

In den Abgrund starren (Teil II)

31.01.2012 | [John Mauldin](#)

Teil 1 können sie [hier](#) lesen ...

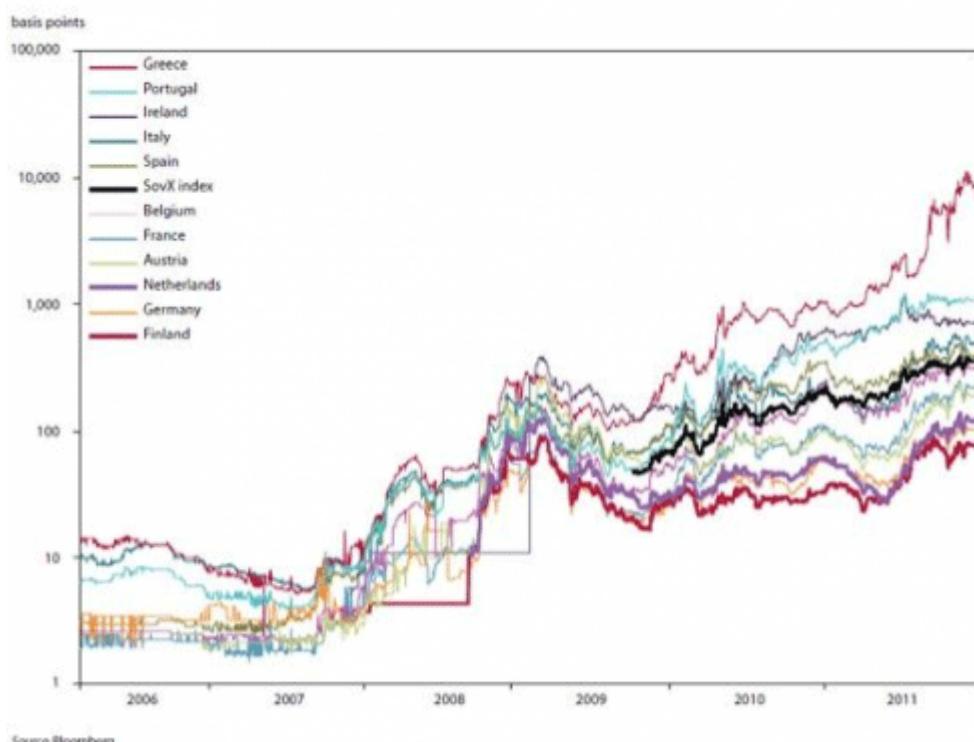
- Vorschau auf die anstehenden Attraktionen
- Halluzinogene Daten und andere Spaßbeschäftigungen
- Meine Herren, wählen Sie Ihr Destaster
- Was Europa machen sollte

Vorschau auf die kommenden Attraktionen

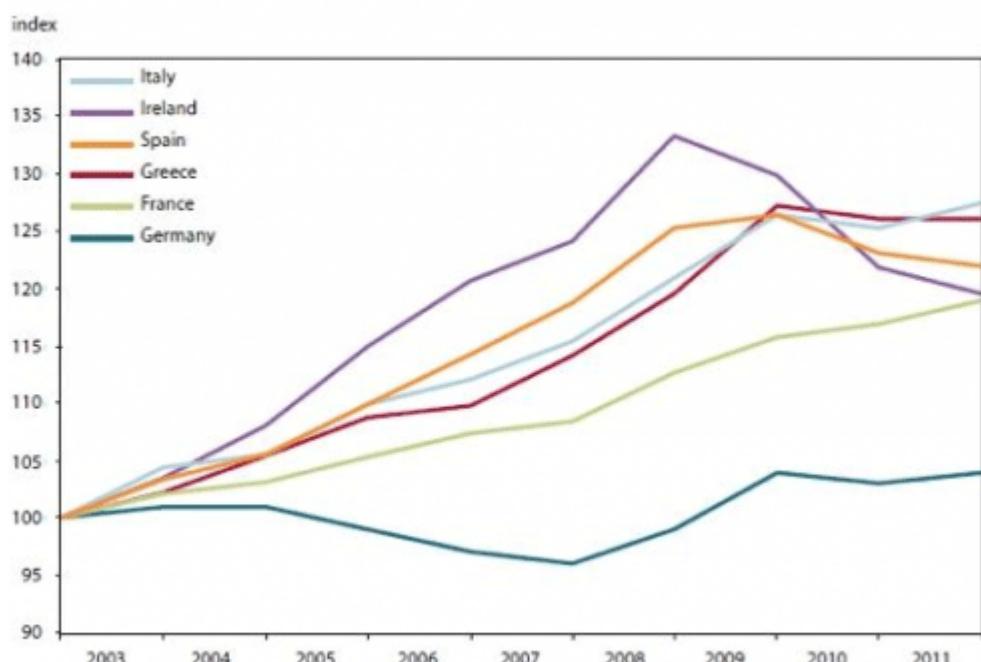
Werfen wir nun einen Blick auf einige Charts, die dem lesenswerten Bericht "The European Crisis Deepens" entnommen wurden (herausgegeben vom Petersen Institute). Die Autoren, Peter Boone und Simon Johnson, können auf eine lange Liste von Referenzen verweisen.

Im ersten Chart sehen wir die Kosten für Kreditausfallversicherungen mit einer Laufzeit von 5 Jahren. Sie steigen alle. (Hier haben wir einen sogenannten Log-Chart. Bei der logarithmischen Darstellung steigt die Skalierung der Y-Achse mit jedem Schritt um den Faktor 10.) Wie man sehen kann, steht Portugal heute dort, wo Griechenland letztes Jahr stand. Beachten Sie auch, dass Italien dort steht, wo Portugal letztes Jahr stand. Ich dachte nur, ich gebe Ihnen eine Vorschau auf die kommenden Attraktionen, die Horrorversion.

Figure 1 Five-year sovereign credit default swaps, January 2, 2006 to December 9, 2011



Es folgt ein Chart, in dem die Lohnstückkosten von sechs europäischen Ländern verglichen werden. Allein in Irland sinken die Lohnstückkosten, weil die Arbeitnehmer Gehaltskürzungen akzeptierten und die Produktivität steigt. Achten Sie auch auf die stetig steigenden Kosten in Frankreich und vergleichen Sie diese mit den Lohnstückkosten in Deutschland. Dieser Trend legt nah, dass sich Frankreich auf dem Weg befindet, den einst Griechenland einschlug. Auf diesem Weg warten die Drachen.

Figure 3 OECD nominal unit labor costs in total economy, 2003–11

Sources: Organization for Economic Cooperation and Development; Bloomberg.

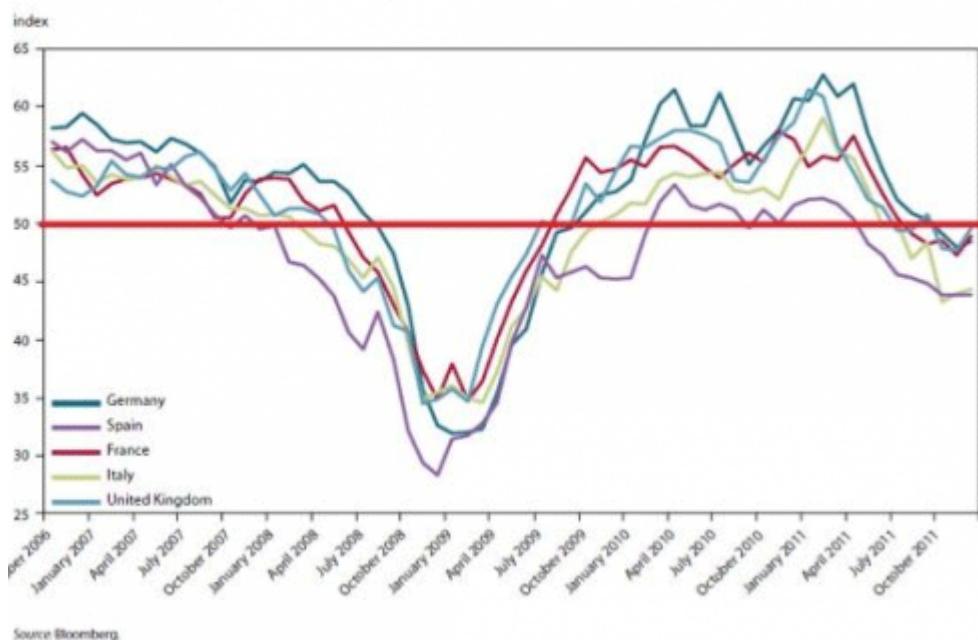
Dieser Chart macht zudem deutlich, warum es Griechenland so schwer fallen wird, die Wende zum Positiven zu schaffen, wenn gleichzeitig die Möglichkeit einer Währungsentwertung nicht gegeben ist. Um gegenüber Kerneuropa wettbewerbsfähig zu werden, müssten sie sich Lohnkürzungen von 30% unterwerfen. Für solche Kürzungen wird es in Griechenland keine Freiwilligen geben. Nach zweijähriger Beteiligung (Einmischung?) des IWF und der europäischen Institution in Griechenland, haben sich die griechischen Lohnstückkosten so gut wie gar nicht bewegt.

Griechenland steht damit nicht allein. Oder haben Sie etwa gehört, dass allgemeine Lohnkürzungen zu den Lösungsvorschlägen für Italien, wo die Lohnstückkosten höher sind als in Griechenland, zählen? Auch in Portugal (nicht im Diagramm) bewegt sich dahingehend nichts. Die gesamte Eurozone ist aus dem Gleichgewicht geraten, und keiner macht Anstalten, diese Schieflagen in Angriff zu nehmen oder auch nur das Grundproblem anzuerkennen.

Halluzinogene Daten und andere Spaßbeschäftigungen

Noch vor einem Monat prognostizierten große Teile des europäischen Establishments eine positive Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts der Eurozone. Wie der jüngste Trend deutlich macht, war das von ihnen gerauchte Datenmaterial wohl halluzinogen. Und mit Blick auf den Ernst der Lage muss es bester Stoff gewesen sein. Deutschland befand sich im 4. Quartal des letzten Jahres in einer Rezession und wird dort wahrscheinlich auch im laufenden Quartal bleiben - was der technischen Definition von Rezession entsprechen würde. Randeuropa befindet sich auf jeden Fall in einer Rezession, in manchen Ländern dürfte man auch schon von einer Depression sprechen. Unten finden Sie den Einkaufsmanagerindex von sechs großen Ländern Europas. Ich habe eine dicke rote Linie bei der 50er-Marke gezogen, darunter beginnt das Negativwachstum.

Figure 4 Manufacturing Purchasing Managers' Index, 2006–11



Source: Bloomberg.

Meine Herren, wählen Sie Ihr Destaster

Mal schauen, ob es mir vor dem Hintergrund des oben Beschriebenen gelingt, die Optionen einzugrenzen, die Europa aktuell bleiben. Nehmen wir zuerst den Fall Griechenland, weil er lehrreich ist. Griechenland hat zwei Möglichkeiten. Die Griechen können sich für Desaster A entscheiden: Sie bleiben in der Eurozone, senken die Staatsausgaben und erhöhen die Steuern, damit sie erneut die Auflagen für ein Rettungspaket erfüllen. Sie handeln weitere Schuldendausfälle aus und rutschen weiter in ihrer Zahlungsbilanz.

Sie leiden weiter vor sich hin, während es ihnen an Medizin, Energie und anderen benötigten Gütern mangelt. Sie werden für die Dauer einer ganzen Generation in einer Depression gefangen sein. Die Demonstrationen werden größer und aggressiver, weil die Regierung immer mehr Einschnitte vornehmen muss, um die rückläufigen Einnahmen auszugleichen - denn jeden Monat verlassen auch 2,5% ihres BIP in Euro das Land. Wir hier passiert, ist ein Ansturm auf die griechischen Banken. Jeder griechische Bürger nimmt nach Möglichkeit sein Geld von der Bank.

Die griechischen Wähler werden jene politische Gruppe (ganz gleich welche), die sich für Desaster A entschieden hatte, für die Misere verantwortlich machen und diese schließlich abwählen, während die Opposition einen Austritt Griechenlands aus der Eurozone fordert. Womit wir natürlich bei Desaster B wären.

Der Austritt aus dem Euro ist ein Alptraum biblischer Proportionen, so wie 7 der 10 Plagen, die Ägypten heimsuchten. Zuerst gibt es einen "banking holiday", die Banken schließen und alle Konten werden in Drachmen konvertiert, alle staatlichen Zahlungen wie Renten und Löhne werden jetzt in Drachmen ausgezahlt. Was passiert aber mit den privaten Verträgen, die mit nicht-griechischen Unternehmen in Euro abgeschlossen wurden? Das gesamte elektronische Geld wie auch das Bargeld in den Banken zu konvertieren, ist nicht das große Problem. Wie bekommt man aber die Griechen dazu, ihre Euros gegen Drachmen einzutauschen? Immerhin könnten sie einfach über die Grenze fahren und Güter zu günstigeren Preisen kaufen, denn jedem Währungswechsel wird Inflation und/ oder direkte, offizielle Entwertung folgen. Das muss es auch. Das ist ja auch Sinn und Zweck der Sache.

Wie will man nun Sorbas und Deimos dazu bringen, ihr verbleibendes Euro-Bargeld freiwillig auszuhändigen? Man könnte die Grenzen schießen, dann würde aber ein Schwarzmarkt für Euros entstehen, und die Griechen schmuggeln seit Jahrhunderten durch die Berge. Wie schließt man griechische Fischerdörfer? Wie verhindert man, dass es zum Treffen mit dem Cousin aus Italien kommt - im Mittelmeer für einen kleinen Währungstausch? Was passiert mit den nicht-griechischen Unternehmen, die Häuser oder Eigentumswohnung errichteten und verkauften? Werden diese Unternehmen in der sich entwertenden Drachme bezahlt, während sie zu Hause ihre Kosten in Euro begleichen müssen? Ganz zu schweigen von der Frage, wie man an "harte" Währung kommt, um Medizin, Energie, Nahrung, militärische Ausrüstung,

etc. zu kaufen. Die Liste ist lang. Ein Traum für Rechtanwälte.

Es gibt eine dritte Möglichkeit: Desaster C wäre noch schlimmer als die ersten beiden. Griechenland kann in der Eurozone bleiben und all seine Staatsschulden ausfallen lassen, wodurch sie ein Zeit lang komplett vom Anleihemarkt abgeschnitten bleiben. Sie hätten dann keine andere Wahl, als die staatlichen Dienstleistungen und Zahlungen (Löhne, Renten, etc.) drastisch zu kürzen. Sie hätten dann unter einer gewaltigen, verhängnisvollen Depression zu leiden, weil sie ihre Handelsaußenstände über Nacht begleichen oder ohne Handel auskommen müssten. Dann werden sie sich auf jeden Fall lieber für Desaster B entscheiden.

Es bleiben also nur Desaster A oder Desaster B als wirkliche Optionen. Ob sie sich für die direkte Rückkehr zur Drachme (Desaster B) entscheiden werden, ist nur eine Frage der Zeit. Sie kommen noch früh genug an diesen Punkt.

Aber warum warten sie dann noch? Wozu noch diese Scheingefechte? Weil Europa ein ungeordnetes Desaster B fürchtet. Für den Rest Europas wäre das der Abgrund. Die große Hoffnung der Griechen ist, dass Europa (d.h. Deutschland) sie weiter durchfinanziert, um selbst nicht den Schritt in den Abgrund machen zu müssen.

Ein europäischer Diplomat formulierte es so: "Trotz der beherzten Anstrengungen Papademos' erweckt es immer mehr den Eindruck, als ob das widerstrebende griechische Establishment die Zeit bis zu den nächsten Wahlen überbrücken möchte, in der Annahme, dass sie von der Welt auch weiterhin finanziell gerettet werden, ganz gleich, was auch passiert."

Europa kommt dem Punkt immer näher, an dem es sich endgültig entscheiden muss, wie mit Griechenland zu verfahren ist. Theoretisch läuft die Frist für die Vergabe der nächsten Kredittranche am 29. März ab. Hier steht sehr viel auf dem Spiel und die Mitspieler meinen es todernst. Kann es sich Sarkozy mit Blick auf die im April anstehenden Wahlen erlauben, als schwach zu gelten, wenn er sich bezüglich Griechenland nachgiebig zeigt? Kann es sich Merkel mit Blick auf ihre unruhige Gefolgschaft erlauben, in der Griechenlandfrage als nachgiebig zu gelten? Bald danach stehen auch in Griechenland Wahlen an. Kann Papademos weiteren Haushaltskürzungen nachgeben und weitere Versprechen hinsichtlich zukünftiger Kredittranchen geben, die kaum zu halten und überaus unpopulär wären?

Die Märkte zeigen sich langsam erschöpft. Es wird keinen privaten Markt für griechische Schuldverschreibungen geben, zumindest nicht in einem Umfang, der die Überlebensfähigkeit längerfristig sichern würde. Gesetzt dem Fall, Griechenland bliebe in der Eurozone und der ungeordnete Ausfall trüte nicht ein, so müsste das Land sehr lange auf der europäischen Intensivstation bleiben. Über das Jahrzehnt gerechnet würde das hunderte Milliarden Euro, Schuldenerlasse, etc. bedeuten. Es gibt keine guten Entscheidungen.

Zudem wird Europa noch früh genug mit Frage konfrontiert sein, was mit Portugal, das ebenfalls einen Schuldenschnitt für sich beanspruchen wird, passieren soll. Nicht zu vergessen Irland, das es sehr ernst damit meint, die von der Vorgängerregierung für die Rettung nationaler Banken aufgenommenen Schulden nicht zu zahlen, um britische, deutsche und französische Banken bezahlen zu können. Dieser Schuldenausfall ist schon vorprogrammiert. Meiner Meinung nach wartet das "höfliche" Irland nur darauf, dass sein 60-Milliarden-Ausfall nur noch als Peanuts gilt. Und da Italien knapp 350 Milliarden € allein für die Umschuldung der laufenden Kredite aufbringen muss, wird auch Irland nicht mehr lange warten müssen. Den Hochrechnungen Italiens zufolge wird das Haushaltsdefizit auf 2% sinken, sollte Europa jedoch in die Rezession abrutschen, werden auch diese Prognosen über den Haufen geworfen.

Unterm Strich sieht es wohl so aus, dass Italien (höchstwahrscheinlich auch irgendwann Spanien) nicht die benötigten Kreditmengen zu erschwinglicher Verzinsung aufbringen kann, ohne dabei massiv auf die Unterstützung der Europäischen Zentralbank zurückzugreifen. Schon jetzt nähern sich die Renditen wieder der 7%-Marke an. Aus italienischer Perspektive ist das untragbar. Deutschland muss sich entschließen, der EZB eine enorme Ausweitung der Bilanzen zu gestatten, oder Italien wird es nicht ohne Schuldenschnitte schaffen.

Allein ein Schuldenschnitt von 10% für italienische Staatsanleihen würde alles, was in Griechenland geschieht, in den Schatten stellen - und kaum etwas für Italien bewirken. Wenn Italien sich für einen Haircut entscheidet, dann wird dieser viel größer ausfallen. Französische Banken halten 45% der italienischen Staatsschulden. Italien ist zu groß, als das Frankreich es retten könnte. Sie können nicht einmal ihre eigenen Banken ausreichend ausstatten und schützen, für den Fall, Italien sollte zum Solvenzrisiko werden. Sie

können gar nicht so viel Geld locker machen, ohne ihre eigenen Bilanzen zu zerstören. Die jüngste Herabstufung ihres Schuldenratings war nur die erste von vielen.

Wo wir gerade bei Herabstufungen sind: Das Ratingunternehmen Egan Jones senkte das Kreditrating Deutschlands von AA auf AA- und setzte das Land auf die Beobachtungsliste für eine weitere Herabstufung. Und das ist wichtig. Egan Jones ist meiner Meinung die glaubwürdigste Ratingagentur, und in 95% der Fälle folgen die "Big 3" der Ratingagenturen (nach einer gewissen Zeit) ihren Entscheidungen. Die Herabstufung wird unter anderem mit der gewaltigen Schuldenmenge begründet, für die Deutschland garantiert. Sean Egan war einer der ersten seriösen Analysten, die auf einen Schuldenausfall Griechenlands hinwiesen. Schon vor langer Zeit sprach er davon, dass die Schulden Griechenlands letztendlich zu 95% ausfallen werden. (Ein sehr angenehmer Herr übrigens, aber vielleicht hatte er auch seine Darth-Vader-Maske zu Hause gelassen, als ich ihn traf.)

Europa wird sich in diesem Jahr entscheiden müssen. Entweder für eine viel straffere, beschränkte Fiskalunion mit einer Zentralbank, die in der Krise aggressiv Euros drucken kann, oder für ein Zerbrechen der Währungsunion, ob nun kontrolliert oder nicht. Ich glaube nicht, dass Europa die Entscheidung noch bis 2013 aufschieben kann, weil der Markt es einfach nicht zulassen würde. Entweder macht die EZB Ernst und entscheidet sich für echte Schuldenmonetisierung, wenn Italien und Spanien diese brauchen, oder der Laden fällt auseinander.

Da kommt einem das Zitat vom Anfang wieder in den Sinn: "Wenn alles so bleiben soll, wie es ist, muss sich alles ändern."

Wie bei jeder langen Reise scheint die Fahrt (oder der Flug) ewig zu dauern, besonders wenn man sehr jung ist oder eben Anleger. Aber dann ist man plötzlich da. Die am Anfang schon erwähnte LTCM-Krise entwickelte sich über lange Zeit hinweg, aber dann endete sie mit einem Knall. Lehman Brothers oder Bear Stearns waren eben noch große Akteure und plötzlich sind sie weg. Ich denke, der Euro wird in diesem Jahr den Moment der Krise erreichen. Hoffentlich ist Europa vorbereitet.

Was Europa machen sollte

Wenn Europa am Rand des Abgrunds steht und nach unten blickt, kommt der Rest der Welt hinterher, um auch einen Blick hinein zu werfen. Es kann uns alle zum Abgrund ziehen und auch über den Rand hinaus. Als ich in Singapur und Hongkong war, wurde ich wieder daran erinnert, wie sehr wir alle Europa brauchen, um all das zu überstehen.

Europa hat Probleme, die struktureller Natur sind und sich nicht mit weiteren Verträgen, Abkommen oder vermehrter Liquidität beheben lassen. Und vor diesem Hintergrund sind meine folgenden Gedanken zu betrachten:

- 1. Die Europäische Union funktioniert - meist besser als schlechter. Die Freihandelszone sollte erhalten bleiben. Es gibt Länder, die nicht in der Eurozone sind und in denen es einfach gut funktioniert. Wir leben im Computerzeitalter. Devisenumtausch ist eine computerisierte Transaktion und relativ einfach. Europa sollte sich auch weiterhin mit dem Rest der Welt abstimmen. Und von den Vorteilen gemeinsamen Handelns profitieren. Uns allen geht es besser mit einem vereinten Europa. Solange es keine stabilen Arbeits- und Produktivitätsmärkte in der gesamten EU gibt, sollte nicht auf eine gemeinsame Währung gedrängt werden. Gemeinschaftswährungen sind kein Garant für Konfliktlosigkeit. Tatsächlich durchgesetzter Freihandel und offene Grenzen hingegen schon.
- 2. Europa sollte sich eingestehen, dass der Euro in einigen Ländern einfach nicht funktionieren kann; und dann sollten diese Länder auch die Eurozone verlassen dürfen (aber gleichzeitig in der Freihandelszone verbleiben, wie heute schon Dänemark und Schweden). Es sollte vorab dafür gesorgt werden, dass ein Land so geordnet wie möglich zu seiner alten Währung zurückkehren kann. Ja, es wird in jedem Fall sehr große Verluste geben. Wenn dies aber kontrolliert geschieht, werden die Verluste weitaus geringer ausfallen als ohne Kontrolle. Man könnte ein dualistisches System einführen, so wie es bei der Einführung des Euros noch bestand. Man sollte eine Reihe von Gesetzen verabschieden, damit in den nächsten zwei Jahrzehnten nicht jeder jeden verklagt. Die europäischen Nationen sollten wie Erwachsene verhalten, die Freunde bleiben möchten und nicht Feinde auf Lebenszeit. Wenn Regeln und Gesetze nötig sind, so sollen diese geschaffen werden. Das jedoch schnell. Je länger es dauert, desto teurer wird es für Europa (und die Welt).

- 3. Griechenland muss eine Absage erteilt werden. Keine weiteren Kredite. Keine weiteren Drohungen. Wenn sie dabei bleiben wollen, dann soll sich der Markt mit ihnen auseinandersetzen. Ich bezweifle, dass alles ruhig und freundlich geschehen wird, aber sie müssen für sich selbst Verantwortung übernehmen. Niemand hat Griechenland gezwungen, so viele Schulden aufzunehmen. Jetzt ist die Zeit, Schadensbegrenzung zu betreiben. Das Geld sollte benutzt werden, um die eigenen Banken zu retten. Sobald sich Griechenland für den Austritt entscheidet (und das ist keine Frage des "ob"), sollte dem Land mit humanitären Leistungen geholfen werden (Medizin und Energielieferungen), aber neue Schuldenberge, die Griechenland nicht zurückzahlen kann, müssen verhindert werden. Man sollte sich auf Bedingungen einigen, die es dem Land erlauben, wieder auf die Beine zu kommen und weiterzuleben. Griechenland soll der Verbleib in der im Freihandelszone gewährt werden. Und auch alle anderen müssen ihre Lektion lernen: Man muss genau darauf achten, wem man sein Geld leiht!
- 4. Leider gilt dasselbe auch für Portugal, obgleich das Land mit einem angemessenen und sehr gesunden Schuldenschnitt in der Eurozone bleiben könnte.
- 5. Irland wird diese Bankenschulden nicht bezahlen. Man muss sich damit abfinden. Soll doch die EZB diese Kröte schlucken. Anschließend wird Irland den Rest seiner Staatsschulden abzahlen. Und dann kann es sich durch eigenes Wachstum von seinen Problemen befreien. Irland hat eine positive Handelsbilanz. Und wer mag die Iren nicht?
- 6. Italien und Spanien sind Problemfälle. Wenn sie in der Eurozone bleiben, werden sie hinsichtlich der Anleihezinsen umfangreiche EZB-Hilfen in Anspruch nehmen müssen, während sie ihre Defizite unter Kontrolle bringen. Europa sollte sich dafür oder dagegen entscheiden, es sollte die Welt aber nicht im Ungewissen lassen. Deutschland muss eine Entscheidung treffen und zwar ausdrücklich und in aller Öffentlichkeit.
- 7. Ich weiß nicht, was ich Frankreich empfehlen könnte. Das ist die schwierigste Frage. Sie verlieren gegenüber Deutschland und anderen Ländern ihre Wettbewerbsfähigkeit am Arbeitsmarkt, und sie haben schon jetzt ein Steuerniveau, das nicht weiter erhöht werden kann, zudem hohe Haushaltsdefizite, schlechte demographische Werte und gewaltige unfundierte, zukünftige Verpflichtungen aus der Krankenversicherungs- und Rentensystem. Sie haben Zeit, die Dinge in den Griff zu bekommen, wenn sie diese nur nutzen (wie auch die USA). Die Welt hofft zumindest, dass dies geschieht. Die Sorge um den Zustand der französischen Banken wurde überall in Hongkong geäußert. Die französischen Banken haben wesentliche Bedeutung für den Welthandel, die US-Banken (und andere) bei Weitem nicht haben. Sie verfügen nun einmal über die nötige Erfahrung und die Infrastruktur, um diese Art von Krediten zu vergeben. So etwas lässt sich nicht in kürzester Zeit aus dem Boden stampfen. Leiden die französischen Banken, leidet auch das Wachstum der Welt, das sich schon abschwächt.

Ich weiß, dass die Märkte gerade ein glückliches Ende der Eurokrise diskontieren. In meinen Augen besteht aber ein erhebliches Risiko schwerer Verwerfungen - auch wenn diese immer noch als eher unwahrscheinlich eingestuft werden. Sie sollten sich darauf einrichten. Wenn die großen Pensionsfonds und Stiftungen Glück haben, werden sie das Jahr mit plus minus Null abschließen. Kleinere Investoren sollten ihre Risikotoleranz dahingehend ausrichten, dass Europa seine Probleme nicht meistern wird.

Nächste Woche sind die USA dran. Wer denkt, Europa hätte Probleme, ...

© John Mauldin

Dieser Artikel wurde am 23. Januar 2012 auf www.financialsense.com veröffentlicht und exklusiv für GoldSeiten übersetzt.

Dieser Artikel stammt von GoldSeiten.de

Die URL für diesen Artikel lautet:

<https://www.goldseiten.de/artikel/126438--In-den-Abgrund-starren-Teil-II.html>

Für den Inhalt des Beitrages ist allein der Autor verantwortlich bzw. die aufgeführte Quelle. Bild- oder Filmrechte liegen beim Autor/Quelle bzw. bei der vom ihm benannten Quelle. Bei Übersetzungen können Fehler nicht ausgeschlossen werden. Der vertretene Standpunkt eines Autors spiegelt generell nicht die Meinung des Webseiten-Betreibers wieder. Mittels der Veröffentlichung will dieser lediglich ein pluralistisches Meinungsbild darstellen. Direkte oder indirekte Aussagen in einem Beitrag stellen keinerlei Aufforderung zum Kauf-/Verkauf von Wertpapieren dar. Wir wehren uns gegen jede Form von Hass, Diskriminierung und Verletzung der Menschenwürde. Beachten Sie bitte auch unsere [AGB/Disclaimer!](#)

Die Reproduktion, Modifikation oder Verwendung der Inhalte ganz oder teilweise ohne schriftliche Genehmigung ist untersagt!
Alle Angaben ohne Gewähr! Copyright © by GoldSeiten.de 1999-2025. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzzrichtlinien](#).