

Schroders Talking Point



Übersteht der Euro die Krise?

Von Alan Brown, Group Chief Investment Officer bei Schroders

Vor gut zehn Jahren, am 1.1.1999, wurde der Euro eingeführt. Angesichts der schlimmsten Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg drängt sich die Frage auf, wie stabil das europäische Währungssystem heute ist. Gerade in schwierigen Zeiten brauchen Volkswirtschaften nämlich Flexibilität, um sich den geänderten Umständen anzupassen. Zinsen und Wechselkurse sind dabei zwei wesentliche Stellschrauben. Wenn sich Länder diese teilen, wie im Euroraum, wird ihre Flexibilität eingeschränkt – denn es ist ziemlich unwahrscheinlich, dass einheitliche Zinsen und Wechselkurse für jedes Mitgliedsland optimal sind.

Die Euro-Länder haben zudem keinerlei Einfluss auf ihre Zentralbank und deren Notenpresse. Damit sollte die finanzielle Disziplin verbessert werden, doch der Erfolg ist fraglich. Griechische und irische Staatsanleihen werden heute mit einem Risikoaufschlag von 250 Basispunkten gegenüber Bundesanleihen gehandelt, italienische und portugiesische Papiere weisen noch einen Spread von 150 bis 160 Basispunkten auf. Derart hohe Risikoaufschläge zeigen die echte Besorgnis über die Zahlungsfähigkeit einzelner Euro-Länder, zumal die Europäische Zentralbank nicht den Auftrag hat, in Not geratenen Mitgliedsstaaten zu helfen.

Eine gemischte Bilanz

Die Gemeinschaftswährung sollte die Kapitalmarktentwicklung und politische Integration, aber auch die wirtschaftliche Konvergenz und Reformen im Euroraum fördern. Außerdem sollten die Wechselkursstabilität erhöht und Umtauschkosten eingespart werden. All dies sollte das Trendwachstum im Euroraum erhöhen. Die Bilanz nach zehn Jahren ist jedoch gemischt. Technisch war die Einführung ein voller Erfolg, und der Euro etablierte sich als globale Leitwährung nach dem US-Dollar. Auch die Kapitalmärkte erlebten in den vergangenen zehn Jahren eine signifikante Entwicklung. Doch in Sachen Konvergenz und Reformen sieht es schlechter aus. Vor allem auf dem Arbeitsmarkt blieben größere Verbesserungen aus, und die wirtschaftliche Konvergenz entpuppte sich als enttäuschend.

Vergleicht man Deutschland mit Ländern wie Portugal, Irland, Italien, Griechenland und Spanien, zeigt sich, dass deren kumulierte Inflation zwischen Ende 1998 und Ende 2008 die deutsche Teuerung deutlich übertraf: Der Abstand liegt zwischen 8,6 und 18,7 Prozentpunkten. Geht das so weiter, dann wird die Wettbewerbsfähigkeit jener Länder immer mehr nachlassen. Es ist aber in einem einheitlichen Währungsraum nicht möglich, die Wettbewerbsfähigkeit durch Abwertung einer Landeswährung zu erhöhen. Geldpolitik ist in diesem Fall eher prozyklisch, weil sie bestehende Trends verfestigt.



Schroders

Mehr als 200 Jahre Investments für Ihre Zukunft

Typischerweise haben Regionen mit dem höchsten Wachstum die höchste Inflation und deswegen die niedrigsten Realzinsen, das gilt auch umgekehrt. Innerhalb eines souveränen Einzelstaates wird dies durch automatische Geldströme weitgehend ausgeglichen, denn Regionen mit niedrigem Wachstum zahlen wenig Steuern, erhalten aber hohe Zuwendungen. Ein solcher Mechanismus fehlt allerdings im Euroraum; die finanziellen Transferströme zwischen den EU-Staaten sind sehr gering. Um dies zu ändern, müsste es eine viel stärkere politische Integration geben, einschließlich einer Harmonisierung des Steuersystems. Schritte in diese Richtung waren und sind aber sehr unpopulär.

Schwankende Wechselkurse

Ein anerkannter Vorteil des einheitlichen Währungsraumes ist die höhere Wechselkursstabilität. In einer Hinsicht trifft dies zweifellos zu, denn intern sind die nominalen Wechselkurse festgelegt, und ein großer Teil des Handels, der früher in Fremdwährungen abgewickelt wurde, findet nun in der Gemeinschaftswährung statt. Der Anteil des Handels in Fremdwährungen dagegen sinkt. Dies ist allerdings noch nicht das Ende der Geschichte. Erstens sind die Realzinsen nicht festgelegt, was zu schmerzvollen Anpassungen führen kann. Zweitens sind auch die Wechselkurse gegenüber Fremdwährungen wie dem US-Dollar nicht festgelegt, und der Euro schwankt ziemlich stark. Bei seiner Einführung 1999 war ein Euro 1,17 US-Dollar wert, danach lag die Spanne zwischen 0,83 und 1,60 US-Dollar. Das britische Pfund verhielt sich dagegen deutlich stabiler.

Bleibt die Frage, ob der Euro die Wirtschaft angekurbelt hat. Tatsächlich hat sich das Trendwachstum im Euroraum nicht spürbar erhöht, und das Wachstumstempo der Staaten weicht erheblich voneinander ab. Laut Internationalem Währungsfonds variierte die annualisierte Wachstumsrate von 1998 bis 2008 zwischen 0,9 Prozent in Italien und 4,9 Prozent in Griechenland; Deutschland erreichte 1,6 Prozent. Es besteht übrigens kein offensichtlicher Zusammenhang zwischen Inflation und Wachstum. Jedes Land hat in den vergangenen zehn Jahren seine eigene Geschichte erlebt, Deutschland beispielsweise musste die Folgen der Wiedervereinigung verdauen und trat dem Euro zu einem hohen Wechselkurs bei. Seine Wettbewerbsfähigkeit musste das Land bei niedriger Wachstums- und Inflationsentwicklung erst wiedererlangen. Was Deutschland in dieser Phase gelang, ist eine Lektion, die heute vielleicht für Italien hilfreich sein könnte.

Zerfall des Euroraums – undenkbar?

Angesichts der durchwachsenen Euro-Bilanz und der schwierigen Lage wird inzwischen sogar das Undenkbare gedacht, nämlich ein Auseinanderbrechen der Währungsunion. Oft heißt es, dass in den Euro politisch derart viel investiert wurde, dass ein Zerfall der Union undenkbar ist. Auch hört man, dass ein schwaches, das System verlassendes Euro-Land über Nacht bankrott gehen würde, weil ein Großteil seiner Schulden in Euro, sein Vermögen aber plötzlich in einer abwertenden Neuwährung denominiert wäre.

Diese Argumente ignorieren zwei Punkte. Erstens würde, wenn ein Land den Euro aufgibt, alles verhandelbar, so wie es bei allen staatlichen Zahlungsausfällen ist. Zweitens ist es zumindest vorstellbar, dass die starken Währungen aus dem Verbund herausgelöst werden und Portugal, Italien, Irland, Griechenland und Spanien den Euro behalten. Die Neubewertungseffekte wären für die im System bleibenden Volkswirtschaften ungefährlich, während die den Euro verlassenden Länder Vermögen hätten, die in aufwertenden Neuwährungen denominiert wären.

Der Euroraum erlebt, wie auch der Rest der Welt, einen wirtschaftlichen Schock von beinahe biblischen Ausmaßen. Wenn sich die Abwärtsspirale nicht aufhalten lässt und die OECD-Volkswirtschaften auch im Jahr 2010 schrumpfen, werden soziale Probleme heraufziehen. Zeichen wachsender Spannungen gab es bereits. Es ist also nicht auszuschließen, dass ein Land überlegt, aus den Beschränkungen des Euro-Systems auszubrechen.

Die Risikoaufschläge zwischen deutschen Anleihen und den Papieren aus Portugal, Irland, Italien, Griechenland und Spanien sind so hoch wie noch nie seit der Euro-Einführung. Aber sie sind auch niedrig genug, um zu zeigen, dass der Markt einen Kollaps oder Zerfall des Euro für eher

unwahrscheinlich hält. Nach allem, was wir heute wissen, scheint dies eine realistische Einschätzung zu sein. Kluge Anleger sollten die Entwicklung trotzdem aufmerksam verfolgen.

Wichtiger Hinweis:

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen von Alan Brown, Group Chief Investment Officer von 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.