

Ausstiegsfibel für die Eurozone (Teil 3/3)

12.03.2012 | [John Mauldin](#)

Den ersten Teil können sie [hier](#) lesen. [Hier](#) geht es zum zweiten Teil.

Ausstieg, Abwertung, Zahlungsunfähigkeit, um das Wirtschaftswachstum zurückzubringen

Randeuropa: Viel schlimmer als die meisten Schwellenländer vor der Krise

Der Ökonom Herbert Stein schrieb einst: "Was nicht ewig weitergehen kann, wird auch aufhören." Die aktuellen Verwerfungen an den europäischen Kredit-, Aktien- und Interbankenmärkten sind nicht haltbar und würgen die Wirtschaftsaktivität in den Randländern der Eurozone ab. Unter diesen Extremzuständen muss es in den peripheren Wirtschaften zwangsläufig zu schwerer ökonomischer Schrumpfung und weitreichenden Insolvenzen kommen. Ohne die Europäische Zentralbank wären die meisten Banken der europäischen Peripherie nicht in der Lage, sich selbst zu (re)finanzieren. Sollte sich die Situation weiter verschlechtern, wäre eine extrem schwere Rezession die Folge, welche es mit der Großen Finanzkrise von 2008 aufnehmen könnte oder diese sogar übertrüfe.

Die PIIGS (Portugal, Irland, Italien, Griechenland und Spanien) haben insgesamt sehr hohe, untragbare Auslandschulden aufgetürmt - in einer Währung, die sie weder drucken noch abwerten können. Alle europäischen Randnationen unterscheiden sich voneinander, eines haben sie aber alle gemeinsam: zu hohe Schulden. Griechenland und Italien haben eine hohe Staatsverschuldung. In Spanien und Irland ist hingegen der private Sektor sehr stark verschuldet. In Portugal ist der öffentliche wie auch der private Sektor hochverschuldet. Griechenland und Portugal sind wohl schon insolvent und werden ihre Schulden nie zurückzahlen können, wohingegen Spanien und Italien wahrscheinlich illiquide sind und Hilfe brauchen, um die demnächst fällige werdenden Schulden überrollen zu können.

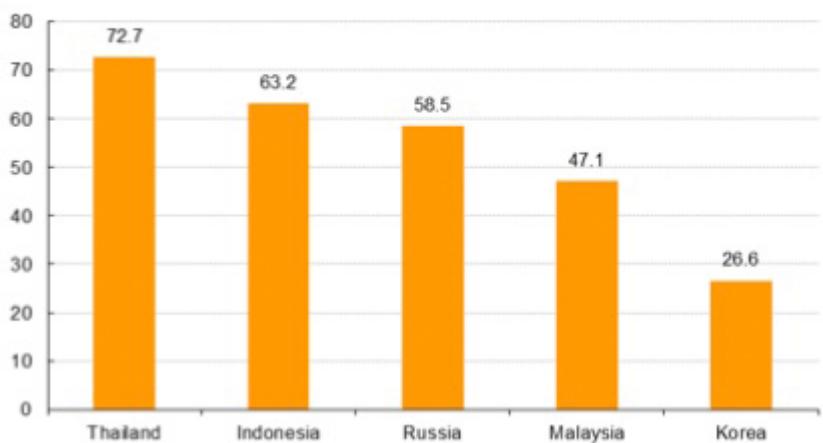
Das Problem der peripheren Eurostaaten ist nicht allein die hohe Verschuldung, sondern auch die Tatsache, dass der allergrößte Teil dieser Schulden von ausländischen Gläubigern stammt. Ricardo Cabral, Juniorprofessor im Fachbereich Betriebswirtschaftslehre an der Universität von Madeira (Portugal), macht auf Folgendes aufmerksam: "[E]in großer Teil der Schulden dieser Länder wird von im Ausland lebenden Rechtspersonen gehalten, was auch bedeutet, dass die betroffenen Staaten keine Steuernahmen auf die gezahlten Zinsen erhalten und auch die Zinszahlungen an sich nicht im Land bleiben. [...]:

Im Grunde kann man die aktuelle Krise nur unter dem Gesichtspunkt der Auslandsverschuldung begreifen. Portugal, Irland und Spanien gleichen Griechenland mit Blick auf die Dynamiken ihrer Auslandverschuldung. Auch wenn man schuldenähnliche Vermögensanlagen herausrechnet, die von Ansässigen im Ausland gehalten werden, so liegt das Verhältnis der Nettoauslandsschulden: BIP in den PIGS-Staaten im Durchschnitt 30% höher als das durchschnittliche Verhältnis von Bruttoauslandsschulden: BSP, welche damals in den von Auslandsschuldenkrisen geplagten Schwellenländern zu beobachten war."

Quelle: *The PIGS' external debt problem*, Ricardo Cabral, Mai 2010 [voxeu.org](#)

Der folgende Chart zeigt an ausgewählten Beispielen, welche Bruttoauslandsverschuldung-BIP-Verhältnisse vor der Krise 1997 in Asien herrschten.

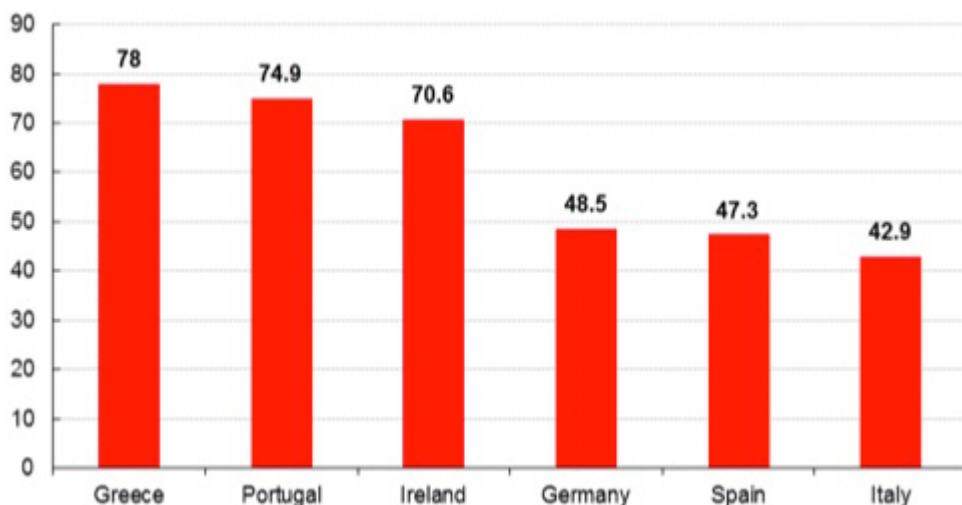
Asian Crisis in 1997: Gross External Debt to GDP

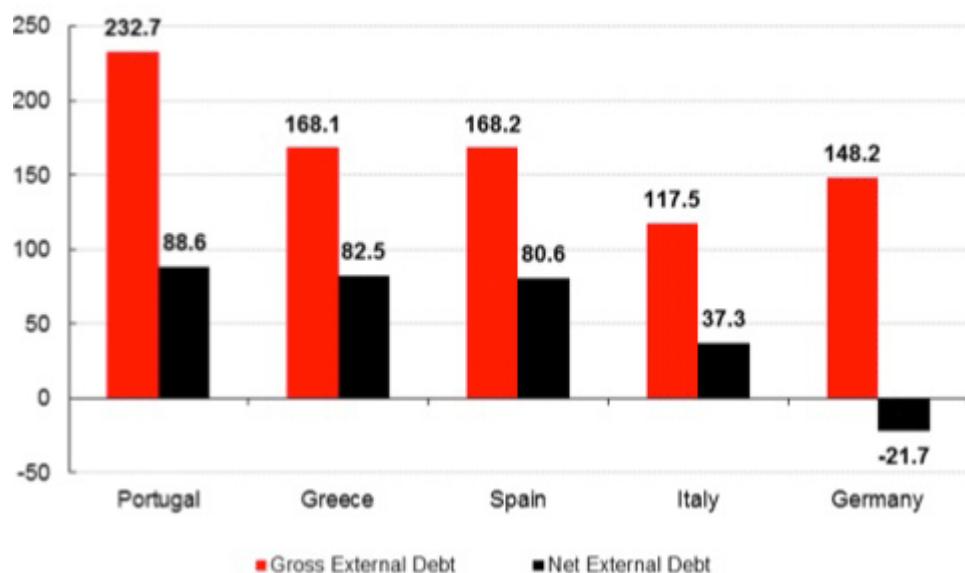


Quelle: *The PIGS' external debt problem*, Ricardo Cabral, Mai 2010 voxeu.org

Als die Europäische Schuldenkrise im Jahr 2010 ausbrach, waren die Schuldenstände der peripheren Euroländer weitaus höher als die Schuldenstände in den asiatischen Ländern, in denen es 1997 zu weitverbreiteter Zahlungsunfähigkeit und Währungsentwertung kam. Erwähnenswert ist auch die Tatsache, dass der größte Teil der Staatsschulden Griechenlands, Portugals und Irlands und fast die Hälfte der Staatsschulden Spaniens und Italiens vom Ausland gehalten werden.

General Govt Net External Debt among PIIGS



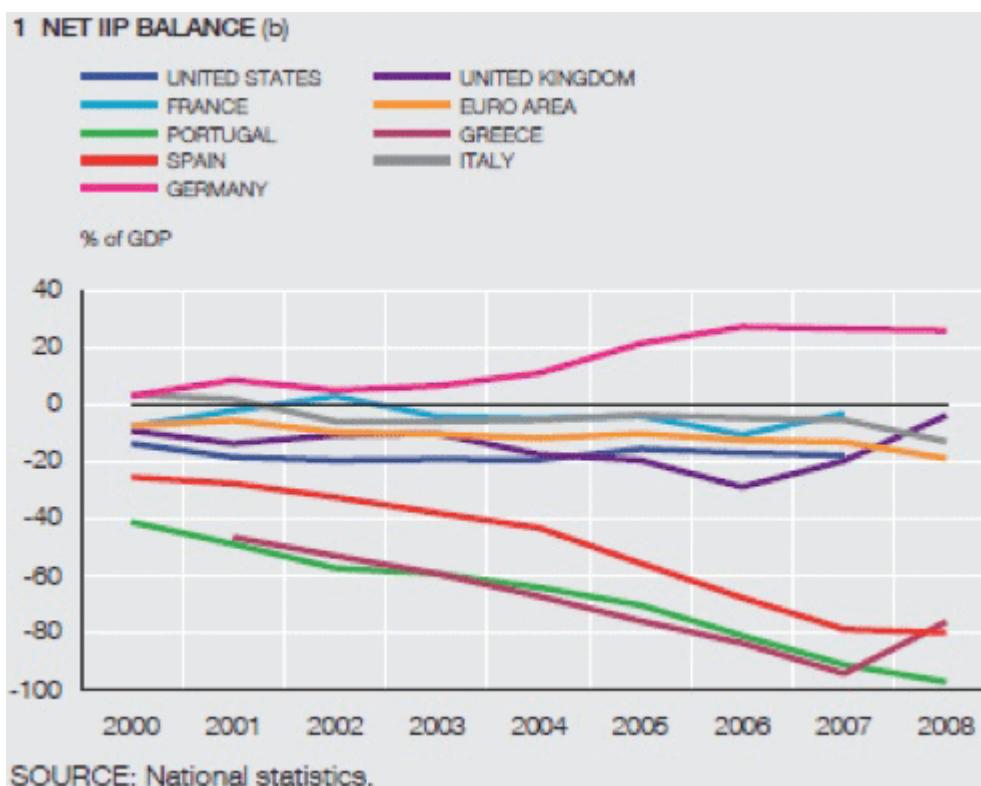
Gross and Net External Debt to GDP among PIIGS

Quelle: *The PIGS' external debt problem*, Ricardo Cabral, Mai 2010 voxeu.org

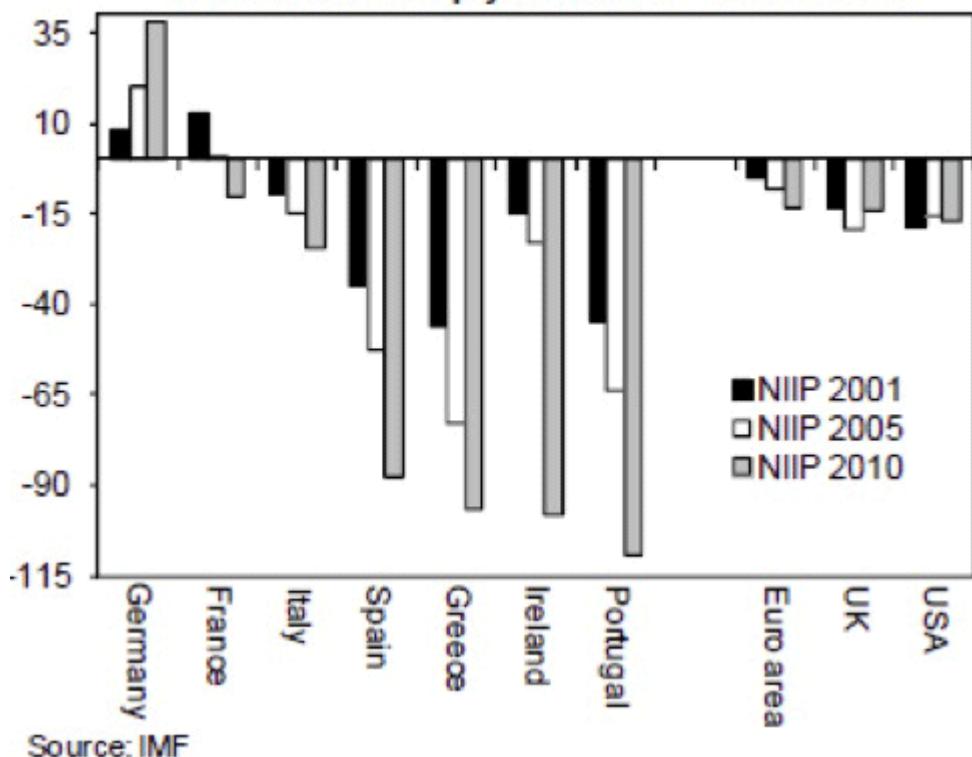
Im Fall der asiatischen Länder lauteten die Schulden in einer anderen Währung - d.h. in US-Dollar. Damit ergab sich sozusagen eine "invertierte Bilanz". Bei solchen umgekehrten Schuldverhältnissen besteht sich eine positive Korrelation zwischen dem Wert der Verbindlichkeiten und dem Wert der Aktivposten. Die Schuldenlast und die Kosten des Schuldendienstes sinken also in guten Zeiten und steigen in schlechten Zeiten. Sobald die asiatischen Währungen abzuwerten begannen, schossen Schuldenquoten dieser Länder in die Höhe. Zum Glück lauten alle Schulden der Euro-Randländer in Euro. Deswegen ergibt der Verbleib in der Eurozone auch auf kurze Sicht Sinn. Ein Ausstieg aus dem Euroraum und der Übergang zu einer Währung, die sich abwerten ließe, würde natürlich die Gesamtsamtverschuldung erhöhen.

Um die hohen Leistungsbilanzdefizite finanzieren zu können, muss die Euro-Peripherie mehr Anlagen an Ausländer verkaufen, als sie ankaufte. Portugal, Griechenland, Irland und Spanien schulden ausländischen Gläubigern Kredite in Höhe von fast 100% ihres Bruttosozialprodukte - erschütternde Zahlen für diese Länder. So wie Drogenabhängige das gesamte Familiensilber verkaufen, verkauften auch die Euro-Peripherieländer große Teile ihres Auslandvermögens, um das andauernde Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren.

Der folgende Chart zeigt die Entwicklung des Auslandsvermögensstatus in der Euro-Peripherie und dessen teils extreme Verschlechterung.



% of GDP **Chart 1: Euro area peripherals' NIIP has deteriorated sharply to around -100% of GDP**



Quelle: [Bank of Spain](#) und Goldman Sachs, European Weekly Analyst Issue No: 11/44, 21.Dezember 2011,
Goldman Sachs Global Economics, Commodities and Strategy Research

Wie der Chart deutlich zeigt, begann dieser Trend mit der Einführung Euro und hat sich in der Folge mit jedem Jahr verschlechtert. Während sich der Status der Auslandvermögen in den Peripherieländern verschlechterte, verbesserte er sich interessanterweise in Deutschland. Deutschland ist hier die Kehrseite der Peripherie. Und das ist aus den unten genannten Gründen von großer Bedeutung.

Zu hohe Schulden: Der einzige Ausweg ist Währungsabwertung, Inflation oder Schuldenausfall

"Ich sage schon lange, Kapitalismus ohne Bankrott ist wie das Christentum ohne Hölle."
Frank Borman, Aufsichtsratsvorsitzender der Eastern Airlines

Die Nettoauslandsverschuldung und der Auslandsvermögensstatus der Peripherieländer sind extrem hoch. Fast jedes Land, das in der Vergangenheit solche Schuldstände aufzuweisen hatte, ließ entweder seine Schulden ausfallen oder wertete seine Währung ab (vgl. This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly von Reinhart und Rogoff). Wenn Privatpersonen oder Unternehmen zu hohe Schulden haben, erklären sie normalerweise ihre Zahlungsunfähigkeit. Haben Staaten zu hohe Schulden, so bleiben den jeweiligen Regierungen drei Optionen.

- 1. Sie können nach und nach die Schulden durch Inflation verringern.
- 2. Sie können Zahlungsunfähigkeit erklären und ihre Schulden ausfallen lassen.
- 3. Sie können die Währung abwerten, was alle ausländischen Gläubiger trifft. Und das ist im Grunde nur eine Variante der Schuldensenkung durch Inflation.

Die EZB kann laut ihrer Satzung keine inflationäre Politik betreiben oder Staatsschulden monetisieren. Aus diesem Grund haben die Peripheriestaaten sehr hohe Geldschulden in einer Währung, die sie nicht drucken können. Da sie einer Währungsunion angehören, fehlt ihnen ein geldpolitisches Instrument, mit dem sich Staaten normalerweise von Schulden befreien können. Schuldenausfall bliebe dann die einzige Option. Ein Schuldenausfall würde jedoch nicht das Grundproblem der "universellen" Geldpolitik für alle Wirtschaftsräume der Eurozone lösen. Zahlungsunfähigkeit, Ausstieg aus dem Euro UND Währungsabwertung wären ebenfalls notwendig.

Optimale Eurokonfiguration nach dem Ausstieg: Wer soll aussteigen?

"Der Mensch akzeptiert Veränderungen nur unter dem Druck der Notwendigkeit, welche er aber erst im Krisenfall erkennt."
Jean Monnet

Griechenland und Portugal sollten definitiv den Euro verlassen. Irland, Spanien und Italien sollten dringend darüber nachdenken. Die Länder Portugal und Griechenland wurden von den Märkten schon in die Kategorie "signifikanter Risikokandidat für Euro-Ausstieg und Zahlungsunfähigkeit" eingestuft. Zufällig sind es jene Länder, die 1) die höchsten Verschuldungsstände und 2) die am stärksten überbewerteten realen effektive Wechselkurse haben. Irland, Spanien und Italien teilen mit Griechenland und Portugal viele jener verderblichen Merkmale. Nur dass der Markt ihnen bislang noch eine geringere Ausfall- und Austrittswahrscheinlichkeit beimisst. Das könnte sich aber schnell ändern, und dann würde es diesen Staaten immer schwerer fallen, solvent zu bleiben.

Theoretisch ließen sich zwei Länderprofile für die Peripheriestaaten erstellen:

1. Länder mit einem sehr großen Leistungsbilanzdefizit sowie einer untragbar hohen Auslandsverschuldung (Griechenland, Portugal, Irland, Spanien und Italien). In diesen Fällen wäre die Lösung: geordneter Zahlungsausfall und Ausstieg/ Abwertung der Währung.
2. Länder mit vertretbaren Leistungsbilanz-Ungleichgewichten und einem noch haltbaren Verschuldungsgrad. In diesen Fällen wäre die Lösung: Es wird keine Zahlungsunfähigkeit erklärt, aber eine einmalige Anpassung der Wechselkurse vorgenommen, und anschließend folgt die Abwertung der Währung.

Leider fallen fast alle Peripherieländer der Eurozone in die erste Kategorie, bei der die Erklärung der Zahlungsunfähigkeit und eine Abwertung der Währung die beste Lösung ist.

Was passiert mit der Wirtschaft nach einem Ausstieg?

Makroökonomische Konsequenzen: Jüngere Beispiele für Zahlungsunfähigkeit und Abwertung

"Der einzige Zweck von Wirtschaftsprägnosen besteht darin, der Astrologie ein seriöses Ansehen zu verleihen."
John Kenneth Galbraith

Um Wachstum- und Inflationsentwicklungen im Umfeld eines Zahlungsausfalls und einer Abwertung der Währung einschätzen zu können, lohnt sich ein Blick auf Länder, die diesen Weg schon in der Vergangenheit beschritten haben.

Düstere Wirtschaftswachstumsprognosen im Fall von Währungsabwertungen sind ausnahmslos falsch, und die meisten Länder konnten schnell wieder zu den BIP-Ständen, die vor der Krise herrschten, aufschließen. Wie eine Betrachtung von Währungsabwertungen jüngeren Datums zeigt, kam es in den betreffenden Ländern fast immer zu einem kurzen, ausgeprägten Abschwung, dem steile, ausgedehnte Aufschwünge folgten. Mark Weisbrot und Rebecca Ray fertigten dahingehend einen Bericht im Auftrag des Center for Economic and Policy Research an. Im Bericht untersuchten sie, inwieweit das BIP der betreffenden Länder vor und nach Währungsabwertungen gesunken war. Die folgende, aus der Studie stammende Tabelle zeigt, wo das BIP der betreffenden Länder drei Jahr nach diesen großen, krisenbedingten Abwertungen stand. Im fast allen Fällen lag das BIP nach drei Jahren deutlich über jenen Ständen, die vor der Abwertung erreicht wurden.

	Major Recent Devaluations and Ensuing GDP Loss						GDP Decline		
	Date	Mos. until Trough	Devaluation			Size of Devaluation	Quarters until Trough	Loss of GDP	Change in GDP 3 Years After Devaluation
			National Currency per US Dollar	Before	Trough				
Argentina	Jan-01	5	1.0	3.6	-72.2%	1	-0.3%	+25.8%	
Finland	Sep-92	11	4.4	5.8	-23.9%	3	-1.2%	+9.2%	
Georgia	Dec-98	2	1.5	2.3	-36.8%	0	0.0%	+10.1%	
Iceland	Oct-08	1	91.2	135.3	-32.6%	5	-11.3%	-9.3% ¹	
Indonesia	Jul-97	12	2,446.6	13,962.5	-82.5%	4	-16.6%	-9.8%	
Iran	Mar-93	2	67.3	1,635.7	-95.9%	3	-9.1%	+3.1%	
Italy	Aug-92	12	1,102.6	1,605.1	-31.3%	1	-0.6%	+7.9%	
Malaysia	Sep-97	4	2.7	4.4	-37.8%	5	-8.5%	+6.7%	
Mexico	Dec-94	3	3.4	6.7	-48.6%	3	-15.1%	+6.2%	
South Korea	Dec-97	1	1,025.6	1,701.5	-39.7%	2	-9.1%	+14.0%	
Sweden	Nov-92	9	6.2	8.1	-22.8%	1	-0.6%	+10.0%	
Thailand	Jul-97	6	25.8	53.8	-52.1%	4	-13.8%	-3.7%	
UK	Aug-92	12	0.5	0.7	-23.1%	0	0.0%	+10.4%	
Latvia	2007Q4	24	0.49	0.48	-2.1%	8	-24.1%	-21.3%	

¹ Not enough time has elapsed to measure Iceland's GDP three years after devaluation. Shown here is the most recent data: 2.5 years after devaluation.

Source: IMF (2011a).

Quelle: Latvia's Internal Devaluation, Mark Weisbrot und Rebecca Ray, Dezember 2011 www.cepr.net

Währungsabwertung funktioniert in der Regel, wenn ihr eine Zeit relativer Preisstabilität vorausging, da die Abwertung aufgrund von Lohnstarrheiten und der Geldwertillusion reale Effekte haben kann. Nimmt man die Starrheit der Löhne als gegeben an, kann eine Entwertung eine Besserung der wirtschaftlichen Stimmung hervorrufen, welche auf kurze Sicht von kräftiger Nachfrage, höheren Exportgewinnen und zeitweiligen Stellenwachstum getragen wird.

Fazit:

Für den Fall, dass ein Euro-Mitgliedsland die Währungsunion verlässt, erwarten viele Ökonomen katastrophale Konsequenzen. Im vergangenen Jahrhundert stiegen ganze 69 Länder aus Währungszonen aus, ohne dass die betreffenden Wirtschaften von starker negativer Volatilität erfasst wurden. Die Auflösung von Währungsräumen ist technisch kompliziert aber insgesamt machbar, zudem können historische Beispiele als Richtlinie für einen solchen Ausstieg dienen. Das wahre Problem Europas ist aber folgendes: Die Randstaaten der Eurozone haben mit schweren, untragbaren Ungleichgewichten hinsichtlich der realen effektiven Wechselkurse zu kämpfen, zudem übersteigt ihre Auslandsverschuldung die der meisten Schwellenländer, die in der jüngeren Vergangenheit mit ähnlichen Krisen zu kämpfen hatten.“

Ein geordneter Schuldenausfall und eine Umschuldung sind, in Verbindung mit einer Abwertung der Währung, unausweichlich und sogar wünschenswert. Ein Ausstieg aus dem Euro und eine Abwertung der Währung würden zwar die Insolvenzen beschleunigen, mit flexiblen Wechselkursen wäre dann aber gleichzeitig ein sehr wirksames geldpolitisches Instrument geschaffen. Die europäische Peripherie könnte dann wieder schnell wachsen, ganz ähnlich jenen Schwellenländern, die vor nicht allzu langer Zeit Zahlungsunfähigkeit erklärten und ihre Währungen abwerteten (siehe Asien 1997, Russland 1998, Argentinien 2002). Die Erfahrungen der Schwellenländer, in denen es zu Zahlungsausfällen und Währungsentwertungen kam, zeigen, dass diese Länder trotz deutlicher, kurzfristiger Einschnitte im Anschluss - ohne die hohen Verschuldungsstände und mit wettbewerbsfähigeren Wechselkursen - wieder wachsen konnten.

Den geschichtlichen Beispielen nach zu urteilen, könnten die Wirtschaften der Euro-Peripherie, wie zuvor auch schon Asien, Russland und Argentinien, wieder wachsen.

Dies ist eine gekürzte Version eines längeren Berichts, den Sie in voller Länge auf dem [Blog von Variant Perceptions](#) finden oder [hier als PDF](#) herunterladen können. Variant Perceptions erreichen Sie unter www.variantperception.com.

© John Mauldin

Dieser Artikel wurde am 28. Februar 2012 auf www.ritholtz.com veröffentlicht und exklusiv für GoldSeiten übersetzt.

Dieser Artikel stammt von GoldSeiten.de

Die URL für diesen Artikel lautet:

<https://www.goldseiten.de/artikel/130889--Ausstiegsfibel-fuer-die-Eurozone-Teil-3~3.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 [Datenschutzrichtlinien](#).