

# **Bachelorthesis**

## **Beurteilung der Anlagementalität deutscher Investoren im aktuellen Niedrigzinsumfeld der Europäischen Zentralbank**

**Vorgelegt am: 18. August 2014**

**Von: Dominic Haase  
Geschwister Scholl Straße 45  
06118 Halle/Saale**

**Studienrichtung: Bank**

**Seminargruppe: 4BK11-1**

**Matrikelnummer: 4000014**

**Praxispartner: Commerzbank AG  
Kaiserplatz  
60261 Frankfurt am Main**

**Gutachter: Dr. Bernd Redlich (Commerzbank Halle)  
Prof. Dr. Renate Luderer (Staatliche Studienakademie Glauchau)**

# Inhaltsverzeichnis

<b>Abbildungsverzeichnis</b> .....	<b>IV</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	<b>V</b>
<b>1 Einleitung</b> .....	<b>6</b>
1.1 Aktualität und Zielstellung der Thematik.....	6
1.2 Gang der Untersuchung.....	7
<b>2 Zusammenhang zwischen Finanzkrise, Eurokrise und Niedrigzinsphase</b> .....	<b>8</b>
<b>3. Die Eurokrise als Ursache der Niedrigzinsphase</b> .....	<b>10</b>
3.1 Lage und wirtschaftliche Fehlentwicklungen der heutigen Schuldenstaaten vor der Finanzkrise im Überblick .....	10
3.2 Zinsentwicklung europäischer Staatsanleihen der Jahre 2000-2009.....	18
3.3 Die Finanzkrise als Auslöser .....	19
3.4 Zinsentwicklung europäischer Staatsanleihen ab dem Jahr 2009 .....	20
3.5 Die Krisenentwicklung einzelner Euroländer und deren Gründe im Überblick .....	21
3.6 Versuchte Maßnahmen zur Krisenbewältigung .....	28
3.6.1 Maßnahmen durch die Krisenstaaten .....	28
3.6.2 Maßnahmen der Europäischen Union .....	29
3.6.2.1 Europäische Finanzstabilisierungsfazilität.....	29
3.6.2.2 Europäischer Stabilitätsmechanismus .....	30
3.6.2.3 Zinssenkungen durch die Europäische Zentralbank.....	31
3.7 Folgen für die Schuldenstaaten .....	33
<b>4 Darstellung verschiedener Anlagementalitäten im Überblick</b> .....	<b>34</b>
4.1 Stabilitätsorientierte Anleger.....	34
4.2 Einkommensorientierte Anleger .....	36
4.3 Wachstumsorientierte Anleger .....	37
4.4 Chancenorientierte Anleger.....	38
4.5 Tatsächliches momentanes Anlageverhalten deutscher Investoren .....	39
4.5.1 private Anleger .....	39
4.5.2 institutionelle Anleger.....	42
4.5.3 Folgen dieses Verhaltens .....	44
4.5.3.1 Schleichende Enteignung .....	44
4.5.3.2 erhöhte Verlustrisiken .....	45
4.5.3.3 Liquidity Trap .....	47
<b>5 Möglichkeiten für Lösungsansätze</b> .....	<b>48</b>
5.1 Einschätzung zur möglichen Weiterentwicklung der Euro-Krise .....	48
5.2 fiktive Maßnahmen für Investoren .....	50
5.3 Versuch der Entwicklung eines Anlageleitfadens in Zeiten der Niedrigzinsphase nach Anlagementalitäten in der Commerzbank AG.....	53
<b>6 Fazit</b> .....	<b>56</b>
<b>Quellenverzeichnis</b> .....	<b>58</b>

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Staatsverschuldung Griechenlands im Vergleich zum BIP .....	11
Abbildung 2: Brutto-Schulden-Einkommensquotient der privaten Haushalte .....	12
Abbildung 3: Entwicklung des italienischen Staatshaushalts ab 1995.....	15
Abbildung 4: Zinsentwicklung europäischer Staatsanleihen von 1994 bis 2012.....	18
Abbildung 5: Renditen europäischer Staatsanleihen (10 Y) .....	20
Abbildung 6: Rating Griechenlands ab 2005 .....	21
Abbildung 7: Rating Spaniens ab 2005 .....	23
Abbildung 8: Rating Irlands ab 2005 .....	24
Abbildung 9: Staatsschulden Portugals im Vergleich zum BIP .....	25
Abbildung 10: Leitzinssenkungen durch die Europäische Zentralbank .....	31
Abbildung 11: Musterportfolio eines stabilitätsorientierten Anlegers .....	34
Abbildung 12: Musterportfolio eines einkommenorientierten Anlegers .....	36
Abbildung 13: Musterportfolio eines wachstumsorientierten Anlegers.....	37
Abbildung 14: Musterportfolio eines chanceorientierten Anlegers.....	38
Abbildung 15: Nutzung von Geldanlagemöglichkeiten durch deutsche Sparer 2012 .....	39
Abbildung 16: Vermögensverteilung der deutschen Sparer 2013 .....	40
Abbildung 17: Vergleich der Inflationsrate mit dem risikolosen Zinssatz .....	45
Abbildung 18: Wertentwicklung verschiedener Geldanlagen 2012.....	50
Abbildung 19: Wertentwicklung verschiedener Geldanlagen 2013.....	51

## Abkürzungsverzeichnis

BIP	Bruttoinlandsprodukt
EU	Europäische Union
EFSD	Europäische Finanzstabilisierungsfazilität
ESM	Europäischer Stabilitätsmechanismus
EZB	Europäische Zentralbank
IWF	Internationaler Währungsfonds

# 1 Einleitung

## 1.1 Aktualität und Zielstellung der Thematik

Mit dem Ausbrechen der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahr 2008 wurden auch die Staaten der Europäischen Union in eine bisher noch nicht dagewesene Staatsschulden- und Strukturkrise getrieben. Diese führte in ihren jüngsten Entwicklungen zu mehreren Maßnahmen durch die Europäische Union und zahlreichen Senkungen des Leitzinses durch die Europäische Zentralbank bis zur letzten Leitzins-Senkung am 11. Juni 2014 auf ein historisches Tief von 0,15%. All diese Maßnahmen zielten dabei auf eine Rettung der Euro-Staaten in der Krise und einer Ankurbelung der europäischen Konjunktur durch eine Erhöhung der Liquidität in den Märkten ab. Das bereits länger vorhandene Zinsniveau nahe der Null-Prozent-Grenze, zeugt von einer Niedrigzinsphase in Europa, die höchstwahrscheinlich auch in den kommenden Monaten, oder vielleicht sogar Jahren unverändert bleiben wird. So sind es vor allem die Anleger, die dies zu spüren bekommen, da die Erträge vieler ihrer Anlagen stark geschrumpft sind. Ziel dieser Arbeit ist es deswegen zu untersuchen, welche Faktoren überhaupt zu dieser Phase der niedrigen Zinsen geführt haben, wie diese sich entwickelte und welche Gefahren sie für die Anleger mit sich bringt. Außerdem soll versucht werden, eine Prognose über die zukünftige Entwicklung der Niedrigzinsphase abzugeben. Dabei soll allem voran die Frage geklärt werden, wie sich die deutschen privaten und institutionellen Investoren in diesem Niedrigzinsumfeld, welches durch die Europäische Zentralbank geschaffen wurde, verhalten und welche ihrer Verhaltensweisen dazu führen, dass jährlich ein realer Vermögensverlust in Milliardenhöhe, durch ein falsches Sicherheitsdenken und Anlageverhalten der Sparer entsteht. Abschließend soll es das Ziel sein, einen Anlageleitfaden zu erschaffen, der den verschiedenen risikogeneigten oder risikoabgeneigten Anlegerklassen eine Stütze für die Ausrichtung ihres eigenen Portfolios in der Niedrigzinsphase sein soll. Damit soll es ermöglicht werden je nach Risikoneigung einen realen Vermögensverlust zu vermeiden und eine angemessene Rendite zu erzielen, um damit mit einer gut ausgerichteten Strategie über die kommenden Jahre investieren zu können.

## 1.2 Gang der Untersuchung

Die vorliegende Bachelorthesis wurde in sechs aufeinander aufbauende Kapitel unterteilt, um die Problemstellung möglichst genau zu beschreiben und verständlich zu machen. Nach der Einleitung wird im zweiten Kapitel kurz der Zusammenhang zwischen der Finanz-, der Eurokrise und der aktuellen Niedrigzinsphase, in der sich Europa befindet dargestellt, um die Ziele dieser Niedrigzinspolitik zu verdeutlichen. Das darauf folgende dritte Kapitel beschreibt die Entwicklungen, die zum Ausbruch der Staatsschulden- und Strukturkrise in Europa führten, sowie den Maßnahmen, die gegen diese unternommen wurden. Diese Betrachtung soll allem voran dazu dienen, die Gründe, die zu den Zinssenkungen durch die Europäische Zentralbank geführt haben, darzulegen und zu zeigen, dass die Eurokrise die Ursache der momentanen Niedrigzinsphase darstellt. In Kapitel vier soll zuerst ein Überblick über die verschiedenen Anlagementalitäten geordnet nach ihrem Risikoverhalten gegeben werden. Anschließend wird untersucht, wie die deutschen Investoren im aktuellen Niedrigzinsumfeld tatsächlich ihr Vermögen streuen und welche Formen der Geldanlage sie dafür verwenden. Darauf aufbauend werden die Risiken beschrieben, die sich aus einer zu stark sicherheitsorientierten Anlagestrategie, gepaart mit dem Zinstief ergeben und die Folgen, die deswegen auf die Anleger einwirken. Im fünften und damit vorletzten Kapitel, stehen weitere Entwicklungen und mögliche Lösungsansätze für die Anleger im Vordergrund. Dabei soll zuerst eine realistische Einschätzung getroffen werden, wie die Staatsschulden- und Strukturkrise in Europa in den kommenden Jahren weiter verlaufen könnte. Aufbauend auf dieser Einschätzung werden ebenfalls mögliche Strategien der Europäischen Zentralbank erläutert und somit eine Prognose über die Zinsentwicklung des Euro-Raums in den nächsten Jahren. Desweiteren werden im fünften Kapitel mögliche Verhaltensstrategien für die deutschen Investoren ausgeführt, um den Schwierigkeiten der Niedrigzinsphase entgegenwirken zu können. Diese sollen abschließend in einem Anlageleitfaden für die vier verschiedenen Anlegerklassen konkretisiert werden. Das letzte Kapitel beinhaltet schließlich das Fazit dieser Arbeit. Dieses stellt wesentliche Aussagen und Ergebnisse zusammen, beantwortet die anfangs gestellten Leitfragen und gibt einen Ausblick über folgende Arbeiten, die auf dieser aufbauen und einige Teile weiter vertiefen könnten.

## 2 Zusammenhang zwischen Finanzkrise, Eurokrise und Niedrigzinsphase

Um die Situation, in der sich die deutschen Investoren derzeit befinden und die Probleme, die sich aus dieser ergeben zu verstehen, ist es zuvor nötig die Faktoren und Gründe zu kennen, die zu dieser geführt haben. Die Europäische Union befindet sich aktuell in einem Zustand, der als "Niedrigzinsphase" bezeichnet wird. Dabei bezeichnet man eine solche Phase als einen Zeitabschnitt, in dem die Zinsen am Kapitalmarkt gemessen an ihrem durchschnittlichen Niveau aus der Vergangenheit über einen längeren Zeitraum gemessen niedrig bleiben.<sup>1</sup> Herbeigeführt wurde diese durch die Senkungen des Leitzinses der Europäischen Zentralbank auf ein bislang historisches Tief. Begründet sind diese Zinssenkungen mit den Folgen der Finanzkrise und der darauf ausbrechenden Euro-Krise im Europäischen Währungsraum, die auf den folgenden Seiten näher beschrieben wird. Diese Zinspolitik verfolgt mehrere Ziele, die dem konjunkturellen Abschwung entgegen wirken sollen. So sollen Kredite vergünstigt werden, um die Kosten der Fremdfinanzierung vor allem für Unternehmen so gering zu halten, dass die zu erwartenden Erträge diese übersteigen. Ein Ziel ist es also, die Unternehmen zu Investitionen, die die Konjunktur langfristig stützen, zu motivieren. Diese verstärkte Kreditvergabe kommt auch den Banken zugute, da diese die Zinsen für Einlagen in der Regel stärker senken, als für die ausgegeben Kredite. Dadurch kann eine erhöhte Marge erzielt werden, die zu steigenden Gewinnen führt. Diese Gewinne stärken das Eigenkapital der Banken, wodurch weitere Kreditvergaben ermöglicht werden. Somit sinken also die Finanzierungskosten für Schuldner, während jedoch gleichzeitig die Sparer Erträge aus den Einlagen verlieren. Dies führt in unserer aktuellen Situation dazu, dass man von negativen Realzinsen, also einer Inflationsrate, die größer als der risikolose Zins ist, spricht.<sup>2</sup> Doch vor allem die hoch verschuldeten Euro-Staaten profitieren von den historisch tiefen Zinssätzen. Aufgrund der hohen Staatsschulden, die diese bis zum Ausbruch der Finanzkrise bereits angesammelt hatten und der Eskalation in Form der Eurokrise, die viele von ihnen ohne die Hilfe der Troika in die Zahlungsunfähigkeit geführt hätte, waren sie gezwungen ihre Anleihen am Kapitalmarkt zu hohen Zinssätzen auszugeben, wenn sie sich erneut verschulden wollten. Durch das allgemein niedrige Zinsniveau wurden jedoch auch die Zinsen, die die Staaten an für künftig emittierte Anleihen an ihre Gläubiger zahlen mussten stark reduziert. Dadurch ist zum Einen eine günstigere Neuverschuldung und gleichzeitig ein Ablösen der auslaufenden höher verzinsten Anleihen durch die neuen möglich. Dementsprechend gelingt es den Staaten sich

---

<sup>1</sup> Cairns, Andrew: *Interest Rate Models An Introduction*. New Jersey, 2004.

<sup>2</sup> Institut für Genossenschaftswesen: *Finanzielle Repression*. Münster, 3. Juni 2013.

teilweise aufgrund der Niedrigzinsphase zu entschulden, beziehungsweise zumindest ihre angespannten Staatshaushalte von der zu hohen Zinslast zu befreien, die sie zu erdrücken drohte.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Wermuth, Dieter: Nullzinsen: situationsgerecht, aber auf Dauer gefährlich. 19. März 2014.

### **3. Die Eurokrise als Ursache der Niedrigzinsphase**

#### **3.1 Lage und wirtschaftliche Fehlentwicklungen der heutigen Schuldenstaaten vor der Finanzkrise im Überblick**

Bereits bei der Aufnahme einiger Staaten in den gemeinsamen Währungsraum der Europäischen Union, gab es bei diesen massive Missstände, die später den Verlauf der Krise mitprägten. Ein Problem war die nicht zureichende Umsetzung der Regelungen des "Stabilitäts- und Wachstumspaktes", die eine finanzpolitische Stabilität im Euro-Raum gewährleisten sollten. Die Erfüllung dieser Kriterien war jedoch die Voraussetzung für die Aufnahme in die Währungsunion. Sie verlangten einen maximalen öffentlichen Schuldenstand von 60% des Bruttoinlandsproduktes, sowie ein maximales jährliches Haushaltsdefizit in Höhe von 3% des Bruttoinlandsproduktes von den Staaten, die der Währungsunion beitreten wollten. Hierdurch sollte eine übermäßige Verschuldung verhindert werden, die die wirtschaftliche und finanzpolitische Stabilität des Euroraums gefährden könnte. Jedoch wurden diese Kriterien bereits von vielen Mitgliedern beim Eintritt nicht eingehalten.<sup>4</sup>

#### **Griechenland**

So lag beispielsweise im Fall von Griechenland, wie die folgende Grafik zeigt, bereits im Jahr 1991 eine Gesamtverschuldung von über 80% und eine jährliche Neuverschuldung von bis zu 6% des BIPs vor, was bereits eine deutliche Überschreitung der Vorgaben des Stabilitätspaktes bedeutete.

Bedingt wurde diese negative Entwicklung von Einnahmen und Ausgaben vor allem durch die hohe Korruption, eine Schattenwirtschaft, die zum Beispiel 2009 25% des BIPs ausmachte, eine massive Steuerflucht, die bis zu 30 Milliarden Euro Verlust pro Jahr für den Staat bedeutete, sowie Unzulänglichkeiten im Staatsapparat, wie die hohe Beamtenquote (bis zu 10% der Bevölkerung) und mangelnde Kontrolle von Sozialleistungen, die dazu führte, dass immer noch Rente an viele bereits verstorbene, sogenannte "Phantom-Rentner" gezahlt wurde.<sup>5</sup>

Auch das Betreiben einer überdurchschnittlichen Haushaltspolitik bestehend aus Zinssenkungen, Lohnerhöhungen und sozialen Zugeständnissen an die Bevölkerung

---

<sup>4</sup> Sutter, Matthias: Der Stabilitäts- und Wachstumspakt in der Europäischen Währungsunion. Darmstadt. S. 26.

<sup>5</sup> Gröbe, Benjamin: Die Eurokrise erklärt. Rostock, Oktober 2012. S.5.

seit dem Eintritt in die Euro-Zone verstärkten die negative Entwicklung um ein Vielfaches.

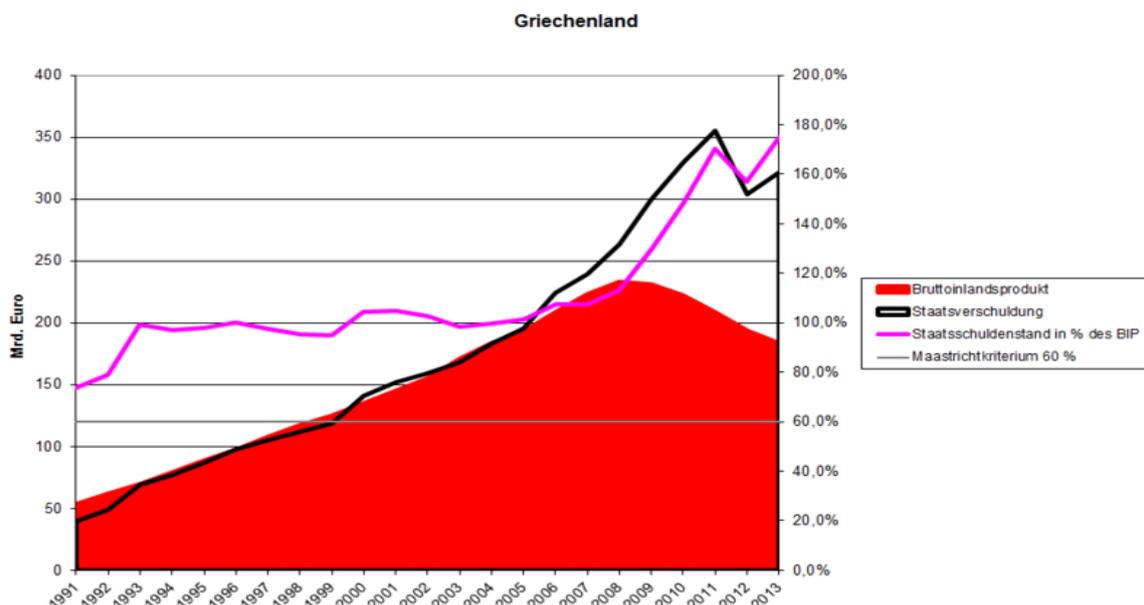


Abbildung 1: Staatsverschuldung Griechenlands im Vergleich zum BIP<sup>6</sup>

Doch warum wurde dieser Staat dann überhaupt in den Währungsraum des Euro aufgenommen? Im Fall von Griechenland ist heute bekannt, dass das Land seine Schulden und Defizite 2001 gezielt zu niedrig auswies. So wurden beispielsweise die Angaben über die Kosten für Militär zu gering und die Überschüsse aus den Sozialversicherungen zu hoch deklariert. Es stellte sich 3 Jahre später heraus, dass die tatsächliche Neuverschuldung pro Jahr bei 3,4%, anstatt der angegebenen 1,8% des BIPs lag. Zusätzlich nutzte der griechische Staat das Angebot von Investmentbanken, wie zum Beispiel Goldman Sachs, die mithilfe von einem Währungsswap in Höhe von 10 Mrd. Euro, sowie der Verpfändung und Verbriefung regelmäßiger Staatseinnahmen die auszuweisende Defizitquote senkten. Außerdem spielten politische Gründe eine Rolle, da man möglichst vielen Staaten den Eintritt in den Währungsraum ermöglichen wollte. Dies zeigt sich auch bei den Ländern, deren Lage auf den folgenden Seiten betrachtet wird. Die Probleme der Eurozone wurden dadurch gefordert, dass zu viele Staaten mit zu unterschiedlichen Wirtschaftsleistungen in die Euro-Zone aufgenommen wurden.<sup>7</sup>

<sup>6</sup> Eurostat: Staatsverschuldung Griechenlands im Vergleich zum BIP. Luxemburg, 2013.

<sup>7</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Globale und spezifische Ursachen der Eurokrise. Wiesbaden, 2011. S.71 ff.

## Spanien

Spanien hingegen erfüllte bei seinem Eintritt und bis zum Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 die Kriterien des Euro-Stabilitätspaktes. Tatsächlich lag der öffentliche Schuldenstand seit der Einführung des Euros im Jahr 1999 immer unterhalb der Durchschnittswerte der EU und war dazu in der Tendenz rückläufig. Im Jahr 2007 lag die Gesamtverschuldung Spaniens bei 36% seines Bruttoinlandsproduktes, wohingegen beispielsweise Deutschland bei einer gewichteten öffentlichen Verschuldung von 65% seines BIPs lag. Auch das jährliche Budgetdefizit Spanien lag vom Eintritt in den Währungsraum bis zum Ausbruch der Finanzkrise unterhalb der 3% Grenze. Das Problem hierbei findet sich aber, wie die folgende Darstellung zeigt, in dem Schulden-Einkommensquotient der privaten Haushalte, der sich aus dem Verhältnis des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte zu ihren Verbindlichkeiten ergibt. Dieser lag in den letzten 10 Jahren vor allem bei Irland, Portugal und Spanien deutlich über den Durchschnitt der Eurozone. Zurückzuführen ist dies auf die Tatsache, dass es in den Boomjahren zu einer exzessiven Kreditvergabe durch die Finanzbranche an private Haushalte kam.<sup>8</sup>

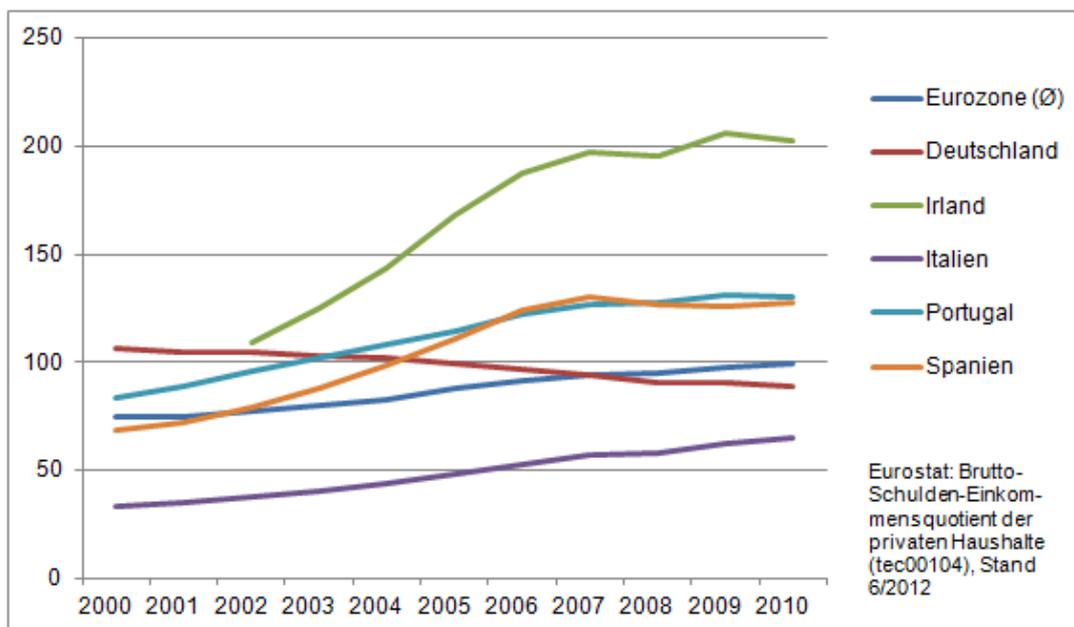


Abbildung 2: Brutto-Schulden-Einkommensquotient der privaten Haushalte<sup>9</sup>

Bedingt ist diese durch Spaniens Eintritt in die Euro-Zone. Dieser brachte für die Euro-Staaten und vor allem Spanien, historisch niedrige Zinsen und einmalig hohe Kapitalzuflüsse aus dem Ausland mit sich, da die Investoren sich nicht mehr vor Währungsrisiken fürchten mussten und darauf vertrauten, dass die anderen Staaten

<sup>8</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Globale und spezifische Ursachen der Eurokrise. Wiesbaden, 2011. S.73-75.

<sup>9</sup> Eurostat: Brutto-Schulden-Einkommensquotient der privaten Haushalte. Luxemburg, Juni 2012.

der Europäischen Union füreinander die Haftung übernehmen würden. Diese Kreditflut aus dem Ausland erzeugte in Spanien eine Kreditblase, die noch deutlich stärker ausgeprägt war, als die in den USA. Der Grund für diese Kreditblase lag in einem Sinken der langfristigen Kreditzinsen von 14% Anfang der 1990er Jahre auf nur noch 5% im Jahr 1999, während die kurzfristigen Zinsen im gleichen Zeitraum in Spanien auf nur noch 2% fielen.

Zusätzlich begünstigt wurde die Blasenbildung durch die demografische Entwicklung und eine enorme Preissteigerung am Immobilienmarkt durch die hohe Nachfrage, die auch zu großen Teilen von Investoren aus dem Ausland kam. So stiegen die Preise für spanische Immobilien in den Jahren 1996-2006 um fast 300% an, während sie zum Vergleich in den anderen Euro-Ländern (ausgenommen Irland und Großbritannien) nur um 75% stiegen. Vor allem die Kombination aus niedrigen Zinsen und enorm erhöhter Immobilienpreise waren ausschlaggebend für die enorme Verschuldung der privaten Haushalte in Spanien, aber auch für einen Boom in der Wirtschaft Spaniens, der jedoch zu einem großen Teil nur auf dem Baugewerbe beruhte. So machte dieses Ende 2006 bereits 12% und 2007 sogar 14% des Bruttoinlandsproduktes von Spanien aus, wohingegen es im Durchschnitt der übrigen Euro-Länder nur 7% betrug.<sup>10</sup> Normalerweise würde ein Staat bei einer eigenen Zins- und Währungshoheit im Fall von derart hohen Kapitalzuflüssen aus dem Ausland die Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum durch steigende Inlandszinsen und eine Aufwertung der nationalen Währung abmildern. Durch die Anhebung der Zinsen durch die nationalen Notenbank würden die Investitionen im Inland gedämpft werden und es würde gleichzeitig zu einer Aufwertung der Währung kommen, durch die sich Exporte verteuern und Importe verbilligen würden, wodurch erneut eine Dämpfung des sonst ungebremsen Wachstums bewirken würde. Aufgrund der Währungsunion waren jedoch weder eine selbstständig von Spanien durchgeführte Zinserhebung, noch eine Währungsaufwertung möglich, was dazu führte, dass die ausländischen Kapitalflüsse die spanische Wirtschaft ungezügelt über ihr normalerweise aus eigener Kraft erreichbare Wirtschaftsniveau anschwellen ließ. Gleichzeitig wuchs auch der Finanzsektor in Spanien durch die hohe Kreditvergabe zur Finanzierung des Immobilienbooms um ein Vielfaches an, was später durch ausfallende Kredit und die dadurch erforderlichen Bankenrettungen hohe Ausgaben für den Staatshaushalt mit sich brachte. Dazu unterhielt auch Spanien einen zu großen Beamtenapparat mit rund 450.000 Staatsbediensteten und betrieb aufgrund der zu langsamen Umstellung auf die Erfordernisse der Europäischen Union sowohl einen zentralen, als auch einen dezentralen Verwaltungsapparat. Durch die Verwendung sowohl von nationalen, als

---

<sup>10</sup> Gröbe, Benjamin: Die Eurokrise erklärt. Rostock, Oktober 2012. S.16-17.

auch von europäischen Vorschriften durch diese beiden Apparate entstanden ebenfalls hohe Kosten, die den Staatshaushalt belasteten.<sup>11</sup>

## **Irland**

Auch Irland erfüllte beim Eintritt in den Währungsraum und bis zum Ausbruch der Finanzkrise die Kriterien des Euro-Stabilitätspaktes. Irlands öffentlicher Schuldenstand lag ebenfalls von 1999 bis 2007 unter den Durchschnittswerten der EU und entwickelte sich in der Tendenz ebenfalls, wie in Spanien, rückläufig. Im Jahr 2007 lag dieser bei 25% des irischen Bruttoinlandsprodukts. Irland war bis 2007 sogar in der Lage fast durchgängig ein Budgetüberschuss statt eines -defizits auszuweisen. Aber genau wie in Spanien lag auch in Irland das Problem in der Verschuldung der privaten Haushalte, die ebenfalls deutlich über dem europäischen Durchschnitt lag, wie die vorangehende Grafik auf Seite 11 zeigt. Auch in Irland kam es zu einem enormen Boom am Immobilienmarkt, der genau wie in Spanien, durch eine massive Kreditflut aus dem Ausland, durch den Beitritt zur Europäischen Union und die daraus resultierenden historisch tiefen Zinsen, eine enorme inländische Kreditvergabe und stark steigende Immobilienpreise geprägt war. Ebenfalls wuchs in Irland das Baugewerbe dadurch bis 2007 auf einen Anteil von 14% des irischen Bruttoinlandsproduktes an. Zudem waren in den Jahren 2002 bis 2008 knapp 60-80% der Kreditvergabe für Immobilienfinanzierungen verwendet wurden. Durch diese massive Anzahl an Finanzierungen wuchs die Finanzbranche in Irland bis zur Finanzkrise zur größten Wirtschaftsbranche des Landes an, was später, bedingt durch die Subprime-Krise in den USA ebenfalls zu großen Problemen für Irland führen würde. Dazu bestand erneut das Problem, dass das Land aufgrund einer fehlenden autonomen Notenbank nicht mithilfe von Zinserhöhungen und daraus resultierenden Währungsaufwertungen auf ein zu starkes Wachstum ihrer Wirtschaft reagieren konnte und somit ebenfalls eine Aufblähung der Wirtschaftsleistung über das, was aus eigener Kraft möglich gewesen wäre, hinnehmen mussten. Auch die im europäischen Vergleich niedrigen Steuern lockten viele Unternehmen auf die Insel, was zwar dazu führte, dass das Bruttoinlandsprodukt stark anstieg, die Staatseinnahmen jedoch nur unzureichend anstiegen.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> Prof. Dr. Kreiß, Christian: Spanien vor der Finanzkrise. In: Wirtschaftswissenschaftliches Studium Heft 1. Frankfurt am Main, Januar 2009. S.45-48.

<sup>12</sup> Gröbe, Benjamin: Die Eurokrise erklärt. Rostock, Oktober 2012. S.15

## Italien

Italiens Wirtschaft wich bereits bei Eintritt in den Euro und fortwährend bis zur Finanzkrise stark von den Kriterien des Wachstums- und Stabilitätspaktes ab. So wies das Land 1990 schon eine Gesamtverschuldung in Höhe von 94% und 2007 bereits 103,6% des BIPs auf, wie die blaue Linie der folgenden Grafik zeigt.

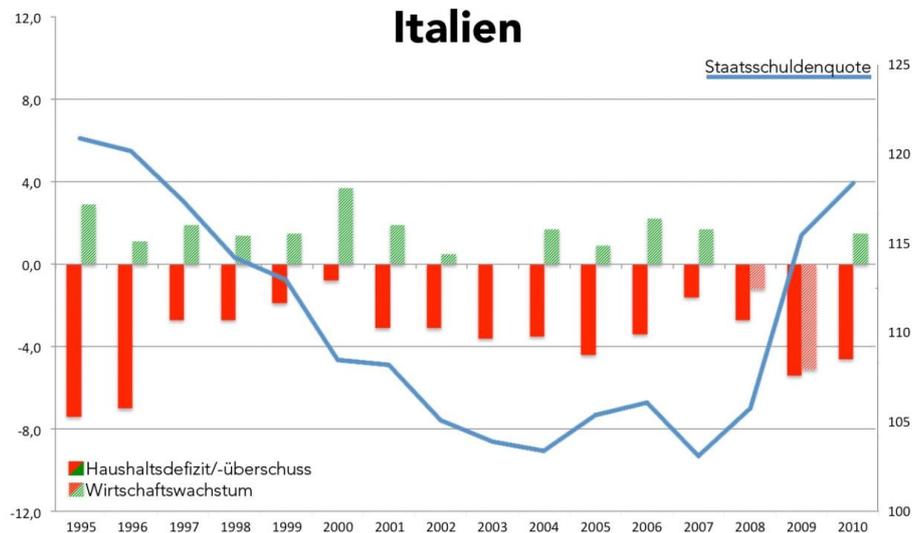


Abbildung 3: Entwicklung des italienischen Staatshaushalts ab 1995<sup>13</sup>

Damit lag Italien fast mit Griechenland gleichauf. Im Gegensatz zu vielen anderen Euro-Staaten ist Italiens Krise in den letzten Jahren also nicht durch die später ausbrechende Finanz-Krise bedingt, sondern durch die traditionell schlechte Haushaltsführung aus der Vergangenheit und die daraus resultierende hohe Verschuldung. Wie die unten aufgeführte Abbildung zeigt, sank die Staatsverschuldung Italiens zwar bis zum Ausbruch der Finanzkrise, lag jedoch immer deutlich über den von der Europäischen Union geforderten 60% des BIPs. Auch das geringe Wachstum im Vergleich zu den anderen Staaten führte Italien immer weiter in Richtung einer Krise. So konnte das Land ab dem Jahr 2000 nur etwa durchschnittlich 1,1% jährliches Wachstum seines Bruttoinlandsproduktes vorweisen und lag somit weit hinter anderen großen Euro-Ländern, wie Deutschland und Frankreich zurück. Der Grund dafür liegt darin, dass Italiens Wirtschaft sich kaum in den aufstrebenden Schwellenländern engagierte und somit auch nicht vom rasanten Wachstum und Boom dieser Wirtschaften profitieren konnte. Auch massive Steuerhinterziehungen im Bereich von Tourismus und Gastronomie werden oft als Gründe genannt.<sup>14</sup>

<sup>13</sup> Eurostat: Entwicklung des italienischen Staatshaushalts ab 1995. Luxemburg, 2011.

<sup>14</sup> Gröbe, Benjamin: Die Eurokrise erklärt. Rostock, Oktober 2012. S.17.

## Portugal

Im Gegensatz zu Irland und Spanien mussten gegen Portugal bereits in den Jahren 2002 und 2005 bereits durch die Europäische Union Defizitverfahren eröffnet werden, weil die Neuverschuldung des Staates in dieser Zeit die 3% Budgetdefizit-Grenze des Stabilitätspaktes überschritt. Auch die Gesamtverschuldung des öffentlichen Haushalts lag 2007 mit 68,3% des Bruttoinlandsprodukts leicht über den maximal vorgesehenen 60% des Paktes. Portugals Probleme lassen sich vor allem in seiner Wirtschaft suchen, die im internationalen Vergleich durch zu wenig wettbewerbsfähige Industrien mit exportfähigen Produkten, Strukturschwäche und ein zu geringes Wachstum, welches im Durchschnitt nur 0,7% pro Jahr des Bruttoinlandsproduktes betrug, scheiterte. Dies ging einher mit einem geringen Wachstum der Arbeitsproduktivität, bei gleichzeitigem zu starkem Wachstum der Lohnstückkosten. Dazu muss jedoch ebenfalls beachtet werden, dass es dem Land an qualifiziertem Nachwuchs mangelt. Im Verhältnis zu den anderen EU-Staaten hat Griechenland gerade einmal halb so viele Erwerbstätige mit einem Hochschulabschluss. Auch der portugiesische Beamtenapparat, der bis zu 15% alle Erwerbstätigen des Lands beschäftigte und dabei trotzdem als ineffizient gilt, belastete den Staatshaushalt bereits stark. Dazu kommt das Problem, dass sich zu viele Unternehmen in Staatsbesitz, statt in privaten Händen befinden. Desweiteren nutzte auch Portugal die Möglichkeit der Kapitalaufnahme für sie zu sehr niedrigen Zinsen, die es durch den Beitritt zum Euro-Raum erhielt. Diese Gelder wurden unter anderem für soziale Zugeständnisse an die Bevölkerung genutzt, man spricht dabei oft von einem "Wohlstand auf Pump".<sup>15</sup>

## Zypern

Bis zum Ausbruch der Finanzkrise konnte Zypern über die Jahre zwar ein fallendes, aber dennoch immer zwischen 3,8% und 5,5% liegendes jährliches Wachstum seines Bruttoinlandsproduktes vorweisen. Zusätzlich hielt es auch seit 1995 die maximale 60% Verschuldungsgrenze seines BIPs ein, mit Ausnahme der Jahre 2005 und 2006. Durch seine niedrigen Steuersätze bei gleichzeitig hohen Einlagenzinsen galt Zypern vor allem für reiche russische Anleger als Steuerparadies, wovon zyprische Banken stark profitieren. Gleichzeitig war es durch mangelnde Kontrollen vergleichsweise einfach Schwarzgeld in den Geldkreislauf Zyperns einzuschleusen und Geldwäsche zu betreiben. Obwohl dies von internationaler Seite aus oft angeprangert wurde, unternahm die nationale Politik wenig, um dem entgegenzuwirken. So kam es zu einer starken Aufblähung des Banken-Sektors, die

---

<sup>15</sup> Deutsche Bundesbank: Europäische Staatsschuldenkrise - Ursachen und Lösungsansätze. Frankfurt am Main, 20.12.2011 S.5-7.

so weit ging, dass in den Jahren vor der Finanzkrise etwa 70 Milliarden Euro Bank-Einlagen gegen ein Bruttoinlandsprodukt von gerade einmal 18 Milliarden Euro standen.<sup>16</sup> Durch wie in den anderen Staaten ebenfalls vorherrschende zu hohe Lohnstückkosten und kaum vorhandene Exportgüter, stellte also der Bankensektor bald die größte Wirtschaftsbranche des Landes dar neben dem Tourismus.<sup>17</sup> Der Grund, der Zypern jedoch in Folgejahren große Schwierigkeiten bereiten würde war der, dass die zyprischen Banken massiv in Griechenland investiert hatten. Bis zu 6,4 Milliarden Euro an griechischen Staats- und Bankanleihen befanden sich in ihren Büchern. Das entspricht ungefähr 37% des Bruttoinlandsprodukts Zyperns.

---

<sup>16</sup> Nahari, Mohamed: Europäische Finanzmarktintegration und transatlantische Bankenkrise Institutionelle Entwicklungen, theoretische Analyse und Reformoptionen. Hamburg, 2013.

<sup>17</sup> Stelter, Daniel: Die Krise ... ist vorbei ... macht Pause ... kommt erst richtig, München, 2014. S. 6.

### 3.2 Zinsentwicklung europäischer Staatsanleihen der Jahre 2000-2009

Mit dem Eintritt in den Währungsraum der Europäischen-Union erfreuten sich viele Staaten an für sie historisch niedrigen Zinsen, da die Investoren des Geld- und Kapitalmarktes bei ihrer Bewertung von ähnlichen Bonitäten aller Staaten des Währungsbündnisses ausgingen. Die unten aufgeführte Abbildung zeigt dabei sehr anschaulich, wie sehr sich die Zinsen aller Euro-Länder aneinander angleichen, obwohl wirtschaftlich teilweise gravierende Unterschiede zwischen diesen herrschten. Auch die Top-Ratings, die durch die Rating-Agenturen an diese Staaten ausgegeben wurden, bestätigten diesen Eindruck. Obwohl die Verfassung der EU eine sogenannte "No-Bail-Out-Klausel" enthält, die besagt, dass die Mitgliedsstaaten untereinander keine finanzielle Hilfe leisten oder Haftung für einen der anderen Staaten übernehmen müssen, wurde diese von den Märkten als nicht glaubwürdig abgetan, weil man davon ausging, dass die einzelnen Länder im Ernstfall füreinander eintreten würden, um die gemeinsame Währung zu retten. Somit ignorierten die Investoren die ursprüngliche "Kein-Beistand-Klausel" und setzten Top-Bonitäten für die einzelnen Länder an, wodurch diese sich zu historisch niedrigen Zinssätzen verschulden konnten und dies auch taten. Dies zeigt sich auch an den hohen Konvergenzen der Zinssätze für Staatsanleihen der einzelnen Mitglieder, wie man in der Abbildung ab dem Jahr 2000 erkennen kann.<sup>18</sup>

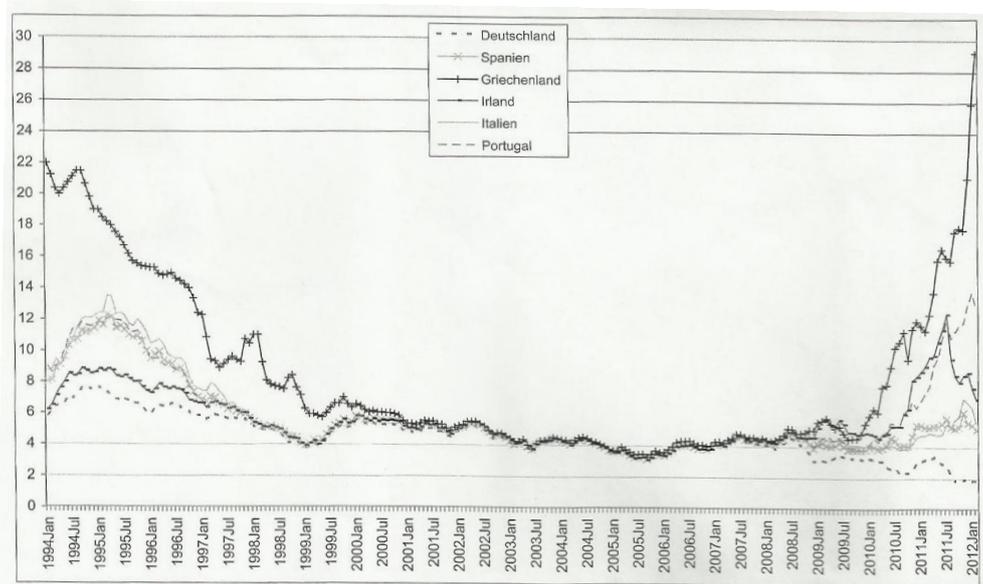


Abbildung 4: Zinsentwicklung europäischer Staatsanleihen von 1994 bis 2012<sup>19</sup>

<sup>18</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Globale und spezifische Ursachen der Eurokrise. Wiesbaden, 2011. S.77.

<sup>19</sup> Dr. Broer, Michael; Prof. Dr. Henke, Klaus-Dirk; Prof. Dr. Zimmermann, Horst: Die europäische Staatsschuldenkrise als neue Herausforderung für die Europäische Union. In: WiSt Heft 8. August 2012.

### 3.3 Die Finanzkrise als Auslöser

Trotz aller Probleme konnte bis zum Jahr 2007 ein leichter Rückgang der Defizitquote der Euro-Länder beobachtet werden. Die durchschnittliche jährliche Neuverschuldungsrate lag im Euro-Raum bei 6%, während sie zum Beispiel in den USA bei über 10% lag. Nachdem jedoch zu den strukturellen Problemen der Euro-Zone im Jahr 2008 bzw. 2009 auch noch die weltweite Wirtschafts- und Finanzkrise hinzu kam, die die gegenwärtige Staatsschuldenkrise einiger Euro-Staaten weiterentwickelte, verschlechterte sich die Lage dieser drastisch.<sup>20</sup> Mit dem Beginn der Krise kam es zu einem deutlichen Rückgang im Wohnungsbau, was für viele der Euro-Länder ein großes Problem darstellte, da diese durch die einfache Verschuldungsmöglichkeiten, die die Europäische Union ermöglichte einen starken Anstieg der Kreditausgaben verzeichneten, von denen ein großer Teil in den Bausektor floss. Die Arbeitskräfte, die dadurch also in diesen Staaten eingestellt wurden, waren mit dem Ausbruch der Finanzkrise als nicht mehr benötigt und wurden entlassen, wodurch es zu einem deutlichen Anstieg der Arbeitslosenquoten kam. Diese wiederum führte zu stark steigenden Staatsausgaben aufgrund von Sozialleistungen, die gezahlt werden mussten und gleichzeitig niedrigeren Staatseinnahmen durch weniger Steuererträge. Auch nötige Konjunkturprogramme, die in die Wege geleitet wurden, belasteten die öffentlichen Haushalte.<sup>21</sup> Desweiteren entstand das Problem, dass viele der vor allem privaten Kreditnehmer, die sich in den vorangegangenen Jahren stark zum Immobilienbau oder -erwerb verschuldet hatten ebenfalls arbeitslos wurden und dadurch ihre Kredite nicht mehr bedienen konnten. Diese zahlenmäßig großen Ausfallraten bedeutete weiterhin, dass eine Stützung der Banken durch die Länder nötig wurde, da viele Verbriefungen Wertpapiere mit den Krediten ausfielen, was die Staatshaushalte weiter belastete und die Staatsschuldenquoten in die Höhe trieb. Außerdem wurden nun die wahren wirtschaftlichen Verhältnisse Griechenlands aufgedeckt, als die griechische Regierung im Oktober 2009 ihr zu erwartendes Haushaltsdefizit mit 12,7% drastisch nach oben korrigierte. Dieser Zeitpunkt wird oft als der "Beginn der Euro-Krise" genannt.<sup>22</sup>

---

<sup>20</sup> Jubin, Marius: Die internationale Finanzkrise. Hamburg, 2008.

<sup>21</sup> Wittmann, Walter: Von der Finanzkrise zur Schuldenkrise. In: Review of Economics 62. 2011. S. 40–55.

<sup>22</sup> Neubäumer, Renate: Eurokrise: Keine Staatsschuldenkrise, sondern Folge der Finanzkrise. In: Wirtschaftsdienst 2011/2012. 06.10.2012.

### 3.4 Zinsentwicklung europäischer Staatsanleihen ab dem Jahr 2009

Mit dem Beginn der Finanzkrise setzte sich für einige der sich ohnehin in Schwierigkeiten befindenden europäischen Staaten die Abwärtsspirale fort. Mit der Offenlegung der Probleme Griechenlands im Oktober 2009 reagierten die Rating-Agenturen und Kapitalmarkt-Investoren umgehend. Griechenlands Rating von wurde von einer bisher bestehenden Top-Bonität aufgrund der Zugehörigkeit zum Euro-Raum herabgestuft. Dies führte gleichzeitig zu einer Spekulation gegen viele andere europäische Staatsanleihen, wodurch die wirtschaftlichen Unterschiede der Mitgliedsstaaten erstmals für Investoren und Rating-Agenturen an Bedeutung gewannen. Dadurch entstand nun eine Divergenz zwischen den Zinsen, die die einzelnen Euro-Mitglieder für ihre Staatsanleihen am Kapitalmarkt bezahlen mussten. Da die meisten Euro-Staaten einem Einbruch ihrer Volkswirtschaften entgegenwirken mussten, beschlossen diese Konjunkturprogramme, die jedoch abermals nur durch neue Schulden finanziert werden konnten. Auch die Rettung ihrer in finanzielle Schwierigkeiten geratener Bankinstitutionen forderten Milliardenbeträge, die am Markt beschafft werden mussten. Somit nahm die durchschnittliche Staatsverschuldung der Euro-Zone ab dem Beginn der Finanzkrise rasant zu. Dies führte für Staaten wie Griechenland, Spanien, Portugal, Irland und Italien erneut zu Rating-Herabstufungen und damit zu höheren Zinsen, die diese für ihre neu ausgegebenen Staatsanleihen bezahlen mussten, wie die folgende Grafik ab dem Jahr 2009 erkennen lässt.<sup>23</sup>

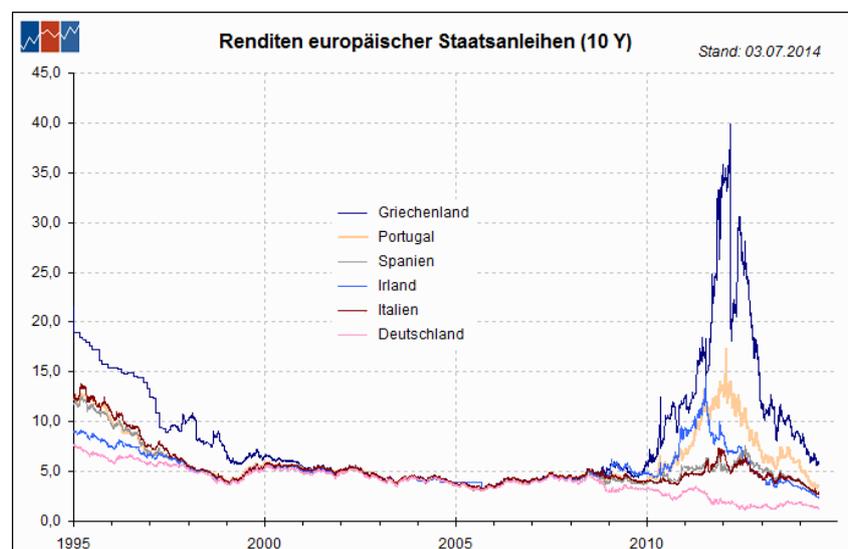


Abbildung 5: Renditen europäischer Staatsanleihen (10 Y)<sup>24</sup>

<sup>23</sup> Dr. Broer, Michael; Prof. Dr. Henke, Klaus-Dirk; Prof. Dr. Dr. Zimmermann, Horst: Die europäische Staatsschuldenkrise als neue Herausforderung für die Europäische Union. In: WiSt Heft 8. August 2012.

<sup>24</sup> online: Sauerland, Cordula: Renditen europäischer Staatsanleihen. In: <http://www.markt-daten.de/charts/zinsen/staatsanleihen-eu.htm>. Hamburg, 2014.

### 3.5 Die Krisenentwicklung einzelner Euroländer und deren Gründe im Überblick

#### Griechenland

Betrachtet man die griechische Staatsschuldenkrise muss man vor allem den 20. Oktober 2009 hervorheben, als die griechische Regierung ihr für dieses Jahr erwartete Haushaltsdefizit von 6% auf über 12% an hob. Die Europäische Union sowie der Kapitalmarkt reagierten hierauf sofort. Um Griechenland vor höheren Zinsen am Markt zu schützen, dachte man im Europa-Parlament, dass eine einfache Solidaritätsbekundung gegenüber Griechenland, sowie die Auferlegung eines harten Sparprogramms genügen würden. Dies stellte sich jedoch als Fehleinschätzung heraus und Griechenland wurde von den Rating-Agenturen "Fitch" und "Standard & Poor's" Ende 2009 von einem "A-Rating" auf ein "BBB+ - Rating" herabgestuft, wie die untere Abbildung zeigt. Daraufhin erreichten die Risikoaufschläge, die am Kapitalmarkt für griechische Staatsanleihen verlangt wurden neue Rekordwerte.

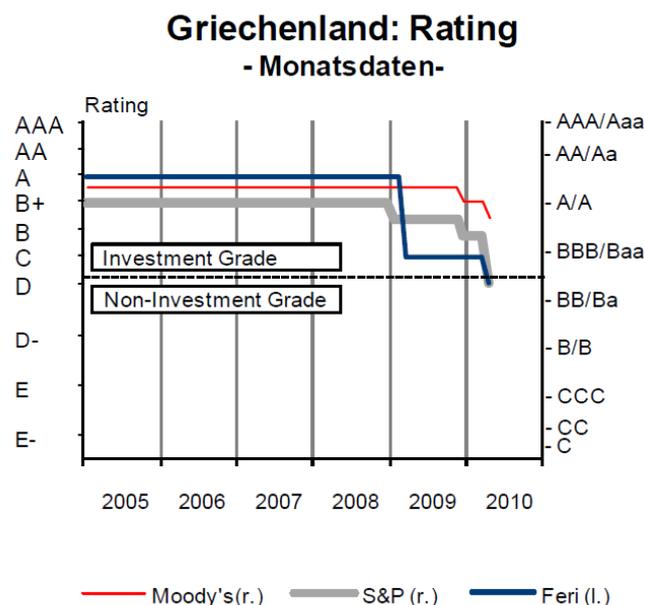


Abbildung 6: Rating Griechenlands ab 2005<sup>25</sup>

Diese hohen Zinssätze führten dazu, dass Griechenland noch weiter in die Abwärtsspirale geriet, da durch sie der Staatshaushalt noch stärker als vorher belastet wurde und bald neue Schulden nötig wurden, um die Zinsen decken zu können. Außerdem sank durch diese Entwicklung das Vertrauen der Märkte an die griechische Zahlungsfähigkeit weiter, was erneut in steigenden Risikoaufschlägen resultierte.<sup>26</sup> Angesichts dieser erdrückenden Probleme beantragte Griechenland

<sup>25</sup> Feri EuroRating Services: Bonitätsprobleme in Europa waren absehbar. Bad Homburg. Juni 2010.

<sup>26</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Globale und spezifische Ursachen der Eurokrise. Wiesbaden, 2011. S.84.

schließlich am 23.04.2010 als erstes Euro-Land bei der Europäischen Union, dem Internationalen Währungsfonds und der Europäischen Zentralbank Finanzhilfe, um einer drohenden Insolvenz entgegen zu können. Diese gewährten Griechenland daraufhin Kreditbürgschaften im Wert von 110 Milliarden Euro, was jedoch nicht ausreichte, um die Investoren des Kapitalmarktes zu beruhigen und die Zinsen für griechische Staatsanleihen wieder zu senken. Nach diesem Hilfspaket sollten in den folgenden 2 Jahren noch zwei weitere in Höhe von 109 Milliarden und 130 Milliarden Euro verabschiedet werden, die die drohende Zahlungsunfähigkeit Griechenlands verhindern sollten. Zudem wurden weitere Maßnahmen ergriffen, die auf den folgenden Seiten ebenfalls erläutert werden.<sup>27</sup>

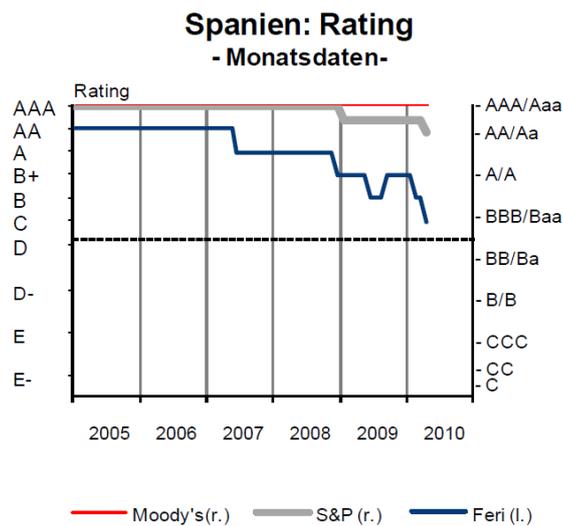
## **Spanien**

Spanien geriet in Probleme als der über Jahre herrschende Immobilienboom, der jedoch nur kreditfinanziert war, ins Wanken geriet und den Bankensektor in erhebliche Probleme stürzte. Im Jahr 2008 war Spanien Schauplatz erheblicher Verwerfungen auf dem Häusermarkt. Nachdem im Jahr zuvor die USA von der Subprime-Krise getroffen waren, wodurch dort die Hauspreise einbrachen, geschah 2008 in Spanien das Selbe. Die Immobilienblase platzte. Dies führte zu drastischen Preisrückgängen, massiven Verkäufen von Immobilien, sowie Entlassungen. Ein Prozess, der sich auf die gesamte Volkswirtschaft niederschlug. In den Jahren 2007-2009 kam es daraufhin zu einem geschätzten Rückgang von 4% des Bruttoinlandsprodukts und einer massenhaften Arbeitslosigkeit. Über 25% der spanischen Bevölkerung und sogar über 50% aller Jugendlichen zwischen 18 und 25 Jahren wurden arbeitslos. Dies führte desweiteren dazu, dass viele der Kredite, die in den vorangegangenen Jahren auch an bonitätsschwächere Kunden für Immobilien ausgegeben wurden nicht mehr bedient werden konnten, was auch die Banken Spaniens in Schwierigkeiten brachte, da sie die massiven Verluste allein nicht auffangen konnten.<sup>28</sup> All dies führte auch bei Spanien zu einer Herabstufung des Ratings und zu einem massiven Risikoaufschlag auf die Zinssätze, die das Land am Kapitalmarkt bezahlen muss, wenn es sich neu verschulden will, wie die folgende Abbildung verdeutlicht. Im Fall von Spanien führte dies sogar innerhalb kurzer Zeit zu einer Herabstufung vom höchstmöglichen Rating auf "BBB", also Non-Investment-Grade.

---

<sup>27</sup> Bundeszentrale für politische Bildung: Euro am Scheideweg?, Nr. 22. Berlin, April 2012.

<sup>28</sup> Gröbe, Benjamin: Die Eurokrise erklärt. Rostock, Oktober 2012. S.16.



**Abbildung 7: Rating Spaniens ab 2005<sup>29</sup>**

Eine Neuverschuldung war jedoch dringend nötig, um Konjunkturprogramme einzuleiten und die angeschlagenen Banken retten zu können. Da man keinen anderen Ausweg sah, ohne von der Zinslast erdrückt zu werden, wandte man sich hilfeschend an die "Troika" aus EU-Kommission, der Europäischen Zentralbank und dem Internationalen Währungsfonds, die Spanien Kredithilfen in Höhe von 100 Milliarden Euro zusagten, um seine maroden Banken retten zu können. Die Voraussetzung war auch hier erneut die Verpflichtung Spaniens zu einem umfassenden Sparprogramm.<sup>30</sup> Im Juli 2014 beschloss spanische Regierung zusätzlich eine Steuer auf Bankguthaben, die rückwirkend zum 1. Januar 2014 in Kraft traten, um Steuervermeidern zuvor zu kommen. Diese betrug 0,03% für jeden spanischen Bürger und soll weitere Milliarden in die Staatskasse spülen.

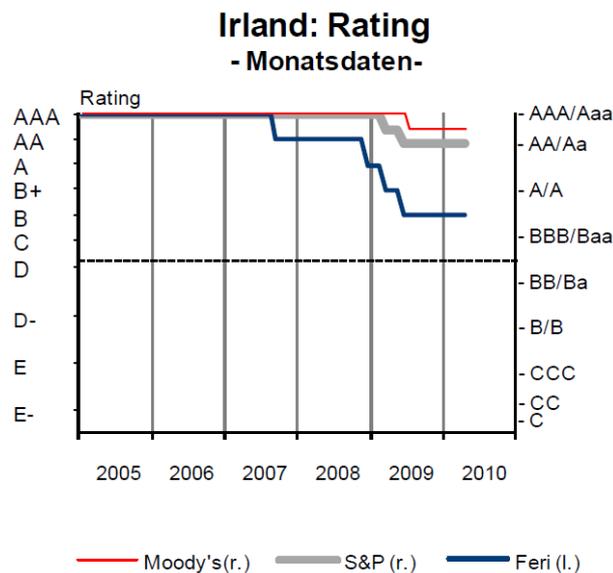
## Irland

Auch Irland wurde von der Wucht der amerikanischen "Subprime-Krise" getroffen. Genau wie in Spanien kam es ebenfalls zu erheblichen Verwerfungen auf dem Häusermarkt, gepaart mit Zwangspfändungen, Verkäufen und Preiseinstürzen der Immobilien, als die Blase platzte. Da in Irland ebenso eine stark aufgeblähte Baubranche existierte, wurde diese gleichermaßen stark getroffen, wie die spanische. Firmeninsolvenzen, Entlassungen und stark steigende Arbeitslosenquoten waren die Folge. In Irland verschlimmerte sich die Lage jedoch sogar noch, als zu der Krise auf dem Immobilienmarkt zusätzlich noch eine Bankenkrise ausgelöst wurde. Die Finanzbranche war bis 2008 die größte Wirtschaftsbranche des Landes gewesen und fiel nun durch die massiven Ausfällen

<sup>29</sup> Feri EuroRating Services: Bonitätsprobleme in Europa waren absehbar. Bad Homburg. Juni 2010.

<sup>30</sup> Bundesministerium für Finanzen und Wirtschaft: Das europäische Konjunkturprogramm. Berlin.

von Krediten und die starken Einbrüche der Immobilienpreise in sich zusammen. Eine Refinanzierung in der nötigen Größenordnung war den Instituten selbst nicht möglich, weswegen der Staat neben seinen aufgelegten Konjunkturprogrammen Milliardenbeträge zur Rekapitalisierung seiner angeschlagenen Institute am Markt beschaffen musste, wodurch dieser sich stark verschuldete. Dies ging so weit, dass die große "Anglo Irish Bank" am 29. Januar 2009 verstaatlicht werden musste, weil sie aus privater Hand nicht mehr zu retten gewesen wäre. Während die irische Staatsschuldenquote 2007 noch bei ungefähr 25% lag, steigerte sich diese bis 2011 auf 109% des Bruttoinlandsproduktes. Dazu kam ein Einbruch des Bruttoinlandsprodukts von 16%. Durch den Zusammenbruch des Finanzsystems sah sich Irland einem weiteren Problem gegenüber: einer zum Stillstand gekommenen Kreditvergabe, die mögliche Investitionen oder potentiellen Konsum hemmte, durch die dem Staatshaushalt neue Erträge in Form von Steuern zugeflossen wäre, die in den Folgejahren so dringend gebraucht wurden. Auch Irland wurde hiernach von den Rating-Agenturen durch eine Herabstufung und durch die Kapitalmarkt-Investoren durch höhere Risikoaufschläge abgestraft. Irlands Rating verschlechterte sich innerhalb von 2 Jahren von einem Top-Bonität "AAA" Rating genau wie Spanien auf ein "BBB" Rating, wie man in der folgenden Abbildung erkennen kann.



**Abbildung 8: Rating Irlands ab 2005<sup>31</sup>**

Am 21. November 2010 musste auch Irland sich eingestehen, dass es die hohen Ausgaben nicht mehr selbstständig über den Geld- und Kapitalmarkt finanzieren konnte, ohne von den hohen Zinsen erdrückt zu werden, weswegen sie ebenfalls

<sup>31</sup> Fitch EuroRating Services: Bonitätsprobleme in Europa waren absehbar. Bad Homburg, Juni 2010.

Hilfe bei der Troika beantragten, die ihnen in Höhe von 85 Milliarden Euro zugesagt wurden.<sup>32</sup>

## Portugal

Ähnlich wie Griechenland war auch Portugal im November 2009 ebenfalls gezwungen sein erwartetes Staatsdefizit zu erhöhen. Die Bekanntmachung eines erwarteten Defizits von über 8%, statt der bisherigen 3% und der dazu strukturschwachen Wirtschaft, die nur wenig Wachstum vorweisen konnte, sorgte erneut sofort für eine Reaktion der Rating-Agenturen, die Griechenland innerhalb der nächsten 2 Jahre von einem "AA" auf ein "BBB-" Rating, also sogar noch schlechter als die anderen Krisen-Staaten und nur eine Stufe vor dem sogenannten "Ramsch-Niveau", herabstufen. Dies bedeutete auch für die portugiesischen Staatsanleihen höhere Zinssätze, die den Staatshaushalt zusätzlich belasten sollten. Während Portugal 2007, also vor dem Ausbruch der Wirtschafts- und Finanzkrise, noch eine 68,3% Staatsverschuldung gemessen an seinem Bruttoinlandsprodukt vorweisen konnte, stieg diese in den kommenden 6 Jahren auf über 120%, wie die nachfolgende Grafik zeigt.

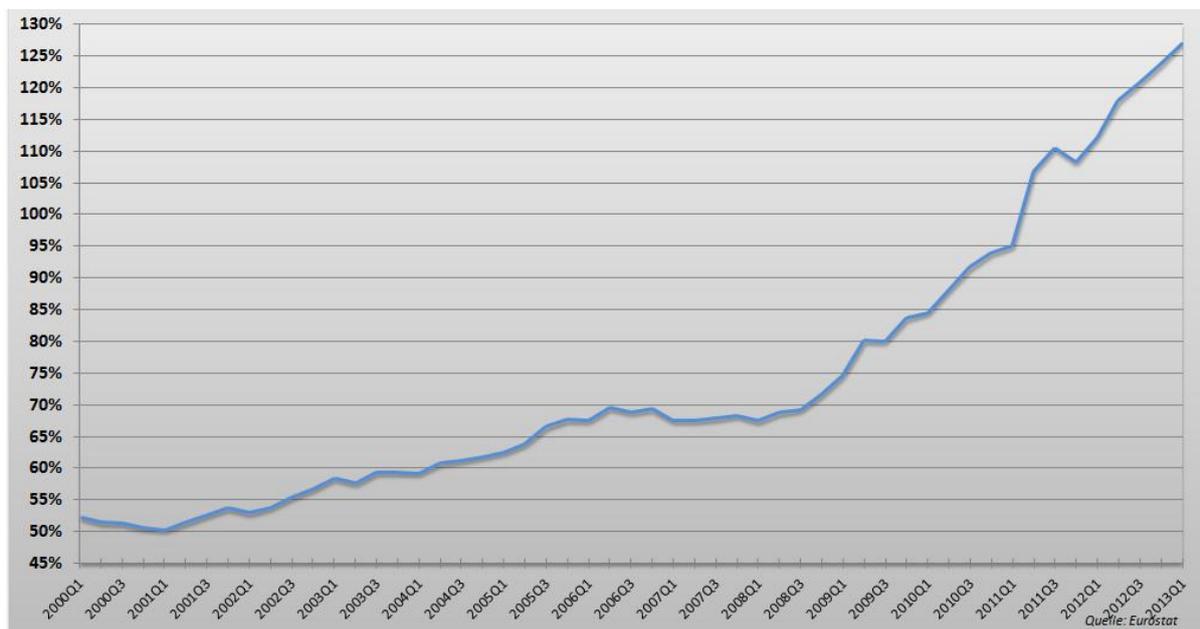


Abbildung 9: Staatsschulden Portugals im Vergleich zum BIP<sup>33</sup>

Da auch die ins Leben gerufenen Sparmaßnahmen und Reformprogramme keine ausreichenden Effekte zeigten und dazu großangelegte Streiks das ganze Land

<sup>32</sup> Gröbe, Benjamin: Die Eurokrise erklärt. Rostock, Oktober 2012. S.15

<sup>33</sup> Eurostat: Staatsschulden Portugals im Vergleich zum BIP. Luxemburg, 2013.

lähmten, sank das Rating Portugals immer weiter, während sich die Risikoaufschläge für portugiesische Staatsanleihen immer weiter auf neue Rekordwerte erhöhte.

Als 2011 dann die Zinsen für Staatsanleihen Portugals die 7% Marke überschritten, wandte man sich hilfeschend an die Troika. Die Europäische Zentralbank reagierte ab Februar damit Staatsanleihen Portugals am Markt aufzukaufen. Im April 2011 wurde zusätzlich ein 78 Milliarden Euro großes Hilfspaket für Portugal bewilligt. Seit Juli 2014 steht das Land vor dem Problem, dass erneut eine seiner größten Banken in Schwierigkeiten geraten ist. Maßnahmen oder eine Auswirkung dieser Entwicklung auf die aktuelle Staatsschuldenkrise können im Moment des Entstehens dieser Arbeit jedoch noch nicht abgeschätzt werden.<sup>34</sup>

## Italien

Auch Italiens Wirtschaft wurde von der Finanzkrise getroffen. Insbesondere der Bausektor brach unter den plötzlich veränderten Bedingungen zusammen. Dies bewirkte zwischen 2008 und 2011 ein Wegfallen von über 14% der Handelsunternehmen und fast 23% der Bauunternehmen der Branche. In Zahlen bedeutet das, dass 11.000 Unternehmen in diesen 3 Jahren Insolvenz anmelden mussten. Darauf folgten, wie in den vorangegangenen Beispielen Arbeitslosigkeit, eine höhere Belastung der Sozialkassen und vor allem auch der Ausfall vieler Kredite und verbriefter Forderungen, was Italiens Banken ebenfalls in Wanken brachte und ein Eingreifen durch den Staat erforderlich machte. Am 2. Dezember 2009 wurde zusätzlich nach einer Überprüfung durch die Europäische Kommission festgestellt, dass Italien ein sogenanntes "excessive deficit" gemäß Artikel 104.6 des EG-Vertrag vorwies, was bedeutete, dass die jährliche 3% Haushaltsdefizitgrenze gemessen am Bruttoinlandsprodukt eindeutig mehrfach überschritten wurde und werden würde.<sup>35</sup> Dies führte zu Herabstufungen durch die Rating-Agenturen von einem ehemaligen "AA", also einer sehr guten Bonität, auf "BBB", das sich nur zwei Stufen über dem "Ramsch-Niveau" befindet. Auch für Italien bedeutete dies steigende Zinsen für ihre Staatsanleihen am Kapitalmarkt. 2010 musste auch der italienische Staat sich für Hilfe an die Troika wenden, woraufhin die Europäische Zentralbank in den kommenden 2 Jahren italienische Staatsschuldverschreibungen im Wert von 218 Milliarden Euro aufkaufte. Im September 2013 veröffentlichte der Internationale Währungsfonds eine Studie, die für 2013 eine Nettoneuverschuldung von 3,2% des BIPs und eine Rezession von 1,8% errechnete. Dazu ist Italien derzeit nach Griechenland das am zweithöchsten verschuldete Land der Euro-Zone. Für 2014

---

<sup>34</sup> Bundesministeriums der Finanzen: Monatsbericht April 2013/2014. Berlin, April 2014., S. 83/84.

<sup>35</sup> Internationaler Währungsfonds: IMF Country Report No. 13/298 ITALY. Washington D.C., 23.09.2013.

sagte der IWF jedoch mit einem prognostizierten Wachstum von 1,4% einen leichten Aufschwung voraus.<sup>36</sup>

## Zypern

Zyperns Krise entwickelte sich im Vergleich zu den fünf bisher behandelten Staaten erst später. Die Besonderheit der zyprischen Volkswirtschaft findet sich in ihrer engen Verflechtung mit dem griechischen Finanzsystem, wodurch sie auch besonders stark durch die dort vorherrschenden Probleme betroffen war. Die Banken Zyperns hielten griechische Staats- und Bankenanleihen in Milliardenhöhe, weswegen bereits im Februar 2011 die erste Herabstufung des zyprischen Staates und seiner Banken mit einem Verweis auf die engen Verbindungen zu Griechenland erfolgte. Tatsächlich schätzte die große Rating-Agentur "Fitch" Mitte 2011, dass etwa ein Drittel der Vermögenswerte des zyprischen Banksystems mit Griechenland zusammenhingen. Dies führte zu weiteren massiven Rating-Abstufungen, die dem Land höhere Zinsen für ihre Rekapitalisierung auf dem Finanzmarkt bescherten. Dazu kam eine schwere Explosion auf einem Militärstützpunkt, die dazu führte, dass das größte Elektrizitätswerk des ganzen Landes zerstört wurde, was realwirtschaftliche Schäden in allen Branchen bedeutete, da eine ausreichende Energieversorgung nicht mehr gewährleistet werden konnte. Außerdem führte diese Havarie dazu, dass die komplette Regierung aus Überforderung mit der Gesamtsituation zurücktrat. Diese Faktoren in Kombination bewirkten einen Anstieg der Zinssätze von zehnjährigen zyprischen Staatsanleihen von knapp 4% auf über 11,5% bis zum August 2011. Zyperns Rating sank von Anfang 2011 von einem sehr guten "AA-Rating" bis 2012 auf ein "CCC", welches "Ramsch-Niveau" bedeutete. Angesichts der hohen Belastungen zur Rettung ihrer Banken, die vor allem mit dem griechischen Schuldenschnitt schwer belastet waren und den eigenen Belastungen durch den Kapitalmarkt, sowie den Versuch den Schaden durch das zerstörte Elektrizitätswerk zu begrenzen, sah sich das Land in einem Engpass. Als dann auch noch die Kernkapitalquote für Banken durch die Europäische Bankenaufsicht auf eine Quote von 9% angehoben wurde, was allein für die "Cyprus Popular Bank", die zweitgrößte Bank des Lands bedeutet hätte, dass sie ein Zehntel des Bruttoinlandsprodukts als Kernkapital hätte beschaffen müssen, sah sich die Regierung der Lage nicht mehr gewachsen und stellte am 25. Juni 2012 einen Antrag auf Hilfe an die Troika<sup>37</sup>.

---

<sup>36</sup> Internationaler Währungsfonds, Italy: Deeper Structural Reforms Needed to Jumpstart Growth and Create Jobs. Washington D.C., 26.09.2013.

<sup>37</sup> Gröbe, Benjamin: Die Eurokrise erklärt. Rostock, Oktober 2012. S.17.

## 3.6 Versuchte Maßnahmen zur Krisenbewältigung

### 3.6.1 Maßnahmen durch die Krisenstaaten

Um ihren schwerwiegenden Problemen entgegenzuwirken leiteten die Staaten, die sich nun in der Krise befanden weitreichende Stabilitäts- und Wachstumsprogramme ein. Diese sahen Einschnitte bei den Gehältern ihrer Staatsbediensteten und Entlassung vieler vor, sowie Streichungen von sozialen Leistungen und Leistungen aus dem Gesundheitssystem, die die Staatshaushalte zu sehr belasteten. Verwaltungen wurden geschrumpft, oft wurden hierbei Verwaltungsebenen zusammengelegt. Statt einer Verwaltung pro Stadt, setzte man jetzt auf größere Zentralverwaltungen, die ganze Gebiete unter ihrer Aufsicht haben sollten. Außerdem wurden Pensionen in ihrer jetzigen Höhe eingefroren beziehungsweise um einen je nach Land unterschiedlichen Prozentsatz gesenkt. Insbesondere in Griechenland wurde versucht die Steuerflüchtlinge zur Rechenschaft zu ziehen und die "Phantom-Rentner" auszusondern, um an diese nicht ebenfalls weiterhin Leistungen tätigen zu müssen. Dazu wurde in vielen der Krisen-Staaten das Renteneintrittsalter angehoben, um länger Steuern einzunehmen, während man die Ausgaben für Renten nach hinten verschieben konnte. Außerdem erwirkten die Regierungen Steuererhöhungen, meistens im Bereich der Mehrwert-, Vermögens- und Gewerbesteuern. Desweiteren kam es zu Privatisierungen von Unternehmen, um weitere Einnahmen generieren zu können. Vielen Länder versuchten auch durch Einschnitte im Militärhaushalt ihre Ausgaben zu senken.<sup>38</sup> Im Fall von Griechenland wurde dazu ergänzend ein Schuldenschnitt durchgeführt, bei dem den Gläubigern 53,5% ihres gegebenen Fremdkapitals nicht mehr zurückgezahlt werden würde, um die griechische Schuldenquote zu senken. Zypern dagegen wählte einen sogenannten "Bail-In" bei dem die Fremdkapitalgeber einer zahlungsunfähigen Bank, die über 100.000€ Einlagen bei dieser hatten je nach Vermögen an der Rettung der Bank beteiligt wurden und so bis zu 50% ihrer Einlagen verloren.

---

<sup>38</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Globale und spezifische Ursachen der Eurokrise. Wiesbaden, 2011. S.88.

## 3.6.2 Maßnahmen der Europäischen Union

### 3.6.2.1 Europäische Finanzstabilisierungsfazilität

Um die in Not geratenen Euro-Staaten vor der Staatsinsolvenz zu retten, wurde ein aus drei Teilen bestehender Rettungsschirm gegründet, der aus der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität, dem Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus und durch den Internationalen Währungsfonds gegebenen Krediten besteht und ein maximales Gesamtvolumen von 780 Milliarden Euro an die Krisen-Staaten ausgeben kann.

Die EFSF wurde am 7. Juni 2010 ins Leben gerufen und bestand bis zum 1. Juli 2013, von wo an sie durch den Europäischen Stabilisierungsmechanismus ersetzt wurde. Mit einer Kreditvergabe-Kapazität von 440 Milliarden Euro sollte dieser Teil des Rettungsschirms als provisorischer Stabilitätsmechanismus im Euro-Raum dienen und Kredite an in Schwierigkeiten geratene Euro-Staaten vergeben, um diese vor der Insolvenz zu bewahren und somit die Stabilität der gesamten Euro-Zone zu gewährleisten. Zusätzlich können Garantien über Zahlungsverprechen durch die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität gegenüber Gläubigern der Krisen-Staaten ausgegeben werden.<sup>39</sup> Finanziert wurde die EFSF durch Anleihen, die die dafür gegründete Zweckgesellschaft selbst am Kapitalmarkt emittierte und für die die Mitgliedsstaaten der Euro-Zone zu unterschiedlichen Anteilen hafteten, die sich nach dem jeweiligen nationalen Anteil der Länder an der Europäischen Zentralbank ergab. Zusätzlich wurde vereinbart, dass jedes Land noch einmal zu seinem Anteil um 20% mehr haftete. Der Grund dafür war der, dass die Anleihen der EFSF mit 120%er Besicherung das Top-Rating "AAA" erhielten. Durch dieses war es der EFSF möglich sich zu deutlich niedrigeren Konditionen als die einzelnen Staaten am Kapitalmarkt zu verschulden.<sup>40</sup>

---

<sup>39</sup> Deutsche Bundesbank: Ist die Eurokrise vorbei ?. Frankfurt am Main, Mai, 2014. S 11-15.

<sup>40</sup> Bundesministerium für Finanzen und Wirtschaft, Fiskalpolitische Institutionen in der Eurozone, Berlin, 30.10.2012, S.15- 18.

### 3.6.2.2 Europäischer Stabilitätsmechanismus

Der Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus löste die EFSF als langfristiger Krisenbewältigungsmechanismus im Juli 2013 ab, der vorerst ohne zeitliche Begrenzung erhalten werden soll, um auch in zukünftigen Jahren auf finanzielle Notlagen der Euro-Mitgliedsstaaten reagieren zu können. Der ESM stellt dabei einen Krisenfonds dar, dem 700 Milliarden Euro Kapitalvolumen zur Verfügung stehen, die von den Mitgliedsstaaten je zu 80 Milliarden Euro getragen werden.<sup>41</sup> Ein Teil davon soll als Bareinlage, der Rest in Form von Bürgschaften gestellt werden. Unterstützt werden EU-Länder, die durch hohe Zinsen am Kapitalmarkt in massive Schwierigkeiten bei der Finanzierung ihres Staatshaushaltes geraten. Ihnen kann unter strikten Bedingungen an ein Anpassungs- und Reformprogramm finanzielle Hilfe in Form von Krediten gewährt werden, um eine Staatsinsolvenz abzuwenden und somit die finanzielle Stabilität des gesamten Euro-Raums zu gewährleisten. Diese sind durch die hohe Bonität des ESM deutlich zinsgünstiger für die Staaten, als wenn sich die verschuldeten Länder selbst am Kapitalmarkt refinanzieren würden. Somit kann eine weitere starke Belastung des Staatshaushalts verhindert werden. Damit soll den Ländern genug Zeit verschafft werden, um notwendige Reformen auszuarbeiten und den Staatshaushalt zu sanieren. Beschlüsse über Zustimmung oder Ablehnung von Hilfen müssen einstimmig im Gouverneursrat des ESM gefällt werden, der aus den Finanzministern der jeweiligen Mitgliedsstaaten besteht. In absoluten Nottfällen ist es dem ESM sogar erlaubt Anleihen eines Staates direkt vom Primär- oder Sekundärmarkt zu kaufen, wenn damit eine drohende Insolvenz abgewendet werden kann.<sup>42</sup> Jedoch sind die darauffolgenden Auflagen so streng, dass die Länder weitestgehend in ihrer wirtschafts- und haushaltspolitischen Eigenentscheidung eingeschränkt werden.<sup>43</sup>

---

<sup>41</sup> Regling, Klaus; Strauch, Rolf: Der ESM und die Geldpolitik - wie passt das zusammen?. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 10. Frankfurt am Main, 15.05.2014. S. 484.

<sup>42</sup> Bundesministerium für Finanzen und Wirtschaft: Europäische Stabilitätsmechanismen. Berlin, April 2013. S.4-9.

<sup>43</sup> Bundesministerium für Finanzen und Wirtschaft,, Neue haushaltspolitische Überwachung der EU. Berlin, April 2013, S. 8.

### 3.6.2.3 Zinssenkungen durch die Europäische Zentralbank

Das aktive Eingreifen der Europäischen Zentralbank begann bereits im Mai 2010 mit dem Ankauf griechischer Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt. Später folgten auch spanische, portugiesische, irische und italienische. Dadurch sollte zum Einen die Liquidität im Bankensystem erhöht werden, da viele Staatsanleihen auf den Aktiv-Bilanzseiten der Banken wiederzufinden waren, zum Anderen sollte den Investoren die Sicherheit gegeben werden, dass sie ihre Papiere zu nicht allzu stark abgeschlagenen Kursen wieder veräußern konnten, um einer Spekulation gegen den Euro entgegenzuwirken. Durch die erhöhte Nachfrage sollte zudem erreicht werden, dass die hohen Zinsen, die die Länder für zukünftige Staatsanleihen zahlen müssten abgeschwächt werden. Bereits hier wurde jedoch diskutiert, ob die vertragliche vereinbarte Unabhängigkeit der EZB gegenüber der Politik noch Bestand hätte.<sup>44</sup> Da jedoch sichtbar wurde, dass diese Maßnahmen allein nicht ausreichen würden, um den Problemen entgegenzutreten, beschloss die Zentralbank zum 9. November 2011 erstmals eine Zinssenkung, um damit gezielt der Staatsschuldenkrise entgegen zu wirken und den Staaten die Möglichkeit zu geben sich günstiger am Kapitalmarkt zu refinanzieren, beziehungsweise ihre auslaufenden deutlich höher verzinsten Schuldverschreibungen abzulösen. Die in den beiden vorhergegangenen Jahren beschlossenen Zinssenkungen waren dagegen auf bestimmte Wirtschaftsentwicklungen wie beispielsweise eine Erhöhung der Energie- oder Rohstoffpreise abgestimmt gewesen. So wurde der Leitzins im November auf 1,25% und im Dezember erneut um 25 Basispunkt auf 1% gesenkt, um einer Rezession in der Euro-Zone entgegenzuwirken, wie die nachfolgende Grafik darstellt.<sup>45</sup>

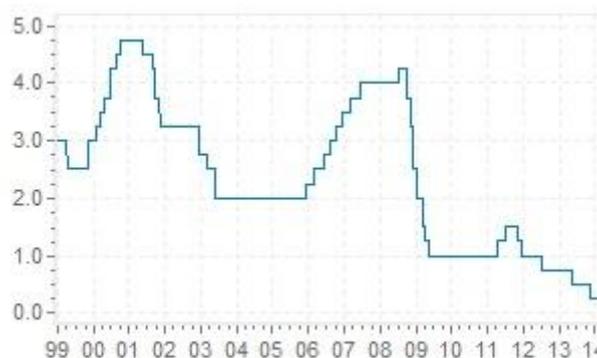


Abbildung 10: Leitzinssenkungen durch die Europäische Zentralbank<sup>46</sup>

Da sich nach über einem halben Jahr immer noch keine ausreichende Entspannung der Situation für die Krisen-Staaten am Kapitalmarkt eingestellt hatte, folgten im Juli 2012 eine Absenkung auf 0,75% und im Laufe des Jahres 2013 bereits die Senkung

<sup>44</sup> EZB: Die Geldpolitik der EZB, Frankfurt am Main, Mai 2011. S.134-139.

<sup>45</sup> Regling, Klaus; Strauch, Rolf: Der ESM und die Geldpolitik - wie passt das zusammen?. Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 10. Frankfurt am Main, 15.05.2014. Seite 484.

<sup>46</sup> EZB: Key interest rates. Frankfurt am Main, 2014.

auf 0,25%. Am 5. Juni 2014 beschloss der Rat der Europäischen Zentralbank schließlich eine weitere Zinssenkung auf 0,15%, da die Inflation sich langsamer als erwartet entwickelte und einer Deflation entgegengewirkt werden sollte. Zusätzlich senkte die Zentralbank den Einlagenzins für Banken erstmalig auf unter 0%, was einen Strafzins für Einlagen, die von den Banken bei der EZB gehalten werden bedeutet. Damit soll dafür gesorgt werden, dass die Banken das Geld bevorzugt als Kredite in den Wirtschaftskreislauf geben, anstatt dieses als Liquidität zu halten.<sup>47</sup>

---

<sup>47</sup> Europäische Zentralbank: Timeline of the financial crisis. Frankfurt am Main, Mai 2014.

### 3.7 Folgen für die Schuldenstaaten

Durch den Druck der internationalen Kapitalmärkte und die strengen Auflagen der Troika mussten die Länder, die sich in der Krise befanden immer weitere und immer strengere Sparmaßnahmen ergreifen, von denen viele, wie zum Beispiel Steuererhöhungen, Kürzungen von Sozialleistungen oder massive Entlassungen im öffentlichen Dienst vor allem die Bevölkerungen hart trafen. Diese reagierten hierauf mit starken Protesten, da viele aufgrund der massenhaften Arbeitslosigkeit und den gekürzten Renten, Pensionen, Sozialgeldern und Beamtenegehältern der Meinung waren, dass die Sparmaßnahmen an den falschen Stellen ansetzten und somit die Konjunkturlösungen abwürgen würden. Diese Proteste liefen in vielen Ländern gewaltsam ab und machten Großeinsätze der Polizei oder des Militärs erforderlich, um die Lage wieder unter Kontrolle zu bringen. Außerdem reagierten die Bürger mit durch die Gewerkschaften ausgerufenen Generalstreiks, wie im November 2010 in Griechenland, die das ganze Land für einige Tage lahm legten.<sup>48</sup> Zusätzlich zu den Aufrufen in der Bevölkerung entwickelten sich auch in den Parlamenten der einzelnen Euro-Staaten neue antieuropäische Parteien, die einen Austritt aus der Europäischen Union und ein Ende der Sparmaßnahmen forderten. Auch in den bestehenden Regierungsparteien fanden sich Widersprüche über den Kurs, den die Sparpolitik einschlagen sollte. In Griechenland und Portugal führte dies 2011 sogar zu einer gezwungenen Neugestaltung des Regierungskabinetts. Zusätzlich zu den neuen politischen Strömungen ist auch bei vielen Bürgern der Krisen-Staaten eine wachsende EU-Verdrossenheit zu erkennen, was sich in steigenden Wahlergebnissen der rechten Parteien der Länder niederschlägt. Auch eine Abneigung gegen wirtschaftlich stärker aufgestellte Länder wie Deutschland zeichnet sich ab, weil viele Bürger der Krisen-Staaten der Meinung sind, dass die Sparmaßnahmen, die sie erdulden müssen vorrangig durch den Druck aus Deutschland hin beschlossen werden.<sup>49</sup>

---

<sup>48</sup> Bundesministerium der Finanzen: Monatsbericht November 2011. Berlin, Dezember 2011. S. 104ff.

<sup>49</sup> Bundesministerium der Finanzen: Monatsbericht Februar 2013. Berlin, März 2013. S. 111ff.

## 4 Darstellung verschiedener Anlagementalitäten im Überblick

### 4.1 Stabilitätsorientierte Anleger

Wird die Literatur zum Thema "Geldanlage" betrachtet, findet man viele verschiedene Arten, um Investoren nach ihren Risiko- und Rendite-Präferenzen einzuteilen. In ihrem Kern ähneln sich die meisten dieser Darstellungen in einem Großteil ihrer Ansichten. Deswegen soll für diese Arbeit stellvertretend für alle anderen die theoretische Unterteilung der Commerzbank AG in der aktuellen Fassung vom März 2014 verwendet werden, die die Anleger in vier verschiedene Gruppen unterteilt. Die Erste dieser vier Anlagementalitäten ist der "stabilitätsorientierte Anleger". Diese verfolgen die konservativste Anlagestrategie und legen den Fokus auf Werterhalt, Sicherheit und damit auf möglichst geringe Verlustrisiken, die auch durch eine breite Streuung erreicht werden sollen. Die nachfolgende Grafik zeigt, wie ein solches Depot als Muster aufgebaut sein könnte. Dabei wird schnell sichtbar, dass der größte Teil aus Rentenpapieren aus dem Euro-Raum, also ohne Fremdwährungsrisiken und Immobilien besteht. Mit 15% ist auch ein relativ hoher Liquiditätsanteil vorgesehen, der beispielsweise in Bank-Einlagen, wie Tagesgelder oder kurzfristig kündbaren Sparkonten, angelegt werden soll.

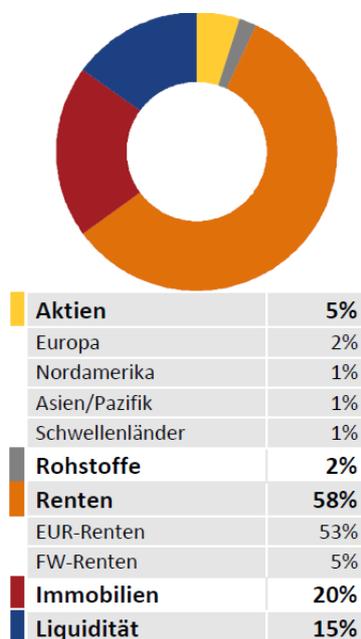


Abbildung 11: Musterportfolio eines stabilitätsorientierten Anlegers<sup>50</sup>

Aktien werden bei diesem Anleger zum größten Teil vermieden, da sie zu viele Verlustrisiken mit sich bringen. Dennoch werden hier 5% des Portfolios in

<sup>50</sup> Commerzbank AG: Musterallokationen im Überblick. Frankfurt am Main, Januar 2014.

Aktienpositionen vorgeschlagen, um im Blick auf die gesamte Anlage bei einem vertretbaren Risiko die Rendite etwas zu steigern. Rohstoffe werden aufgrund ihrer hohen Volatilität mit nur 2% kaum in das Portfolio aufgenommen.<sup>51</sup>

---

<sup>51</sup> Commerzbank AG: Privatkunden-Musterportfolio Profil: Stabilität. Frankfurt am Main, März 2014.

## 4.2 Einkommensorientierte Anleger

Den zweiten Anlagentyp bilden die sogenannten "einkommensorientierten Anleger". Diese Gruppe von Investoren ist im Gegensatz zu den stabilitätsorientierten Anlegern bereit, geringe Verlustrisiken einzugehen, um dafür die Chance von höheren Renditen wahrnehmen zu können. Der Aktienanteil ist dementsprechend größer, während der Rentenanteil zurückgefahren wird. Auch hier wird erneut eine globale Streuung eingesetzt, bei der aber, wie die folgende Abbildung zeigt, der Aktienanteil mit 27% bereits mehr als ein Viertel des gesamten Portfolios ausmacht, wodurch eine Renditesteigerung möglich gemacht werden kann. Ebenfalls sichtbar wird, dass insgesamt fast ein Fünftel des Vermögens in nicht-europäische Regionen investiert wird, wodurch auch an deren Wirtschaftsentwicklungen beziehungsweise Währungschancen partizipiert werden kann.

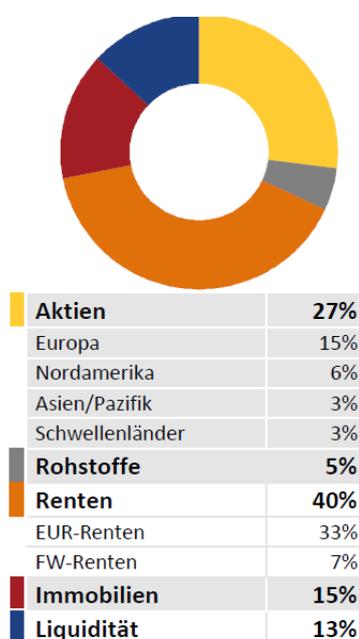


Abbildung 12: Musterportfolio eines einkommensorientierten Anlegers<sup>52</sup>

Dass jedoch immer noch eine eher konservativere Strategie verfolgt wird, wird daran ersichtlich, dass mit 40% Renten-Anteil fast die Hälfte weiterhin in sichereren Anlageformen investiert wird und der Liquiditätsanteil mit 13% nur knapp unter dem des stabilitätsorientierten Anlegers liegt.<sup>53</sup>

<sup>52</sup> Commerzbank AG: Musterallokationen im Überblick. Frankfurt am Main, Januar 2014.

<sup>53</sup> Commerzbank AG: Privatkunden-Musterportfolio Profil: Einkommen. Frankfurt am Main, März 2014.

### 4.3 Wachstumsorientierte Anleger

Die dritte der vier Anlagementalitäten ist die des sogenannten "wachstumsorientierten Anlegers". Diese erwarten hohe Chancen, um hohe Renditen zu erzielen und sind dafür dementsprechend bereit hohe Verlustrisiken einzugehen. Dies wird auch schnell sichtbar, wenn man sich das in der unten stehenden Grafik vorgeschlagene Muster-Depot ansieht. Mit einer Aktienquote von 54% ist mehr als die Hälfte des gesamten Vermögens in Aktien investiert, wodurch hohe Renditen aber auch gleichzeitig hohe Verluste möglich sind. Ebenfalls deutlich wird dies an einer auf 8% erhöhten Rohstoff-Quote. Auch Chancen aus anderen Volkswirtschaften der Welt, die nicht dem europäischen Raum angehören, machen mit 31% fast ein Drittel des Portfolios aus und bieten dadurch erneut gesteigerte Gewinn- aber auch Verlustpotentiale. Die Streuung ist hierbei deutlich globaler, als bei den beiden vorangegangenen Anlagentypen.

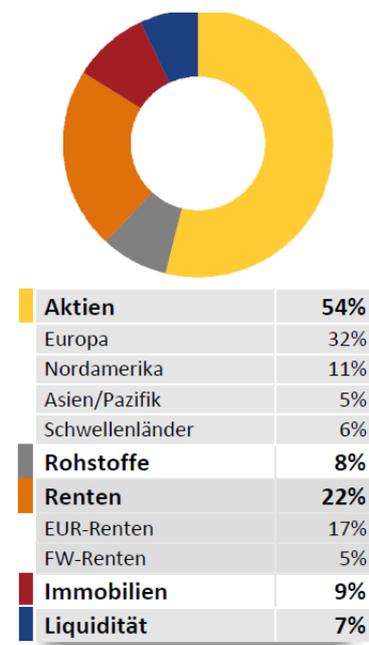


Abbildung 13: Musterportfolio eines wachstumsorientierten Anlegers<sup>54</sup>

Ebenfalls deutlich wird die sehr renditeorientierte Ausrichtung, wenn man sich die sicherheitsorientierten Positionen, also Renten aus dem Euro-Raum und Immobilien ansieht, die hier mit 26% gerade einmal etwas mehr als ein Viertel ausmachen. Vor allem die liquiden Mittel in wenig renditeträchtigen Bankeinlagen wurde mit 7% stark gesenkt.<sup>55</sup>

<sup>54</sup> Commerzbank AG: Musterallokationen im Überblick. Frankfurt am Main, Januar 2014.

<sup>55</sup> Commerzbank AG: Privatkunden-Musterportfolio Profil: Wachstum. Frankfurt am Main, März 2014.

## 4.4 Chancenorientierte Anleger

Der letzte Anlagetyp ist der "chancenorientierte Anleger". Er stellt die risikofreudigste Anlagementalität dar und ist dementsprechend bereit sehr hohe Verlustrisiken einzugehen, da er sich davon außergewöhnlich hohe Chancen auf Renditen erwartet. Diesem Bestreben nach ist auch das Portfolio ausgerichtet, wie die folgende Abbildung erkennen lässt. Zuerst fällt dabei der sehr große Aktienanteil auf, der mit 73% fast dreiviertel des gesamten angelegten Vermögens ausmacht. Auch der sehr volatile und damit riskante, aber auch chancenbringende Rohstoff-Anteil ist mit 10% noch einmal deutlich größer, als bei den vorangegangenen Aufstellungen.

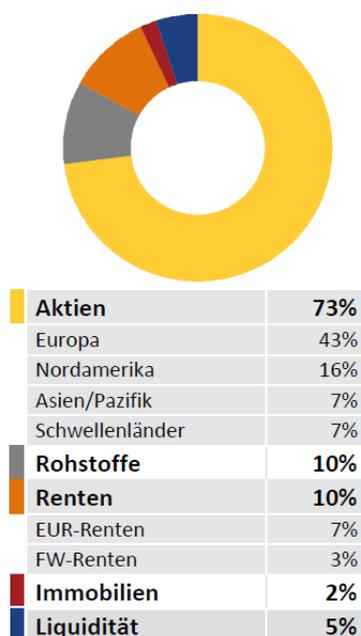


Abbildung 14: Musterportfolio eines chanceorientierten Anlegers<sup>56</sup>

Zusätzlich sollen Chancen aus anderen Volkswirtschaften des nicht-europäischen Bereichs genutzt werden, was sich durch die eine Quote von 33%, also eines Drittel des gesamten Volumens, außerhalb des Euro-Raums bemerkbar macht. Die sichereren Anlagen in Form von Euro-Renten und Immobilien sind mit 9% bei diesem Anlagetyp kaum noch vertreten, da sie nicht die gewünschte Rendite-Chance mit sich bringen. Auch der liquide Anteil aus Bankeinlagen in Form von Spargbüchern, Tagesgeldern und ähnlichen Anlagen ist mit 5% aufgrund der geringen Rendite fast vollständig aus dem Portfolio herausgenommen wurden, um das Geld stattdessen in aussichtsreichere Bereiche zu investieren.<sup>57</sup>

<sup>56</sup> Commerzbank AG: Musterallokationen im Überblick. Frankfurt am Main, Januar 2014.

<sup>57</sup> Commerzbank AG: Privatkunden-Musterportfolio Profil: Chance. Frankfurt am Main, März 2014.

## 4.5 Tatsächliches momentanes Anlageverhalten deutscher Investoren

### 4.5.1 private Anleger

Bei dem in der Realität verfolgten Anlageverhalten deutscher Investoren zeigt sich ein massiver Unterschied zur Theorie. Laut einer Befragung des "Deutschen Sparkassen- und Giroverbands" im Jahr 2013 waren für die Deutschen die wichtigsten Leitmotive bei der Geldanlage die Sicherheit und Liquidität, die beide auf Kosten einer höheren Rendite erkaufte wurden. Dabei sagten gerade einmal neun Prozent der Befragten aus, dass sie für eine höhere Rendite zukünftig auch bereit wären, ein höheres Risiko einzugehen, während sich 63% der Befragten dies gar nicht vorstellen konnte und die restlichen 28% mit einem "eher nicht" antworteten.<sup>58</sup> Wird die nachfolgende Statistik über die Verteilung des Vermögens der Deutschen des Jahres 2012 betrachtet, bestätigt sich das Ergebnis der Umfrage.

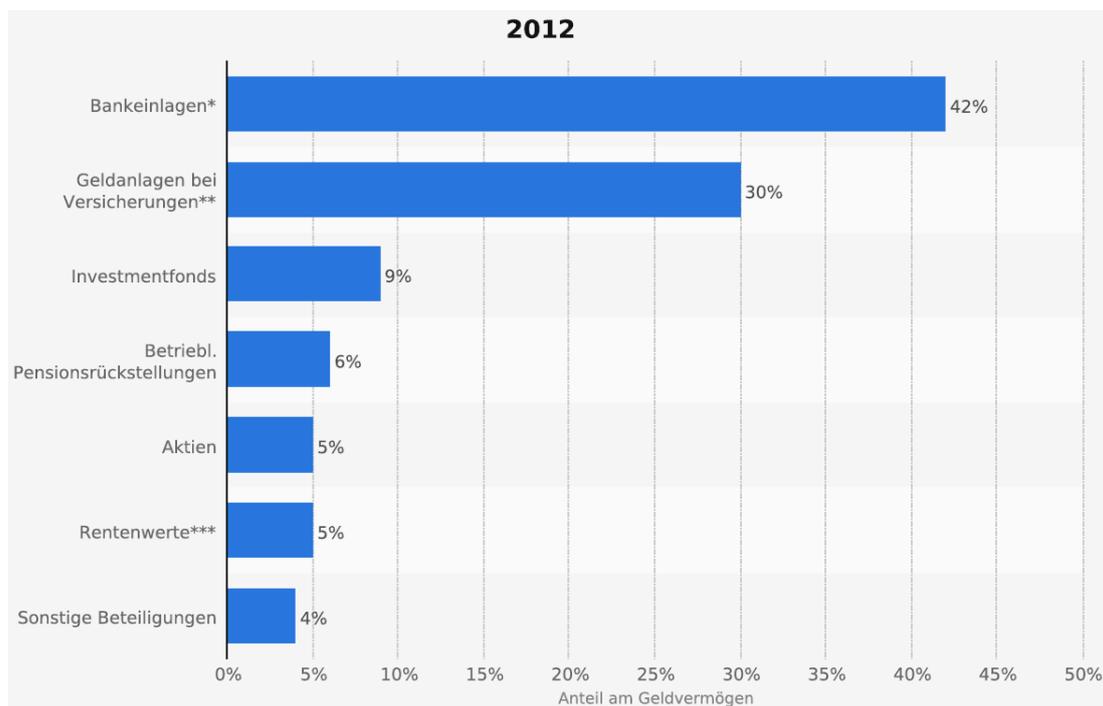


Abbildung 15: Nutzung von Geldanlagemöglichkeiten durch deutsche Sparer 2012<sup>59</sup>

<sup>58</sup> Bundesverband deutscher Banken :Deutsche setzen bei Geldanlage nicht auf Risiko. Berlin, Dezember 2013.

<sup>59</sup> Deutsche Bundesbank: Aktuelle Nutzung der Geldanlagemöglichkeiten durch deutsche Sparer. Frankfurt, Dezember 2012.

Demnach war fast die Hälfte des gesamten angelegten Vermögens der Deutschen in Bankeinlagen, wie Tagesgeldern, Termingeldern, Sparkonten, aber auch Giro-Konten, die alle insgesamt nur sehr wenige bis gar keine Zinsen bringen, wenn man das aktuelle Zinsniveau dazu betrachtet. Ein weiterer großer Block mit 30% bildeten die Versicherungen, die oft nur dann angemessene Verzinsungen für den Anleger erwirtschaften, wenn die Verträge bereits vor vielen Jahren, in Zeiten höherer Zinsen mit einem Garantie-Zins abgeschlossen wurden, der bis heute gezahlt werden muss. Mit zusammengerechnet gerade einmal 14% fällt der Block aus Wertpapieren wie Aktien, Renten und Investmentfonds aus. Hier zeigt sich erneut das sicherheitsorientierte Denken der Deutschen auf Kosten der Rendite. Doch gerade in Phasen niedriger Zinsen können hier die Zusatzrenditen erwirtschaftet werden, die nötig sind, um durch die Inflation keinen realen Vermögensverlust zu erleiden. Ein ähnliches Bild zeigt sich auch in der folgenden Befragung aus dem Jahr 2013. Hierbei wurden die Probanden gefragt, welche Möglichkeiten zur Geldanlage sie momentan nutzen würden.



**Abbildung 16: Vermögensverteilung der deutschen Sparer 2013<sup>60</sup>**

<sup>60</sup> Bundesverband deutscher Bausparkassen. Vermögensverteilung der deutschen Sparer. Berlin, Dezember 2013.

Dabei sind es erneut die allzu oft wenig renditeträchtigen Anlageformen, wie Spareinlagen, das Giro-Konto, Bausparverträge und Versicherungen, die von einem Drittel aller Befragten genutzt wurden. Auch Sachwerte, wie Immobilien finden sich hier wieder und werden von einem Viertel aller Befragten genutzt. Ein positiverer Trend ist dahingehend zu erkennen, dass immerhin 15% aller Befragten in Aktien und 7% in festverzinslichen Wertpapieren investiert sind, um ihr Vermögen so zumindest durch höhere Renditen vor Verlusten durch die jährliche Inflationsrate zu schützen.

## 4.5.2 institutionelle Anleger

Bei den institutionellen Investoren, wie zum Beispiel Stiftungen, Versicherungen, Pensionsfonds oder Bausparkassen, fällt bei allen vorrangig die Gemeinsamkeit auf, dass sie einen bestimmten Ertrag erwirtschaften müssen. Sei dieser aus einer Stiftungssatzung oder einem Garantiezins, der gegenüber einem Kunden über eine Versicherung oder einen Bausparvertrag zugesagt wurde. Aber auch Investmentfonds, die zwar in der Regel keinen Mindest-Ertrag garantieren müssen, versuchen trotzdem höchstmögliche Renditen für ihre Anleger zu investieren, um einen Kapitalabfluss zu verhindern, beziehungsweise zusätzliche Kapitalzuflüsse zu erzielen. Jedoch finden diese sich nun in der Situation wieder, dass sie mit ihrem bisherigen Anlageverhalten die zu erzielenden Erträge, bei gleichzeitiger Deckung ihrer Selbstkosten, nicht mehr erwirtschaften können.<sup>61</sup> Ein weiteres Problem sind aufsichtsrechtliche Vorgaben, die beispielsweise "höchstmögliche Sicherheit und jederzeitige Liquidität" des Versicherungsunternehmens und einen unbedingten Kapitalerhalt für Stiftungen vorschreiben. Dadurch sind die institutionellen Anleger deutlich mehr in ihrer Handlungsfähigkeit eingeschränkt, als private Investoren. Dazu kommt das Problem, dass die Institutionen deutlich höhere Beträge anlegen müssen, als der private Sparer. Die einzige Möglichkeit die bleibt, haben die Institutionen bereits selbst erkannt. Sie müssen sich neuen Anlageformen gegenüber öffnen, um weiterhin die benötigte Rendite zu erzielen. Größere Stiftungen setzen so beispielsweise auf den Kauf von Immobilien, mit deren Vermietung sie dann Erträge erwirtschaften können.<sup>62</sup> Allen institutionellen Investoren gemein ist die Entwicklung zur Ausnutzung eines breit gestreuten Portfolios, das neben den bislang hauptsächlich genutzten Rentenfonds und liquiden Mitteln auch höhere Risiken eingeht, um Rendite zu erzeugen. So rücken nun auch erhöhte Aktienquoten in den Fokus der Anlagestrategien von Versicherungen, Bausparkassen, Stiftungen und ähnlichen Institutionen, die langfristige Zahlungsverprechen einzuhalten haben<sup>63</sup>. So lag die durchschnittliche Aktienquote bei Altersvorsorgeeinrichtungen im Jahr 2011 noch bei 6% und steigerte sich allein bis 2013 schon auf rund 11%, also fast das Doppelte. Dazu wurden die Quoten an Anleihen, vor allem solcher mit staatlichen Emittenten, deutlich gesenkt. Damit diese Investment-Strategie jedoch nicht zu Verlusten führt, suchen sich die Institutionen immer häufiger Experten-Rat und setzen dadurch auf stark diversifizierte Portfolios, eine möglichst weitgehend versuchte Teilnahme an Aufwärtsbewegung und gleichzeitig auf ein aktives

---

<sup>61</sup> Ruppert, Peter: Notzustand Niedrigzins. In: Die Stiftung, 5/13. München, 18.09.2013. S. 84-85.

<sup>62</sup> Opelt, Christian. Nichelmann, Uwe. Privatkunden und Stiftungen im Beratungsgespräch - ein Vergleich. In: Die Stiftung 03/13. München. S. 66-67.

<sup>63</sup> Dr. Caspers, Friedrich: Niedrige Zinsen im Versicherungsgeschäft - Ein Ausblick. Münster, 03.06.2013

Risikomanagement, um Verluste gering zu halten oder im Idealfall zu vermeiden.<sup>64</sup> Auch alternative Investment-Konzepte rücken für institutionelle Anleger immer weiter in den Fokus. Vor allem "Total-Return-Konzepte", bei denen eine beispielsweise eine Anleihe oder eine Aktie nicht ausschließlich nach ihrer Kursentwicklung oder ihrem Zinssatz bewertet werden, sondern alle Erträge, also auch Dividende bei einer Aktie und die Kurssteigerung oder der Kursverfall einer Anleihe, in die Berechnung des Gesamtertrags mit einbezogen werden. Damit soll am Ende der Berechnung der tatsächliche Gesamtertrag, den eine Anlage unter Berücksichtigung ihrer Volatilität und weiteren Unsicherheits-Faktoren erbringt gemessen werden.<sup>65</sup>

---

<sup>64</sup> Richter, Thomas: Institutionelles Asset Management: Zwischen Renditedruck und Regulierung. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 16/17. Frankfurt am Main, 01.09.2013. S. 824-826.

<sup>65</sup> Lochmüller, Ralf: Institutionelles Asset Management im Spannungsfeld zwischen Anlegererwartungen und Niedrigzins. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen. 16-17/2013. Frankfurt am Main, 2013. S. 29-31.

## 4.5.3 Folgen dieses Verhaltens

### 4.5.3.1 Schleichende Enteignung

Ein großes Problem, welches sich aus der Kombination der niedrigen Zinsen und des momentanen Anlageverhaltens der deutschen Investoren ergibt, ist ein realer Vermögensverlust. Dieser entsteht, wenn die Rendite, die aus der Geldanlage erwirtschaftet wird, kleiner ist, als die Inflationsrate. Man spricht hierbei von einer sogenannten "schleichenden Enteignung des Sparerers". In Zahlen wurde für das Jahr 2013 ein realer Vermögensverlust für private Anleger in Höhe von 14 Milliarden Euro bei einem angesparten Privatvermögen von 5,2 Billionen Euro ermittelt, der sich nur aus dieser Problematik ergibt. Für 2014 wird sogar eine weitere Steigerung dieses Werts auf 21 Milliarden Euro prognostiziert, da man von einer Zunahme der Inflation bei gleichbleibend niedrigen Zinsen ausgeht.<sup>66</sup> Verstärkt wird dieser Effekt dadurch, dass die Deutschen nicht bereit sind mehr Risiken einzugehen, um die Rendite zu steigern, da sie Angst vor möglichen Verlusten haben, die dadurch entstehen könnten. Jedoch sind sich die meisten dabei nicht der Tatsache bewusst, dass sie durch ihr stark sicherheitsgeprägtes Denken einen definitiven Verlust erleiden, der auf Dauer deutlich höher ist, als der eventuelle, den sie vermeiden wollen. Sichtbar wird dies an einer Anlage von 2,08 Billionen Euro in Spareinlagen und 1,55 Billionen Euro in Lebensversicherungen.<sup>67</sup> So konnte man im November 2013 durchschnittlich für ein Festgeld mit einem Jahr Laufzeit eine Verzinsung von 1,5% erwarten. Vergleicht man dies mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von über 2% in den letzten Jahren, entstand für den Anleger also ein realer Verlust in Höhe von 0,5% seines Vermögens.<sup>68</sup> Betrachtet man im Juli 2014 die Tagesgeld-Konditionen vieler Banken, bieten diese oft eine Verzinsung zwischen 0,1% und 0,25% pro Jahr an. Dadurch ergibt sich sogar ein jährlicher Vermögensverlust von bis zu 2% für den Anleger. Auch in den kommenden Jahren wird von den meisten Analysten nicht erwartet, dass die Zinsen durch die Europäische Zentralbank angehoben werden. Dies bedeutet, dass sich die schleichende Enteignung der deutschen Sparer fortsetzen und bei möglichen steigenden Inflationsraten sogar noch beschleunigen wird, wenn diese kein Umdenken im Bezug auf ihre gewählte Anlagestrategie vornehmen.<sup>69</sup>

---

<sup>66</sup> Ries, Manfred: Geldanlage im Zinstief. In: Steuerconsultant 12.2013. Seite 30-34.

<sup>67</sup> Bundesverband deutscher Banken: Deutsche setzen bei Geldanlage nicht auf Risiko. Berlin, Dezember 2013.

<sup>68</sup> Heimann, Peter: Deflation - Eine Gespensterjagd. In: P.T. Magazin für Wirtschaft und Gesellschaft 04/14. Leipzig, Juli 2014.

<sup>69</sup> Mertgen, Frank: Zäsur erfordert Umdenken. In: Vom Sparer zum Anleger. Frankfurt, März 2014.

### 4.5.3.2 erhöhte Verlustrisiken

Aufgrund der Tatsache, dass es in den letzten Jahren zu mehrfachen starken Zinssenkungen durch die Europäische Zentralbank kam, ist seit 2011 erstmals innerhalb der letzten sechzig Jahre ein Zustand eingetreten ist, der dazu führt, dass der risikolose Zins nicht mehr groß genug ist, um die Inflationsrate abzudecken, wie die folgende Abbildung verdeutlicht.

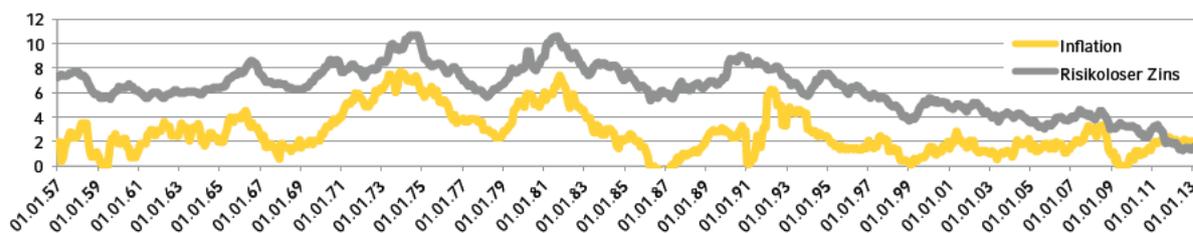


Abbildung 17: Vergleich der Inflationsrate mit dem risikolosen Zinssatz<sup>70</sup>

Als risikoloser Zins wird dabei beispielsweise der Zins einer 10-jährigen Staatsanleihe der Bundesrepublik Deutschland bezeichnet, da diese aufgrund der Top-Bonität des Landes als sicher vor Ausfällen gilt. Für die Investoren ergibt sich daraus eine Situation, in der sie die Wahl haben, ob sie die realen Vermögensverluste hinnehmen wollen, die aus der Differenz entstehen, oder ob sie ein Umdenken im Bezug auf ihre Anlagestrategie vornehmen. Im Falle von institutionellen Anlegern, wie zum Beispiel Bausparkassen oder Versicherungen, die einen bestimmten Zins gegenüber ihren Kunden garantiert haben, ist dieses Umdenken unumgänglich, da sonst für die Unternehmen Verluste entstehen, wenn sie selbst die Differenz zwischen dem garantierten und dem von ihnen am Markt erzielten Zins ausgleichen müssen.<sup>71</sup> Auch viele Privatanleger werden, vermutlich auch auf Anraten ihrer Banken oder Vermögensberatern einen Wandel ihrer Anlagestrategie vollziehen. Doch wenn sie zumindest ihr Vermögen vor den Folgen der Inflation schützen wollen, müssen die Anleger höhere Risiken als bisher eingehen, um die dafür notwendige Rendite zu erzielen. Für viele private Anleger bedeutet dies, dass sie sich erstmalig mit dem Thema "Wertpapiere" beschäftigen müssen, für die institutionellen Investoren heißt es dagegen oft, dass sie ihr Portfolio um eine höhere Aktienquote anreichern müssen, um den Renditeerwartungen gerecht zu werden. Sowohl für institutionelle, als auch private Anleger gilt jedoch, dass diese nötige neue Anlagestrategien Verlustrisiken mit sich bringt, auf die sie sich in dieser Form bisher nicht einstellen mussten. Diesem Problem kann aber nur durch eine ausreichende Diversifikation des Portfolios entgegen gewirkt werden, um

<sup>70</sup> Commerzbank AG: Schleichende Enteignung. Frankfurt, 23.08.2013.

<sup>71</sup>Lochmüller, Ralf: Institutionelles Asset Management im Spannungsfeld zwischen Anlegererwartungen und Niedrigzins. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen. 16-17/2013. S. 29-31.

zu verhindern, dass die nötige höhere Rendite letzten Endes nicht stattdessen zu einem größeren Verlust des Vermögens führt.<sup>72</sup>

---

<sup>72</sup> Schubert, Michael; Watzka, Sebastian; Hinze, Jörg; Leschus, Leon; Schnabl, Gunther: Leitzinssenkung auf historischem Allzeittief: Welche Folgen hat die Niedrigzinspolitik der EZB?. In: ifo Schnelldienst, Heft 16/2012. 2012.

### 4.5.3.3 Liquidity Trap

Die Liquidity Trap, oder auf Deutsch Liquiditätsfalle, ist ein Bestandteil der Geld- und Zinstheorie von John Maynard Keynes. Diese beschreibt eine Situation, bei der die Zinsen durch eine expansive Geldpolitik so tief gefallen sind, dass viele Anleger ihr Geld nicht mehr investieren, beziehungsweise konsumieren oder als Kredite vergeben. Stattdessen wird dieses liquide gehalten oder nur sehr kurzfristig angelegt, weil man auf eine bessere Chance zur Investition, also in der Regel eine Erhöhung der Zinsen, wartet. Dies führt dazu, dass dem Wirtschaftskreislauf Kapital entzogen wird, welches eigentlich für Investitionen gebraucht werden würde, da die potentiellen Kapitalgeber nicht mehr bereit sind, dieses zur Verfügung zu stellen.<sup>73</sup> Dies würde mehrere Folgen mit sich bringen. Für die Investoren würde sich erneut ein realer Vermögensverlust einstellen, da sie mit dem Horten des Geldes, um auf eine bessere Alternative für Investitionen zu warten, keine oder nur sehr geringe Zinsen erwirtschaften würden, die abermals nicht ausreichen, um die Inflationsrate wenigstens auszugleichen. Dadurch wäre erneut das Problem der schleichenden Enteignung der Sparer eingetreten.<sup>74</sup> Für die gesamte Volkswirtschaft würde sich aus der Liquiditätsfalle eine noch viel größere Gefahr ergeben. Dadurch, dass jegliches zusätzliches Geld in der von Keynes bezeichneten "Spekulationskasse" gehalten wird, da die Investoren auf eine Zinserhöhung oder sonstige bessere Anlagealternativen hoffen, würde eine zusätzliche Erhöhung der Geldmenge durch die Zentralbank keinen positiven Effekt auf die Konjunktur nehmen können. Desweiteren wäre durch die unterlassenen oder aufgrund von fehlenden Kapital nicht möglichen Investitionen der Unternehmer eine Entlassung von Arbeitskräften und somit eine Erhöhung der Arbeitslosigkeit in der Volkswirtschaft eine mögliche Folge. In einer solchen Situation, in der die expansive Geldpolitik versagt, weil jegliches zusätzliches in Umlauf gebrachtes Geld nur noch gehortet wird, muss der Staat selbst mit Investitionen eingreifen, um die Volkswirtschaft zu stützen. Da diese Investitionen jedoch in der Regel durch neue Schulden finanziert werden müssen, würde sich die Lage vieler Euro-Staaten, die sich ohnehin schon in einem zu großen Haushaltsdefizit befinden, noch weiter verschlimmern.<sup>75</sup>

---

<sup>73</sup> Keynes, John; übersetzt von Waeger, Fritz: Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes. Berlin, 2009. S: 146-147.

<sup>74</sup> Wermuth, Dieter: Nullzinsen: situationsgerecht, aber auf Dauer gefährlich. März 2014.

<sup>75</sup> Braunberger, Gerald: Keynes für jedermann - Die Renaissance für Krisenökonomien. Frankfurt am Main. 2010. S. 152-154.

## 5 Möglichkeiten für Lösungsansätze

### 5.1 Einschätzung zur möglichen Weiterentwicklung der Euro-Krise

Eine mögliche Zukunft für die Entwicklung der Euro-Krise abzuschätzen ist ein schwieriges Unterfangen, bei dem sich auf viele Annahmen und Schätzungen aus verschiedenen Bereichen gestützt werden muss, sodass eine definitive Aussage über die Zukunft schwer zu treffen ist. Trotzdem soll dies auf den folgenden Seiten annähernd versucht werden. Zuerst einmal ist festzustellen, dass die erste Hälfte des Jahres 2014 für viele Euro-Staaten wieder von positiven Zuwächsen ihres Bruttoinlandsprodukts geprägt waren. Die Krisen-Staaten Portugal, Spanien und Griechenland erholen sich von ihren Rückschlägen schneller, als bislang von Experten vermutet wurde. Dadurch sanken die Zinsen, die diese bis Juli 2014 am Kapitalmarkt zahlen mussten, wieder deutlich.<sup>76</sup> Begründbar ist dies auch durch ihre sinkenden Lohnstückkosten, die verbesserte Wettbewerbsfähigkeit und die erfolgreichen Reformen und Einsparungen in den nationalen Arbeitsmarkt und die öffentlichen Verwaltungen.<sup>77</sup> Allerdings lassen sich auch Wachstumsdivergenzen im Euro-Raum ausmachen. Während diese Staaten gute Zahlen präsentieren können, gibt es allerdings auch neuerliche negative Entwicklungen im Euro-Raum. So kommen Frankreich und Italien bei der Umsetzung ihrer Reformen deutlich schlechter voran, als dies von der Europäischen Union gewünscht wäre, wodurch ihre Wachstumsraten deutlich schlechter, als erhofft ausfallen. Zudem zeigen sich in den Niederlanden, Belgien, Finnland und Frankreich ähnliche Entwicklungen, wie in Spanien oder Portugal vor dem Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2009. Darunter fallen beispielsweise stark steigende Lohnstückkosten, die die internationale Wettbewerbsfähigkeiten der nationalen Industrien senkt, sowie sinkende Preise für Immobilien. Außerdem muss beachtet werden, dass die Reformen in den Krisen-Staaten zwar weitestgehend Erfolge zeigen, jedoch dafür die Staatsverschuldung der Länder weiter gestiegen ist, weswegen man noch keinesfalls von einer Entspannung der öffentlichen Haushalte reden kann. Zusätzlich kann damit gerechnet werden, dass auch der Leitzins durch die Europäische Zentralbank in den nächsten Jahren weiterhin sehr niedrig gehalten werden wird. Sogar weitere Zinssenkungen können hierbei nicht ausgeschlossen werden. Die Begründung dafür liegt darin, dass die Probleme der Kern-Staaten, wie Frankreich, Belgien oder den Niederlanden dadurch noch weiter verstärkt werden könnten. Außerdem wäre in diesem Fall ein Rückfall von Staaten, wie Griechenland, Spanien und Portugal vorhersehbar. Auch neue

---

<sup>76</sup>Commerzbank AG. Frankfurt. Wertpapierstrategie: Ausblick 2. Halbjahr 2014. Juni 2014.

<sup>77</sup>Fiskalpolitische Institutionen in der Eurozone Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen 02/2012. Berlin. S. 18.

Probleme im Bankensektor Portugal, die im Juli 2014 aufgedeckt wurden, lassen Zweifel über die positive Tendenz der Euro-Krise aufkommen. Trotz alledem wird für das Jahr 2015 mit einer moderaten Verbesserung der Lage in der Euro-Zone und weiteren Reformmaßnahmen gerechnet.<sup>78</sup> Zur zukünftigen Entwicklung der Maßnahmen durch die Europäische Union und die Europäische Zentralbank, wurden vor allem zwei Möglichkeiten diskutiert. Zum einen ein "quantitative easing"-Programm, bei dem die Zentralbank Staats- und Unternehmensanleihen direkt bei der Emission, also am Primärmarkt, statt erst später am Sekundärmarkt kauft. Dadurch würde eine direkte Liquiditätszuführung und Geldmengenerhöhung durch die EZB erfolgen, durch die die Wirtschaft unterstützt werden soll.<sup>79</sup> Die zweite Möglichkeit ist die Emission von sogenannten "Euro-Bonds". Dies sind Anleihen, die durch alle Euro-Staaten als Gesamtschuldner aufgenommen, unter den Mitgliedern verteilt und für die auch in gesamtschuldnerischer Haftung für Zins- und Tilgungsleistungen eingestanden wird. Davon würden vor allem Länder mit schlechter Bonität profitieren, da diese Anleihen gleichzeitig auch die Top-Bonitäts-Länder in die Haftung nehmen könnten. Dies würde den schwächeren Ländern eine günstigere Finanzierung am Kapitalmarkt ermöglichen. Dahingegen müssten die Staaten, die eine Top-Bonität vorweisen mit höheren Zinssätzen rechnen, da nun alle Euro-Staaten eine gemeinsame Anleihe ausgeben würden, deren Rating sich aus den Bonitäten aller, also auch der schlechteren Staaten, zusammensetzen würde. Beide Möglichkeiten wurden zwar bislang deswegen abgelehnt, dass eine gemeinsame Haftung der Euro-Staaten durch die EU-Verfassung ausgeschlossen ist, jedoch sehen viele Kritiker diese gemeinsame Haftung aufgrund der Rettungsschirme und Anleiheaufkäufe der EZB am Sekundärmarkt ohnehin bereits bestehen.<sup>80</sup>

---

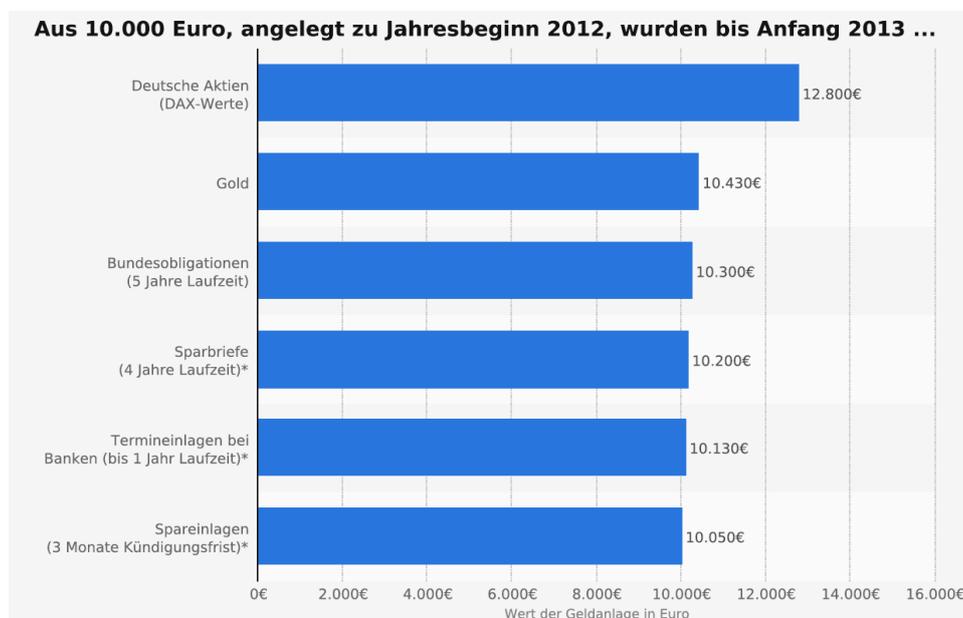
<sup>78</sup> Commerzbank AG. Frankfurt. Wertpapierstrategie: Ausblick 2. Halbjahr 2014. Juni 2014.

<sup>79</sup> Gröbe, Benjamin: Die Eurokrise erklärt. Rostock, Oktober 2012.

<sup>80</sup> Dietmar K. R. Klein: Warum denn keine Euro-Bonds?, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 2011, S. 9.

## 5.2 fiktive Maßnahmen für Investoren

Betrachtet man nun all diese Probleme, die mit der Niedrigzinsphase auf die Investoren einwirken und trifft zusätzlich die Annahme, dass die Zinsen auch in den kommenden Jahren auf einem Nahe-Null-Niveau verbleiben, stellt sich die Frage, welche Maßnahmen sowohl die institutionellen, als auch die privaten Investoren vornehmen sollten, um ihr Vermögen zu schützen und eine für sie annehmbare Rendite zu erzielen.<sup>81</sup> Betrachtet man die folgende Grafik, die zeigt, wie sich verschiedene Anlagen in deutschen Werten im Jahr 2012 angesichts der niedrigen Zinsen entwickelt haben, wird schnell klar, dass Spar- und Termineinlagen mit durchschnittlich 0,5% und 1,3% nicht mehr als einzige Anlageform in Frage kommen, da mit ihnen nicht einmal die Inflationsrate von rund 2% gedeckt werden kann. Auch Sparbriefe mit einer vierjährigen Laufzeit konnten mit durchschnittlich 2% nur zu einem Vermögenserhalt verwendet werden, brachten aber keine Überrendite über der Inflation. Deswegen sollten diese ebenfalls nicht genutzt werden, um das gesamte Vermögen anzulegen. Auch fünfjährige Bundesobligationen oder Gold brachten mit 3% beziehungsweise 4,3% kaum genug ein, um nach Abzug der Inflation einen Realzins zu erwirtschaften. Klar heraus stechen dabei die Standardwerte des Deutschen Aktienindex "DAX", die mit einer durchschnittlichen Wertentwicklung von 28% eine deutliche Mehrrendite gegenüber allen anderen aufgeführten Anlagen vorweisen konnten.

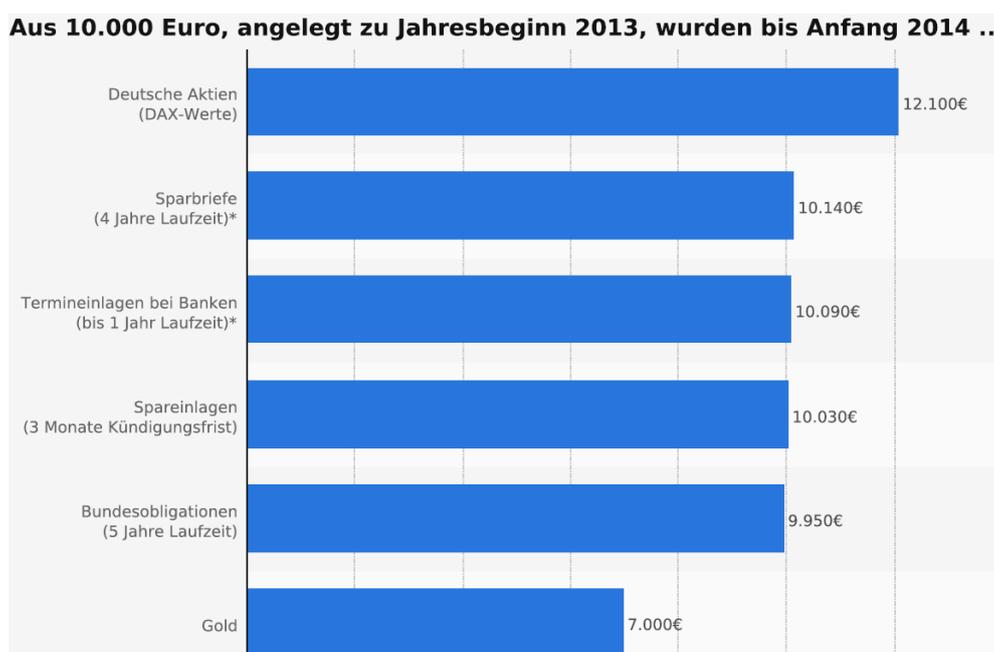


**Abbildung 18: Wertentwicklung verschiedener Geldanlagen 2012<sup>82</sup>**

<sup>81</sup> Martin, Andreas: Herausforderung Niedrigzins. Frankfurt am Main, Oktober 2013.

<sup>82</sup> Bundesverband deutscher Banken: Entwicklung verschiedener Geldanlagen 2012. Berlin, Januar 2013.

Für das Jahr 2013 wurde diese Erhebung erneut vorgenommen, um abermals zu überprüfen, wie sich die einzelnen Werte im Niedrigzinsumfeld entwickelten. Das Ergebnis, das in der folgenden Abbildung dargestellt ist, zeigt, dass weder Gold, noch fünfjährige Bundesobligationen, die sogar eine Negativrendite einbrachten, noch Spareinlagen, einjährige Termineinlagen oder Sparbriefe mit 4 Jahren Laufzeit im Durchschnitt genügend Verzinsung einbrachten, um die Inflationsrate, von knapp 2% zu decken.



**Abbildung 19: Wertentwicklung verschiedener Geldanlagen 2013<sup>83</sup>**

Ausschließlich die DAX-Werte konnten mit im Schnitt 21% Rendite genügend erwirtschaften, um einen positiven Vermögenseffekt zu erzielen. Betrachtet man diese Zahlen, wird schnell klar, dass ein Investor mit dem risikolosen allein nicht mehr in der Lage ist, einen realen Vermögensverlust zu vermeiden. Daraus folgt, dass zwingend mehr Risiken eingegangen werden müssen. Ein Problem, welches jedoch vorher angegangen werden muss, ist die Aufklärung der Investoren. Viele, vor allem private Anleger, sind sich der Situation und deren Folgen nicht bewusst, wodurch ihr schädliches Anlageverhalten und das unbedingte Festhalten an Sicherheit erklärt werden könnte. Hier liegt es in der Verantwortung der Banken, Vermögensberater und auch des Staates eine weitreichende Aufklärung und Motivation der Anleger zu betreiben, um einen weiteren realen Vermögensverlust einzudämmen und zu verhindern, indem ihnen die Folgen ihres Handelns aufgezeigt werden. Geht man dann davon aus, dass das Eingehen höherer

<sup>83</sup> Bundesverband deutscher Banken: Entwicklung verschiedener Geldanlagen 2013. Berlin, Januar 2014.

Risiken ein alternativloses Szenario ist, ist es unbedingt notwendig diese Risiken zu begrenzen. Möglich wäre dies zum Beispiel durch eine breite Streuung des Vermögens in viele verschiedene Anlageklassen. Hier wäre erneut, sowohl für private als auch institutionelle Investoren, eine professionelle Beratung zu empfehlen, um beispielsweise ein Portfolio, wie in den Punkten 4.1 - 4.4 beschrieben nachzubilden, das möglichst genau der Risikoneigung des jeweiligen Anlegers angepasst ist.<sup>84</sup> Insbesondere für die institutionellen Investoren lässt sich sagen, dass viele bereits gut auf die neuen Erfordernisse der Niedrigzinsphase reagiert und ihre Anlagestrategien dementsprechend angepasst haben. Das Eingehen weiterer nötiger Risiken zugunsten der Rendite, unter gleichzeitiger Absicherung scheint hier bereits zu erfolgen. Trotzdem verbleibt die Problematik der ausgesprochenen Garantie-Zinsen gegenüber, die zwingend vertraglich eingehalten werden müssen. Da vor allem die Altverträge in ihrer Verzinsung das heutige unter vertretbaren Risiken zu erwirtschaftende Zinsniveau übersteigen, bleiben den Institutionen nur Maßnahmen, die nicht ihrer eigenen Investments zusammenhängen. So steht im Vordergrund für viele Institutionen die Senkung von Kosten, um den Verlust aus den Garantien auszugleichen. Zusätzlich werden neue Verträge mit niedrigeren Garantie-Zinsen abgeschlossen und versucht alte, zu teure Verträge zu kündigen und durch neue zu ersetzen, um den hohen Zahlungen entgehen zu können.<sup>85</sup> Auch alternative Investment-Strategien, wie zum Beispiel die "Total-Return-Konzepte" finden immer häufiger Verwendung und ersetzen damit oft die "klassischen" Anlagestrategien, die bisher durch die institutionellen Investoren genutzt wurden.<sup>86</sup>

---

<sup>84</sup> Commerzbank AG: Wertpapierstrategie: Ausblick 2. Halbjahr 2014. Frankfurt am Main, Juni 2014.

<sup>85</sup> Dr. Caspers, Friedrich: Niedrige Zinsen im Versicherungsgeschäft - Ein Ausblick. Münster, 03.06.2013.

<sup>86</sup> Heller, Gottfried: Wie entwickeln sich die Märkte und wie machen wir das Beste daraus?. In: AssCompact Nr. 02. Bayreuth. 04.02.2014. S.60-61.

### **5.3 Versuch der Entwicklung eines Anlageleitfadens in Zeiten der Niedrigzinsphase nach Anlagementalitäten in der Commerzbank AG**

In den Punkten 4.1 bis 4.4 wurden bereits die von der Commerzbank AG erstellten Musterportfolien für vier verschiedene Risikotypen beschrieben. Da diese im März 2014 veröffentlicht wurden, kann davon ausgegangen werden, dass ihre Strategie bereits die anhaltende Niedrigzinsphase beinhaltet. Da jedoch zuletzt im Juni 2014 eine weitere Zinssenkung erfolgte, soll hier eine Weiterentwicklung der Empfehlungen der Commerzbank AG auf die neuen Gegebenheiten versucht werden.

Als Basis der Betrachtung müssen aus den Statistiken des Punktes 5.2 einige Annahmen getroffen werden. Da das Jahr 2014 noch nicht beendet ist, kann somit keine absolute Zahl über die Entwicklung der Werte des Deutschen Aktienindex genannt werden. Aus diesem Grund wird hier der Durchschnitt der Entwicklungen der Werte aus den Jahren 2012 und 2013 als Prognose angesetzt, der damit 24,5% Kurssteigerung für das Jahr 2014 bedeuten soll. Desweiteren wird zur Vereinfachung der Portfolio-Teil "Liquidität", den die Commerzbank AG anführt, als Sparkonto mit einer 3-monatigen Kündigungsfrist angenommen. Betrag dessen Verzinsung im Jahr 2013 durchschnittlich 0,3%, wie die Abbildung im vorhergehenden Punkt zeigt, kann nach einer Senkung des Leitzinses von 0,25% auf 0,15% im Durchschnitt für das Jahr 2014 von einer durchschnittlichen Verzinsung von 0,2% ausgegangen werden. Um die vorangehende Betrachtung abzuschließen, müssen nun noch die Rentenwerte im Euro-Raum beleuchtet werden. Hierzu soll der durchschnittliche Zinssatz aller Staatsanleihen der Euro-Staaten mit einer zehnjährigen Laufzeit stellvertretend dienen. Lag dieser vor der letzten Zinssenkung im Juni noch bei 3,23%, betrug er Anfang August bereits nur noch 2,91%.<sup>87</sup> Für Immobilien, Rohstoffe und Werte, die nicht aus dem Euro-Raum stammen, soll für diese Betrachtung dieselbe Rendite angenommen werden, die durch die Commerzbank AG angesetzt wurde. Das Ziel der folgenden Seiten soll es nun sein, die Portfolien aus den Punkten 4.1 - 4.4 so weiterzuentwickeln und umzustrukturieren, dass trotz der veränderten Zinsbedingungen möglichst trotzdem die selbe Rendite erzielt werden kann, die anhand der folgenden Modellrechnungen durch die Commerzbank AG angestrebt werden würde.

#### **Stabilitätsorientierte Anleger**

Die Commerzbank AG sieht für den stabilitätsorientierten Anleger einen Liquiditätsanteil von 15% und einen Anteil von Renten aus dem Euro-Raum von 53%

---

<sup>87</sup> EZB: Euro area yield curves. Frankfurt am Main, August 2014.

vor. Eine Senkung des Leitzinses führte also dazu, dass der liquide Anteil sich statt 0,3% mit nur noch 0,2% verzinste, was eine Renditeschwächung von 0,015% für das gesamte Portfolio bedeutet. Der Anteil an Euro-Anleihen wird hingegen stärker getroffen, da seine Verzinsung von 3,23% auf 2,91% fällt und er den größten Teil der gesamten Anlage ausmacht. Hierdurch entsteht eine Minderung der Gesamt-Rendite um 0,1696%. Insgesamt verliert das Musterdepot also im Modell 0,1846% Ertragskraft durch die letzte Zinssenkung der Europäischen Zentralbank. Die einzige Lösung, um die Zusammensetzung des Portfolios nicht zu stark umstrukturieren zu müssen und damit den ursprünglichen Sicherheitsgedanken zu zerstören, wäre eine Umschichtung von 1% der liquiden Mittel in 1% europäische, hier stellvertretend deutsche Aktien. Dies würde bei einer angenommenen Aktienentwicklung von 24,5% sogar eine Steigerung der gesamten Portfolio-Rendite über die ursprünglich geplante bedeuten. Dementsprechend entstünde selbst nach der Zinssenkung durch die EZB noch eine Steigerung der Ertragskraft des gesamten Depots von 0,0584%. Wichtig ist hierbei eine Streuung in verschiedene Aktien, um das Risiko begrenzt zu halten.

### **Einkommensorientierte Anleger**

Bei den einkommensorientierten Anlegern fällt die Senkung des Leitzinses von Juni bereits weniger ins Gewicht. Dadurch, dass hier der liquide Anteil bereits auf 13% und der Anteil an Euro-Renten auf 33% gesenkt wurden, ergibt sich durch die Minderung der Zinsen nur eine Verringerung der Rendite um 0,1146% für das gesamte angelegte Vermögen. Ersetzt man auch hier erneut nur 1% der schlecht verzinsten liquiden Mittel durch europäische Aktien, entsteht insgesamt nach der jüngsten Zinssenkung im Juni 2014 eine Überrendite von 0,1284% gegenüber dem Depot der Commerzbank AG. Aber auch hier muss wieder darauf geachtet werden, dass diese zusätzliche Beimischung von Aktien auch zusätzliche Risiken bergen, die man durch eine breite Streuung minimieren sollte. Alternativ wäre es auch möglich, von den liquiden Mitteln weiter in Anleihen zu investieren, allerdings wäre hierbei fast das 10fache an Umschichtung gegenüber den 1% nötig, um denselben Effekt zu erzielen. Dadurch wäre das Portfolio stärker umstrukturiert, als an dieser Stelle gewollt ist.

### **Wachstumsorientierte Anleger**

Durch den ohnehin bereits sehr aktienlastigen Anteil der gesamten Zusammensetzung, ändert sich für den wachstumsorientierten Anleger durch die Zinssenkung nur wenig an der Rendite. Mit gerade einmal 7% Liquidität und 17% Anleihen in Euro, sinkt diese um nur 0,0614%. Setzt man erneut die Vorgehensweise

der beiden vorangegangenen Anlegertypen an, würde eine ein-prozentige Umschichtung von Liquidität in Aktien nach der Senkung des Leitzinses sogar einen Mehrertrag von 0,1816% für das gesamte Portfolio bedeuten.

### **Chancenorientierte Anleger**

Aufgrund der Tatsache, dass der chancenorientierte Anleger am ehesten bereit ist Risiken einzugehen, wenn er dafür eine höhere Rendite erzielen kann, ist die Quote an liquiden Mitteln mit 5% auch am geringsten. Dazu sind die Anleihen aus dem europäischen Raum mit 7% ebenfalls deutlich geringer, als bei den vorangegangenen. Aufgrund der Tatsache, dass diese beiden Positionen derartig reduziert wurden, reagiert das Portfolio in seiner Gesamtheit auch kaum negativ auf die Zinssenkung der EZB. Tatsächlich entsteht durch diese nur eine Schmälerung des Ertrags um 0,0274%. Angesichts des Fakts, dass dieses Depot bereits nur noch 5% liquide Mittel enthält und eine gewisse Sicherheitsreserve immer bestehen bleiben sollte, wäre es hier zu überdenken, ob man statt des 1% Liquidität stattdessen 1% der Euro-Anleihen in Aktien tauscht. Um die Vergleichbarkeit zu wahren, soll hier jedoch erneut der Tausch von liquiden Mitteln in Aktien erfolgen. Demnach würde nach der Abänderung des Portfolios und der Senkung des Leitzinses für den chancenorientierten Anleger eine Überrendite von 0,2156% entstehen, was vor allem im Vergleich zu den vorangegangenen Anlagementalitäten nochmal eine deutliche Steigerung ausmacht. Begründen lässt sich dies durch den geringen Anteil am Depot, der von der Zinssenkung direkt negativ betroffen wird, während dieser bei den bisher betrachteten deutlich höher ausfiel und somit auch die Rendite stärker reagierte.

## 6 Fazit

Eingangs dieser Arbeit wurde die Frage über eine mögliche weitere Entwicklung der Niedrigzinsphase, in der sich Europa momentan befindet, aufgeworfen. Nach der Betrachtung aller Einflussfaktoren muss zuerst einmal die Feststellung gemacht werden, dass die Eurokrise auf keinen Fall beendet ist. Zwar ist bei vielen der Staaten, die in eine Notstands-Situation geraten sind, bereits eine deutliche Besserung erkennbar, jedoch führen immer noch gravierende neue Entwicklungen zu einem erneuten Aufflammen der Krise. Zudem zeigen sich beunruhigende Entwicklungen in den Kernstaaten der Europäischen Union, die dringend genauer beobachtet werden müssen. Daher steht der Schluss nahe, dass die Phase der niedrigen Zinsen auch in den kommenden Jahren anhalten wird, da die Europäische Zentralbank weiterhin versucht die europäische Konjunktur zu stützen und aus der Krise zu begleiten. Desweiteren wurde zu Beginn die Problematik angesprochen, wie die deutschen Investoren angesichts der niedrigen Zinsen ihr Geld investieren, um möglichst keinen Verlust an Rendite erleiden zu müssen. Hierbei ergab sich bei dem Vergleich der privaten und der institutionellen Anleger ein stark differenziertes Bild. Während Institutionen wie Bausparkassen, Pensionsfonds und Versicherungen längst das Problem erkannt haben und ihre Investments von Zinstiteln auf größere Aktienpositionen, sowie alternative Investmentstrategien umgestellt haben, scheinen die meisten privaten Anleger immer noch an ihrem alten sicherheitsgeprägten Denken festzuhalten. Was dabei jedoch die meisten vermutlich nicht wissen, ist die Tatsache, dass durch ihre Investition in kaum verzinste Bankeinlagen oder Anleihen nicht einmal die Inflationsrate von jährlich rund 2% abgedeckt wird. Dadurch entsteht den deutschen Sparern jährlich ein realer Vermögensverlust in Milliardenhöhe, der auch in den kommenden Jahren immer weiter steigen wird, wenn kein Umdenken eintritt. Um dieser Thematik entgegenzutreten bietet diese Arbeit einen Leitfaden zur Investition, angelehnt an den Musterportfolien der Commerzbank AG. Dabei zeigte sich eindrucksvoll, wie stark die Rendite eines gesamten Depots momentan durch die Beimischung höherer Aktienpositionen positiv beeinflusst werden kann und wie sehr liquide Mittel, wie sie vor allem die privaten deutschen Anleger momentan bevorzugen, die Ertragskraft schmälern. Jedoch muss immer bedacht werden, dass eine zusätzliche Aktienposition auch immer neue Risiken mit sich bringt, die man durch eine breite Streuung in verschiedenen Titel minimieren muss. Allerdings scheint diese Strategie eine der wenigen zu sein, die in der aktuellen Phase eine angemessene Rendite hervorbringen können. Somit kann abschließend festgestellt werden, dass eine Motivation und Aufklärung der deutschen Investoren unbedingt erfolgen muss, um dem realen Vermögensverlust in den kommenden Jahren entgegenwirken zu können. Dabei sollten sich vor allem die Banken, Vermögensberater und auch der Staat in der Verantwortung sehen. Eventuelle

folgende Arbeiten könnten sich dementsprechend noch mit der Frage beschäftigen, wie diese Aufklärung erfolgen könnte und welche Mittel zur Motivation der Anleger zur Verfügung stehen. Auch eine Betrachtung der Entwicklung der Kern-Staaten der Europäischen Union, die für den Fortgang der Niedrigzinsphase entscheidend sein könnten, wäre eine mögliche weitere Forschungsquelle.

## Quellenverzeichnis

Braunberger, Gerald: Keynes für jedermann - Die Renaissance für Krisenökonomien. Frankfurt am Main. 2010.

Bundesministerium der Finanzen: Fiskalpolitische Institutionen in der Eurozone. Berlin, 02/2012.

Bundesministerium der Finanzen: Monatsbericht Februar 2013. Berlin, März 2013.

Bundesministerium der Finanzen: Monatsbericht November 2011. Berlin, Dezember 2011.

Bundesministerium für Finanzen und Wirtschaft, Europäische Stabilitätsmechanismen. Berlin, April 2013.

Bundesministerium für Finanzen und Wirtschaft, Fiskalpolitische Institutionen in der Eurozone. Berlin, 30.10.2012.

Bundesministerium für Finanzen und Wirtschaft,, Neue haushaltspolitische Überwachung der EU. Berlin, April 2013.

Bundesministerium für Finanzen und Wirtschaft: Das europäische Konjunkturprogramm. Berlin.

Bundesministeriums der Finanzen: Monatsbericht April 2013/2014. Berlin, April 2014.

Bundesverband deutscher Banken: Deutsche setzen bei Geldanlage nicht auf Risiko. Berlin, Dezember 2013.

Bundesverband deutscher Banken: Entwicklung verschiedener Geldanlagen 2012. Berlin, Januar 2013.

Bundesverband deutscher Banken: Entwicklung verschiedener Geldanlagen 2013. Berlin, Januar 2014.

Bundesverband deutscher Bausparkassen. Vermögensverteilung der deutschen Sparer. Berlin, Dezember 2013.

Bundeszentrale für politische Bildung: Euro am Scheideweg?, Nr. 22. Berlin, April 2012.

Cairns, Andrew: Interest Rate Models An Introduction. New Jersey, 2004.

Commerzbank AG: Musterallokationen im Überblick. Frankfurt am Main, Januar 2014.

Commerzbank AG: Privatkunden-Musterportfolio Profil: Chance. Frankfurt am Main, März 2014.

Commerzbank AG: Privatkunden-Musterportfolio Profil: Einkommen. Frankfurt am Main, März 2014.

Commerzbank AG: Privatkunden-Musterportfolio Profil: Stabilität. Frankfurt am Main, März 2014.

Commerzbank AG: Privatkunden-Musterportfolio Profil: Wachstum. Frankfurt am Main, März 2014.

Commerzbank AG: Schleichende Enteignung. Frankfurt am Main, 23.08.2013.

Commerzbank AG: Wertpapierstrategie: Ausblick 2. Halbjahr 2014. Frankfurt am Main, Juni 2014.

Deutsche Bundesbank: Aktuelle Nutzung der Geldanlagemöglichkeiten durch deutsche Sparer. Frankfurt am Main, Dezember 2012.

Deutsche Bundesbank: Europäische Staatsschuldenkrise - Ursachen und Lösungsansätze. Frankfurt am Main, 20.12.2011.

Deutsche Bundesbank: Ist die Eurokrise vorbei ?. Frankfurt am Main, Mai, 2014.

Dr. Broer, Michael; Prof. Dr. Henke, Klaus-Dirk; Prof. Dr. Dr. Zimmermann, Horst: Die europäische Staatsschuldenkrise als neue Herausforderung für die Europäische Union. In: WiSt Heft 8. August 2012.

Dr. Caspers, Friedrich: Niedrige Zinsen im Versicherungsgeschäft - Ein Ausblick. Münster, 03.06.2013.

Europäische Zentralbank: Timeline of the financial crisis. Frankfurt am Main, Mai 2014.

Eurostat: Brutto-Schulden-Einkommensquotient der privaten Haushalte. Luxemburg, Juni 2012.

Eurostat: Entwicklung des italienischen Staatshaushaltes ab 1995. Luxemburg, 2011.

Eurostat: Staatsschulden Portugals im Vergleich zum BIP. Luxemburg, 2013.

Eurostat: Staatsverschuldung Griechenlands im Vergleich zum BIP. Luxemburg, 2013.

EZB: Euro area yield curves. Frankfurt am Main, August 2014.

EZB: Key interest rates. Frankfurt am Main, 2014.

EZB: Die Geldpolitik der EZB, Frankfurt am Main, Mai 2011.

Feri EuroRating Services: Bonitätsprobleme in Europa waren absehbar. Bad Homburg. Juni 2010.

Gröbe, Benjamin: Die Eurokrise erklärt. Rostock, Oktober 2012.

Heimann, Peter: Deflation - Eine Gespensterjagd. In: P.T. Magazin für Wirtschaft und Gesellschaft 04/14. Leipzig, Juli 2014.

Heller, Gottfried: Wie entwickeln sich die Märkte und wie machen wir das Beste daraus?. In: AssCompact Nr. 02. Bayreuth. 04.02.2014.

Institut für Genossenschaftswesen: Finanzielle Repression. Münster, 3. Juni 2013.

Internationaler Währungsfonds, Italy: Deeper Structural Reforms Needed to Jumpstart Growth and Create Jobs. Washington D.C., 26.09.2013.

Internationaler Währungsfonds: IMF Country Report No. 13/298 ITALY. Washington D.C., 23.09.2013.

Jubin, Marius: Die internationale Finanzkrise. Hamburg, 2008.

Keynes, John; übersetzt von Waeger, Fritz: Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes. Berlin, 2009.

Klein, Dietmar K. R.: Warum denn keine Euro-Bonds?, In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen. Frankfurt am Main, 2011.

Lochmüller, Ralf: Institutionelles Asset Management im Spannungsfeld zwischen Anlegererwartungen und Niedrigzins. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen. 16-17/2013. Frankfurt am Main, 2013.

Martin, Andreas: Herausforderung Niedrigzins. Frankfurt am Main, Oktober 2013.

Mertgen, Frank: Zäsur erfordert Umdenken. In: Vom Sparer zum Anleger. Frankfurt, März 2014.

Nahari, Mohamed: Europäische Finanzmarktintegration und transatlantische Bankenkrise Institutionelle Entwicklungen, theoretische Analyse und Reformoptionen. Hamburg, 2013.

Neubäumer, Renate: Eurokrise: Keine Staatsschuldenkrise, sondern Folge der Finanzkrise. In: Wirtschaftsdienst 2011/2012. 06.10.2012.

Opelt, Christian; Nichelmann, Uwe: Privatkunden und Stiftungen im Beratungsgespräch - ein Vergleich. In: Die Stiftung 03/13. München. März 2013.  
Pohl, Detlef: Sichere Geldanlage. Freiburg, 2009.

Prof. Dr. Kreiß, Christian: Spanien vor der Finanzkrise. In: Wirtschaftswissenschaftliches Studium Heft 1. Frankfurt am Main, Januar 2009.

Regling, Klaus; Strauch, Rolf: Der ESM und die Geldpolitik - wie passt das zusammen?. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 10. Frankfurt am Main, 15.05.2014.

Richter, Thomas: Institutionelles Asset Management: Zwischen Renditedruck und Regulierung. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 16/17. Frankfurt am Main, 01.09.2013.

Ries, Manfred: Geldanlage im Zinstief. In: Steuerconsultant 12.2013.

Ruppert, Peter: Notzustand Niedrigzins. In: Die Stiftung, 5/13. München, 18.09.2013.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Globale und spezifische Ursachen der Eurokrise. Wiesbaden, 2011.

Sauerland, Cordula: Renditen europäischer Staatsanleihen. In: <http://www.markt-daten.de/charts/zinsen/staatsanleihen-eu.htm>. Hamburg, 2014.

Schubert, Michael; Watzka, Sebastian; Hinze, Jörg; Leschus, Leon; Schnabl, Gunther: Leitzinssenkung auf historischem Allzeittief: Welche Folgen hat die Niedrigzinspolitik der EZB?. In: ifo Schnelldienst, Heft 16/2012. 2012.

Stelter, Daniel: Die Krise ... ist vorbei ... macht Pause ... kommt erst richtig, München, 2014.

Sutter, Matthias: Der Stabilitäts- und Wachstumspakt in der Europäischen Währungsunion. Darmstadt.

Wermuth, Dieter: Nullzinsen: situationsgerecht, aber auf Dauer gefährlich. März 2014.

Wittmann, Walter: Von der Finanzkrise zur Schuldenkrise. In: Review of Economics 62. 2011.

## **Ehrenwörtliche Erklärung**

"Ich erkläre hiermit ehrenwörtlich",

1. dass ich meine Bachelorthesis mit dem Thema

"Beurteilung der Anlagementalität deutscher Investoren im aktuellen  
Niedrigzinsumfeld der Europäischen Zentralbank"

ohne fremde Hilfe angefertigt habe,

2. dass ich die Übernahme wörtlicher Zitate aus der Literatur sowie die Verwendung  
der Gedanken anderer Autoren an den entsprechenden Stellen innerhalb der Arbeit  
gekennzeichnet habe und

3. dass ich meine Bachelorthesis bei keiner anderen Prüfung vorgelegt habe.

Ich bin mir bewusst, dass eine falsche Erklärung rechtliche Folgen haben wird.

---

Ort, Datum

---

Unterschrift

## Thesen

Viele Staaten befinden sich vor allem wegen der Verschuldung der privaten Haushalte in einer Krise. Große Teile der Staatsschuldenkrise sind zurückzuführen, auf die zu wenig risikobewusste Kreditvergabe der Finanzbranchen und die daraus entstanden Fehlentwicklungen in den einzelnen Volkswirtschaften, die nach dem Zusammenbruch gestützt werden mussten.

Die Finanzkrise war der finale Auslöser der Euro-Krise, die der Grund für die Niedrigzinsphase ist.

Die Anleger verlieren durch ihr Verhalten real Vermögen, da die Inflation die erhaltenen Zinsen übersteigen. Die Folge ist eine schleichende Enteignung. Dieser kann nur durch das Eingehen höherer Risiken entgegengewirkt werden.

Vor allem private Anleger investieren ihr Geld nicht richtig. Sie halten zu sehr an konservativen Sparformen, wie Sparbüchern und Tagesgeld fest, anstatt ihr Vermögen zu diversifizieren, um die Rendite zu erhöhen. Dadurch erleiden sie reale Vermögensverluste.

Die institutionellen Anleger haben die Probleme und Herausforderungen der Niedrigzinsphase erkannt. Sie haben Schritte eingeleitet, um diesen entgegen zu wirken und agieren damit rationaler, als viele der privaten Investoren.