PORTAS CAPITAL

Newsletter Juni 2012



Wird der Euro überleben?

Märkte und Meinungen

Ulrich Kohli

Letzten Herbst, als sich die europäische Schuldenkrise plötzlich weiter zuspitzte, zögerte das Nachrichtenmagazin The Economist nicht zu schreiben, dass das Scheitern des Euro unmittelbar bevorstehe! Glücklicherweise war der angekündigte Zusammenbruch des Euro verfrüht. Die Einheitswährung überlebte und erfuhr sogar gegenüber dem US-Dollar eine leichte Aufwertung.

Leider hat sich die Eurokrise in den letzten Wochen wieder verschärft. Die Ergebnisse der Wahl in Griechenland lassen immer noch Zweifel an der Bereitschaft der griechischen Bevölkerung aufkommen, die Sparmassnahmen zu akzeptieren. Es ist weiterhin eher unwahrscheinlich, dass Griechenland die Eurozone verlässt, selbst wenn es aufgrund seiner Staatsschulden bankrott geht, ein Austritt kann jedoch auch nicht mehr völlig ausgeschlossen werden. Ist das nun der Anfang vom Ende des Euro?

Verlässt Griechenland die Eurozone?

Ein Austritt aus der Eurozone wäre sehr chaotisch, insbesondere weil er in einer tiefen Krise erfolgen würde. Man müsste völliges Neuland betreten. Bei der Konzeption der Europäischen Währungsunion war ein Austritt nicht vorgesehen.
Es ist jedoch vorstellbar, dass die griechische Regierung eine Tages – sehr wahrscheinlich über ein Wochenende – ankündigen wird, dass künftig alle Preise, Löhne, Pensionen, Vertragswerte, in Griechenland gehaltene Forderungen und Verbindlichkeiten statt in Euro in neuen Drachmen denominiert werden (auf der Basis eins zu eins). Sie würde dann die neue Drachme sofort abwerten, sagen wir um 40 Prozent, so dass sie nur noch 0,60 Euro wert wäre. Bei einem Gehalt von 1'000 Euro würde man dann 1'000 Drachmen erhalten, was 600 Euro entspräche. Bis neue Banknoten und Münzen in Drachmen produziert und in Umlauf gebracht wären, würden weiterhin Euro-Banknoten und Münzen über Nennwert zirkulieren. Der Teil der Bevölkerung, der Euro-Banknoten besitzt, würde gewinnen oder zumindest nicht verlieren, da ein Euro weiterhin ein Euro wäre, also 1,67 neue Drachmen. Das klingt einfach, aber es bräuchte eine sehr starke Regierung, die das tatsächlich durchsetzen könnte.

Die griechische Bevölkerung würde es sehr hart treffen. Haushalte würden einen grossen Teil ihrer Ersparnisse verlieren, Unternehmen – und nicht zuletzt Banken – würden grosse Verluste erleiden und unter Umständen pleite gehen. Die Arbeitslosigkeit würde in die Höhe schnellen und die Armut dramatisch zunehmen. Es würde Jahre dauern, bis sich die griechische Wirtschaft wieder erholt hätte. Der durch die Abwertung erzielte Wettbewerbsvorteil wäre kurzlebig, da er durch die Inflation aufgehoben würde, so dass künftig weitere Abwertungen zu erwarten wären.

Juristische Hürden

Ein Austritt aus der Eurozone wäre auch in rechtlicher Hinsicht ein Alptraum. Es käme zu zahlreichen Rechtsstreitigkeiten und Klagen, die insbesondere von ausländischen Kreditgebern eingebracht würden. Einige Zentralbanken im Eurosystem haben hohe Kreditsummen an die griechische Zentralbank vergeben und könnten ebenfalls grosse Verluste erleiden. Die griechische Zentralbank selbst könnte ihr gesamtes Eigenkapital verlieren, da sie in grossem Umfang Geld an griechische Banken verliehen hat, von denen einige unter Umständen zahlungsunfähig werden. Die Regierung wäre kaum in der Lage, die Zentralbank und die Geschäftsbanken mit Kapital zu versorgen, da sie selbst pleite ist. Es wäre also eine hoffnungslose Situation.

Die griechische Regierung wäre gezwungen, mit eigenen Mitteln zu wirtschaften, da sie keine ausländischen Kredite mehr erhalten würde. Sie müsste im Wesentlichen mit einem Primärsaldo haushalten, das heisst, alle öffentlichen Ausgaben, einschliesslich Gehältern und Pensionen, müssten von den laufenden Steuern finanziert werden. Sie könnte sich dazu verleiten lassen, die Pensionsfonds zu plündern oder die Zentralbank mehr Geld drucken zu lassen, was jedoch das Land weiter in die Armut treiben und die Situation nur noch verschlimmern würde.

Bank Run in Spanien?

Die direkte Auswirkung eines griechischen Staatsbankrotts auf den Rest der Welt wäre relativ gering, da Griechenland nur in geringem Mass an der Weltwirtschaft beteiligt ist. Natürlich würden ausländische Kreditgeber, beispielsweise internationale Banken, grosse Verluste erleiden, sie sollten jedoch in der Lage sein, diese aufzufangen. Warum der Austritt Griechenlands aus der Eurozone letztendlich so zerstörerisch sein könnte, hat mit den indirekten Folgen zu tun. Es besteht Ansteckungsgefahr. Portugal, Irland, Spanien, Zypern, Malta und vielleicht sogar Italien sind gefährdet. Sind sie die nächsten? Ein Bank Run in Spanien hätte katastrophale Folgen. Die europäischen Banken würden zusätzlich riesige Verluste erleiden. Das gesamte internationale Finanzsystem wäre destabilisiert und das zu einer Zeit, in der Regierungen nur mehr über wenig Unterstützungsmittel verfügen. Es bestünde das Risiko einer Kreditverknappung, Aktienmärkte könnten völlig einbrechen und Europa in eine tiefe Rezession verfallen.

Der Euro überlebt

Ein griechischer Austritt aus der Eurozone würde den Euro zweifellos unter Druck setzen. Die Einheitswährung würde gegenüber dem Dollar geschwächt – unter Umständen sogar erheblich. Natürlich kann man einwenden, dass die Eurozone insgesamt auch gestärkt aus der Krise hervorgehen könnte, nachdem sie ihr schwächstes Glied losgeworden ist. Das kann sehr wohl eintreten, erst recht, weil die monetäre Situation in den Vereinigten Staaten alles andere als gut ist, aber es könnte Jahre dauern, bis die Wogen sich wieder geglättet haben. Alles in allem hat die Europäische Zentralbank ihre Aufgabe gut gemacht, hatte jedoch schlechte Ausgangsbedingungen. Es hat sich gezeigt, dass die Eurozone kein optimaler Währungsraum ist, und eine Einheitsgeldpolitik nicht geeignet ist. Momentan benötigt beispielsweise Nordeuropa höhere Zinssätze, Südeuropa dagegen niedrigere. Nichtsdestotrotz wird der Euro überleben. Der Aufbau der Europäischen Union und die Schaffung einer einheitlichen Währung zählen zu den wichtigsten politischen Errungenschaften der Nachkriegszeit und für die europäischen Staaten, insbesondere für Deutschland und Frankreich, steht zuviel auf dem Spiel, als dass sie den Euro scheitern lassen könnten.

SNB im Dilemma

Bei einer Ansteckung wären auch Drittländer in hohem Masse betroffen. Schwellenländer und Rohstoff exportierende Länder sind sehr vom nachhaltigen Wachstum in den entwickelten Ländern abhängig. Abneigung gegenüber Risiken könnte zudem zu grossen Kapitalabflüssen aus diesen Ländern führen. Auch die Schweiz wäre stark betroffen. Eine tiefe europäische Rezession wäre schwer zu ertragen und eine weitere globale Finanzkrise ist genau das, was Schweizer Banken überhaupt nicht gebrauchen können. Ein Einbruch des Euro gegenüber dem Dollar würde eine erhebliche Aufwertung des Dollar gegenüber dem Schweizer Franken mit sich bringen, so lange die Schweizerische Nationalbank (SNB) an einem Mindestsatz von CHF 1.20 für einen Euro festhält. Wäre die SNB in der Lage, diesen Satz beizubehalten? Wenn sie es wünscht, ja! Wie die SNB bei zahlreichen Gelegenheiten betont hat, verfügt sie über die Mittel und den Willen, dies zu tun. Denn sie kann ja unbeschränkte Mengen an Schweizer Franken im Tausch gegen Euros produzieren. Aber wäre dies auch klug? Eine starke Werterhöhung des US-Dollar würde die Preisstabilität in der Schweiz bedrohen. Solange es den Mindestsatz gibt, hätte die Geldpolitik keine Möglichkeit zu handeln. Grosse Euro-Ankäufe beinhalten die Gefahr, dass die SNB möglicherweise hohe Wechselkursverluste erleidet, wenn sie die Anbindung dann doch aufgibt. Je länger sie damit wartet, desto höher sind die Verluste. Und während sie wartet, kann sie die Zinssätze nicht normalisieren und bedroht damit die Preisstabilität. Die SNB befindet sich in einer sehr schwierigen Lage. Es ist wenig sinnvoll, sich an ein sinkendes Schiff zu binden. Am Ende könnte die SNB den Mindestsatz nicht mithilfe des Euro festlegen, sondern mit einem Währungskorb, in dem auch der US-Dollar enthalten wäre. Eine Möglichkeit wäre, sich für Sonderziehungsrechte zu entscheiden (die vom internationalen Währungsfonds ausgegeben werden).

Wenig Sinnvolles von der Politik

Von der Schweizer Regierung wird derzeit offenbar über weitere direkte Interventionen auf dem Devisenmarkt nachgedacht. Kapitalkontrollen, negative Zinsen auf Einlagen, die von nicht in der Schweiz ansässigen gehalten werden, oder eine Tobin-Steuer wurden ins Gespräch gebracht. Solche Massnahmen werden sich wahrscheinlich als ineffektiv erweisen, da es immer Möglichkeiten gibt, sie zu umgehen, beispielsweise durch Abwicklung über ausländische Banken oder durch die Verwendung von Derivaten. Zudem könnten sie den Ruf und die Stabilität der Schweizer Finanzindustrie ernsthaft beschädigen. Darüber hinaus ist es eigentlich ein fundamentaler Widerspruch, einerseits zuzusichern, unbeschränkte Mengen an Euro zum Satz von CHF 1.20 zu kaufen und gleichzeitig sich um Beschränkung der Kapitalzuflüsse zu bemühen. Mengenmässige Beschränkungen oder andere Restriktionen zu der bereits vorhandenen Preisrestriktion hin-

zuzufügen, vervielfacht die Störquellen nur und kann schwere, unvorhersehbare Folgen haben, die schliesslich noch weitere Interventionen erforderlich machen.

Eurobonds wären fatal

Was ist also zu tun? Wird der Sparkurs in den überschuldeten Ländern die Situation nicht verschlimmern, indem er zu einer Rezession führt, die Steuereinnahmen verringert und die Defizite weiter erhöht? Sollte die Europäische Union Eurobonds ausgeben, um die vorhandenen Staatsschulden zu syndizieren? Sollte Deutschland nicht einlenken und Griechenland retten? Es kann gut sein, dass dies letztendlich passieren wird, aber die Ausgabe von Eurobonds wird neue Probleme aufwerfen, nicht zuletzt das Problem des moralischen Risikos. Wenn bekannt wird, dass Länder sich unverantwortlich verhalten können und die anderen letztendlich für sie aufkommen werden, gibt es keinen Anreiz für sie, ihr Verhalten zu ändern. Politisch wäre es den deutschen Steuerzahlern nur schwer zu vermitteln, warum sie für Griechenland bürgen sollen. Es gibt in der Europäischen Union ärmere Länder als Griechenland, die ihr Haus in Ordnung halten. Man kann immer argumentieren, dass jetzt nicht der richtige Zeitpunkt ist, um schwierige Massnahmen zu ergreifen. Für strenge Sparmassnahmen ist der Zeitpunkt nie richtig, aber je länger man wartet, desto schwieriger wird es. Wie bei einem Entzug kann der Sparkurs die Lage zunächst verschlimmern, aber es ist die einzige Möglichkeit, um langfristig eine Besserung zu erzielen. Der Patient wird weiter leben und sich schliesslich erholen. Jetzt ist es an der Zeit zu handeln. Eigentlich hätte schon längst gehandelt werden müssen. Denn mit oder ohne Griechenland – der Euro wird überleben.



Professor Ulrich Kohli, ehemals Chefökonom der Schweizerischen Nationalbank, Portas Capital

Portas Capital AG, Vermögensverwalter und Berater in Fragen der Anlagestrategie, Portfolio Konstruktion und Produkte Selektion hat im Hinblick einer weiteren Expansion sein Beraterteam ausgebaut. Prof. Ulrich Kohli berät Portas Capital AG und ihre Kunden in den Bereichen Makroökonomie und Geldpolitik ab 2012.

Ulrich Kohli besitzt ein Lizentiat in Wirtschaftswissenschaften der Universität Lausanne (1971), einen Masterabschluss in Wirtschaft der Queen's Universität in Kingston (1972) sowie einen Doktortitel in Wirtschaftswissenschaften der Universität von British Columbia (1976). Er arbeitete als Ökonom bei der Bank von Kanada in Ottawa (1975 – 1977) und als wissenschaftlicher Berater bei der Schweizerischen Nationalbank in Zürich (1983 – 1985). 2001 wurde Ulrich Kohli vom Bundesrat zum Chefökonom und Stellvertretenden Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank gewählt – eine Position, die er bis Ende 2009 besetzte. Im Januar 2010 kehrte er an die Universität Genf als Gastprofessor zurück. Ulrich Kohli hat über siebzig Artikel in renommierten Fachzeitschriften zu Themen wie internationaler Handel, gesamtwirtschaftliche Produktionstheorie, Wirtschaftswachstum, Geld und Währung sowie Makroökonomie veröffentlicht.

Disclaimer

Die Informationen und Meinungen in diesem Bericht wurden von Portas Capital am angegebenen Datum erstellt und können sich ohne vorherige Mitteilung ändern. Der Bericht wurde einzig zu Informationszwecken publiziert sowie an eine ausgewählte Anzahl natürlichen und juristischen Personen unter Vertraulichkeit versandt. Der Bericht wurde ohne Berücksichtigung der Zielsetzungen, der finanziellen Situation oder der Bedürfnisse eines bestimmten Kunden erstellt. Die Informationen stammen aus oder basieren auf Quellen, die der Portas Capital als zuverlässig erachtet. Dennoch kann keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen geleistet werden. Die Portas Capital lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Berichts ab. Der Bericht enthält keinerlei Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Investitionen, Rechnungslegung oder Steuern. Verweise auf frühere Entwicklungen sind nicht unbedingt massgebend für künftige Ergebnisse. Die Weiterverwendung des Berichts sowie damit verbundene Erkenntnisse dürfen nur mit ausdrücklicher Zustimmung von Portas Capital geschehen. Die Publikation des Newsletters oder Teile davon dürfen nicht in öffentlich zugänglichen Medien erscheinen.