedische Krone etwa ein Drittel ihres Wertes gegenüber der DM. Dies war die Initialzündung, die anderen Maßnahmen haben die wirtschaftliche Genesung lediglich unterstützt. Griechenland und die anderen Mitglieder der Eurozone haben diese Option nicht, es sei denn sie verlassen die Eurozone.

Darauf zielt das **pessimistische Szenario** ab: Die Spannungen innerhalb der Eurozone zwischen den wirtschaftlich erfolgreichen Ländern wie Deutschland oder den Niederlanden und dem Rest werden derart anwachsen, dass den schwächeren Ländern trotz massiver Finanztransfers als einziger Ausweg nur der Austritt aus der Währungsunion und die Wiedereinführung ihrer nationalen Währungen bleibt. Dies hätte dann die Zahlungsunfähigkeit dieser Länder zur Folge, da sie in Euro verschuldet sind, der sich gegenüber ihrer Währung massiv aufwerten wird (das typische Muster aller bisherigen Verschuldungskrisen in Schwellenländern, zuletzt 2001 in Argentinien).

Gleichzeitig würde in einem solchen Szenario

auch Deutschland massiv leiden, da infolge der starken Euroaufwertung die deutsche Industrie aus ihren Exportmärkten „herausgepreist“ würde. Alles in allem ist ein solches Szenario gleichbedeutend mit einer schweren Rezession und erheblichen Verwerfungen an den Finanzmärkten, ganz zu schweigen von den gar nicht vorstellbaren organisatorischen Schwierigkeiten, die der Austritt aus einer Währungsunion mit sich bringt. Deutsche Politiker hatten wohl vor allem dieses Szenario vor Augen, als sie zähneknirschend dem €750 Mrd. Paket zugestimmt haben. Ihre Hoffnung richtet sich auf das wahrscheinlichste, unser **realistisches Szenario**.

Dieses lässt sich am besten mit dem Ausdruck „Durchwursteln“ beschreiben, d.h. das Hilfspaket von Anfang Mai sorgt für eine Beruhigung der Finanzmärkte und Griechenland, Spanien und Portugal ziehen ihre Sparprogramme durch, ohne dass es zu einer längeren Rezession kommt. Der politische Druck auf die EZB wird zunehmen, ähnlich wie die FED oder die Bank von England „quantitative easing“ einzusetzen und damit einen Teil der Staatsschulden zu monetarisieren. Die Geldpolitik wird also weiterhin und länger als erwartet expansiv bleiben. Dadurch wird von den südeuropäischen Ländern ein Teil des Druckes genommen, durch Lohnsenkungen ihre Wettbewerbsfähigkeit wiederherzustellen. Allerdings werden mittelfristig eine höhere Inflationsrate und ein weiterhin schwacher Euro die Folge sein.

Implikationen für die Investmentstrategie

Aus den bisherigen Diskussionen lassen sich folgende Schlussfolgerungen für die Investmentstrategie ableiten:

- Im Zuge einer in der Eurozone schleppenden Konjunkturerholung ist Inflation für den Rest des Jahres kein Thema, d.h. die Rendite deutscher Staatsanleihen wird auf niedrigem Niveau verharren.
- Bei Anleihen der schwächeren Länder der

Eurozone werden sich die Risikoaufschläge dank Hilfspaket und EZB in den nächsten Wochen auf dem aktuellen Niveau einpendeln. Gleiches gilt für den Euro.

- Unternehmensanleihen (Non-Financials) sind aufgrund der jüngsten Spreadausweitung wieder attraktiv, bei Anleihen europäischer Finanzdienstleister drohen allerdings infolge der beschriebenen Refinanzierungsprobleme weitere Kursverluste.
- Im Zuge einer Stabilisierung der Anleihenmärkte wird bei den Aktienmärkten der übertriebene Wachstumspessimismus abnehmen (vgl. oben) und die attraktive Bewertung wieder Käufer anlocken

Dr. Ernst Konrad

Tel.: +49-89-255 466-0

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und sollte nicht als ein Anlagevorschlag gesehen werden bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg.