



Gründen wir doch einfach eine neue Währungsunion

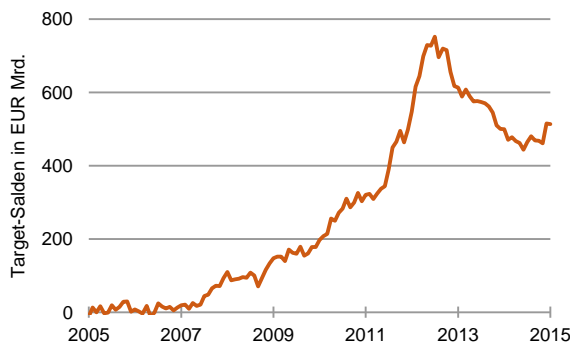
Dr. Martin W. Hüfner, Telefon +49 89 519966-150, martin.huefner@assenagon.com

- **Eine der Stärken Europas liegt darin, in schwierigen Situationen auch ungewöhnliche Lösungen zu realisieren. Das ist in der Griechenlandkrise wieder gefragt.**
- **Eine auf den ersten Blick abwegige Idee: Anwendung des Prinzips der "zwei Geschwindigkeiten" auch auf die Währungsunion.**
- **Trennung in einen "Kern-Euro" (in dem die strengen Regeln wie bisher gelten) und einen "erweiterten Euro" (der Griechenland hilft, sein Gesicht zu wahren).**

Jeder weiß, dass das Verhältnis Griechenlands zum Euro Spitze auf Knopf steht. Alle möchten, dass Athen in der Währungsunion bleibt, sowohl die Griechen als auch ihre Partner. Aber Athen will partout nicht die Reformen durchführen, die dafür nötig sind. Umgekehrt wollen die Partner – mit Recht – nicht an den bewährten Regeln rütteln.

Nun hat Europa mit ausweglosen Situationen durchaus Erfahrung. Es gehört zur Erfolgsgeschichte der EU, dass sich die führenden Politiker jedes Mal am Ende – oft nach langen Nachtsitzungen – doch zusammengerauft und einen Kompromiss gefunden haben. Das war nicht immer befriedigend, hielt Europa aber zusammen. Warum sollte das nicht auch diesmal möglich sein?

Euro-Gesundung auf halbem Weg gestoppt
Forderungen der Bundesbank



Quelle: ifo Institut

Hier eine Idee, wie so etwas aussehen könnte: Wir gründen neben der bisherigen Währungsunion ganz einfach eine zweite Währungsunion. Die eine ist die Kern-Union, in der alle Regeln so wie bisher gelten. Die zweite ist die erweiterte Union, in der einige Regeln außer Kraft gesetzt sind.

Das ist nichts anderes als die Übertragung des Prinzips der "zwei Geschwindigkeiten" auch auf die Währungsunion. So wie es in der EU einige Länder gibt, die sich beispielsweise durch das Schengen-Abkommen enger aneinander gebunden haben, so gibt es in der Währungsunion dann auch einige Mitglieder, die enger miteinander kooperieren und andere, die dies weniger eng tun.

Was wären die besonderen Regeln für die erweiterte Währungsunion? Erstens gilt nicht mehr der freie Kapitalverkehr. Es werden Kapitalverkehrskontrollen zugelassen. Das ist ein Verstoß gegen die bisherigen Grundsätze. Er ist meines Erachtens aber erträglich. Schon bisher gibt es die Möglichkeit von vorübergehenden Kapitalverkehrskontrollen und für Sondersituationen. Griechenland braucht sie, um den Abfluss von Geldern zu stoppen.

Zweitens kann ein Mitglied der erweiterten Währungsunion insolvent gehen. Wenn Griechenland seine Zahlungen also nicht mehr leisten kann, darf es nach wie vor dem Euro angehören. Auch das ist ungut. Es erfordert eine Insolvenzordnung für Staaten, in der klar geregelt ist, unter welchen Umständen eine Insolvenz stattfinden kann und wie sie abgewickelt wird. Am Ende ist es meines Erachtens aber keine unüberwindliche Hürde. In den Vereinigten Staaten sind mehrfach einzelne Bundesstaaten zahlungsunfähig geworden. Niemand hat aber daran gedacht, sie aus dem Dollar zu werfen.

Drittens – und das ist das Wichtigste, aber auch Problematischste – muss Griechenland neben dem Euro eine Parallelwährung einführen können. Athen muss also gestattet werden, beispielsweise die Gehälter im öffentlichen Dienst in Form von handelbaren Schuldverschreibungen auszuzahlen, mit denen die Empfänger einkaufen und Zahlungen leisten können. Diese neue Parallelwährung würde sich unmittelbar nach Einführung gegenüber dem Euro abwerten. Die Preise in der Parallelwährung würden deutlich ansteigen.

Das ist ein zentraler Verstoß gegen die Prinzipien einer Währungsunion. Denn damit könnte die Europäische



Zentralbank nicht mehr die Geldmenge in Griechenland kontrollieren. Sie könnte nicht mehr für die Preisentwicklung in der erweiterten Währungsunion verantwortlich sein. Sie könnte auch nicht mehr für die Aufsicht der griechischen Banken sorgen. Griechen könnten nicht mehr in den EZB-Gremien sitzen. Die EZB gibt es nur für die Kern-Union. Die erweiterte Union bräuchte eigene Institutionen.

De facto wäre Griechenland damit nicht mehr Mitglied der Währungsunion. Aber was spricht dagegen, die neue Konstellation nicht ebenfalls Währungsunion zu nennen, eben nicht Kern-Union, sondern erweiterte Union? Es gibt in der Welt eine Reihe von Staaten, die neben ihrer eigenen Währung auch zum Beispiel US-Dollar (oder Euro) als Zahlungsmittel haben. Das gab es auch schon zu Bundesbankzeiten mit der D-Mark.

Es könnte sein, dass die Mitgliedschaft in einer erweiterten Union nicht nur für Griechenland, sondern auch für andere Staaten interessant ist. Ich denke zum Beispiel an Zypern. Vorstellbar ist auch, dass potenzielle Beitrittskandidaten zuerst in die erweiterte Union gehen. Da könnte sich die Bevölkerung an den Umgang mit dem Euro gewöhnen.

Denkbar ist auch, dass die erweiterte Union eines Tages den Ehrgeiz hat, auch die strengen Regeln der Kern-Union zu erfüllen. Dann würde sich der Spread zwischen dem Euro und der jeweiligen nationalen Parallelwährung verringern.

Natürlich gibt es viele schwierige juristische und ökonomische Probleme, um eine solche Konstellation operational zu machen. Vermutlich müsste auch der Maastricht-Vertrag geändert werden, was ein langwieriger Prozess ist. Manch einer mag sich fragen, ob eine "zweitbeste Lösung" wie diese den Aufwand lohnt. Ich meine ja. Letztlich geht es darum, den Zusammenhalt Europas zu retten, die Problemlösungsfähigkeit der Europäer unter Beweis zu stellen und Griechenland aus politischen Gründen einen Weg zum Euro offen zu halten, ohne die strengen Regeln der Währungsunion zu verwässern.

Für den Anleger

Natürlich ist es viel zu früh, sich mit seinen Investments auf eine solche Lösung vorzubereiten. Aber wenn sie käme, dann würde sich der Euro auf den Devisenmärkten deutlich festigen. Der Euro wäre gestärkt, die Probleme im "Vorhof des Euros" abgeladen.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com. Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf 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, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Schweiz GmbH, Assenagon Client Service GmbH, München und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren.

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. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher 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 mit Wohn- oder Geschäftssitz in einer ausländischen Rechtsordnung sollten sich über derartige Einschränkungen informieren und sie entsprechend einhalten. 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 U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten, und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation 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 einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentlichen Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter 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 Information und können eine individuelle Beratung 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.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.