

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 85, September 2012

Der Draghi-Put

Die Euro-Krise ist in vieler Hinsicht weder besonders noch ungewöhnlich, auch wenn sie sich für die Beteiligten ganz außerordentlich anfühlt - so ist das aber bei jeder Krise, egal in welchem Bereich. Und, ebenfalls wie in jeder Krise, am längsten und am schwersten leiden die Theoretiker und Moralisten. Historiker sind entspannter, denn sie denken sich, *alles schon mal da gewesen*.

Aus historischer Perspektive kurz zusammengefasst (für alle, die seit 2009, als im Herbst die Griechische Regierung ein Haushaltsloch von 20 Milliarden Euro entdeckte, das heute nicht einmal mehr der 600 Milliarden große Topf des ESM zu stopfen vermag, keine Zeitung gelesen haben) hat Europa folgendes Problem:

1. Europa hat eine Bankenkrise. Die Banken sind unterkapitalisiert aufgrund schlechter kaufmännischer Entscheidungen und weil die Politik Rahmenbedingungen gesetzt hat, die es ihnen nahe legte, sich mit Staatsanleihen vollzusaugen, um auf diese Weise die schuldenfinanzierte Politik in Europa zu stützen. Nun sind die Regierungen nicht mehr glücklich mit den Banken,

denn dort ist nicht nur nichts mehr zu holen, sondern man muss sie rekapitalisieren. Das kostet Geld, ist aber kein Hexenwerk. **Wenn man eine Bankenkrise hat, muss man die Banken mit frischem Kapital ausstatten.**

2. Europa hat eine Schuldenkrise. Auch das ist schon vorgekommen. Bei einer Schuldenkrise setzen sich Gläubiger und Schuldner zusammen und sehen, wie es weiter geht. Dann einigt man sich irgendwann auf einen Schuldenschnitt, bei dem 20, 30 oder 50 Prozent der Verpflichtungen erlassen werden, je

nach Tragfähigkeit für den Schuldner. Je länger Schuldenkrisen dauern, je länger der Gläubiger darauf beharrt, das Geld sei da, obwohl es schon lange weg ist, desto größer werden die wirtschaftlichen Schwierigkeiten des Schuldners und desto geringer werden die Aussichten auf Rückzahlung. Im

Lauf der Verhandlungen wird die Position des Schuldners immer besser, weil er immer weniger zu verlieren hat. Wie auch immer, **wenn man eine Schuldenkrise hat, müssen Schulden abgeschrieben werden.**



Dr. Georg Graf von Wallwitz

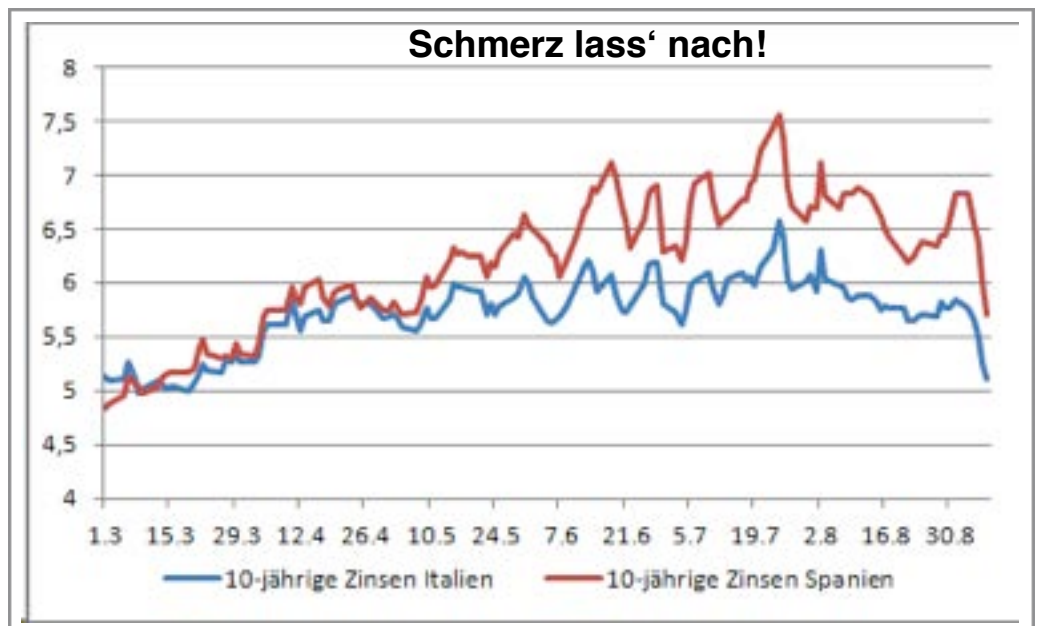
3. **Europa hat ein inneres Ungleichgewicht.** Lateineuropa hat seit der Einführung des Euro kaum Produktivitätsfortschritte gemacht, während der Norden an sich gearbeitet hat. In Lateineuropa sind die Löhne und Preise kräftig gestiegen, obwohl nicht günstiger produziert wurde und eigentlich nicht mehr zu verteilen war. Im Norden das Gegenteil. Nun kann Lateineuropa nicht mehr mit dem Norden konkurrieren. Früher hätte man die Währung abgewertet und wäre so billiger geworden. Das geht nun nicht mehr. Die einzig zur Verfügung stehende Lösung, die nun keiner hören will, ist recht einfach: **Lateineuropa braucht etwas Deflation und Nordeuropa braucht etwas Inflation.**

4. **Europa hat keinen *Lender of Last Resort*.** Die USA und Großbritannien stehen nicht besser da als Europa, haben aber dennoch so niedrige Zinsen wie noch nie in ihrer Geschichte. Das liegt daran, dass sie eine Zentralbank haben, die sicher stellen kann, dass die Schulden (jedenfalls nominal) bedient werden. Lateineuropäische Regierungen können nicht zur EZB gehen und dort den Kauf ihrer Anleihen (d.h. die Auslösung ihrer Gläubiger) durchsetzen. Daher sind deren Gläubiger nun nervös. Sie befürchten, dass diese Länder sich retten, indem sie sich ihre eigene Währung schaffen und die Gläubiger dann mit schlechtem Geld bedienen („Konvertibilitätsrisiko“). Einen rettenden Kreditgeber letzter Instanz in der Eurozone kann es aber nur geben, wenn eine Fiskalunion besteht, denn andernfalls hätten die Schuld-

ner den Anreiz, sich immer weiter zu verschulden und das Gesamtgefüge zum Einsturz zu bringen. Die Lösung ist also klar, derzeit aber politisch unrealistisch: **Europa braucht eine Fiskalunion.**

5. **Europa hat ein Wettbewerbsproblem.** Solange es in Europa um das Beschützen von Partikularinteressen und Privilegien geht, wird der Kontinent nicht genügend wachsen, um seinen Lebensstandard zu erhalten. Rente mit 60, erbliche Taxifahrerlizenzen, käufliche Notariate und Arztpraxen, aufgeblähte Verwaltungen und sonstige wohlgemeinte Vorkehrungen zur Verhinderung von Wettbewerb sind schön für alle, die ein Plätzchen in diesem System haben, aber nichts für die Steigerung des allgemeinen Wohlstandes. So lange Europa sich sein System von Regulierung zu Gunsten von Insidern leistet, wird es die in der Vergangenheit angehäuften Schulden nicht bezahlen können.

In dieser einfachen Situation hat nun gestern die EZB gehandelt. Mario Draghi, deren Chef, hat angekündigt, Staatsanleihen von den Ländern zu kaufen, die sich dem harschen Reformprogramm des ESM oder des IWF unterwerfen. Damit will er dreierlei erreichen: Erstens gibt es nun für alle



Länder, die ihr Wettbewerbsproblem angehen, einen Kreditgeber letzter Instanz. Damit übernimmt die EZB etwas von der Rolle, die weltweit der IWF hat. Zweitens umgeht die EZB durch diesen Zug den deutschen Widerstand gegen das „Hebeln“ des ESM. Der Rettungsfonds steht in dem Verdacht, im Zweifelsfalle nicht genug Geld zu haben, um Lateineuropa zu retten. Mit der EZB an seiner Seite ist dieses Problem aber gelöst. Der ESM, der nächsten Mittwoch vom deutschen Verfassungsgericht durchgewunken wird, wird kein Glaubwürdigkeitsproblem haben. Drittens hat Draghi klar gemacht, dass der Euro nicht an seiner Zentralbank scheitern wird. Sie wird alles unternehmen, was in ihrer Macht steht, um Lateineuropa im Club zu behalten. Das sollte die Zinsen für Lateineuropa deutlich senken, denn darin sind derzeit noch erhebliche Risikoprämien für den Fall eines Euro-Austritts enthalten.

Kurz, wir haben jetzt einen Draghi-Put. Anleihekäufe der Zentralbank sind ein schweres Geschütz, eine Bazooka, um es mit den Worten von Draghis Ex-Kollegen Hank Paulson zu sagen. Die Märkte realisieren, dass man vielleicht allzu negativ war bezüglich der europäischen Aussichten. Die Fondsmanager, die untergewichtet waren in europäischen Aktien, stellen nun fest, dass sie zu wenige davon haben und kaufen. Das drückt die Märkte nach oben, es gibt einen „Pain-Trade“, bei dem es immer weher tut, den steigenden Aktien in Madrid und Mailand nur zuzusehen bis man es nicht mehr aushält und selbst zu kaufen beginnt und den Schmerz für die verbleibenden Zuschauer noch vergrößert. So etwas kann andauern.

Der Draghi-Put beseitigt aber noch nicht das Schuldenproblem und die Banken sind dadurch auch noch nicht rekapitalisiert. Das bleibt ein längerer Prozess und es

wäre erstaunlich, wenn plötzlich alles reibungslos ginge in Europa. Die Märkte werden wohl noch eine Weile steigen, aber über die Nachhaltigkeit dieser Bewegung kann man an dieser Stelle noch nicht viel sagen.

Aus der ganz großen Perspektive betrachtet, passiert derzeit auf der ganzen Welt das selbe. Die Amerikaner leben nicht mehr von den steigenden Preisen ihrer Immobilien, sondern sie haben begonnen zu sparen und von ihrem Arbeitseinkommen zu leben. Das reduziert das Leistungsbilanzdefizit und das Land ist weniger von importiertem Kapital abhängig. China, auf der anderen Seite, hat begonnen, die Abhängigkeit vom Export zu vermindern. Es setzt immer mehr auf qualitatives Wachstum und weniger auf quantitatives. Das reduziert die Überschüsse und die Abhängigkeit vom Wohlergehen der Exportmärkte.

In Europa werden die Ungleichgewichte ähnlich abgebaut: Die Lateineuropäer importieren weniger Güter und Kapital und sind dabei ihre Leistungsbilanzdefizite abzubauen. Der Norden bereut seinen willigen Kapitalexpert der letzten Jahre und reduziert seine Überschüsse. Am Ende könnten die Krisenländer von heute erheblich besser da stehen als es sich jetzt denken lässt. Dann sind Italienische Aktien viel wert, deutsche Staatsanleihen ein Geschäft für Verlierer und Gold halbiert sich. Bis es aber so weit ist, dauert es noch, und es wird ein ungerader Weg. So jedenfalls wird es sein, wenn die Geschichte sich auch nur annähernd wiederholt.

Dr. Georg v. Wallwitz, CFA
+49-89-255 466-0

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nicht anders vermerkt, Bloomberg.