

## Haben die Finanzmärkte die Krise abgehakt?

Das - zugegeben noch junge - Jahr 2013 steht bislang klar im Zeichen einer Entspannung auf den Finanzmärkten. In nahezu jedem Segment zeigten sich in den vergangenen Wochen mehr oder weniger deutliche Erholungstendenzen. Vor allem die Breite der Verbesserungen wirft die Frage auf, ob die Finanzmärkte das lang ersehnte Ende der Verschuldungskrise in der Eurozone ausgerufen haben. Oder handelt es sich womöglich nur um eine Momentaufnahme, eine kurze Verschnaufpause, die schon bald von der nächsten Runde der Krise mit neuen Verwerfungen auf den Märkten und negativen Effekten auf die Konjunktur abgelöst wird?

### Breite Aufwertungstendenz beim Euro

Die jüngste Rückkehr des Vertrauens in die Eurozone zeigt sich vor allem an der Entwicklung des Euro. Dieser stieg in den vergangenen Tagen und Wochen gegenüber den anderen großen Währungen im Wert. Im Vergleich mit dem US-Dollar fiel das Plus mit knapp 1% seit dem Jahreswechsel zwar eher gering aus, allerdings wird derzeit mit mehr als 1,33 US-Dollar je Euro der höchste Wert seit Februar 2012 verzeichnet. Zum Vergleich: Im vergangenen Juli lag der Wechselkurs bei knapp über 1,20.

Auch gegenüber dem japanischen Yen und dem britischen Pfund setzte der Euro seine Aufwärtstendenz weiter fort. Hier dürften jedoch jeweils Sondereffekte die Aufwertungstendenz des Euro verstärkt haben. Denn in Japan arbeiten Politik und Notenbank gezielt an einer Abschwächung des Yen, um japanische Exporte zu begünstigen. Derweil sorgt in Großbritannien die höchst unsichere zukünftige Europapolitik des Landes nicht eben für Vertrauen in das britische Pfund.

Den letzten Beweis dafür, dass es sich im Grundsatz um einen stärker werdenden Euro und nicht um eine kollektive Schwäche der übrigen Währungen handelt, liefert der Euro-Franken-Wechselkurs.

### Die Flucht in den Franken scheint beendet - Erholung auch ggü. Dollar



Im Zuge der Finanz- und später der Verschuldungskrise wertete der Euro von über 1,60 Ende 2008 bis auf fast 1,00 Franken je Euro ab. Um den Schaden für die heimische Wirtschaft in Form stetig teurer werdender Exporte einzudämmen, sah sich die Schweizer Nationalbank im September 2011 dazu gezwungen, die Aufwertung des Franken bei 1,20 zu begrenzen. Lange Zeit verharrte der Euro auf dieser Marke, was auf eine anhaltende Flucht in den Franken hindeutete. Seit dem Jahreswechsel 2012/2013 hat der Euro jedoch bereits um knapp 3% aufgewertet. Es scheint also, als ob die Anleger ganz allmählich die sicheren Häfen verlassen und zu neuen Ufern aufbrechen.

### Krisenstaaten haben wieder etwas Luft zum Atmen

Diese Tendenz ist auch bei den als sicher geltenden deutschen Bundesanleihen zu erkennen. Lag die Rendite deutscher Staatspapiere mit 10 Jahren Laufzeit um den Jahreswechsel noch bei etwa 1,3%, sind sie mittlerweile auf 1,6% gestiegen. Stattdessen wendeten sich Anleger wieder verstärkt Anleihen der Krisenstaaten zu, deren Renditen in der Folge kontinuierlich gesunken sind. Durch diese gegensätzliche Bewegung sind die Risikoaufschläge der Krisenstaaten weiter gesunken.

So beträgt der Spread zwischen spanischen und deutschen Papieren mit 10 Jahren Laufzeit aktuell gut 3,5%. Dies ist zwar einerseits im Vergleich zu Vor-Krisenzeiten immer noch ein hoher Wert, andererseits lag die Differenz Mitte 2012 noch bei knapp 6,5%. Einen ganz ähnlichen Verlauf nahmen italienische Staatstitel, deren Risikoaufschlag derzeit 2,6% beträgt. In Griechenland, Portugal und Irland war die Spread-Ausweitung in der Krise jeweils noch viel stärker. In den vergangenen Monaten haben sich jedoch auch hier die Risikoaufschläge massiv verringert.

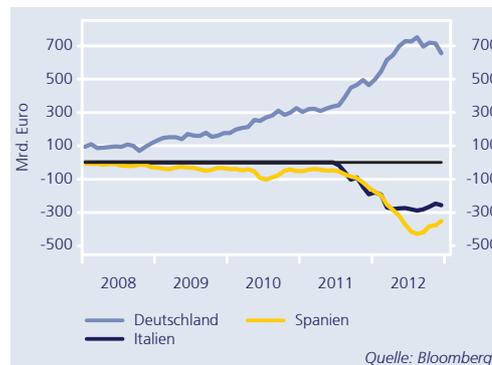
Den nachlassenden Druck der Finanzmärkte nutzen die Staaten, um sich günstiger zu refinanzieren. Irland hat mit der Begebung von Anleihen in Höhe von 2,5 Mrd. Euro über Konsortialbanken bereits ein Viertel des Kapitalbedarfs dieses Jahres gedeckt und plant in den nächsten Monaten die vollständige Rückkehr an den Kapitalmarkt. Auch das portugiesische Schatzamt könnte bereits in diesem Jahr neben Geldmarktpapieren auch wieder Anleihen mit längeren Laufzeiten begeben. Dies ist ein weiterer Anhaltspunkt für eine Normalisierung, denn die letzte Anleiheplatzierung Portugals erfolgte im April 2011.

Ferner erfreuen sich auch die Aktienmärkte der Peripheriestaaten einer Belebung. Betrachtet man die Entwicklung seit Anfang des 4. Quartals 2012 schneiden die Leitindizes der sogenannten PIIGS-Staaten sogar besser ab als der DAX. Die Anleger sind demnach bereit, wieder verstärkt in Unternehmen aus den Krisenstaaten zu investieren.

### Ungleichgewichte nehmen ab

Wesentlicher Auslöser für die sich aufhellende Stimmung an den Märkten war die Ankündigung eines neuen Ankaufprogramms für Staatsanleihen im Sommer 2012 durch die EZB. In Verbindung mit dem Rettungsfonds ESM, der Anfang Oktober in Kraft trat, stehen damit wirkungsvolle Instrumente zur Eindämmung der Staatsschuldenkrise im Euroraum zur Verfügung.

### Target2-Salden driften nicht mehr auseinander



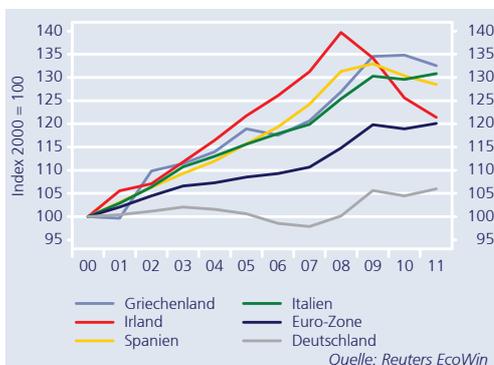
Auch die Entscheidung, eine EU-weite Bankenunion zu schaffen, dürfte die Risiken aus Marktsicht reduziert haben. Denn mit der Einführung einer einheitlichen Bankenaufsicht unter dem Dach der EZB wird auch die Möglichkeit einer direkten Rekapitalisierung von Banken aus dem ESM geschaffen. Damit dürfte sich die Wahrscheinlichkeit, dass Probleme im Bankensektor, wie bspw. in Irland, zwangsläufig in einer Explosion der Staatsschulden enden, deutlich verringern.

Abgesehen von den genannten politischen Maßnahmen zur Eindämmung der Krise sind aber auch in fundamentalen Bereichen klare Fortschritte erkennbar. Dies zeigt sich beispielsweise bei den in der Krise häufig thematisierten Target2-Salden. Sie sind ein Maß für Zahlungsbilanzungleichgewichte innerhalb der Währungsunion, die sich im Verlauf der Krise massiv vergrößert haben. Denn aus Angst hatten Anleger viel Kapital aus dem EWU-Ausland nach Deutschland transferiert. Hinzu kam eine Vertrauenskrise im Bankensektor, welche die sonst übliche grenzüberschreitende Finanzierung von Handelsgeschäften über Banken unmöglich machte. In der Folge wurden die Leistungsbilanzdefizite der hochverschuldeten Euro-Staaten über das Target2-System und damit über die nationalen Notenbanken der Eurozone finanziert. In der Spitze betrugen die auf diesem Wege angehäuften Forderungen der Bundesbank gegenüber den anderen EWU-Zentralbanken mehr als 750 Mrd. Euro. Seit dem Herbst 2012 sind die

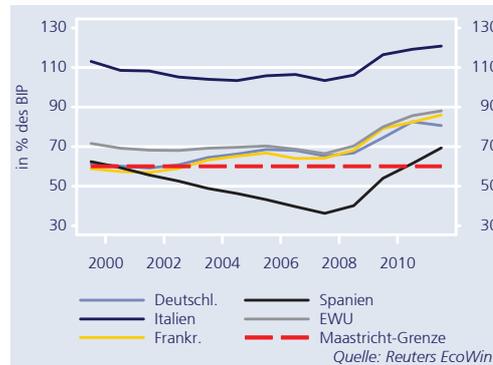
Forderungen auf gut 650 Mrd. abgeschmolzen. Genau umgekehrt verhält es sich mit den Krisenstaaten, aus denen Kapital abgezogen wurde. Die größten Verbindlichkeiten weisen nach wie vor die spanische und die italienische Zentralbank auf. Allerdings sind diese im Falle Italiens in den letzten Monaten nicht weiter gestiegen, während es in Spanien sogar zu einer deutlichen Entspannung gekommen ist.

In erster Linie spiegeln die rückläufigen Salden im Target2-System eine Verbesserung der Leistungsbilanzsalden in den Peripheriestaaten der Eurozone wider. In den letzten Monaten war der Saldo aus Importen und Exporten in einigen Ländern sogar häufiger ausgeglichen. Zum Teil sind die Verbesserungen zwar auf die infolge der Rezession gesunkenen Importe zurückzuführen, doch auch die zur Bekämpfung der Krise eingeleiteten Sparmaßnahmen sowie die angestoßenen Strukturreformen dürften die Wettbewerbsfähigkeit der angeschlagenen Peripheriestaaten verbessert haben. Dies lässt sich an den stark rückläufigen Lohnstückkosten in einigen Euro-Mitgliedstaaten ablesen. Der Abstand zu Deutschland hat sich dementsprechend stark verringert, obwohl die Lohnstückkosten hierzulande kaum gestiegen sind. Sollte sich dieser Trend fortsetzen, dürften sich die im Vorfeld der Krise durch exzessive Lohnerhöhungen entstandenen Wettbewerbsdefizite in den kommenden 2-3 Jahren vollständig abgebaut haben.

### Die Lohnstückkosten bewegen sich aufeinander zu



### Der Abbau der Staatsschulden wird weiterhin im Vordergrund stehen



### Risiko von Rückschlägen nach wie vor hoch

Bei allen Fortschritten im politischen und wirtschaftlichen Umfeld ist es für eine endgültige Entwarnung aber noch zu früh. Denn die Defizite der öffentlichen Haushalte sind in fast allen Staaten der Eurozone nach wie vor viel zu hoch. Gleichzeitig befinden sich auch die ausstehenden Staatsschulden in einigen Ländern auf einem Niveau, das auf lange Sicht kaum tragbar sein dürfte. In den kommenden Jahren sind daher weitere harte Anstrengungen zur Konsolidierung der öffentlichen Finanzen nötig. Das größte Risiko dürfte hierbei die wirtschaftliche Entwicklung darstellen. Sollten sich die rezessiven Tendenzen in den betroffenen Staaten noch für längere Zeit fortsetzen, wird es kaum möglich sein, die vereinbarten Defizitziele in den kommenden Jahren zu erreichen. Der Gang weiterer Staaten zum ESM oder die Aufstockung bestehender Hilfsprogramme wäre in diesem Fall sehr wahrscheinlich.

Die Steuerung der wirtschaftlichen Risiken haben die Euro-Staaten allerdings nur bedingt in der Hand. Zwar haben viele Strukturreformen, wie bspw. die Senkung der Lohnstückkosten oder eine Deregulierung der Arbeitsmärkte unbestreitbar einen positiven Effekt auf das Wachstumspotenzial eines Landes.

Diese Maßnahmen schlagen sich in der Regel aber erst nach ein paar Jahren in höheren Wachstumsraten nieder. Auf kurze Sicht hängt die Konjunktorentwicklung in den meist sehr offenen Volkswirtschaften des Euroraums viel stärker vom globalen Umfeld sowie externen Wettbewerbsfaktoren wie dem Außenwert des Euros ab. Diesbezüglich stehen die Chancen für eine Verbesserung in diesem Jahr gar nicht so schlecht. In wichtigen Schwellenländern dürften die Wachstumsraten wieder moderat anziehen, während in den USA ein wichtiger Hemmschuh für einen Konjunkturaufschwung, die Krise am Wohnimmobilienmarkt, allmählich überwunden scheint.

### **Neben wirtschaftlichen dominieren vor allem politische Risiken**

Neben den wirtschaftlichen Risiken gibt es aber weiterhin auch hohe politische Risiken für den Fortgang der Staatsschuldenkrise. So könnten die anstehenden Neuwahlen in Italien zu einer Aufkündigung der bereits beschlossenen Reformen führen. Überhaupt stehen die Befürworter eines strikten Sparkurses angesichts sinkender Einkommen und wachsender Arbeitslosigkeit in vielen Euro-Staaten unter einem starken politischen Druck. Auch die Bereitschaft der Regierungen, die dringend notwendigen Reformen im institutionellen Umfeld der Währungsunion voranzubringen, könnte hierunter leiden. Werden die Konstruktionsmängel der Währungsunion nicht schnell beseitigt, drohen aber immer wieder neue makroökonomische Ungleichgewichte, die letztendlich die Stabilität des Euro gefährden können.

Wegen der geringen Größe des Landes und der damit verbundenen geringen finanziellen Risiken für den Euroraum insgesamt, scheint die Diskussion um Hilfen für das angeschlagene Bankensystem in Zypern vom Markt derzeit eher ignoriert zu werden.

Gleichwohl kann der Fortgang der Entwicklung in Zypern auf andere Länder der Eurozone ausstrahlen. Sollten die Euro-Staaten auch im Falle Zyperns einen Zahlungsausfall des Staates in Betracht ziehen, könnte das Vertrauen des Marktes in die Bereitschaft der Politik, notleidende Mitgliedstaaten zu stützen, Schaden nehmen.

Eine anhaltende Rezession, Rückschläge im Konsolidierungsprozess oder bei Struktur-reformen sowie wachsende politische Divergenzen über den weiteren Weg zur Lösung der Staatsschuldenkrise dürften nicht ohne Folgen für die Märkte bleiben. In einem solchen Fall würde die Risikoaversion der Anleger wieder ansteigen, so dass - mit Ausnahme der sogenannten Safe Haven-Anlage wie deutsche Bundesanleihen oder Gold - über alle Marktsegmente hinweg mit Kursverlusten zu rechnen wäre. Zumindest am Markt für Staatsanleihen der Euro-Peripheriestaaten sollte das Potenzial für Rückschläge aber begrenzt bleiben, da die EZB sehr wahrscheinlich im Rahmen ihres OMT-Programms intervenieren würde, um einen stärkeren Anstieg der Renditen zu verhindern.

Unter dem Strich könnten die jüngsten Entspannungstendenzen auf den Finanzmärkten und der angelaufene Abbau der Ungleichgewichte innerhalb der Währungsunion durchaus das Abklingen der Krise eingeläutet haben. Die Unsicherheit weicht zunehmend und es ist wahrscheinlich, dass die schlimmste Phase der Krise mittlerweile überstanden ist. Dennoch sind nicht alle Gefahren gebannt und die strukturellen Reformen müssen weitergeführt werden. Zudem wird die Wirkung dieser Maßnahmen noch einige Zeit in Anspruch nehmen. Eine zentrale Voraussetzung dafür, dass die Krise in den nächsten Monaten tatsächlich weiter in den Hintergrund tritt ist, dass der an den Märkten zu beobachtende Vertrauensschub bald in eine konjunkturelle Belebung in der Eurozone umgemünzt wird.

*Dr. Marco Bargel, Thilo Heidrich*