

Schroders Talking Point

Nur für professionelle Investoren



Deutschland ist eine Gefahr für die Eurozone

Von Alan Brown, Group Chief Investment Officer bei Schroders

Schaut man auf die Ereignisse in der Eurozone, kommt es einem vor, als verunglücke ein Zug in Zeitlupe. Die Ereignisse haben etwas Unvermeidbares, selbst wenn alles so anders hätte verlaufen können. Das Unvermeidbare folgt jedoch ganz einfach aus der Mathematik, dem beharrlichen Sparkurs der Deutschen sowie ihrem fehlenden Willen, eine Stimulierung der eigenen Wirtschaft in Betracht zu ziehen.

Im letzten Jahrzehnt haben die PIIGS-Staaten (Portugal, Italien, Irland, Griechenland und Spanien) erheblich an Wettbewerbsfähigkeit eingebüßt. Reale effektive Wechselkurse und Lohnstückkosten beispielsweise sanken im Vergleich zu Deutschland um rund 30 Prozent. Ein ähnliches Szenario hat es in Deutschland im Zeitraum vor der Wiedervereinigung gegeben – damals stieg der reale effektive Wechselkurs um etwa 25 Prozent. Deutschland ging damals seinen eigenen Weg und nahm dafür ein Jahrzehnt lang ein schwaches Wachstum, 10 Prozent Arbeitslosigkeit und statische Lohnkosten hin, um wieder wettbewerbsfähiger zu werden. Es ist daher nicht überraschend, dass Deutschland Südeuropa dieselbe Medizin verschreibt. Der deutsche Finanzminister Wolfgang Schäuble schrieb kürzlich in der Financial Times:

- Alle Euro-Mitgliedsstaaten müssen [...] ihr Haushaltsdefizit wieder auf unter drei Prozent senken.
- Schwerwiegende Strukturschwächen [...] erfordern einen jahrelangen schmerzhaften Anpassungsprozess.
- Wenn sich ein Euro-Mitgliedsstaat [...] nicht imstande sehen sollte, [...] die öffentlichen Haushalte zu sanieren, sollte er als Ultima Ratio auch aus der Währungsunion ausscheiden, zugleich aber Mitglied in der EU bleiben können.

Nach Ansicht der Deutschen sollte ganz Südeuropa für ein Jahrzehnt oder länger auf die „Strafbank“ gesetzt werden, wodurch die gesamte Eurozone – insbesondere die PIIGS-Staaten – zu einem unterdurchschnittlichen Wachstum verurteilt würden.

Die von Griechenland geforderte Anpassung ist eine sehr stramme Vorgabe. Wenn Griechenland alle Vorgaben umsetzt, würde die Staatsverschuldung der Hellenen auf etwa 150 Prozent des Bruttoinlandsproduktes (BIP) steigen. Die Schulden dürften weiter zunehmen und das BIP infolge einer neuen Rezession und Deflation sinken. Bei einer Verschuldung von 150 Prozent des BIP und realen



Schroders

Mehr als 200 Jahre Investments für Ihre Zukunft

Zinsen auf dem heutigen Niveau müsste Griechenland einen Primärüberschuss von rund acht Prozent des BIP erzielen, nur um den Verschuldungsgrad beizubehalten.

Unter diesen Umständen würde es nicht überraschen, wenn Griechenland zur Auffassung käme, dass eine Restrukturierung - sprich ein Zahlungsausfall - zusammen mit dem Ausstieg aus der Eurozone das kleinere Übel darstellt. Auf diesem Gebiet kennen sich die Griechen aus, denn seit das Land 1829 ein moderner Staat wurde, hat es zwölf Mal den Bankrott erklärt und war mehr als die Hälfte der Zeit zahlungsunfähig.

Es könnte alles ganz anders sein. In einer politischen Union, oder zumindest in einer Wirtschaftsunion, wäre die Wirtschaftspolitik organisiert. Deutschland sowie andere nordeuropäische Länder mit relativ gesunden öffentlichen Finanzen und einem großen Außenhandelsüberschuss könnten ihre Wirtschaft stimulieren, um die deflationären Auswirkungen der staatlichen Sparmaßnahmen der PIIGS-Staaten auszugleichen. Eine steigende Nachfrage aus Deutschland und anderen nordeuropäischen Ländern würde die Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen in Südeuropa ankurbeln sowie zum Wachstum in der Eurozone insgesamt und zum Abbau der chronischen Ungleichgewichte bei den Leistungsbilanzen beitragen. Wer allerdings auf einen so deutlichen Kurswechsel in der Wirtschaftspolitik in Deutschland hofft, wird vermutlich enttäuscht. Erst jüngst hat die deutsche Regierung ein Gesetz verabschiedet, demzufolge das Haushaltsdefizit bis 2016 fast vollständig abgebaut sein soll – von einer Stimulierung der eigenen Wirtschaft ist man weit entfernt.

Kann ein Land aus der Währungsunion austreten?

Oft wird das Argument angeführt, dass zu viele Staatsgelder zur Einführung des Euro investiert wurden, die eine Auflösung der Währungsunion undenkbar machen. Außerdem heißt es, dass ein schwaches Mitglied bei einem Austritt aus der Eurozone über Nacht ruiniert wäre, weil der Großteil seiner Verbindlichkeiten auf Euro lautet und seine Vermögenswerte plötzlich in einer abgewerteten „neuen Währung“ denominiert sein würden. Bei diesen Argumenten werden aber zwei Aspekte nicht berücksichtigt. Erstens kann im Falle eines Mitgliedstaats, der aus der Eurozone austreten möchte, wie nach jedem staatlichen Zahlungsausfall alles verhandelt werden. Zweitens ist es möglich, dass die Länder mit den starken Währungen aus der Eurozone austreten und Portugal, Italien, Irland, Griechenland und Spanien in der Gemeinschaftswährung zurücklassen. Die Auswirkungen der Neubewertung wären harmlos, denn diese Volkswirtschaften verblieben in einer unveränderten Lage. Zudem würden die Vermögenswerte der Länder, die aus der Eurozone austräten, auf eine aufgewertete „neue Währung“ lauten. Wie wäre es mit einer neuen D-Mark – auch wenn das populistisch klingt? Fast alles ist möglich, angefangen vom Austritt eines einzigen Landes über die Gründung eines oder mehrerer neuer Währungsgebiete bis hin zu einer Rückkehr zu allen nationalen Währungen, die vorher existiert haben.

Eines ist jedenfalls klar: Fast alle Optionen würden zu einer erheblichen Neuanpassung der Wechselkurse zwischen den PIIGS-Währungen und dem D-Mark-Block führen. Daraus dürften eine Reduzierung der aktuellen chronischen Ungleichgewichte und eine viel frühere Rückkehr zum Wachstum resultieren. Würde das dem deutschen Exportsektor schaden? Einerseits ja, aber letztendlich ist ein ausgeglicheneres Wachstum in Deutschland mit einer größeren Binnennachfrage von grundlegender Bedeutung, um Europa wieder auf ein solideres Fundament zu stellen.

Währungssysteme waren auch in der Vergangenheit nicht von Dauer. Im vergangenen Jahrhundert hatte das Bretton-Woods-Abkommen von 1944 bis 1971 Bestand. Zwischen den 1880er Jahren und den späten 1930er Jahren war der Goldstandard das in den meisten Ländern anerkannte Währungsabkommen. Relativ lange bestand die Lateinische Münzunion, in der im Jahre 1865 Frankreich, Belgien, Italien und die Schweiz ihre Währungen miteinander koppelten und sich mit der Zeit weitere europäische Staaten anschlossen: Sie brach erst 1927 als Spätfolge des Ersten Weltkriegs wieder auseinander.

Werden die angestellten Vermutungen auch tatsächlich eintreten? Derzeit noch nicht, soviel steht fest. Allerdings legen die Berechnungen und die fest verwurzelte Denkweise in Deutschland nahe, dass es mittelfristig durchaus dazu kommen kann. Diese Diskussion wird die Märkte auch weiterhin beschäftigen.

Wichtiger Hinweis:

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen von Alan Brown, Group Chief Investment Officer bei Schroders, und stellen nicht notwendigerweise die Ansicht von Schroder Investment Management dar.

Nur für professionelle Anleger und Berater. Dieses Dokument ist nicht für Privatkunden geeignet.

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken und ist keinesfalls als Werbematerial gedacht. Das Material ist nicht als Angebot oder Werbung für ein Angebot gedacht, Wertpapiere oder andere in diesem Dokument beschriebene verbundene Instrumente zu kaufen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Die hier enthaltenen Informationen werden als zuverlässig angesehen, aber Schroders Investment Management Ltd (SIM) gewährleistet nicht deren Vollständigkeit oder Richtigkeit. Dies ist kein Ausschluss und keine Beschränkung der Verpflichtung oder Haftung, die SIM gemäß dem Financial Services Markets Act 2000 (in seiner gültigen Fassung) oder einer anderen Gesetzgebung gegenüber seinen Kunden hat. Individuelle Investitions- und/oder Strategieentscheidungen sollten nicht auf Basis der Ansichten und Informationen in diesem Dokument erfolgen.

Herausgegeben von Schroder Investment Management Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA. Zugelassen und unter der Aufsicht der Financial Services Authority.