



CBP LUXEMBOURG
COMPAGNIE DE BANQUE PRIVÉE

Die griechische Tragödie verdient ein globales Publikum

Die Länder der Eurozone haben seit Anfang des Jahres eine Rekordsumme von 110 Mill. € an den Finanzmärkten aufgenommen und damit einerseits die Verschuldungskosten erhöht und andererseits die Staaten mit den schwächsten öffentlichen Finanzen gezwungen, einen noch höheren Preis für ihre galoppierenden Defizite zu bezahlen. Die Zinssätze die Investoren dafür verlangen werden, um Griechenland und anderen Ländern wie Portugal, Spanien, Irland oder Italien Geld zu leihen, werden weiter steigen.

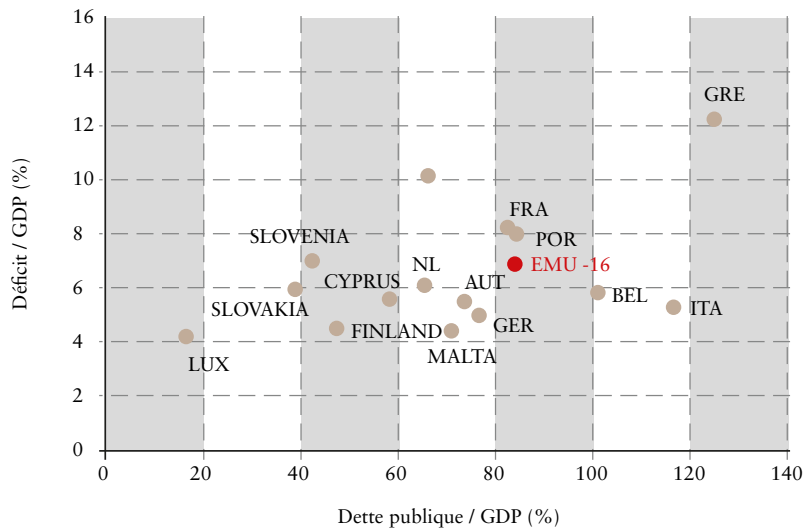
Das Problem des Risikos von Staatsanleihen fängt gerade erst an. Das Projekt der Europäischen Währungsunion befindet sich in der kritischsten Phase in seiner Geschichte. Bevor wir auf die Frage eingehen was nötig ist, damit die Eurozone die zukünftigen Belastungen übersteht, lassen Sie uns zuerst einen Blick auf Griechenland werfen.

Um was geht es bei der „griechischen Tragödie“?

Als Griechenland im Jahr 2001 dem EURO beitrug, war die Mitgliedschaft ein Segen. Die Unterschätzung des Ausfallrisikos während des Kreditbooms, ermöglichte es Griechenland, sich leichten Zugang zu langfristigen Krediten zu verschaffen, da die Rentenmärkte sich keine Sorgen mehr um hohe Inflationsraten oder eine Abwertung der Währung machen mussten. Niedrigere Zinssätze führten auch zu höheren Privatausgaben. Bis 2008 wuchs die Wirtschaft im Schnitt um 4% pro Jahr. Als Griechenland erst einmal sicher im Euro aufgehoben war, wurde die Haushaltsdisziplin vernachlässigt.

Griechenland und einige andere Pheripherie Staaten haben innerhalb der Eurozone ihre Wettbewerbsfähigkeit verloren, da sich die Lohnkosten in den letzten 10 Jahren stark erhöht haben. Mangelnde Flexibilität am Arbeits- und Produktmarkt haben im Vergleich zum Rest der Eurozone, zu ständig höheren Gehältern und einer Preisinflation geführt. Steigende fiskalische Defizite haben die Kosten für die Geldaufnahme verteuert und zusätzlich zu den Defiziten beigetragen. Das Netto Ergebnis war ein doppeltes Defizitproblem und machte aus Griechenland das einzige Land der gefährdeten Mitgliedsländer der Eurozone, das ein hohes Haushaltsdefizit und eine hohe Verschuldung aufwies. Andere Länder mit hohen Haushaltsdefiziten sind Irland (12,2% des BIP in 2009) und Spanien (9,6%). Während jedoch die Netto Verschuldung der öffentlichen Hand in Griechenland laut OECD bei 86% des BIP Ende 2009 lag, waren es in Irland und Spanien nur 25% bzw. 33%. Italien mit einer Netto Verschuldungsratio von 97%, hatte nur ein Defizit von 5,5%.

Prognosen zu Verschuldung und öffentliche Defizite für 2010



Portugal liegt im Mittelfeld mit einer Nettoverschuldung von 56% des BIP und mit einem Defizit von 6,7% des BIP. Daher ist die Herausforderung für Griechenland viel grösser und auch dringlicher als für die anderen Staaten.

Eine grosses strukturelles Haushaltssparpaket wie es am 14. Januar bekannt gegeben wurde, wird zu einer tiefen Rezession führen. Der ehrgeizige Plan das Haushaltsdefizit von 12,7% auf 8,7% des BIP dieses Jahr zu reduzieren und unter die 3% Grenze der Euro-mitgliedsländer bis 2012, wurde nicht wirklich gutgeheissen. Die Risikoaufschläge für 10 jährigen Regierungsanleihen im Vergleich zu deutschen Staatsanleihen, ein Massstab für das empfundene Risiko, dass Griechenland seinem Schuldendienst nicht mehr nachkommen kann, schossen nach oben.

Das fundamentale Problem

Auch wenn eine glaubwürdige Lösung für das griechische Problem gefunden wird, wird die grössere Frage bleiben: Wie soll mit dem wachsenden Unterschied an Arbeitsproduktivität im Vergleich zu Deutschland umgegangen werden? Vor der Einführung des Euros, zwang der Markt ein Land dessen Produktivität kleiner war als die des Nachbarlandes, zur Abwertung seiner Währung und garantierte damit Wettbewerbsfähigkeit. Was geschieht aber nun, da die Wechselkurse zwischen diesen Ländern unwiderruflich festgelegt sind?

Da es keine gemeinschaftliche Steuerpolitik gibt, besteht das Problem einer Währungsunion mit einer einheitlichen Währungspolitik darin, dass Länder oder Regionen mit einer geringeren Arbeitsproduktivität gezwungen werden, ihre Preise zu reduzieren, um wieder wettbewerbsfähig zu werden. Sinkende Preise haben direkte Auswirkungen auf Firmen aufgrund niedrigerer Margen und führen letztendlich zu einer verlängerten und tiefen Rezession, da die Verbraucher Nachfrage verschoben wird. Die Alternative bestünde darin, in den wettbewerbsstärksten Ländern, übertriebene Preise zu haben. Das ist nicht realistisch. Es wird keine Möglichkeit geben, Deutschland (das wettbewerbsstärkste Land in der Eurozone) davon zu überzeugen, sich auf eine Strategie zu einer höheren Inflation einzulassen.

Welche Lösungen gibt es in den USA, wo auch einige Staaten wie z.B. Kalifornien so gut wie bankrott sind? Steuereinkünfte eines wettbewerbsstärkeren Staates werden die weniger wettbewerbsfähigen stützen. Die Mobilität von Arbeitskräften ist höher und Arbeiter werden von Staaten in denen es keine Arbeit gibt, in Staaten ziehen, die produktiver sind. Anders ausgedrückt, die Lösung besteht in Transfers, entweder im Transfer von Reichtum am Beispiel der Umverteilung von Steuereinnahmen oder Transfer von Arbeit, von den am wenigsten produktiven hin zu den produktivsten. Nun muss man aber realistischerweise feststellen, dass weltweit und insbesondere aber in Europa, die Arbeitskosten nur selten rückläufig sind.

Ein weiteres Beispiel ist die deutsche Wiedervereinigung. Der frühere Westen transferierte massiven Reichtum durch spezielle Steuern in den früheren Osten und die Arbeitskräfte flohen aus dem sehr viel weniger wettbewerbsfähigen Osten in den viel produktiveren Westen. Dieser Prozess wurde durch eine beeindruckende Reduzierung der Arbeitskosten im Osten beschleunigt, entweder durch Entlassungen oder massive Lohnkürzungen. Dieser Prozess brauchte seine Zeit und war schmerzlich, da er zu hoher Arbeitslosigkeit und Stagflation im früheren Ostdeutschland führte. Als eine Folge davon erhöhte sich das Haushaltsdefizit im Westen und die deutsche Geldpolitik war sehr expansiv.

Der gegenwärtige globale Kontext macht es noch schwerer, eine Lösung zu finden

Wie ich schon ausgeführt habe, müssen sich zwischen zwei Staaten deren Produktivitätswachstum sich unterscheidet, entweder die Wechselkurse oder die Gehälter anpassen, um die Wettbewerbsfähigkeit auszugleichen. Es gibt noch einen weiteren Zusammenhang zwischen Ungleichgewichten und Wechselkursen. Frühere Wechselkurssysteme waren direkt oder indirekt an einen Standard, einer festen Grösse, meist Gold, gebunden gewesen. Das Ziel bestand darin, das Drucken von Geld zur Defizitfinanzierung zu limitieren. In einem solchen festgelegten Wechselkurssystem war es für Staaten schwierig Defizite, seien sie intern oder extern, zu lange zu ertragen. Indem man die Währungen festzurte, zwangen die Regierungen die Realwirtschaft Schocks zu absorbieren. In der heutigen Eurozone ist diese Referenz die effiziente deutsche Exportwirtschaft.

Dies führt zur Notwendigkeit, Defizite und den Anstieg der Gehälter zu limitieren oder sogar beides einzufrieren. Nach der Finanzkrise mit einer gewaltigen negativen Auswirkung auf ein potentielles BIP Wachstum, besteht beim Versuch die verlorene Produktivität wiederzuerlangen und gleichzeitig glaubwürdig das öffentliche und private Defizit zu reduzieren, das Risiko nicht nur darin, dass die Wirtschaft wieder in eine Rezession fallen könnte, sondern auch darin, dass die Grundwerte des sozialen Zusammenhalts innerhalb der Staaten und in der EG allgemein, erschüttert werden könnten. Eine soziale Krise zusätzlich zu einer Finanz- oder Wirtschaftskrise ist das Letzte, was die Staaten bräuchten oder verdauen könnten.

Andererseits darf der natürliche Wunsch nach sozialem Zusammenhalt nicht dazu missbraucht werden, um den Schutz von „Insidern“, denjenigen mit festen Arbeitsverhältnissen, in Gewerkschaften oder in privilegierten Berufen, zu rechtfertigen.

Die Kosten Insider zu schützen würde hauptsächlich auf „Outsider“ zurückfallen, die Arbeitslosen, vor allem junge Menschen und den sozialen Zusammenhalt zerstören, den die Politik eigentlich bewahren soll. Wenn Griechenland zu nett zu seinen Insidern ist, besonders den Arbeitern im öffentlichen Dienst, wird es Schwierigkeiten haben, Käufer für seine Anleihen zu finden. Wenn die Anleihenmärkte für Griechenland nicht mehr zugänglich wären, müsste das Land gerettet werden oder pleite gehen. Beide Lösungen würden nicht zum sozialen Frieden beitragen.

Eine Lösung innerhalb oder ausserhalb der Europäischen Union?

Ein Rettungsplan durch die Eurozone würde eine monströse moralische Gefahr für Politiker schaffen. Wenn ein Land sein öffentliches Defizit bis zum Bankrott anschwellen lässt, würde es dann einfach gerettet werden? Um eine solche moralische Gefahr zu vermeiden, befürworten manche eine Lösung ausserhalb der Europäischen Union. Was würde jedoch der Austritt aus der Eurozone für das jeweilige Land bedeuten? Hier sind einige wahrscheinliche Folgen.

Die nominalen Zinssätze würden steigen und zu höheren Kosten für den öffentlichen Schuldendienst führen und die Haushaltskonsolidierung gefährden. Der Anstieg der nominalen Zinssätze hätte zur Konsequenz, dass eine weitere Abwertung der neuen Währung und eine steigende Inflation erwartet würde.

Sowohl das Währungsrisiko wie auch die Länder-Risikoprämien würden steigen. Jegliche Abwertung der neuen Nationalwährung gegen den Euro würde die Schuldenlast erhöhen, da die existierenden Schulden auf Euro Basis sich in Fremdwährungsschulden verwandeln würden.

Es würden wieder Kosten entstehen, um die Währungen mit den verbleibenden Mitgliedern der Eurozone zu tauschen, der Handel wäre wieder teurer und würde gehemmt werden. Die Unsicherheit über die Wechselkurse gegenüber dem Euro würden die Kosten für Geschäfte erhöhen.

Wie könnte eine Lösung aus dem Inneren der Europäischen Union aussehen?

Die Verträge zur Europäischen Union beinhalten eine Klausel, die es den Mitgliedsstaaten untersagt, für die Schulden anderer Staaten aufzukommen. Andererseits gibt es Klauseln, die Hilfe für ein EU Land mit Problemen gestatten. Wie könnten also praktikable Lösungen aussehen?

Eine Möglichkeit wäre es, einen Überbrückungskredit von einem anderen EU Land mit einer guten Kreditwürdigkeit zu erhalten, wie z.B. Deutschland. Um sicherzustellen, dass schlechtem Geld kein gutes Geld hinterhergeworfen wird, müsste ein solcher Kredit an Bedingungen geknüpft sein, die es dem Kreditgebenden Land gestatten, ein Wort bei der Gestaltung des Haushalts des Empfängerlandes mitzureden. Dies ist sehr schwer zu erreichen.

Den IWF hinzuzuziehen wäre eine Alternative. Da der IWF schon Ländern wie Ungarn hilft und zudem Erfahrungen mit der Schuldenumstrukturierung mit Argentinien hat, würde das Hinzuziehen des IWF wirtschaftlich absolut Sinn machen. Sich dagegen um Hilfe an Washington zu wenden, wo der IWF seinen Sitz hat, würde sicherlich eine gewisse Demütigung für Europa darstellen, da es belegen würde, dass Europa nicht stark genug ist, seine eigenen Probleme ohne fremde Hilfe zu lösen.

Wenn Europa zu stolz ist, um sich an das IWF zu wenden, wird es seinen eigenen Europäischen Währungsfonds auflegen müssen. Der Fonds könnte eine Kreditlinie aufstellen, die durch EG garantierte Anleihen finanziert wird und bei Bedarf jederzeit aufgestellt werden kann.

Dies würde bedeuten, dass die Länder die die Anleihe garantieren, in Falle einer Kreditausfalls haften würden. Diese Lösung könnte jedesmal dann angewendet werden, wenn die Anleihenmärkte für ein Mitgliedsland nicht mehr zugänglich sind. Eine Alternative in der gleichen Richtung könnte in einem vordefinierten Versicherungssystem liegen. Die Mitgliedsstaaten würden verpflichtet, vor einer Krise, einen vom Europäischen Währungsfonds emittierten Versicherungsvertrag durch die Zahlung einer Versicherungsprämie zu erstehen. Die Höhe der Versicherungsprämie könnte z.B. sich am Haushaltsdefizit, der Defizitprognose oder des Verschuldungsgrades des Landes orientieren. Je höher das Defizit oder die Verschuldung, desto teurer die Versicherungsprämie. Das eingenommene Geld würde das gesamte Länder Risiko in dem System darstellen und könnte dazu verwendet werden, einen Kredit für ein Mitgliedsland aufzustellen, für welches die Anleihenmärkte nicht mehr zugänglich sind. Um das System glaubwürdig und über die Zeit auch nachhaltig zu gestalten, würde jedesmal wenn ein Mitgliedsland Hilfe vom Fonds benötigt, der Fonds zusammen mit der jeweiligen Regierung die Rückkehr zur Haushaltsdisziplin und Stabilität überwachen, um auch die Transparenz während dieses Prozesses zu gewährleisten.

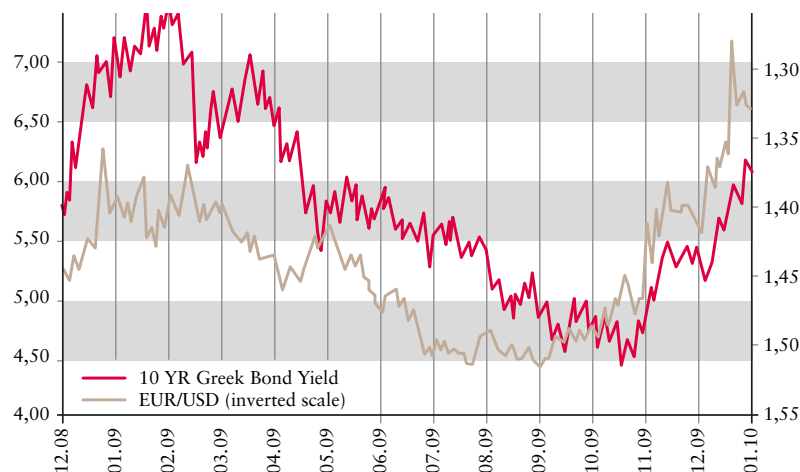
Auswirkung auf die Finanzmärkte

Griechenland bankrott gehen zu lassen ist keine Option. Wenn man es zuliesse, das Griechenland untergeht, würden die Finanzierungskosten für andere bedrängte Euroländer in die Höhe schiessen. Da das Länderausfallrisiko in einigen der grössten Wirtschaften sich erhöht hat und das nicht nur in Spanien und Portugal, könnte das Thema „Länderrisiko“ gerade erst am Anfang stehen.

Aber höhere Risikoprämien für Staatsanleihen werden zwangsläufig die Risikoprämien anderer Anlageklassen erhöhen, vor allem die von Aktien und sogar von Unternehmensanleihen, da die Kreditaufschläge jetzt schon sehr eng sind. Als Sektor gesehen, sehen vor allem europäische Banken extrem schwach aus, da sie auf Grund der üppigen Liquidität die ihnen von der europäischen Zentralbank zur Verfügung gestellt wurde, im Laufe von 2009 enorme Anleihepositionen auf ihre Bücher genommen haben.

Zu guter Letzt unterminiert die Unsicherheit über die Zukunft der Eurozone den Euro selber. Dies ist nicht unbedingt etwas Schlechtes: der Euro war gegenüber dem Dollar überbewertet und die Erholung im exportgetriebenen Deutschland könnte dadurch eventuell schon zum Stillstand gekommen sein.

Auswirkung der griechischen Tragödie auf den Wert des Euro



Ein unverhältnismässiger Anstieg im Dollar, vielleicht im Zusammenspiel mit der Auflösung von Carry Trades, könnte zu Panikverkäufen bei einer Vielzahl von riskanteren Aktiva führen. Angesicht der schwachen Wachstumsaussichten der Wirtschaft erscheinen Rohstoffe besonders verwundbar. Sogar Gold hatte beim Anstieg des Dollars seine Schwierigkeiten, trotz seines traditionellen Status als Zufluchtsort.

Schlussfolgerung

Trotz der Vorteile des EURO als Einheitswährung, solten wir nicht vergessen, dass es bei der Währungsunion weniger um Wirtschaft als um Politik geht. Der politische Wille das Projekt am laufen zu halten, ist stark. Damit der EURO jedoch in seiner jetzigen Form überleben kann, werden die effizientesten und produktivsten Länder wie z.B. Deutschland mit dem Transfer von Reichtum bezahlen müssen auch wenn die weniger produktiven Länder sich zur Haushaltsdisziplin verpflichten. Dies wird nicht einfach zu verkraften sein.

Marc Flammang
Compagnie de Banque Privée
Vorstandsmitglied

