

Die Sicht des Raiffeisen Chefökonom

Tragischer Retter



Auf Einladung der Schweizerischen Nationalbank hielt Mario Draghi, der Retter des Euro, kürzlich ein Gastreferat in Zürich. Angekündigt war seine Rede seit dem Frühling. Die Ironie wollte es jedoch, dass exakt zum Zeitpunkt seines Besuchs in Zürich eine grosse Unruhe die Bondmärkte erfasste. Anleiheinvestoren machen sich zunehmend Sorgen, ob die Schulden vieler Länder auf Dauer tragbar sind. Spezifisch diejenigen Frankreichs, der zweitgrössten Volkswirtschaft der Eurozone.

Dramatische Rettung des Euro

In seiner berühmten Londoner Rede im Juli 2012 verglich Draghi den Euro mit einer schwerfälligen Hummel, die eigentlich fluguntauglich sei, aber irgendwie doch fliege. Die Währungsunion weist in der Tat den einen oder anderen Konstruktionsfehler auf. Diese begünstigten die hohe Verschuldung einiger südeuropäischer Länder und lösten 2009 die Schuldenkrise und Sorgen über den Fortbestand des Euro aus. In London sprach Draghi jene Worte, die seinen Ruf als Retter des Euro bis heute begründen: «Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.» Die Zusage, alles Erdenkliche zum Erhalt des Euro zu tun, veränderte die Erwartungen der Anleger und vermochte die Finanzmärkte zu beruhigen. Er löste jedoch weder Europas Schuldenproblem noch dessen politische und wirtschaftliche Ursachen.

Problem nur vertagt

Draghis Eingreifen war kurzfristig gut begründet. Die längerfristige Gewöhnung an billiges Geld und geldpolitische Rettungsmechanismen schuf jedoch erhebliche Risiken. Daraus folgt noch nicht, dass ein Verzicht auf die Rettung wirtschaftlich besser gewesen wäre. Aber die Fehlanreize, immer neue Schulden aufzunehmen, wurden nicht beseitigt. Im Gegenteil, sie wurden gar noch verstärkt. Politiker und Finanzakteure verlassen sich seither noch stärker darauf, dass im Ernstfall die Zentralbanken die Sache wieder ausbügeln. Bis heute wurden gegen kein EU-Land, das die Defizit- oder Schuldenregeln der EU verletzt, finanzielle Sanktionen oder Strafzahlungen verhängt – trotz 48 (!) bisher eröffneter Defizitverfahren. «Kicking the can down the road» heisst es im Englischen, wenn ein schwieriges Problem nur aufgeschoben oder umgangen wird, in der Hoffnung, das

Problem verschwinde von selbst. Genau das – einfach verschwinden – tun Schulden jedoch nie.

Neue Krise mit Frankreich

Gut 14 Jahre nach Draghis Rede liefern die Anleihemärkte wieder Schlagzeilen, was nie ein gutes Zeichen ist. Die Finanzmärkte sind schlechte Hüter fiskalischer Disziplin. Lange bleiben sie sorglos, bis das Vertrauen kippt. Dann aber erfolgt die Korrektur oft abrupt und verschärft die Probleme zusätzlich. Die hohe Nervosität zeigt sich anhand der sogenannten Spreads der Schuldnerländer. Das sind die Renditeaufschläge, die Anleger gegenüber den als sicherer erachteten deutschen Staatsanleihen verlangen. Bei französischen Staatsanleihen überschritt dieser Aufschlag in der Woche vom 19. Oktober die Marke von 1,7 Prozentpunkten. Seit September hat er sich damit verdoppelt. Frankreichs Aufschlag liegt sogar über jenem Italiens. Und dies, obwohl Frankreich noch über bessere Ratings internationaler Agenturen verfügt. Das widerspiegelt, wie nervös die Finanzmärkte geworden sind.

Das Ende der Sorglosigkeit

In Anbetracht der hohen französischen Staatschulden von 119% des BIP ist das nicht weiter verwunderlich. Zum Vergleich: Am Vorabend der griechischen Staatschuldenkrise lag Griechenlands Schuldenquote bei 111% und stieg 2009 auf 128%, als bekannt wurde, dass Griechenland gewisse Schulden in seiner Bilanz versteckt hatte. Die Nervosität ist auch politisch bedingt. Das französische Parlament schafft es derzeit nicht, das Haushaltsdefizit unter 5% des BIP zu bringen. Frankreich weist zudem eine unrühmlich lange Bilanz auf, niedrigere Defizite zu versprechen, die aber nie erreicht wurden. Gleichzeitig wird ein ausgeglichener Haushalt künftig aufgrund der wachsenden Zinsenlast noch schwieriger. Rund 30% der französischen Staatsschulden werden in den nächsten drei Jahren fällig und müssen zu deutlich höheren Kosten refinanziert werden. Nach Angaben der Ratingagentur Fitch muss Frankreich dieses Jahr 79 Mrd. Euro, nächstes Jahr 91 Mrd. und 2028 bereits mehr als 100 Mrd. Euro allein für den Schuldendienst aufwenden.

Die Gefahr einer Ansteckung

Bisher ist die «Flucht» der Anleger aus französischen Staatsanleihen geordnet verlaufen – im Unterschied zum Chaos während der Euroschuldenkrise zwischen 2009 und 2012.

Auch die Finanzierungsbedingungen für den Privatsektor verzeichnen bisher keine ähnliche Verschlechterung. Frankreich stehen dennoch schwierige Wochen und Monate bevor. An eine Verabschiedung wirkungsvoller Sparmassnahmen ist vor der Präsidentenwahl im April 2027 nicht zu denken. Die beiden aussichtsreichsten Bewerber für das Präsidentenamt sind Populisten, die ihren Wählern kostspielige oder unrealistische Versprechungen machen. Marine Le Pen will am Renteneintrittsalter von 60 oder 62 festhalten, obwohl das schon heute nicht finanzierbar ist. Und Jean-Luc Mélenchon strebt einen selektiven Zahlungsausfall an, wodurch die Anleger erst recht einen höheren Zins verlangen. Mit Belgien existiert zudem ein Ansteckungskandidat, von dem man bisher wenig Notiz genommen hat. Dessen Staatsfinanzen befinden sich jedoch in ähnlicher Schieflage und auch dessen Spreads haben sich seit Anfang September verdoppelt.

Die Schweiz nicht nur Zaungast

Die Schweiz könnte sich in Anbetracht der Turbulenzen auf den internationalen Bondmärkten zurücklehnen. Dank der Schuldenbremse haben wir keinen vergleichbaren Verschuldungstrend und bezahlen unter anderem auch deswegen so niedrige Zinsen, dass sogar Donald Trump vor Neid erblasst. Die damalige Eurokrise war jedoch auch für die Schweiz eine grosse Herausforderung. Schwächelt der Euro, gewinnt der Schweizer Franken im Gegenzug an Wert und verschlechtert die Wettbewerbsfähigkeit der hiesigen Industrie. Allein seit

Anfang Oktober hat der Franken gegenüber dem Euro um 2,4% aufgewertet, obwohl die rekordhohe Zinsdifferenz den Franken eigentlich schwächer halten müsste. Eine erneute Eurokrise wäre deshalb auch für die Schweiz eine beachtliche Hypothek.

Tragischer Retter Draghi

Mario Draghi hat Europa Zeit gekauft. Dass die Politik sie nicht ausreichend genutzt hat, macht seine Rettung nicht rückwirkend falsch, aber aus heutiger Perspektive wertlos. Es war eine verpasste Gelegenheit, das Haus Europa wieder in Ordnung zu bringen und die Währungsunion auf ein tragfähiges Fundament zu stellen. Krisen sind auch Chancen. Beispielsweise, um der Politik die Einhaltung der Fiskalregeln abzutrotzen und Fehlanreize zu beseitigen. Allzu viele Gelegenheiten werden nicht mehr kommen, denn bei jeder erneuten Krise steht noch mehr auf dem Spiel.



Fredy Hasenmaile

Chefökonom

Raiffeisen Schweiz

Herausgeber

Raiffeisen Schweiz
Economic Research
The Circle 66
8058 Zürich-Flughafen
economic-research@raiffeisen.ch

Internet

raiffeisen.ch/wohnen
raiffeisen.ch/anlegen

Publikationen

Erfahren Sie in unseren Publikationen unsere
aktuelle Sicht auf die Finanzmärkte
raiffeisen.ch/maerkte-meinungen

Beratung

Kontaktieren Sie Ihren Anlageberater oder Ihre
lokale Raiffeisenbank
raiffeisen.ch/web/ihre+bank+vor+ort

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschliesslich allgemeinen Werbe- sowie Informationszwecken und ist nicht auf die individuelle Situation des Empfängers abgestimmt. Der Empfänger bleibt selbst für entsprechende Abklärungen, Prüfungen und den Beizug von Spezialisten (z. B. Steuer-, Versicherungs- oder Rechtsberater) verantwortlich. Erwähnte Beispiele, Ausführungen und Hinweise sind allgemeiner Natur, welche im Einzelfall abweichen können. Aufgrund von Rundungen können sich sodann Abweichungen von den effektiven Werten ergeben.

Dieses Dokument stellt weder eine Anlageberatung resp. persönliche Empfehlung noch ein Angebot, eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräusserung von Finanzinstrumenten dar. Das Dokument stellt insbesondere keinen Prospekt und kein Basisinformationsblatt gemäss Art. 35 ff. bzw. Art. 58 ff. FIDLEG dar. Die allein massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu den erwähnten Finanzinstrumenten sind in den jeweiligen rechtsverbindlichen Verkaufsdokumenten (z. B. [Basis-]Prospekt, Fondsvertrag, Basisinformationsblatt (BIB) oder Jahres- und Halbjahresberichte) enthalten. Diese Unterlagen können kostenlos bei Raiffeisen Schweiz Genossenschaft, Raiffeisenplatz, 9001 St.Gallen oder unter raiffeisen.ch bezogen werden. Finanzinstrumente sollten nur nach einer persönlichen Beratung und dem Studium der rechtsverbindlichen Verkaufsdokumente sowie der Broschüre «Risiken im Handel mit Finanzinstrumenten» der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) erworben werden. Entscheide, die aufgrund dieses Dokuments getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Empfängers. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität, Sitz oder Wohnsitz eines Staates, in welchem die Zulassung von den in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder Finanzdienstleistungen beschränkt ist. Bei den aufgeführten Performancedaten handelt es sich um historische Daten, aufgrund derer nicht auf die laufende oder zukünftige Entwicklung geschlossen werden kann.

Das vorliegende Dokument enthält zukunftsgerichtete Aussagen. Diese widerspiegeln Einschätzungen, Annahmen und Erwartungen von Raiffeisen Schweiz zum Zeitpunkt der Erstellung. Aufgrund von Risiken, Unsicherheiten und anderen Faktoren können die künftigen Ergebnisse von den zukunftsgerichteten Aussagen abweichen. Entsprechend stellen diese Aussagen keine Garantie für künftige Leistungen und Entwicklungen dar. Zu den Risiken und Unsicherheiten zählen unter anderem die im [Geschäftsbericht der Raiffeisen Gruppe](#) beschriebenen Risiken und Unsicherheiten.

Raiffeisen Schweiz sowie die Raiffeisenbanken unternehmen alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten und Inhalte zu gewährleisten. Sie übernehmen aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in diesem Dokument veröffentlichten Informationen und haften nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung und Verwendung dieses Dokumentes oder dessen Inhalts verursacht werden. Insbesondere haften sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen sind diejenigen von Raiffeisen Schweiz zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Raiffeisen Schweiz ist nicht verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren. In Bezug auf allfällige, sich ergebende Steuerfolgen wird jegliche Haftung abgelehnt. Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung von Raiffeisen Schweiz weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt und/oder weitergegeben werden.