

## Katastrophe im Eurosystem?

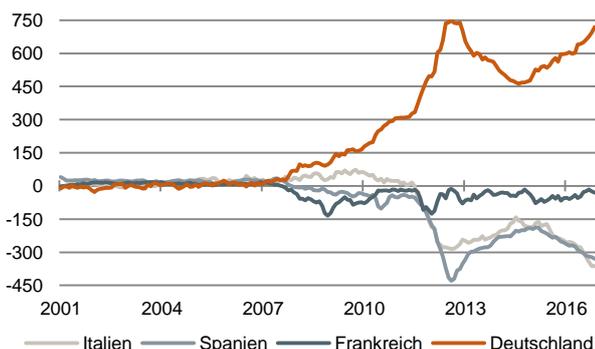
8. Februar 2017

- **Neuerung im Eurosystem:** Die EZB hat erstmals das Prinzip der Irreversibilität der Mitgliedschaft in Frage gestellt.
- **Wenn Länder aus dem Euro austreten können, hat das den Vorteil größerer Flexibilität, macht die Gemeinschaftswährung jedoch spekulationsabhängig.**
- **Der Austritt eines Mitglieds ist politisch bedauerlich, bringt für Anleger aber nicht zwangsläufig größere Verlustrisiken mit sich.**

In der europäischen Währungsunion ist etwas geschehen, was ich so bisher nicht für möglich gehalten hätte. Mitte Januar schrieb EZB-Präsident Draghi einen Brief an zwei italienische Europa-Abgeordnete zu den Problemen im europäischen Zahlungsverkehr. Das ist an sich nichts Ungewöhnliches. Der Brief enthält zu großen Teilen nur bekannte Fakten, die die EZB schon 100mal geschrieben hat. Er liest sich so, als stamme er aus der Feder eines Sachbearbeiters aus der Volkswirtschaftlichen Abteilung.

Aber dann im letzten Satz – fast hat man den Eindruck, er sei von Draghi handschriftlich hinzugefügt worden – kommt eine brisante Aussage. Wörtlich heißt es: "Wenn ein Land aus dem Eurosystem ausscheiden sollte, müssen die im Target-System aufgelaufenen Forderungen oder Verbindlichkeiten ausgeglichen werden."

**SPREIZUNG DER TARGET-SALDEN**  
In EUR Mrd.



Quelle: Universität Osnabrück; Daten von 1. Januar 2001 – 1. November 2016

Das ist Sprengstoff. Erstens hat Draghi damit die Irreversibilität der Währungsunion in Frage gestellt. Bisher war man davon ausgegangen, dass der Euro ein unauflösliches Bündnis ist. Wer einmal dem Euro beigetreten ist, kann nicht mehr heraus. In den Maastricht-Verträgen ist keine Scheidungsklausel vorgesehen. Jetzt bringt der Brief mit einem Mal die Möglichkeit eines Austritts ins Gespräch. Das ist jetzt eine ganz neue Währungsunion. Aus der gemeinsamen Währung, die auf Ewigkeit angelegt ist, wird ein Währungsverbund, dem man beitreten, den man aber auch wieder verlassen kann. Die Diskussion darüber hatten wir

schon einmal bei Griechenland. Das konnte man damals noch vernachlässigen, weil Griechenland relativ klein ist. Bei Italien ist das ernst zu nehmen.

Zweitens handelt es sich bei den Forderungen und Verbindlichkeiten im Target-System um riesige Beträge. Italien (und Spanien) schulden dem System rund EUR 350 Mrd. (siehe Grafik). Deutschland hat dagegen Forderungen in Höhe von über EUR 750 Mrd. Solche Summen kann man nicht aus der Portokasse zahlen. Frankreich hat, das ist interessant, keine größeren Salden. Es ist von der Äußerung damit nicht betroffen.

---

»Viele sagen, es sei eine Katastrophe, wenn es im Euro eine Austrittsmöglichkeit gäbe. Ich glaube, so weit sind wir noch nicht ...«

---

Anlass für die Äußerungen Draghis ist die Diskussion in Italien über ein Referendum zum Austritt aus der Währungsunion. Der EZB-Präsident will seinen Landsleuten klarmachen: Wenn Ihr den Euro verlassen wollt, dann überlegt es euch gut. Denn das wird richtig teuer. Damit hat er zwar recht. Es ist aus meiner Sicht aber trotzdem kein gutes Argument. Man kann nicht für den Euro werben, indem man mit Strafen droht. Mitglied im Euro soll nur sein, wer die gemeinsame Währung aus voller Überzeugung befürwortet, nicht der, der sich einen Austritt finanziell nicht leisten kann. Man kann auch Ehen nicht retten, indem man die Kosten der Scheidung hochschraubt.

Mit dem Infragestellen der Irreversibilität des Euros öffnet die EZB eine Büchse der Pandora. Auf der einen Seite ist es gut, etwas mehr Beweglichkeit zu haben. Wer die Verpflichtungen, die mit der Mitgliedschaft verbunden sind, nicht mehr erfüllen kann oder will, sollte gehen. Vielleicht ist es für den Zusammenhalt in der Gemeinschaft nicht schlecht, wenn diejenigen, die nur halbherzig dabei sind oder die sich der gemeinsamen Wirtschaftspolitik nicht unterwerfen wollen, nicht mehr dabei sind. Nach dem Brexit Großbritanniens brauchen die Europäer einen Neuanfang. Das ist mit weniger Mitgliedern vielleicht leichter.

## Katastrophe im Eurosystem?

8. Februar 2017

Was freilich nicht geht, ist ein permanenter Wechsel in den Euro und wieder heraus, wie das manche bei Griechenland gefordert hatten. Währungen sind nicht wie Hemden, die man an- und wieder ausziehen kann. Dazu sind die Investitionen in die Zahlungssysteme der Wirtschaft zu groß. Wer nicht der gemeinsamen Währung angehören will, muss das Eurosystem allerdings nicht ganz verlassen. Er kann seine Währung beispielsweise mit festen Wechselkursen an den Euro binden. Das wäre etwa das Modell Dänemarks. Es ist ein Euro der verschiedenen Geschwindigkeiten.

Andererseits bringt die Austrittsmöglichkeit aber auch Gefahren mit sich. Es ist eine Einladung an die Währungsspekulation. Wenn der Markt realisiert, dass ein Mitglied wackelt und möglicherweise ausscheidet, dann wird er auf solch ein Event wetten. Er könnte zum Beispiel Staatsanleihen des betreffenden Landes verkaufen und damit die Zinsen hochtreiben. Irgendwann kommt der Punkt, wo das Land den Druck nicht mehr aushalten kann. Es braucht dann externe Hilfe, muss Kapitalverkehrskontrollen einführen und am Ende dann vielleicht wirklich ausscheiden. Der Vorteil der Währungsunion, die Mitglieder von der Währungsspekulation zu schützen, wäre dahin. Das könnte ein Sprengsatz für den ganzen Euro werden.

## Für den Anleger

Viele sagen, es sei eine Katastrophe, wenn es im Euro eine Austrittsmöglichkeit gäbe. Ich glaube, so weit sind wir noch nicht, jedenfalls soweit die Zahl der Austrittswilligen noch klein ist. Im deutschsprachigen Raum, vermutlich auch in Frankreich, passiert nicht viel. Anlagen in Euro würden sich im Wert nicht verändern. Gegenüber ausscheidenden Mitgliedern würden sie sogar an Wert gewinnen. Wenn es Spekulationen gibt, käme es zu Kapitalzuflüssen. Das würde die Aktien- und Rentenmärkte eher noch beflügeln. Dass es zu nennenswerten Gefahren für die Preisstabilität käme, ist nicht zu befürchten. Anders in Ländern, die austreten wollen (oder müssen). Hier müssten Anleger ihr Geld in andere Länder verlagern, um nicht von Abwertungen und vielleicht Kapitalverkehrskontrollen betroffen zu werden. Beachten Sie auch den Schweizer Franken. Er wäre ein Leidtragender. Denn er würde sich aufwerten, wenn es Probleme in einzelnen Euroländern gäbe.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com).**

**Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).**

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

**Rechtliche Hinweise**

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u.a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. Die vorstehenden Informationen richten sich nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des US Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com) erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke, in welcher Form auch immer, verwendet werden. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt.