



Das Recycling der Fluchtgelder

Dr. Martin W. Hüfner, Telefon +49 89 519966-150, martin.huefner@assenagon.com

- **Zur Kritik an den Transferleistungen von den Gläubiger- an die Schuldnerländer im Euroraum. Nicht alles, was hier gesagt wird, ist ökonomisch richtig.**
- **Die Transferleistungen sind nicht nur ein Akt der Solidarität. Sie sind – zumindest zum Teil – auch das Recycling der Kapitalabflüsse aus den Ländern Südeuropas.**
- **Wenn Griechenland aus dem Euro austräte, wäre das für die Kapitalmärkte der Gläubigerländer nicht unbedingt eine gute Nachricht.**

Noch ist unsicher, ob das neue Griechenlandpaket der Europäer in Höhe von EUR 130 Mrd. auch wirklich kommen wird. Aber wenn es der Fall sein sollte, dann gehen die Wehklagen über die hohen Zahlungen der Gläubiger- an die Schuldnerländer wieder los. Die Währungsunion verkomme zu einer Transferunion. Sie sei ein Fass ohne Boden. Wir kennen das. Es ist vor allem in Deutschland verbreitet.

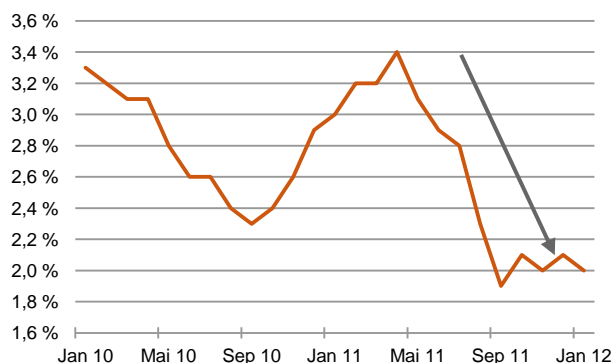
Ich möchte dazu einen Kontrapunkt setzen. Ich stelle die These auf, dass es bei den Zahlungen der Gläubiger- an die Schuldnerländer nicht in erster Linie um einen Akt der Solidarität der Starken für die Schwachen geht. Darüber könnte man vielleicht diskutieren und dafür gibt es sicher Grenzen. Ökonomisch sind sie – zumindest zum Teil – ein Recycling von Geldern, die zuvor von den Schuldner- zu den Gläubigerländern "geflüchtet" sind. Die Schuldnerstaaten bekommen zurück, was ihnen vorher gehörte. Im Übrigen sind die Transfers auch ein Ausgleich dafür, dass die Finanzmärkte der Gläubigerstaaten von den Fluchtgeldern erheblich profitiert haben.

Normalerweise begründet man die Transfers damit, dass die Gläubigerländer Nutznießer der festen Wechselkurse in der Währungsunion sind. "Dafür müssten sie bereit sein zu zahlen", so die deutsche Bundeskanzlerin immer wieder. Dieses Argument steht aber auf nicht sehr stabilen Beinen. Es ist zwar richtig, dass der Euro der deutschen Wirtschaft im Exportgeschäft hilft. Der Nutzen ist aber bei Weitem nicht so groß wie viele vermuten. Der Anteil der deutschen Exporte, die in den Euroraum gehen, liegt inzwischen unter 40 %. Zu Beginn der Währungsunion betrug er noch 45 %. Die deutschen Liefere-

rungen in die rasch wachsenden Schwellenländer, vor allem nach China, nehmen trotz schwankender Wechselkurse erheblich schneller zu, als die Ausfuhren in die Länder des Euroraums.

Zinssenkung wegen der Krise?

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen



Mein Argument geht in eine andere Richtung. Es basiert auf den Kapitalabflüssen aus den südeuropäischen Ländern seit Beginn der Krise (nicht zuletzt aus Griechenland). Das müssen nicht nur Gelder von Steuerflüchtlingen sein. Es kann sich auch um ganz legale Anlagen von Investoren handeln, die Angst haben vor einem Austritt ihres Landes aus dem Euro und einer dann anschließenden Abwertung ihrer Währung. Niemand weiß, um wie viel Geld es sich handelt und wo es überall hinget. Glaubt man den Schätzungen, so sind es aber erhebliche Beträge. In die Schweiz sollen mehr als EUR 200 Mrd. gegangen sein. In Großbritannien wurden Immobilienkäufer aus Südeuropa beobachtet. Auch Deutschland ist so ein sicherer Hafen. Hier dürften die Gelder unter anderem in Bundesanleihen geflossen sein (vielleicht auch in Immobilien). Es ist verständlich, dass diese Gelder in einer Union zumindest den betroffenen Ländern wieder zukommen sollten. Angeblich verhandelt die EU derzeit mit der Schweiz, dass auch sie etwas von dem zurückgibt, was ihrem Finanzplatz zugeflossen ist.

Es gibt hier aber noch einen anderen Aspekt. Die Kapitalflucht hatte erhebliche Auswirkungen auf die Finanzmärkte.

Erstens erhöhten sich die Zinsen in den Schuldnerländern (unabhängig von der risikobedingten Spread-Aus-



weitung), in den Gläubigerländern gingen sie zurück. In Deutschland ermäßigten sich die Renditen für 10-jährige Bundesanleihen von 3,4 % auf 2,0 %. Das verbilligt die Kreditaufnahme. Anleger, in festverzinslichen Wertpapieren, erzielten deutliche Kursgewinne. Der Staat profitiert davon sogar in zweifacher Weise. Er spart Zinskosten und er erhält mehr Steuern.

Zweitens ist die Geldpolitik zum Ausgleich der fehlenden Liquidität in den südeuropäischen Peripherieländern lockerer als dies für die Gläubigerländer an sich gerechtfertigt ist. Das ist ein schönes Zubrot für die Gläubigerstaaten. Die Senkung der Leitzinsen durch die EZB Ende letzten Jahres und die massive Ausweitung der Liquidität wären aus deutscher Sicht nicht erforderlich gewesen. Die Konjunktur würde keine solche Stütze brauchen.

Drittens wirken sich die Spannungen in den Schuldnerländern auf den Euro aus. Sein Wechselkurs ist schwächer als er es sonst wäre. Anfang 2010 lag sein Kurs noch bei etwa USD 1,45. Seitdem ist er um 10 % gefallen. Rein aus deutscher Sicht wäre eine solche Abwertung nicht gerechtfertigt. Sie hilft aber natürlich dem deutschen Export.

Viertens haben sich als Folge dieser Verwerfungen die Aktienmärkte der Schuldnerländer drastisch verschlechtert, die der Gläubigerstaaten haben dagegen profitiert.

All das rechtfertigt einen gewissen "Lastenausgleich" zwischen den stärkeren und den schwächeren Mitgliedern des Euro. Natürlich haben die schwächeren die Probleme durch ihre hohen Schulden selbst ausgelöst. Das müssen sie auch selbst korrigieren. Die Disziplin in der Währungsunion darf durch die Transfers auf keinen Fall aufgeweicht werden. Deshalb müssen sie immer mit Auflagen vergeben werden. Die Gläubiger sollten aber nicht von der Kapitalflucht aus den Schuldnerländern profitieren.

Für den Anleger

Viele sagen, dass es für die deutschen Kapitalmärkte gut wäre, wenn Griechenland aus dem Euro austräte und es dann – hoffentlich – zu einer Beruhigung der Situation in der Währungsunion käme. Nach dem, was ich hier gezeigt habe, sollte man da nicht so sicher sein, denn dann würden Gelder aus Deutschland wieder in ihre Heimat zurückgeholt werden. Die Renditen für Festverzinsliche Wertpapiere in Deutschland könnten wieder steigen. Die Europäische Zentralbank müsste nicht mehr so großzügig sein. Der Euro würde sich aufwerten (weil es weniger Mitglieder mit Problemen gäbe). Die Aktienkurse in Deutschland könnten sich zurückbilden.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com. Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf www.assenagon.com.

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Theresienhöhe 13 a, D-80339 München

Rechtliche Hinweise

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Client Service GmbH, München, die Assenagon Credit Management GmbH, München und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.