

Wie stabil ist die Eurozone wirklich?

Markus Dürnberger, der Leiter des Asset Managements, im Interview: Wie es um die Stabilität der Gemeinschaftswährung bestellt ist, warum eine Rückkehr zur Normalität nach der Corona-Krise nicht nur Gutes erwarten lässt und vor welchen Herausforderungen Europa jetzt steht.

Herr Dürnberger, eineinhalb Jahre sind seit Ausbruch der Pandemie nun vergangen. In der Europäischen Union haben mittlerweile rund 63 % der Bevölkerung zumindest eine Impfdosis erhalten. Wenn sich die Pandemie weiter zurückdrängen lässt und wir zur wirtschaftlichen Normalität zurückkehren, was erwartet uns?

In erster Linie gilt es einzuordnen, was wir unter Normalität verstehen. Denn was wir in den letzten Monaten seit Beginn der Pandemie erlebt haben, war eine geld- und fiskalpolitische Unterstützungsmaschinerie, die es in diesem Ausmaß so noch nicht gegeben hat. Dadurch ist es den Regierungen und der EZB gelungen, die Wirtschaft in Europa zu stützen. Auf Sicht kann das allerdings nicht zur neuen Normalität werden.

Gleichzeitig haben die Konjunkturprogramme dazu geführt, dass sich gewisse Abhängigkeiten entwickelt haben. Der Weg zurück in eine Normalität ohne exogene Unterstützung wird in der Eurozone nicht überall reibungslos vorstattgehen.

Wo sehen Sie Schwierigkeiten auf die Eurozone zukommen?

Ein mögliches Spannungsfeld liegt in einem nahenden Ende der wirtschaftlichen Unterstützungen. Und hier meine ich insbesondere das Auslaufen jener Maßnahmen, die während der Krise gesetzt wurden, um Entlassungen und Konkurse zu verhindern. Denn wir haben in den letzten Monaten gesehen, dass die Zahl der Konkurse trotz Krise in vielen Ländern nicht gestiegen ist, sondern sogar rückläufig war. Auch der Anstieg der Arbeitslosenquote wurde zumindest gebremst. Es könnte zu einer Belastungsprobe für die Wirtschaft in der Eurozone werden, wenn diese Maßnahmen auslaufen. Ab diesem Zeitpunkt werden wir sehen, welche Auswirkungen dies auf das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung haben wird und wie stabil die Volkswirtschaften in der Eurozone tatsächlich sind. Noch entscheidender ist sogar, dass dann zu Tage kommt, wie groß die Schäden dieser Krise wirklich sind.

Meinen Sie damit auch die gestiegenen Schulden der einzelnen Mitgliedsstaaten?

Mitunter – ja. Klar ist, dass die Staaten während der Corona-Krise massiv ihre Haushaltsdefizite ausgeweitet haben. Dafür wurden von der Eurozone auch die fiskalischen Regeln bis 2023 pausiert. Wenn diese Regeln allerdings wieder in Kraft gesetzt werden, sehen sich Länder, die bereits vor Corona mit einer hohen Schuldenquote zu kämpfen hatten, mit einer noch größeren Last konfrontiert. Und dann werden auch niedrigere potenzielle Wachstumsraten und die höheren Staatsschulden wieder in den Fokus der internationalen Kapitalmärkte rücken. Aber bislang sorgt der Kurs der EZB dafür, dass wir trotz höherer Defizite keine stärkeren Anstiege bei den Zinsen sehen.

Rechnen Sie hier mit einem Kurswechsel der europäischen Notenbank?

Die EZB ist während der Krise als eine der wichtigsten Stützen aufgetreten – das vor allem auch für die schwächeren Euroländer. Wenn die EZB allerdings damit beginnt, ihre geldpolitischen Zügel zu straffen, wird das nicht ohne Auswirkungen vorübergehen – und das wird eines Tages der Fall sein, wann ist allerdings schwer auszumachen. Wir wissen, dass die Märkte an der geldpolitischen Liquiditätsspritze hängen. Es ist durchaus realistisch davon auszugehen, dass die geld- und fiskalpolitischen Hilfsprogramme der Pandemie einige Schwächen der Währungsunion nur kurzzeitig überdecken.

Die Pandemie war ja nicht die erste Krise, der sich die Eurozone stellen musste. Lassen sich Parallelen zu früheren Krisen ziehen?

Man darf nicht außer Acht lassen, dass die europäische Gemeinschaft in der kurzen Zeit seit ihrer Gründung schon viele Krisen bewältigen musste. So trafen die Eurozone innerhalb von knapp anderthalb Jahrzehnten drei große Krisen: die Finanzkrise 2008, die Euro-Schuldenkrise 2011 und jetzt die Corona-

„Wir sehen steigende Schuldenquoten und befinden uns auf Niveaus, die teilweise sogar höher sind als in der Euro-Krise.“

„Das Thema Transferunion wird immer mehr zur Realität, was die Stabilität der Währungsunion zumindest kurzfristig erhöht.“

* Pandemic Emergency Purchase Programme

Krise. Nach der raschen Abfolge der Finanz- und der Euro-Schuldenkrise brauchte die Wirtschaft in Europa viele Jahre, um wieder auf das Niveau von 2008 zurückzukehren.

Parallelen sehen wir, wenn es darum geht, welche Länder am stärksten von der Krise getroffen wurden. Auch die Corona-Krise hat südliche Länder, die eine tourismusorientierte Wirtschaft haben, stärker getroffen. Das Ausfallen des Tourismus hat in der Folge zu einem starken wirtschaftlichen Rückgang und höheren öffentlichen Defiziten geführt. Wurden doch einerseits weniger Steuern vereinnahmt und andererseits aber staatliche Stützungsmaßnahmen vorangetrieben. Wir sehen bei diesen Ländern eine steigende Schuldenquote und befinden uns auf Niveaus, die teilweise sogar höher sind als in der Euro-Schuldenkrise.

Die Krise hat also nicht alle Euroländer gleich hart getroffen. Ein Auseinanderdriften von Nord und Süd ist aktuell aber nicht zu beobachten. Hat Europa aus den historischen Krisen gelernt?

Was wir heute sagen können ist, dass es weiterhin erhebliche Unterschiede zwischen den stärkeren Euroländern und den schwächeren gibt. Diese zeichnen sich insbesondere bei der Produktivität ab. Italien und Spanien ist es zwar seit der Euro-Krise gelungen, ihre relative Wettbewerbsposition durch gesunkene Arbeitskosten zu verbessern, die Diskrepanzen sind aber weiterhin vorhanden.

Gleichzeitig erleben wir auch, dass das Vertrauen in die Eurozone als Ganzes gestiegen ist. Der Weg dafür wurde bereits 2012 unter Mario Draghi als EZB-Präsident eingeläutet. Ich beziehe mich hier auf seine vielzitierte Aussage „Whatever it takes“. Dieses Versprechen, das die EZB damals gegeben hat, hat sie auch gehalten. In dieser Hinsicht hat Europa wahrscheinlich aus historischen Krisen gelernt oder zumindest den Weg geebnet. Denn das Vorgehen seiner Nachfolgerin, Christine Lagarde, während der Corona-Krise war fast ebenso entschlossen. Bedenkt man beispielsweise den Umfang des Anleihekaufprogramms PEPP*.

Ist Europa in den letzten Krisen aus Ihrer Sicht näher zusammengedrückt?

Bis zu einem gewissen Grad würde ich dem zustimmen. Das Thema Transferunion wird immer mehr zur Realität, was die Stabilität der Währungsunion zumindest kurzfristig erhöht. In diese Kerbe schlägt auch der europäische Rettungsfonds, dessen primä-

res Ziel es ist, eine weitere Euro-Schuldenkrise abzuwenden. Damit signalisieren die Euroländer für Anleger die Bereitschaft, sich in Krisenzeiten gegenseitig zu stützen und erhöht das Vertrauen in die Eurozone. Dies ist für uns mitunter ein Punkt, der erklärt, warum die Renditeaufschläge der europäischen Staatsanleihen aktuell so niedrig sind.

Wenn Sie an die nächsten Jahre denken. Welche Risiken sehen Sie auf die Eurozone zukommen?

Ein – ohnedies derzeit überschaubares – Risiko liegt in einer Rezession eines oder mehrerer Euroländer. Insbesondere die gefährdeten südlichen Euroländer profitieren von der steigenden Durchimpfungsrate und erholen sich faktisch im Einklang mit dem Tourismussektor. Gleichzeitig ist das Potenzialwachstum dieser Länder aufgrund der alternden Bevölkerung und dem geringen Produktivitätswachstum sehr niedrig. Wenn das Exportwachstum, fiskalische Anreize oder das Kreditangebot zu niedrig werden, wird es für diese Länder schwierig.

Dann steht doch zumindest noch die EZB als Rettungsanker bereit. Oder sehen Sie da doch Tendenzen in Richtung geldpolitischer Straffung?

Die EZB sorgt mit dem Kauf von Staatsanleihen und den niedrigen Einlagesätzen dafür, dass die Anleihen schwächerer Euroländer attraktiver sind und die Last der Staatsschulden weniger schwer wiegen. Am anderen Ende könnte eine straffere EZB-Politik allerdings in Zukunft zu unangenehmen Nebenwirkungen führen. Die Wahrscheinlichkeit, dass sich zeitnah ein Kurswechsel abzeichnet, erachten wir aber als gering. Derzeit sehen wir in der Eurozone noch beträchtliche Kapazitätsreserven am Arbeitsmarkt und den aktuellen Inflationsanstieg stuft die EZB weiterhin als temporär ein. Wir wissen auch, dass die EZB das Deflationsrisiko, aufgrund der übermäßig niedrigen Inflation in der Vergangenheit, als wesentlich größer einstuft als eine strukturell zu hohe Inflation. Verdeutlicht hat dies zudem das neue Inflationsziel der EZB, das nach abgeschlossener Strategieprüfung im Juli präsentiert wurde.

Aber der Druck auf die EZB steigt. Hält der Aufwärtsdruck auf die Inflation an, zeichnen sich die negativen Nebeneffekte der ultralockeren Geldpolitik weiter ab. Und hier meine ich die Fehlallokation von Kapital und vor allem auch die Ankurbelung der Vermögenspreise, die sich bereits seit Jahren auf hohen Niveaus befinden. Das hat zur Folge, dass die wirtschaftliche Ungleichheit in der Eurozone steigt und das Potential für politische Spannungen zunimmt.

„Europa ist auch auf der Suche nach einem geeigneten Platz im Spielfeld der geopolitischen Spannungen zwischen China und dem Westen.“

Denken Sie, dass von politischer Seite noch mit negativen Überraschungen für die Gemeinschaftswährung zu rechnen ist?

Einige Themen auf der politischen Agenda werden die Europäische Union in den kommenden Monaten und vielleicht sogar Jahren weiter beschäftigen.

Zum einen sehen wir das immer wiederkehrende Problem des Widerstands in Richtung einer Fiskal-, Finanz- und politischen Union – vor allem auch aus Deutschland. Zum anderen hat die Europäische Union noch keinen gemeinsamen Kurs bei der Flüchtlingsfrage gefunden und die Migrationskrise bis heute nicht zufriedenstellend gelöst. Wie Untersuchungen des internationalen Währungsfonds gezeigt haben, erreichen die durch eine Epidemie bzw. Pandemie verursachten politischen Instabilitäten rund eineinhalb Jahre nach Ausbruch ihren Höhepunkt. An diesen Punkt kommen wir – zumindest global betrachtet – bald. Die Migrationsströme könnten also wieder zur Zerreißprobe für die europäische Gemeinschaft werden.

Gleichzeitig ist es innerhalb der EU gelungen, einige politische Risiken zu reduzieren. Hier meine ich mitunter das Abklingen der katalanischen Unabhängigkeitsfrage in Spanien, Herrn Draghi an der Spitze der

italienischen Regierung und wichtige Reformen in Portugal, beispielsweise im Bereich der Arbeitslosenunterstützung.

Europa ist auch auf der Suche nach einem geeigneten Platz im Spielfeld der geopolitischen Spannungen zwischen China und dem Westen. Hier sind die europäischen Karten nicht ganz einfach, zumal Europa in einem hohen Maße von Exporten und internationalen Kapitalströmen abhängig ist.

Wenn der Druck von außen zunimmt, ist es aus Ihrer Sicht realistisch, dass Europa enger zusammenwächst?

Aus heutiger Sicht ist es eher unwahrscheinlich, dass die Spannungen innerhalb der Eurozone wieder aufflammen werden. Dafür sorgen sowohl der Rettungsfonds, die Politik der EZB und das Fehlen von kurzfristigen politischen Risiken innerhalb der EU. Doch die Eurozone verbindet 19 Mitgliedsstaaten mit unterschiedlichen politischen, kulturellen und wirtschaftlichen Profilen und nationalen Interessen, die es zu vereinen gilt. Vielen Herausforderungen aus der Vergangenheit wird sich die Eurozone in der Zukunft weiterhin stellen müssen. □



Markus Dürnberger ist Bereichsleiter des Spängler Asset Managements und vertritt das Bankhaus Spängler als Prokurist. Er verfügt über mehr als 25 Jahre Erfahrung in der Wertpapieranlage und im Portfoliomanagement und ist CFA Charterholder und Mitglied des CFA Institutes, Society Austria.

Wichtige Hinweise

Die hier dargestellten Angaben dienen, trotz sorgfältiger Recherche, ausschließlich der unverbindlichen Information und ersetzen nicht eine, insbesondere nach rechtlichen, steuerlichen und produktspezifischen Gesichtspunkten notwendige, individuelle Beratung für die darin beschriebenen Finanzinstrumente. Die Information stellt weder ein Anbot, noch eine Einladung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar und dient insbesondere nicht als Ersatz für eine umfassende Risikoaufklärung.

Die jeweils gültigen Bedingungen jedes Finanzproduktes und weitere Informationen finden Sie unter www.spaengler.at bzw. beim jeweiligen Produkthanbieter. Für Detailauskünfte zu Risiken und Kosten steht Ihnen Ihr persönlicher Berater im Bankhaus Spängler gerne zur Verfügung. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden sorgfältig erarbeitet und beruhen auf Quellen, die als zuverlässig erachtet werden.

Alle Informationen, Meinungen und Einschätzungen in diesem Dokument geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Die dargebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der Bankhaus Carl Spängler & Co. Aktiengesellschaft wider. Die Bankhaus Carl Spängler & Co. Aktiengesellschaft ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, zu ergänzen oder abzuändern, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand, eine enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird. Die Bankhaus Carl Spängler & Co. Aktiengesellschaft übernimmt keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität oder Genauigkeit der hierin enthaltenen Informationen, Druckfehler sind vorbehalten.

Marketingmitteilung

Stand 20.08.2021

Medieninhaber und Hersteller

Bankhaus Carl Spängler & Co. Aktiengesellschaft
Alle Rechte vorbehalten

Verlags- und Herstellungsort

Schwarzstraße 1, 5020 Salzburg, Österreich
Landesgericht Salzburg, FN 75934v, Sitz: Salzburg

Bildquelle

unsplash.com

Impressum

Bankhaus Carl Spängler & Co. Aktiengesellschaft
5020 Salzburg, Schwarzstraße 1, Postfach 41
T: +43 662 8686-0, E: bankhaus@spaengler.at, www.spaengler.at
BIC SPAEAT2S, DVR 0048518
FN 75934v/ LG Salzburg, Sitz Salzburg