

4 Szenarien zur Euro-Krise

Arbeitspapier Stand 17.7.2011 (wird weiter ergänzt und überarbeitet)

In der Europa-Politik werden derzeit viele Fehler gemacht und Europa läuft Gefahr sich dabei wirtschaftlich zu ruinieren und zu zerstreuen.

Gerade der letztere Punkt ist vor dem Hintergrund einer kriegerischen, furchtbaren Vergangenheit Europas vielleicht noch viel wichtiger. Europa ist ein Pulverfass, das gerade mal rund 70 Jahre friedlich war. Mit der Währungsunion wurde die Lunte an das Fass gelegt – und es bleibt nicht mehr viel Zeit.

Die Grundidee der Verfechter eines Euro-Währungsraumes ist letztlich eine Art politische Einheit. Geordnete, friedliche Verhältnisse, ein sozialer Ausgleich, Wachstum und Wohlstand für alle gleichermaßen könnte die Leitlinie heißen.

Doch im Augenblick scheint alles schief zu laufen und ein soziales und politisches Auseinanderdriften der Eurozone droht und es bauen sich bereits jetzt beträchtliche Spannungen auf. Es ist dabei wichtig die Grundzusammenhänge zu verstehen:

Euroland ist ein bisschen wie ein Monopoly-Spiel (das Spiel begann seinen Siegeszug bezeichnenderweise in den 30er Jahren im Zuge der Weltwirtschaftskrise). Wer in dem Spiel die Straßen mit der höheren Rendite hat, kann besser investieren und gewinnt auf Dauer. Mit frischem Geld aus der Bank (außerhalb der Regeln) für die armen Verlierer kann man dann noch einige Minuten weiter spielen. Die Reichen werden dann noch reicher und die Armen können mit einem Fünkchen Hoffnung noch ein wenig ihr Spieler-Leben fristen, um dann schließlich mit wenigen Ausnahmen doch noch pleite zu gehen.

Das Monopoly-Bild stellt eine intuitiv verständliche Vereinfachung der Wirklichkeit dar. Die Wirklichkeit ist aber noch gnadenloser: In einem Währungsraum kommt es zu einer Spezialisierung auf die am effizientesten hergestellten Güter. (Ricardos Theorie der komparativen Kostenvorteile). In Euroland ist eine tendenzielle De-Industrialisierung Südeuropas zu beobachten, während die Überschussländer mit Deutschland an der Spitze hier mit ihren Exporterfolgen den Euro stärken.

Im europäischen Monopoly-Spiel sind die Chancen der Länder auch unterschiedlich, bedingt durch Klima, Mentalität, Gesellschaftssystem, Technologie, Rohstoffabhängigkeit oder andere äußere Einflüsse. Die Verlierer zeichnen sich heute deutlich ab. Mit neuen Krediten kann man jetzt noch ein wenig weiter spielen – aber sie werden auf Dauer nicht helfen.

Als die Wechselkurse in Europa schwankten, konnte durch eine Abwertung quasi die Karten der Verlierer aufgebessert werden. Doch mit der Währungsunion entfällt dieser Ausweg.

Will man die Währungsunion erhalten, so kann die Lösung der wirtschaftlichen Probleme nur darin bestehen, den **schwachen Ländern zu helfen und ihre Wettbewerbsfähigkeit wieder herzustellen**. Die Karten müssten eigentlich aufgebessert werden...

Der Blick in die Zukunft: Szenarien zwischen Kollaps und Rettung

Für Investoren und Anleger stellt sich die Frage der **wahrscheinlichen Entwicklung**. Wird sich die Vernunft durchsetzen oder werden Unwissen und nationale Eigeninteressen die politische Landschaft prägen? Hier werden 4 Szenarien dargestellt:

- 1. Austritts-Szenario (40% Wahrscheinlichkeit):** *Mächtige Institutionen wollen das nicht.*
- 2. Rettungsszenario (20% Wahrscheinlichkeit):** *Hier brauchen alle viel Glück.*
- 3. Schuldenschnitt/Haircut-Kollaps-Szenario (20% Wahrscheinlichkeit):** *Das wäre der Untergang.*
- 4. Parallel-Währungs-Szenario (20% Wahrscheinlichkeit):** *Die Vorstufe zum Austritt?*

1. Austritts-Szenario (40% Wahrscheinlichkeit):

Defizitländer haben auch bei weiteren (billigen?) Krediten im Euro keine Chance: (Theorem der komparativen Kosten, zu hohe Lohnstückkosten bei Rezession, verschlechterte Wettbewerbsposition, steigende Sozialkosten, fallende Steuereinnahmen.)

Weitere Kredite können den durch den Sparkurs erzwungenen Niedergang der Defizitländer nicht bremsen. Die Arbeitslosigkeit steigt, die Nachfrage sinkt, die Staatsdefizite werden aufgrund der schwachen Wirtschaft und niedriger Steuereinnahmen noch höher.

Mit der Zeit müssen fast alle neuen Anleihen im Rahmen des ESM vom Euro-Rettungsschirm übernommen werden. Nach Spanien wackeln auch Italien und weitere kleinere Länder. Auch Deutschland leidet nach einiger Zeit unter der Wachstumsschwäche der Nachbarn.

In Europa wird nun vor diesem Hintergrund folgendes sich ereignen: Die EU wird versuchen, den Euro so lange wie möglich zu retten. Dazu bedarf es unbedingt einer gegenseitigen Haftung für die Schulden und es muss öffentlich erklärt werden, dass Staaten nicht Pleite gehen dürfen. Politisch ist dies (in der Austrittsvariante) nicht durchsetzbar.

Es gibt aber einen Rettungsschirm. Dieser Schirm wird voll in Anspruch genommen werden und muss mehrfach aufgestockt werden.

Der Rettungsschirm muss alle Anleihen von Defizit-Ländern aufnehmen, da deren Rückzahlung unsicher ist.

1. Variante:

Es wird der Punkt kommen, wo die Beträge der Aufstockung des Rettungsschirms von den Geberländern nicht mehr akzeptiert werden. Vermutlich wird dies dann eintreten, wenn absehbar wird, dass 1000 oder 2000 Mrd. Staatsschulden nicht mehr privat finanziert werden. *Wahrscheinlich kauft dann die EZB die Rettungsschirm-Anleihen.* Ansonsten würden die Börsenkurse der Anleihen des Rettungsschirms und der Anleihen der Defizitländer dramatisch stürzen und Renditen von über 20 Prozent müssten gezahlt werden. Die Geldbeschaffung des Rettungsschirms würde stocken und die Bonität der von ihm ausgegebenen Anleihen würde herabgestuft.

Im Extremfall kann die EZB alle Anleihen aller Währungsunionenländer bei Fälligkeit durch Rettungsschirmanleihen ersetzen.

Dies könnte aus rechtlichen Gründen scheitern, wenn z.B. das Bundesverfassungsgericht feststellt, dass die deutsche Haftung für Anleihen des Rettungsschirms der „no bail out“-Klausel der Maastrichter Verträge widerspricht. – aber auch ohne die Haftung Deutschlands würden die Käufe der EZB das System retten. Weigert sich die EZB, so würden die Anleihen des Rettungsfonds irgendwann nicht mehr platziert werden können.

Ein Ende des Euro-Währungssystems wird sich angesichts der gewaltigen Summen abzeichnen. Es kommt zu einer Flucht aus dem Euro, die sich bei einer Diskussion um Zahlungsverkehrskontrollen massiv verstärken wird. Der Euro kommt dabei weiter unter Druck.

Quasi über Nacht wird ein Austritt des Landes X (oder mehrerer Länder) aus dem Währungssystem angekündigt und die Banken zunächst für eine Woche geschlossen. Die Euro-Anleihen dieses Landes werden in nationale Währungsanleihen von X umgewandelt. Der Wechselkurs der neuen nationalen Währung sinkt um 50% gegenüber dem Euro, der möglicherweise jetzt wieder stärker tendiert.

2. *Variante* - ist allerdings wahrscheinlicher:

Der Austrittsprozess könnte auch eingeleitet werden durch die Wahl von „Austrittsparteien“ in den Problemländern, die wieder eine eigene Währung propagieren. Dies würde für das Land eine Befreiung vom Sparzwang und die Möglichkeit zur Abwertung bringen. Die neue Währung wird mindestens 30% gegenüber dem Euro abwerten. Neues nationales Geld wird in Umlauf gebracht und Verträge müssen umgeschrieben werden.

Das eigene Geld kann nun zur Ankurbelung der Wirtschaft in beliebiger Menge gedruckt werden. Die Auslandsnachfrage nach den billigen Produkten wird explodieren. Nach einem anfänglichen Kurssturz der Aktienmärkte wären Exportaktien in den abgewerteten Währungen ideale und preiswerte Kaufkandidaten. Die bisherigen Euroschulden werden zum Großteil und soweit möglich in lokale Währung umgetauscht werden und damit für Ausländer sofort 30% weniger wert. Für nicht tauschbare Altschulden werden Übergangsregeln und Umschuldungsvereinbarungen aufgestellt. Sie sind in jedem Fall weniger wert als vorher.

Diese hohen Verluste bei den Staatsanleihen treiben einige ausländische Kreditgeber und Banken in die Pleite mit der Folge einer steigenden Arbeitslosigkeit.

Das Risiko weiterer Austritte steigt. Weitere Austritte und eine Verkleinerung der Euro-Währungsunion werden beschlossen. In der Folge werden die Euro-Währungskrisen anhalten, bis alle Problemländer ausgetreten sind.

Der (Rest-) Euro wird wahrscheinlich steigen, da Euroland aus der Sicht der Devisenbörsen nach den Austritten letztlich nur noch aus starken Überschussländern bestehen wird (was auf Dauer unmöglich ist).

Möglicherweise erfolgt vor dem Austritt zunächst die Einführung einer Parallelwährung (siehe Szenario 4).

2. Rettungsszenario (20% Wahrscheinlichkeit): Weitere Kredite werden zu Hilfe der Defizitländer gewährt. Die globale Nachfrage, und die Lokomotiv-Funktion Deutschlands

führen trotz der Sparpolitik zu einem Aufschwung mit steigenden Inflationsraten in Deutschland. Euro-Mittel aus Struktur- und Kohäsionsfonds helfen zusätzlich. Die Niedrigzinspolitik der EZB unterstützt den Erholungsprozess.

Die Käufe im ESM stabilisieren die Anleihekurse und ermöglichen neue Emissionen, die aufgrund des wachsenden Vertrauens auch von Ölländern und China gekauft werden. Die Verlierer erholen sich. Über die hohe Arbeitslosigkeit kommt es zu einer stabilen Lohnentwicklung und sogar Lohnsenkungen in den Defizitländern. In den Überschussländern steigen jetzt die Preise und Löhne stärker. Deutschland bleibt der Wachstumsmotor in Europa.

Es bildet sich ein (fast allmächtiges) Gremium in der EU, das über die gesamtschuldnerische Garantie von Anleihen der Mitgliedsländer von Fall zu Fall entscheidet. Die Ausgabenpolitik der EU-Staaten wird einer zentralen Kontrolle unterworfen. Ein Länderfinanzausgleich wird über EU-Töpfe realisiert und hält die Defizitländer bei der Stange.

3. Schuldenschnitt/ Haircut-Kollaps-Szenario (20% Wahrscheinlichkeit):

Dieses Szenario basiert auf politischen Fehlentscheidungen und stellt gewissermaßen ein Katastrophenszenario dar, das aber derzeit im Bereich des Möglichen zu sein scheint! Insbesondere die Äußerungen bedeutender Personen und insbesondere von 189 VWL-Professoren (Plenum der Ökonomen) deuten in diese Richtung (<http://www.wiso.uni-hamburg.de/lucke/?p=581>).

Ein Haircut oder Schuldenschnitt bedeutet (z.B.) die Halbierung von Staats-Schulden *und* des Wertes der Staatsanleihen. Was hier so harmlos klingt, wird in Wirklichkeit zu einem Desaster und einem Kollaps der Eurowirtschaft führen.

Das harmlos klingende Wort Schuldenschnitt oder Haircut wird von zahlreichen Politikern (auch der Bundeskanzlerin Frau Merkel) benutzt. Ein Schuldenschnitt soll die Wettbewerbsfähigkeit der total „überschuldeten“ Staaten wieder herstellen. Private sollen beteiligt werden – insbesondere die (bösen) Banken. Schon die Überlegungen und Diskussionen zu dem Thema haben eine Vermögensvernichtung bewirkt – abzulesen in den gesunkenen Kursen zahlreicher Staatsanleihen. Doch das wäre erst der Anfang.

Wenn es tatsächlich zu einem Haircut innerhalb der Eurozone kommen sollte, würde etwa folgendes passieren:

Zur Reduzierung der exorbitanten Staatsschulden wird der Wert der Staats-Anleihen von Land X (z.B. Griechenland) halbiert.

Vorteil: Griechenland zahlt nur noch die halben Kreditzinsen und die Staatsschuld (Buchungsposten) und die Rückzahlungsansprüche halbieren sich. Der Staatshaushalt wird entlastet.

Nachteil: Zahlreiche Banken, Versicherungen, private Sparer, Familien, Rentner, Unternehmen und auch andere öffentliche Anleger verlieren Vermögen im Umfang des Schuldenschnitts. Ein Schuldenschnitt ist eine blanke Enteignung weiterer Bevölkerungskreise. Der Wert der Staatsanleihen wird per Federstrich reduziert.

Ein solcher Vorgang entspricht einer Steuererhebung, die die Inhaber der Staatsanleihen trifft.

Es ist damit zu rechnen, dass plötzlich ursprünglich kerngesunde Unternehmen überschuldet sind und Pleite gehen, da die Vermögensverluste ihr Eigenkapital mehr als aufgezehrt haben. Sie entlassen ihre Mitarbeiter.

Da bis vor kurzem diese Staatsanleihen mündelsichere Papiere mit höchster Bonität waren und teilweise noch sind, sind Staatsanleihen erste Wahl bei der Alterssicherung und bei der Anlage von Pensionskassen. Gerade im Bankensektor werden Staatsanleihen zur möglichst sicheren Anlage der Spargelder verwendet.

Wenn jetzt ein Teil dieser Bestände sich quasi in Luft auflöst, so sind der Gegenwert der Spareinlagen und auch die Zinseinnahmen nicht mehr vorhanden. Die Vermögen und Zinseinnahmen der Pensionskassen und der Versicherungen schrumpfen und die Alterssicherung in Europa wankt. Renten und Pensionen müssen gekürzt werden.

Es wird so sein, dass einige Banken faktisch pleite sind, weil ihr Eigenkapital nicht ausreicht, diese Verluste aufzufangen. Damit ist die Sicherheit der Einlagen nicht mehr gewährleistet. Bei den überlebenden Banken muss das Eigenkapital aufgestockt werden, die Gewinne werden zurückgehen und damit die Steuerzahlungen. Die Fähigkeit der Banken Kredite zu vergeben wird abnehmen. Damit droht ein erneuter Finanzkollaps, bei dem sich die Banken misstrauen und nur noch die EZB Geld verleiht. Eine neue Kreditkrise wäre die Folge. Die Auswirkungen könnten schlimmer sein als 2008.

Die Folgen eines Schuldenschnitts wären damit etwa vergleichbar mit der Lehmann- Pleite, bei der die Auswirkungen der Pleite nur einer Bank völlig unterschätzt wurden. Die folgende Vertrauenskrise führte fast zu einem Welt-Wirtschafts-Kollaps.

Die Einlagen-Sicherungsfonds könnten bei einem Schuldenschnitt schnell an ihre Grenze kommen. Sie müssen wahrscheinlich von staatlicher Seite beträchtlich aufgestockt werden. Schlimmer wäre eine Begrenzung der Haftung für Einlagen, da dann größere Bank-Guthaben der Anleger bei einer Bankpleite direkt verloren wären!

Da in der Folge die Steuereinnahmen rapide schrumpfen, wird das Defizit im Staatshaushalt ansteigen. Aufgrund des Vertrauensbruches wird der Staat nur noch beim Rettungsschirm Geld bekommen.

Die verheerendste Wirkung eines Schuldenschnitts liegt in der Unsicherheit bezüglich der noch nicht beschnittenen Staatsschulden anderer Länder. Hier sind zunächst alle Defizitländer betroffen. Sie werden im Privatsektor keine Anleihen mehr platzieren können. Alleinige Käufer sind die Eurozentralbank oder Rettungsfonds.

Die Bonität des Euro-Rettungsfonds wird herabgestuft. Auch er wird Kredit unwürdig und die Kurse der bereits ausgegebenen Anleihen fallen dramatisch.

Im nächsten Schritt wird dann die Bonität auch einiger Überschussländer angezweifelt werden. Denn wenn beispielsweise Deutschland 10 Prozent Zinsen auf seine Anleihen zahlen müsste, wäre auch Deutschland quasi überschuldet und ein Haircut wäre dann auch hier eine scheinbar sinnvolle Entlastung.

Hier zeigt sich das Wesen der **Staatsschuld, die sich ganz wesentlich von der Schuld eines Privatunternehmens unterscheidet**: Privatunternehmen sind Organisationen zur Wertschöpfung und müssen sich im Wettbewerbsprozess behaupten – nur die Besten sollen überleben und eine kreative, schöpferische Zerstörung der Schwachen soll Platz für neue

Unternehmen schaffen. Die Überschuldung eines Unternehmens ist das sichtbare Zeichen einer Misswirtschaft und rechtfertigt das Ausscheiden und die Auflösung dieser Organisation aus dem Produktionsprozess.

Dieser Vorgang kann nicht auf Staaten übertragen werden. Hier kann es keinen Wettbewerb mit Pleiten geben. Es gibt nur **einen** Staat und eine Geldordnung und kurzfristig keine Alternative. Hier kann es nur Entwicklungen geben, in denen die Rahmenbedingungen langsam verändert werden. Ein Austausch einer Rechtsordnung, eines Volkes und eines Finanzwesens wäre als Folge einer Pleite mit einem Kollaps verbunden, einem Zusammenbruch der Wirtschaft und der letztlichen Konsequenz einer Verarmung der Bevölkerung (siehe Argentinien) und einer Hungersnot.

Die Staatsschuld dient der Finanzierung der Infrastruktur, der Konjunktursteuerung und der Vermögensbildung im Volk. Sie ist eine wesentliche Basis der Alterssicherung. **Die Staatsschuld ist kein Indikator für gutes oder schlechtes Wirtschaften.** Das Vertrauen in die Wertpapiere des Staates ist genauso wichtig wie das Vertrauen in das (Kredit-) Geld. Diese Säulen der Wirtschaftsordnung dürfen nicht beschädigt werden.

4. Parallel-Währungs-Szenario (20% Wahrscheinlichkeit) – Wiedereinführung der Drachme :

In diesem Szenario führt z.B. Griechenland eine Parallelwährung ein - etwa die Neue Drachme- das Szenario könnte eine Vorstufe zum Austritt sein:

Alle Löhne in Griechenland müssen nach einer Einführungszeit in dieser Neuen Drachme gezahlt werden – insbesondere die der Staatsangestellten. Außerdem gilt die neue Drachme auch als gesetzliches Zahlungsmittel, mit dem alle Käufe im Inland getätigt werden können. Eine *doppelte Auszeichnungspflicht der Waren* ist dabei erforderlich.

Es gibt einen offiziellen Wechselkurs, zu dem die Neuen Drachmen bei Banken zum Euro getauscht werden können. Der könnte anfangs bei 1:1 zum Euro liegen. Um zu verhindern, dass alle Neuen Drachmen aus der (begründeten) Angst vor einer Abwertung sofort abgestoßen werden, wird der Zinssatz für Bankguthaben in Neuen Drachmen relativ hoch angesetzt. Bei Banken können auch Neue Drachmen-Kredite aufgenommen werden. Die griechische Zentralbank versorgt die griechischen Banken mit der neuen Währung. Ein Umtausch von Neuen Drachmen in Euro ist nur in Grenzen möglich (Devisenzwangsbewirtschaftung).

Im ersten Schritt kann mit der neuen Währung der Staat seine Angestellten bezahlen. Durch den Umtausch von Euro in Drachmen – zu Bezahlung der Löhne der Unternehmen – erhält die Griechische Regierung auch finanziellen (Euro-) Handlungsspielraum, da sie sich hierfür nicht in Euro verschulden muss. Die jetzt möglichen Neuen Drachmen-Anleihen des Staates gelten als sicher und können auch von der Zentralbank mit frisch gedruckten Neuen Drachmen gekauft werden (Quantitative Easing). Griechenland hat jetzt genügend Geld für Konjunkturprogramme.

Die Neue Drachme wird nach und nach abgewertet, so dass Griechenland ein idealer Ferienort wird und einen Exportboom erlebt. Flankierende EU-Großprojekte: Wind- und Solarkraftwerke mit angeschlossener Aluminiumproduktion etc stützen die Wirtschaft.

Probleme:

- Aufgrund der *Leistungsbilanzdefizite* mit der EU braucht Griechenland ständig Euros zum Kauf der Waren (vor allem Rüstungsgüter und zum Bezahlen der Zinsen auf alte Euroanleihen). Diese bekommt Griechenland durch Verkauf der hoch verzinsten und von der eigenen Zentralbank garantierten Neuen Drachmen-Anleihen ins Ausland – das Abwertungsrisiko wird für ausländische Käufer durch den höheren Zins aufgewogen.

- Die *Platzierung der Neuen Drachmen-Anleihen* (nur) zur Rückzahlung der Euro-Altanleihen ist zur Not bei der EZB möglich. Dadurch erhält Griechenland Euros, die es zur Rückzahlung seiner alten Euro-Anleihen verwendet. Die damit verbundene Geldschöpfung ist möglicherweise inflationär – dies ist der Preis und allemal besser als ein Niedergang Griechenlands und eine Infektion ganz Europas.

Der Kauf der Neuen Drachmenanleihen durch die EZB stellt eine kaum spürbare – ja möglicherweise sogar Konjunktur stimulierende EU-weite Sozialisierung der griechischen Altschulden dar.

- Die *bestehenden Guthaben und Kredite von Unternehmen und Privatpersonen in Griechenland* können innerhalb einer Frist freiwillig (oder zwangsweise?) in höher verzinsten Neue Drachmenguthaben bzw. -Kredite umgetauscht werden. Bei Umtausch von Guthaben erhält das griechische Bankensystem Euros. Bei Umwandlung von Krediten erhält das Bankensystem Euro-Verbindlichkeiten. Hier besteht noch Klärungsbedarf bezüglich der denkbaren Vorgehensweisen...

Vorteile:

Mit der Einführung der Parallelwährung – wenn sie richtig umgesetzt wird – hätte Griechenland die Chance seine Wettbewerbsfähigkeit wieder zu erlangen, da Abwertungen (und damit Lohnsenkungen) möglich sind und die „eigene“ griechische Zentralbank die Bonität des Staates zumindest im Bereich der Neuen Drachmen garantieren kann. Staatsschulden in neuen Drachmen sind möglich. Die Bonität des griechischen Staates wäre nicht nur im Rahmen der neuen Drachmen wieder hergestellt sondern auch bei Euro-Schulden wäre eine Entlastung zu spüren.

Das Eurokredit-Volumen Griechenlands wäre begrenzt und das Fass hätte einen Boden!

Trotz zahlreicher in diesem Zusammenhang noch ungeklärter Fragen gibt es doch einige Vorbilder und Erfahrungen mit Parallelwährungen. Auch im Falle Griechenlands wurde der Begriff schon in die Diskussion eingebracht (Google!). Die Eurokrise könnte möglicherweise deutlich entschärft werden.

Im Extremfall könnte über den Zwischenschritt einer Parallelwährung auch ein Austritt aus der Währungsunion vorbereitet werden.

.. wird fortgesetzt – Danke für Anregungen!

Der Autor

Dr. Klaus-Dieter Wild ist Geschäftsführer der EvoPro Financial Research GmbH.