

S

SECURITY

Kapitalanlage Aktiengesellschaft

Studie der Security Kapitalanlage AG
- Europäische Fiskalunion – Für und Wider? –



Analyse, Abschluss am 19. Juni 2012

Inhaltsverzeichnis

1.	Europäische Fiskalunion – für und wider?	3
2.	Tabelle 1: Makroökonomische Faktoren ausgewählter Länder	4
3.	Tabelle 2: Refinanzierungsbedarf Euro-Länder	6
4.	Abbildung 1: Refinanzierungsbedarf in Relation zum BIP	7
5.	Abbildung 2: Zinslandschaft - Euro-Länder	8
6.	Abbildung 3: Veränderung Refinanzierungszinssatz - EU- Finanzierungsvehikel	9
7.	Abbildung 4: Barwert – Finanzierungsvehikel	10
8.	Abbildung 5: Barwertvorteil in EUR	10
9.	Abbildung 6: Ökonomischer Gewinn/Verlust für Einzelstaaten	11
10.	Abbildung 7: Ökonomischer Gewinn/Verlust in Relation zum BIP	13
11.	Fazit:	14

1. Europäische Fiskalunion – für und wider?

Europas Politiker sind seit einigen Jahren mehr mit „REAGIEREN“ als mit „AGIEREN“ beschäftigt. Viele Verantwortungsträger fürchten sich davor, eine europaweite Haftung für einzelne Staaten zu übernehmen – ganz egal, in welcher Form auch immer. Gemäß einem ökonomischen Grundprinzip sollten sowohl die Vorteile als auch die Nachteile im Vorfeld der Entscheidungsfindung abgewogen werden. In Europa hat man allerdings das Gefühl, dass Entscheidungen häufig auf populistischen anstatt von analytischen Grundlagen getroffen werden.

Im ersten Schritt dieser Studie werden makroökonomische Faktoren und Ungleichgewichte analysiert. Europa ist ein Land von unterschiedlichen Geschwindigkeiten. Einige Nationalstaaten haben die seit 2008 andauernde Krise gut überstanden, wohingegen andere Länder in erhebliche Schwierigkeiten geraten sind.

2. Tabelle 1: Makroökonomische Faktoren ausgewählter Länder

ausgewählte Länder	BIP aktuell vs. 2008	BIP in % (2012)	Verschuldung in % BIP (2012)	Leistungs-bilanz (2012)	Staatshaushalt %-BIP (2012)	Arbeitslosen-rate (2012)	Inflation (2012)
Deutschland	3,92%	0,80%	79,00%	5,10%	1,30%	6,70%	2,10%
Frankreich	3,28%	0,20%	87,70%	-2,00%	-4,40%	10,20%	2,20%
Italien	0,32%	-1,90%	122,00%	-2,40%	-2,30%	10,20%	3,20%
Spanien	-1,32%	-1,70%	74,80%	-2,60%	-6,50%	24,30%	1,90%
Niederlande	1,28%	-0,80%	69,50%	7,80%	-5,10%	6,20%	2,30%
Belgien	6,33%	0,00%	98,40%	0,10%	-3,10%	7,40%	2,70%
Österreich	6,19%	0,60%	74,00%	2,80%	-3,30%	3,90%	2,30%
Griechenland	-7,66%	-7,10%	144,00%	-6,90%	-7,80%	21,90%	-0,10%
Finnland	3,18%	1,20%	52,80%	-0,70%	-0,66%	7,50%	3,00%
Portugal	-0,61%	-3,40%	119,80%	-4,50%	-4,80%	15,40%	2,80%
Irland	-13,09%	-1,00%	115,20%	0,08%	-13,10%	14,50%	1,19%
Slowakei	7,21%	0,45%	48,56%	-0,25%	-4,90%	13,30%	3,20%
Eurozone	1,84%	-0,40%	90,90%	0,00%	-3,60%	11,00%	2,40%
USA	5,62%	2,20%	103,60%	-3,20%	-7,60%	8,20%	2,20%
Canada	11,60%	2,10%	86,20%	-2,30%	-3,50%	7,30%	2,10%
UK	5,14%	0,20%	87,20%	-1,50%	-7,80%	8,20%	2,80%
Schweiz	5,09%	0,70%	48,90%	13,40%	0,30%	3,20%	-0,30%
China	50,16%	8,20%	18,30%	2,30%	-2,30%	4,10%	3,70%

Source: Eigene Ber. EIU Morgan Stanley EIU EIU EIU EIU EIU
 Bloomberg Bloomberg Bloomberg Bloomberg Bloomberg Bloomberg letzter Wert
 Bloomberg

Quelle: Bloomberg, Morgan Stanley, EIU, Eigene Berechnungen

Wie in der Tabelle 1 ersichtlich, weisen Länder wie Spanien, Griechenland, Irland oder Portugal gegenwärtig ein geringeres BIP auf als im Jahr 2008 vor dem Ausbruch der gegenwärtigen Krise. Besonders positiv konnte sich China entwickeln, deren nominelles BIP Ende 2011 um mehr als 50% über dem Niveau von 2008 liegt. Österreich hat die Krise bisher gut gemeistert und konnte das BIP im Referenzzeitraum um 6,19% steigern.

Die ökonomischen Ungleichgewichte werden vor allem durch die Leistungsbilanzüberschüsse bzw. –defizite offensichtlich. Wenig konkurrenzfähige Länder wie beispielsweise Spanien oder Griechenland weisen ein deutliches Defizit auf wohingegen konkurrenzfähige Länder wie Deutschland oder Österreich Überschüsse erzielen. Auch hinsichtlich der Arbeitslosenrate und der Verschuldungsquote sind deutliche Diskrepanzen ersichtlich.

Die Maastricht-Kriterien beinhalten, dass die Staatsverschuldung in Relation zum BIP die 60%-Grenze nicht übersteigen darf. Wie in Tabelle 1 ersichtlich, haben viele der dargestellten Länder diese Grenze verletzt. Auch beim Budget-Defizit, welches selbst in Rezessionen maximal 3% ausmachen darf, wird offensichtlich, dass sehr viele

Länder noch erheblichen Reformbedarf haben, um ihre Staatshaushalte wieder in Ordnung zu bringen.

Unserer Einschätzung nach sind die europäischen Länder aktuell sehr bemüht, Reformen umzusetzen und strukturelle Verbesserungsmaßnahmen anzustreben. Als Problem verbleiben unausgewogene Refinanzierungskosten, die jedoch auf nationalstaatlicher Ebene nicht entscheidend verbessert werden können. In der politischen Diskussion findet eine analytische Diskussion einer für alle akzeptable Refinanzierungsvariante wenig Bedeutung.

Dies haben wir zum Anlass genommen, um eine Simulation einer Fiskalunion durchzuführen und die Vorteile bzw. Nachteile für die jeweiligen Länder exemplarisch darzustellen. Dafür konzentrieren wir uns im ersten Schritt auf den Refinanzierungsbedarf der Euro-Länder.

3. Tabelle 2: Refinanzierungsbedarf Euro-Länder

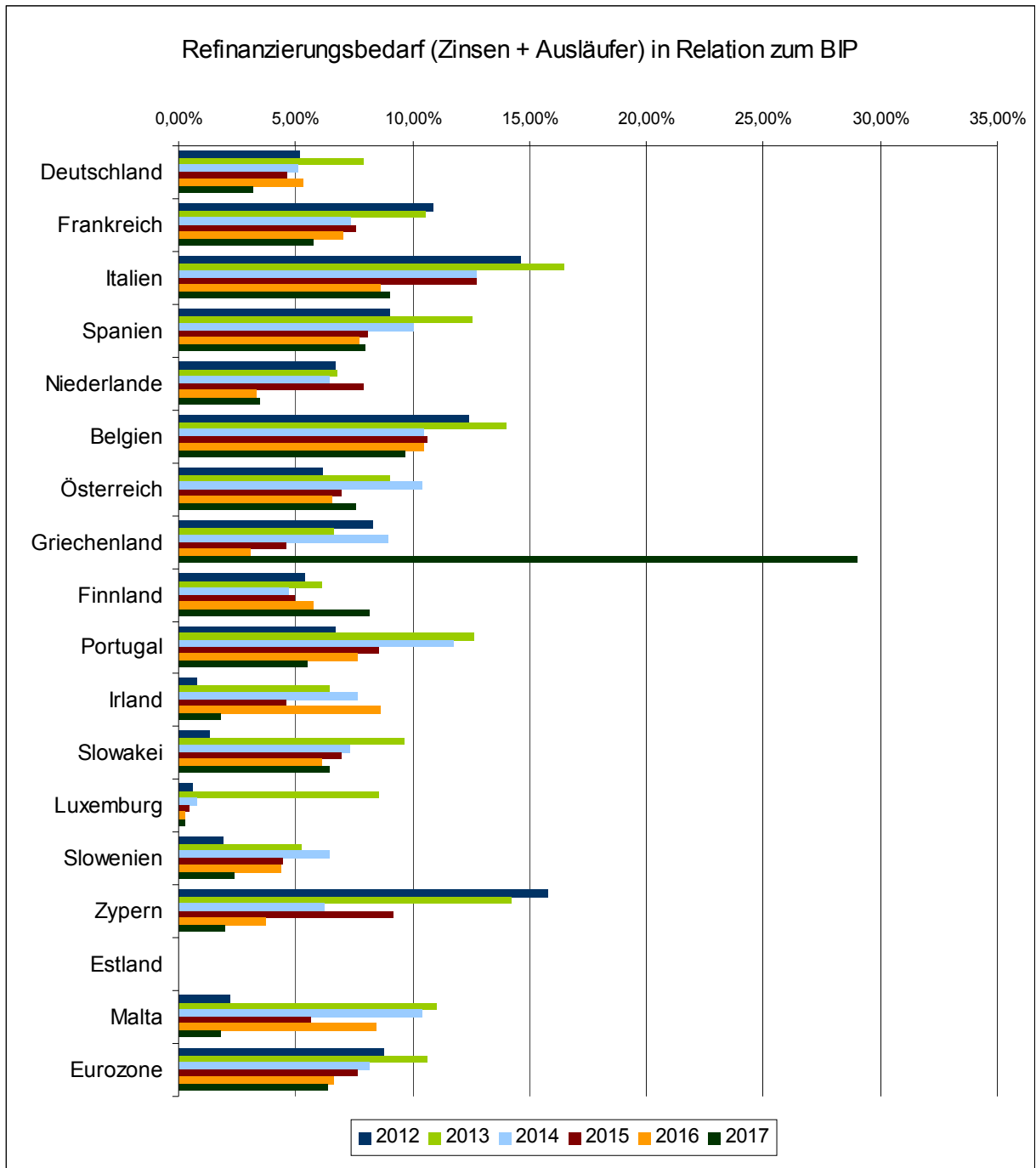
Länder	BIP (per 12/2011)		Zinszahlungen + Ausläufer (in Mio. EUR)					
	in Mio. EUR	in % EU 27	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Deutschland	2.570.800	27,3%	132.532	202.580	131.306	119.349	136.188	82.408
Frankreich	1.996.583	21,2%	216.824	211.398	147.609	151.511	139.911	114.753
Italien	1.580.220	16,8%	230.778	260.431	201.790	201.035	136.623	142.479
Spanien	1.073.383	11,4%	96.914	134.654	107.826	87.178	82.691	85.540
Niederlande	602.105	6,4%	40.480	40.699	38.659	47.777	19.826	20.652
Belgien	368.304	3,9%	45.716	51.576	38.610	39.106	38.567	35.661
Österreich	300.241	3,2%	18.605	27.146	31.333	20.950	19.790	22.750
Griechenland	215.088	2,3%	17.921	14.309	19.226	9.848	6.510	62.404
Finnland	191.571	2,0%	10.314	11.734	9.091	9.581	11.101	15.684
Portugal	170.928	1,8%	11.455	21.594	20.115	14.675	13.080	9.433
Irland	156.438	1,7%	1.264	10.055	11.943	7.220	13.542	2.755
Slowakei	69.058	0,7%	910	6.671	5.026	4.835	4.206	4.457
Luxemburg	42.822	0,5%	249	3.668	350	195	124	120
Slowenien	35.639	0,4%	676	1.881	2.301	1.595	1.553	846
Zypern	17.761	0,2%	2.805	2.521	1.103	1.623	656	355
Estland	15.973	0,2%						
Malta	6.426	0,1%	141	710	670	364	540	114
Eurozone	9.413.340	100,0%	827.584	1.001.627	766.958	716.842	624.908	600.411

Quelle: Bloomberg, Eigene Darstellung

Wie in der Tabelle 2 ersichtlich, haben die Euro-Länder in den kommenden fünf Jahren einen Refinanzierungsbedarf von rund EUR 4,5 Billionen – das entspricht knapp 50 % des Bruttoinlandsproduktes. Hierbei handelt es sich um eine sehr vorsichtige Schätzung, da zur Berechnung des Finanzierungsbedarfs lediglich Zinszahlungen sowie der Kapitalbedarf zur Rückzahlungen von Schuldverschreibungen herangezogen werden. Nicht berücksichtigt werden Budget-Defizite und sonstige Posten wie z.B. schlagende werdende Haftungen. Alleine eine Berücksichtigung des prognostizierten Defizits für die Eurozone im Jahr 2012 würde den Refinanzierungsbedarf für die Eurozone um rund EUR 340 Mrd. erhöhen. Ziel der Studie ist es, grundsätzlich und vor allem analytisch zu hinterfragen, ob ein weiteres Zusammenrücken in Europa Sinn ergibt. Aufgrund dessen, dass die Prognosen des Budget-Defizites in der Vergangenheit stark von der ex-post Betrachtung abweichen, wird dieser Faktor in der zugrundeliegenden Studie nicht weiter berücksichtigt.

Um die Relevanz für einzelne Länder darstellen zu können, empfiehlt es sich, den Refinanzierungsbedarf auch in Relation zum Bruttoinlandsprodukt darzustellen.

4. Abbildung 1: Refinanzierungsbedarf in Relation zum BIP

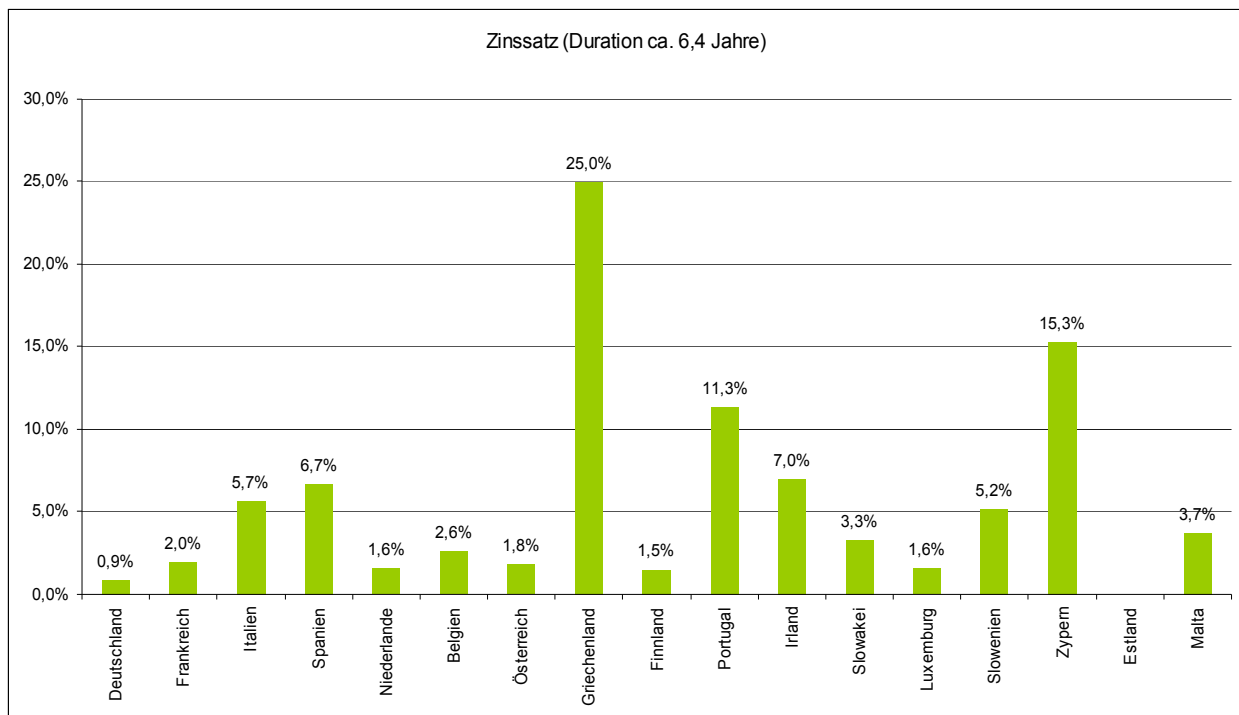


Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen (1.7.2012 – 31.12.2017)

Wie in Abbildung 1 ersichtlich, haben Italien, Spanien und Zypern in den nächsten Quartalen einen erhöhten Finanzierungsbedarf. Dies erhöht deren Anfälligkeit auf Zinsspekulationen, da im Falle eines deutlichen Zinsanstieges, wie er beispielsweise gegenwärtig in Spanien zu beobachten ist, die Belastung für den betreffenden Staatshaushalt massiv ansteigt.

Um den ökonomischen Wert einer einheitlichen Finanzierungsvariante darzustellen, wird in dieser Studie unterstellt, dass der Refinanzierungsbedarf entweder zum gegenwärtigen Zinssatz des betreffenden Landes verlängert werden kann oder alternativ zum Zinssatz, den der EFSF für seine Emissionen bezahlen muss.

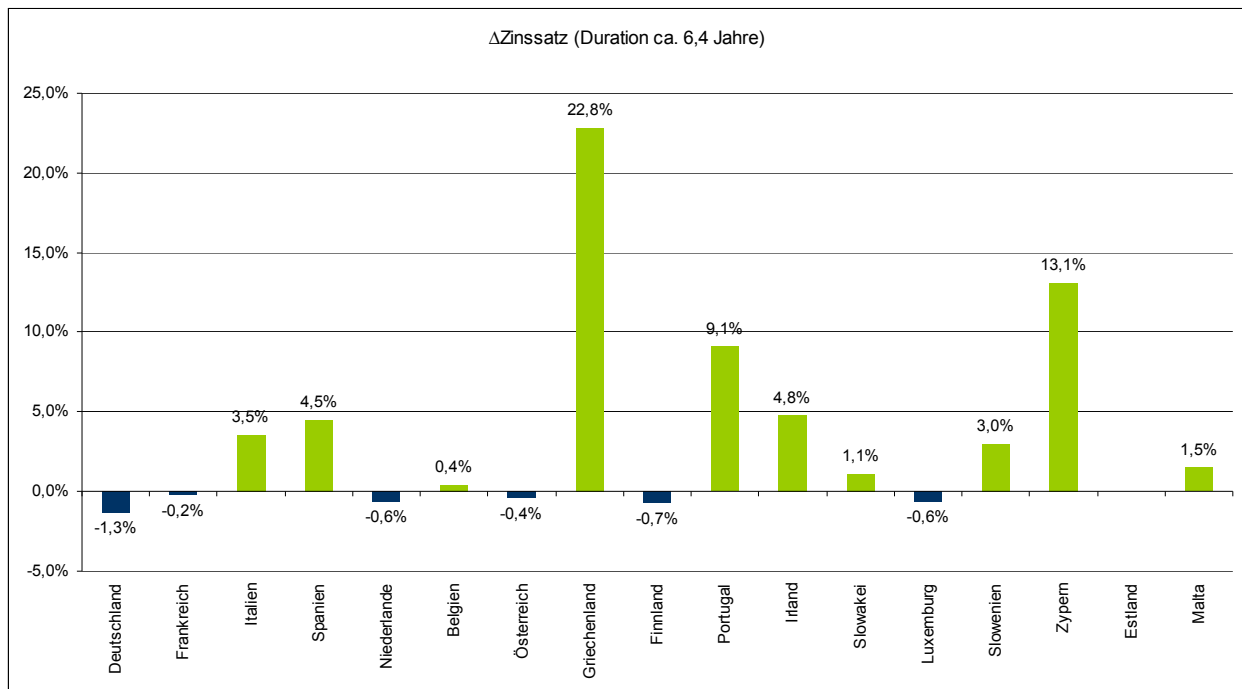
5. Abbildung 2: Zinslandschaft - Euro-Länder



Quelle: Bloomberg (Daten per 19.6.2012)

Aufgrund der unterschiedlichen Refinanzierungssätze stellt sich nun die Frage, ob es Sinn machen würde, die Finanzierung zentral über ein Finanzierungsvehikel wie z.B. den EFSF oder Eurobonds zu steuern oder weiterhin auf Länderebene durchzuführen. Wie in Abbildung 3 ersichtlich, würde sich die Zinsbelastung für einige Länder erhöhen bzw. für andere Mitglieder der Währungsunion verringern.

6. Abbildung 3: Veränderung Refinanzierungszinssatz - EU-Finanzierungsvehikel



Quelle: Bloomberg, Eigene Berechnungen (Daten per 19.6.2012)

Wie in der Abbildung 3 ersichtlich, würde sich durch eine gemeinsame Finanzierung für sechs Euro-Länder eine erhöhte Zinsbelastung ergeben. Hierbei wird unterstellt, dass sich die Euro-Länder zum Zinssatz für EFSF-Anleihen refinanzieren kann, was unserer Einschätzung nach sehr realistisch erscheint. Dies kann damit begründet werden, dass sämtliche Staaten für den EFSF haften und damit die Schuldnerqualität des EFSF der durchschnittlichen Bonität der Euro-Länder entspricht.

Im nächsten Schritt wird auf Basis der aktuellen Zins-Differenz der ökonomische Wert dieser strukturellen Veränderung ermittelt. Unter dieser Annahme würde sich für sämtliche Länder unter Berücksichtigung der Refinanzierungsbedürfnisse der nächsten fünf Jahre ein monetärer Vorteil von rund EUR 750 Mrd. ergeben. Mittels Barwertberechnung (Zinskosten = SWAP-Sätze) kann der aktuelle Wert der gemeinsamen Finanzierung ermittelt werden:

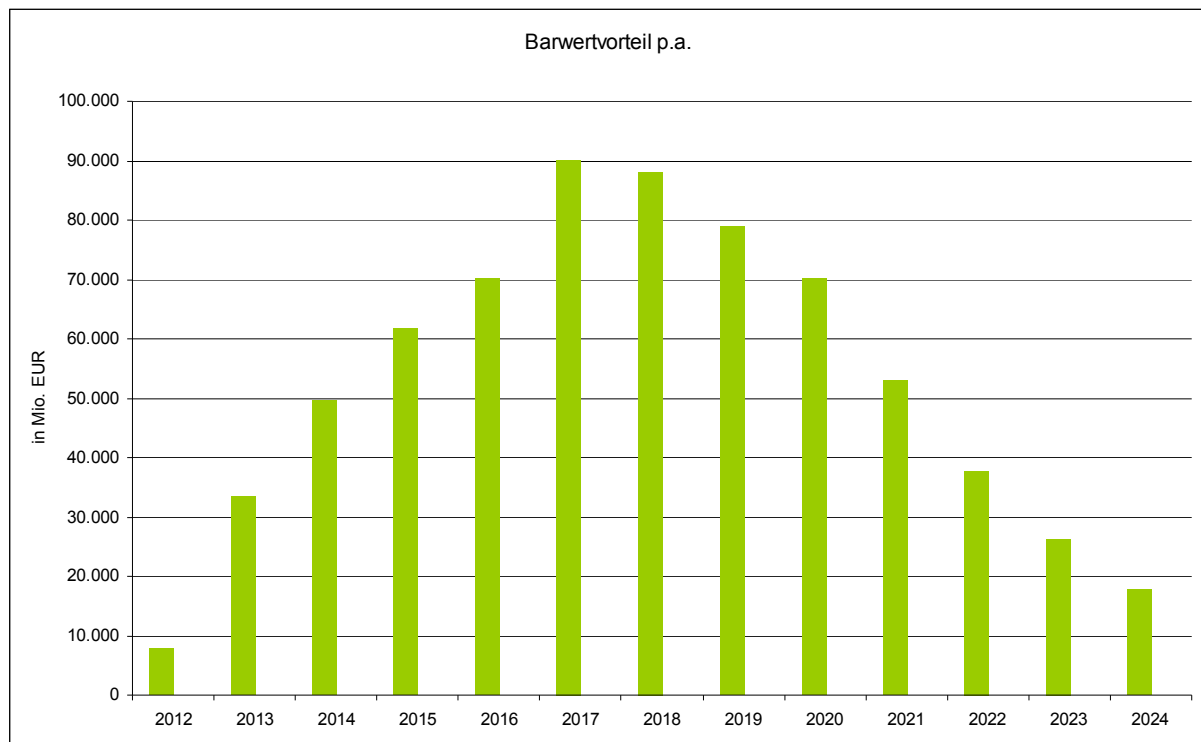
7. Abbildung 4: Barwert – Finanzierungsvehikel

Barwert	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Gesamt
Deutschland	-857,40	-4.320,17	-5.960,47	-7.402,00	-8.976,46	-9.802,76	-9.591,42	-8.586,20	-7.625,95	-5.186,22	-3.632,41	-2.287,98	-836,78	-75.068
Frankreich	-215,80	-849,31	-1.132,11	-1.414,00	-1.658,93	-1.841,18	-1.801,49	-1.563,45	-1.336,24	-941,61	-671,66	-410,08	-179,69	-14.016
Italien	4.019,57	17.049,10	23.843,10	30.416,07	34.501,18	36.491,89	37.662,06	33.127,90	28.798,82	20.291,22	13.894,38	7.864,98	3.904,38	293.865
Spanien	2.170,28	10.333,76	15.013,39	18.658,89	21.918,28	25.092,18	24.551,24	22.000,08	19.563,02	13.896,40	9.502,87	6.095,16	3.013,80	191.809
Niederlande	-120,87	-463,02	-706,82	-977,56	-1.075,64	-1.170,47	-1.145,24	-1.008,59	-878,11	-647,39	-437,82	-195,54	-97,02	-8.944
Belgien	91,00	385,93	534,38	680,45	817,08	934,60	914,45	810,29	710,82	516,71	374,82	239,05	111,68	7.121
Österreich	-37,03	-181,48	-303,10	-381,17	-450,76	-527,13	-515,77	-469,87	-425,99	-322,46	-209,98	-137,00	-71,25	-4.033
Griechenland	2.033,36	7.287,23	11.532,75	13.586,41	14.787,88	27.832,91	27.232,88	24.739,31	22.355,98	18.993,71	14.847,64	12.650,53	11.139,88	209.020
Finnland	-35,93	-153,05	-214,27	-277,07	-346,94	-442,98	-433,43	-390,54	-349,56	-270,52	-210,47	-150,96	-85,96	-3.362
Portugal	518,74	2.982,41	4.755,77	6.000,70	7.042,77	7.707,83	7.541,66	6.890,99	6.268,82	4.433,24	2.798,02	1.649,46	672,09	59.263
Irland	30,19	538,79	1.097,62	1.422,22	2.021,08	2.104,97	2.059,59	1.982,11	1.907,60	1.447,05	933,32	629,82	103,54	16.278
Slowakei	4,98	82,70	136,32	186,50	227,75	269,20	263,39	252,48	241,99	173,23	122,76	76,72	38,39	2.076
Luxemburg	-0,74	-23,31	-25,17	-26,02	-26,32	-26,47	-25,90	-24,60	-23,35	-4,02	-2,18	-1,18	-0,56	-210
Slowenien	10,09	76,07	143,27	188,18	229,71	248,95	243,58	228,56	214,17	160,55	99,07	57,95	19,87	1.920
Zypern	162,86	691,89	827,90	1.025,31	1.091,04	1.113,00	1.089,01	897,99	715,81	416,19	285,29	106,63	36,41	8.479
Estland	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0
Malta	1,05	12,66	22,43	27,48	34,79	35,70	34,93	33,13	31,41	21,53	12,63	7,90	1,34	277
Gesamt	7.794,36	33.430,20	49.564,98	61.714,38	70.136,51	90.020,22	88.079,53	78.919,60	70.169,32	52.977,61	37.706,27	26.195,46	17.768,12	684.476,58

Quelle: Bloomberg, Eigene Berechnungen

Wie in Abbildung 4 ersichtlich, entspricht der Barwertvorteil einer gemeinsamen Finanzierungsvariante zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie rund EUR 684 Mrd. - mehr als dem doppelten der Schuldenlast Griechenlands.

8. Abbildung 5: Barwertvorteil in EUR

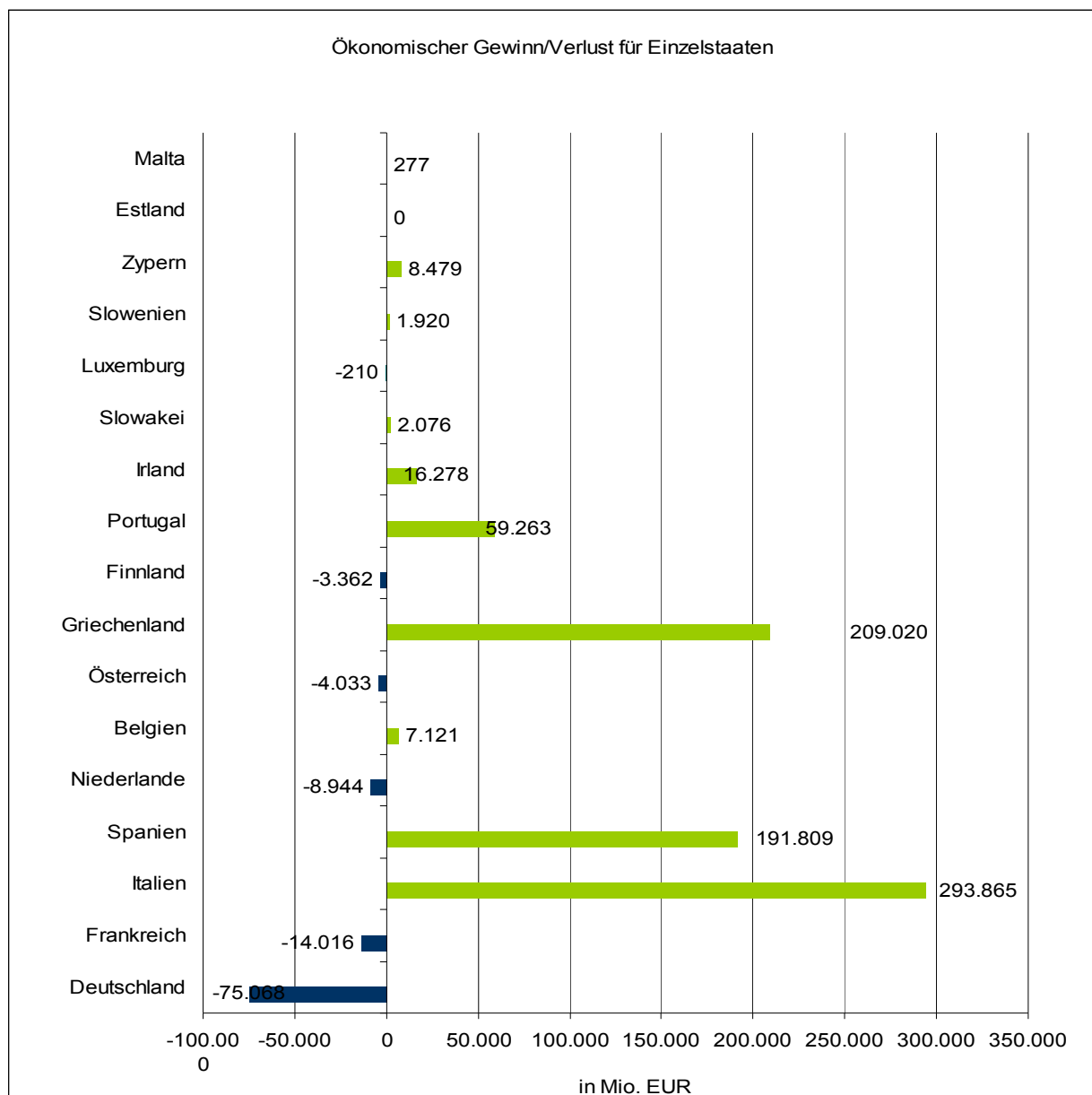


Quelle: Bloomberg, Eigene Berechnungen

In Abbildung 5 wird der Barwertvorteil einer gemeinsamen Lösung dargestellt. Es wird lediglich der Refinanzierungsbedarf bis Dezember 2017 berücksichtigt wird (Auslauf des Vorteiles 2024). Zudem wird unterstellt, dass der Refinanzierungsbedarf analog der durchschnittlichen Restlaufzeit (Referenzindex: Effas EU > 1 Jahr) refinanziert wird.

Für einzelne Länder würde dieser Schritt für eine deutliche Entlastung sorgen, wohingegen für andere der Staatshaushalt höhere Refinanzierungskosten anfallen würden.

9. Abbildung 6: Ökonomischer Gewinn/Verlust für Einzelstaaten

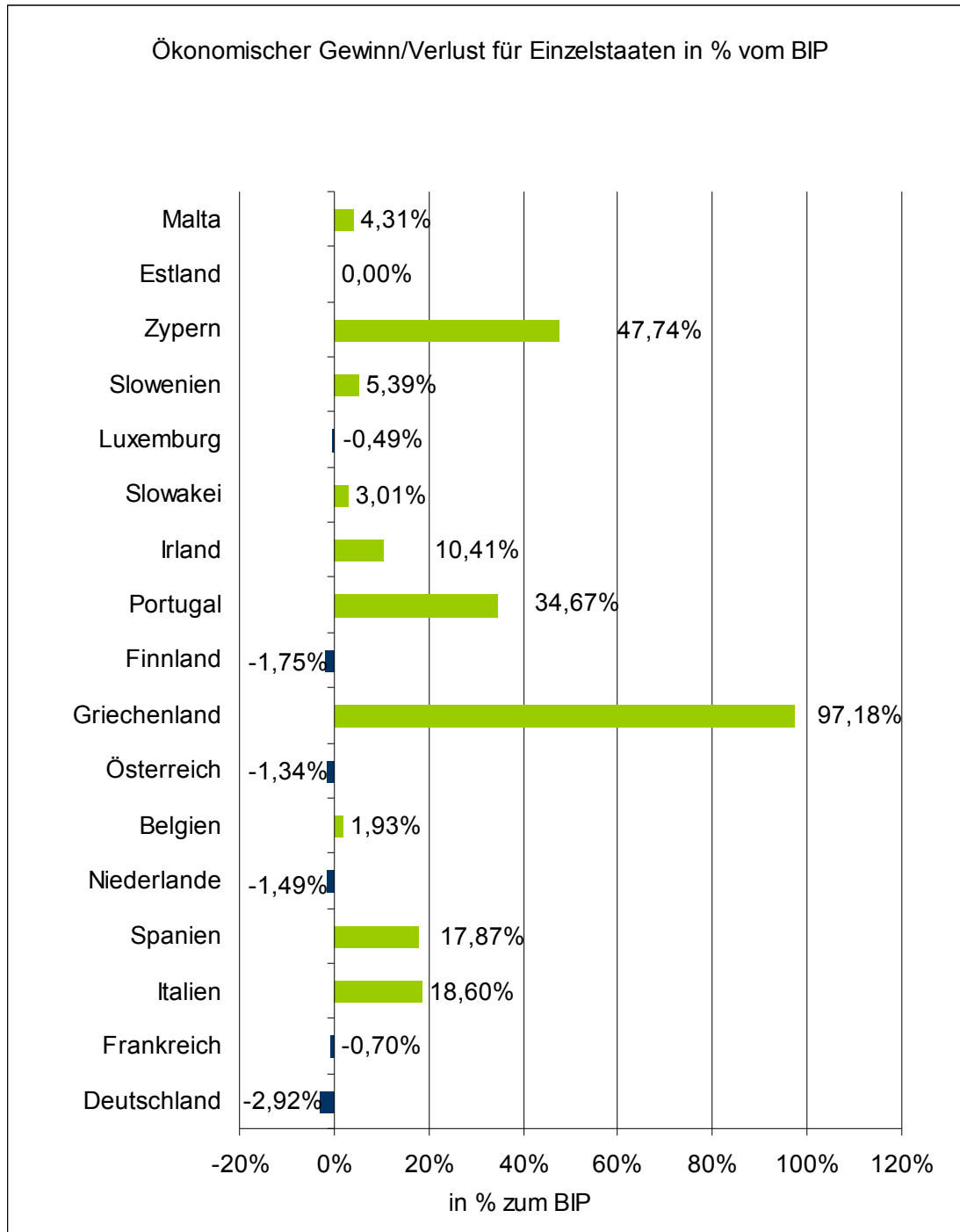


Quelle: Bloomberg, Eigene Berechnungen

Wie in Abbildung 6 ersichtlich, würde sich für Deutschland durch eine europaweite Finanzierung ein ökonomischer Nachteil von ca. EUR 75 Mrd. ergeben. Auch auf Österreich würde eine Mehrbelastung von etwas mehr als EUR 4 Mrd. zukommen. Aus diesem Grund ist es vollkommen nachvollziehbar, dass sich Länder wie Deutschland oder Österreich gegen diese europäische Variante sträuben. Im Gegensatz dazu würden einige Länder, die gegenwärtig von den Finanzakteuren vor sich her getrieben werden, deutlich entlastet. Italien würde einen ökonomischen Barwertvorteil von rund EUR 294 Mrd. erzielen. Auch für Griechenland, Spanien oder Portugals Staatshaushalte würden durch diese Variante deutlich entlastet.

Um das Belastungsausmaß auf die nationalen Budgets zu ermitteln, wird in der nächsten Grafik der ökonomische Gewinn bzw. Verlust in Relation zum BIP dargestellt.

10. Abbildung 7: Ökonomischer Gewinn/Verlust in Relation zum BIP



Quelle: Bloomberg, Eigene Berechnungen

Wie in Abbildung 7 ersichtlich, wirken die Entlastungen in Relation zum BIP für die einzelnen Nationalstaaten wesentlich mehr als die Belastungen. Für Deutschland als größten Nettozahler würde dies eine Mehrbelastung in Relation zum BIP von 2,92 %

bedeuten – allerdings verteilt bis zum Jahr 2024. Spanien und Italien – gegenwärtig die Staaten, die sukzessive von den Finanzakteuren in die Enge getrieben werden – würden von einer europäischen Lösung deutlich profitieren. Für die betreffenden Staaten würde der Barwertvorteil ca. 18% des BIP's betragen.

Es wäre beispielsweise eine Überlegung, den „Geberstaaten“ diese Finanzierungsvariante durch eine Art „Haftungsprovision“ schmackhaft zu machen. In Summe kommt auf die fünf „Geber-Staaten“ eine Mehrbelastung von rund EUR 105 Mrd. zu – selbst wenn man diesen Länder aufgrund ihrer Solidarität ihre Mehrbelastung ersetzt und zudem noch eine Haftungsprovision der gleichen Höhe gewährt, bleiben immer noch ca. EUR 579 Mrd. für jene Staaten über, die von dieser Variante profitieren.

11. Fazit:

Europa ist in den Köpfen noch nicht angekommen. Viel zu sehr werden nach wie vor nationale Interessen in den Vordergrund gestellt. Dies wird beispielsweise daran ersichtlich, dass einzelne Mitgliedsstaaten der Eurozone nicht bereit sind, einem Haftungsverbund beizutreten und damit einen ökonomischen Gewinn für die gesamte Eurozone zu erzielen. Zudem wäre dieser Markt aufgrund seiner Größe und Dominanz nicht so leicht an den Finanzmärkten angreifbar wie ein einzelner Nationalstaat. Gerade in der jüngsten Vergangenheit wurde uns deutlich vor Augen geführt, wie die Finanzmärkte einzelne Staaten buchstäblich in die Enge treiben können. Irland, Portugal, Spanien oder Griechenland haben bereits diese Erfahrung gemacht – Zypern und Italien stehen de facto in der „Warteschleife“. Es ist endlich an der Zeit, die Zügel in die Hand zu nehmen und rein rationale Maßnahmen zur Krisenbewältigung einzuleiten und nicht ständig populistisch zu handeln. Es wäre Schade, wenn Europa aufgrund von populistischen Entscheidungen der handelnden Politiker scheitern würde.

Dr. Josef Obergantschnig, MBA

19. Juni 2012



Security Kapitalanlage AG
Burgring 16, 8010 Graz
T + 43 (316) 80 71-0
E office@securitykag.at
I www.securitykag.at

SICHERHEIT FÜR IHR KAPITAL

Diese Unterlage basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen und dient der zusätzlichen Information unserer Anleger (Marketingmitteilung). Sie ist weder ein Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf noch eine Einladung zur Anbotslegung oder eine Kauf- bzw. Verkaufsempfehlung. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse von Anlegern hinsichtlich Ertrag, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Jede Kapitalanlage ist mit Risiken verbunden. Wir übernehmen für die Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der hier wiedergegebenen Informationen und Daten sowie das Eintreten von Prognosen keine Haftung. Die Unterlage ersetzt keinesfalls eine anleger- und objektgerechte Beratung sowie umfassende Risikoaufklärung. Die steuerliche Behandlung der Fonds ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und kann künftig Änderungen unterworfen sein.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Investmentfonds zu. Ausgabe- und Rücknahmespesen der Fonds sowie sonstige externe Spesen und Steuern sind in den Performanceberechnungen nicht berücksichtigt und mindern die Rendite der Veranlagung. Ertragserwartungen stellen bloße Schätzungen zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar und sind kein verlässlicher Indikator für eine tatsächliche künftige Entwicklung.

Die aktuellen Prospekte und die Wesentlichen Anlegerinformationen ("KID", "KIID") sind in deutscher Sprache auf der Homepage www.securitykag.at (Unsere Fonds/Fonddokumente) sowie am Sitz der Security Kapitalanlage AG, Burgring 16, 8010 Graz als Emittentin und der SEMPER CONSTANTIA PRIVATBANK AG, Bankgasse 2, 1010 Wien (ab 16. Juli 2012: Hessgasse 1, 1010 Wien), als Depotbank kostenlos erhältlich.

Die auf Basis des geprüften Rechenschaftsberichtes erstellte steuerliche Behandlung wird unter www.securitykag.at (Unsere Fonds/ Fonddokumente) veröffentlicht.