

Euro-Krise. Versuch eines Lösungsweges.

Es ist schon erstaunlich, wie wichtig sich Europa in seiner nun eineinhalb-jährigen Nabelschau zur Lösung der selbst-verantworteten Probleme immer noch nimmt. Weiterhin herrscht ein Irrglaube in zwei fundamentalen Punkten:

Irrglaube I

Die europäischen Nationalstaaten könnten am internationalen Parkett (politisch & ökonomisch) alleine bestehen und erwägen eine Stand-Alone Zukunft immer noch als realistische Option – siehe beispielhaft das Kokettieren von Großbritannien.

Irrglaube II

Die Welt wartet geduldig darauf, bis ein geeintes Europa, der größte Wirtschaftsraum der Welt, gewillt ist, sich zu reformieren.

Für Europa und die USA gilt: die alte Welt spielt für die neue Welt lediglich die Rolle eines Steigbügelhalters auf dem eigenen Weg zu wettbewerbsfähigen Volkswirtschaften. Alt ist also dienlich als Exportmarkt und Technologielieferant, bis sich die neue Welt selbst eine domestische Basis aufgebaut hat. Präsident Obama´s strategisch richtiger Schwenk, hin zu einem Pazifik-Fokus, unterstreicht die schwindende Relevanz traditioneller Achsen zwischen Mitgliedern der alten Welt.

Wie wenig die neue Welt gewillt ist, der Alten beim Lösen ihrer Probleme zu helfen, durfte der Chef des EFSF, Klaus Regling, Ende Oktober demütigend erfahren, als er nach [China auf Werbetour für ein EFSF Side-Pocket Investment](#) gesandt wurde und mit einem unannehmbaren Forderungskatalog als Gegenleistung die Rückreise antrat.

Wer immer noch glaubt, wird sind am Beginn der weltpolitischen Machtverschiebung in Richtung Emerging Markets, übersieht die Zeichen der Zeit. Dieser Prozess ist bereits weit fortgeschritten. Mit welcher unbändigen Kraft diese politische, soziale, wie ökonomische Umwälzung voranschreitet, ist dieser Tage wieder in Ägypten abzulesen. Nichtmals ein starker Militärapparat kann dieses Momentum stoppen.

Mit den Worten des Staatsgründers Singapurs, Lee Kuan Yew, ausgedrückt ([aus einem lesenswerten Interview in Die Zeit](#)): „Der deutsche Philosoph Jürgen Habermas destilliert aus der langen Geschichte der Christenheit und der Aufklärung die Menschenrechte als universale Errungenschaft. Der Diktator Lee leitet aus Chinas 2500-jähriger konfuzianischer Geschichte die »universalen Prinzipien des guten Regierens« ab. »Singapur interpretiert den Konfuzianismus heute mit dem Beharren auf Rechtsstaat, Korruptionsbekämpfung und Leistungsprinzip«, [...]

Lee ist unmissverständlich: Diese Staats- und Wirtschaftsregeln gelten aus seiner Sicht für die ganze Menschheit. Und er lässt durchblicken, dass China zwar oft den Rechtsstaat und die Korruptionsbekämpfung vernachlässige – der Westen aber dafür das Leistungsprinzip. Bürgerliche Freiheit in seinem Land, die fehlt ihm natürlich nicht. »Ich sehe Europa als müdes Land nach zwei Weltkriegen«, sagt Lee. »Die Leute wollten ein ruhiges, glückliches Leben, das aber ging nur so lange gut, wie es die neuen Wettbewerber aus China und Indien mit ihren preiswerten Produkten noch nicht gab.«

Revolution in Ihrer Trading-Welt!

Trading mit den Profis – live und hautnah am Markt!

Werden Sie zu dem Trader, der Sie sein möchten:
als **GoldMember im neuen Mitgliederbereich von GodmodeTrader.de!**



Der Mitgliederbereich
von GodmodeTrader.de

- Trading-Services zu allen wichtigen Märkten
- Chartanalysen, Chartsignale und Portfolioverwaltung im Realtime-Push
- Realtime-Analyseticker und -Musterdepots
- Umfangreiche Trading-Publikationen
- Live-Trading-Webinare
- Börsenbriefe mit vielen geldwerten Tipps

Jetzt einmalig
25,- €

**Rabatt auf jeden
Trading-Service!**

Einfach Trading-Service
aus dem GodmodeStore
auswählen und bei der
Bestellung den Gutscheincode
GMT3112BG
eingeben!

Aktion gültig bis zum 31.12.2012

Werden Sie jetzt **GoldMember** - bereits ab 9,90 €/Monat! www.godmode-trader.de/members

Zusammengefasst | wer glaubt, Europa hätte die Zeit, die es sich derzeit nimmt, der irrt.

Wie reagieren Europas politisch Verantwortliche auf den Zeitdruck? [Mario Draghi zitierend](#) (vom 18.11.): „Seit bei einem EU-Gipfel der Euro-Rettungsschirm EFSF beschlossen wurde, sind eineinhalb Jahre vergangen, seit dem Beschluss, das volle Garantievolumen des EFSF verfügbar zu machen, sind vier Monate vergangen, und seit dem Beschluss, den EFSF zu hebeln, sind vier Wochen vergangen. Wie steht es mit der Umsetzung dieser seit langem getroffenen Entscheidungen? Wir sollten nicht mehr länger damit warten.“ - Biblisch formuliert: an ihren Taten sollt ihr sie erkennen. Der Markt denkt wohl in christlichen Kategorien und folgt exakt diesem Imperativ.

Wenn in Europa intellektuelle Leichgewichte wie ein Strache in Österreich, ein Le Pen in Frankreich, ein Wilders in Holland, ein Orban in Ungarn (Aufzählung unvollständig) oder in den USA eine Michele Bachmann (Tea Party) das Hoffnungsventil für eine bessere Zukunft repräsentieren, spricht dies nicht für deren Fähigkeiten, sondern gegen die Management-Qualität der arrivierten Zentrumsparteien. Dabei ist die Aufgabenstellung weder kompliziert, noch historisch neu.

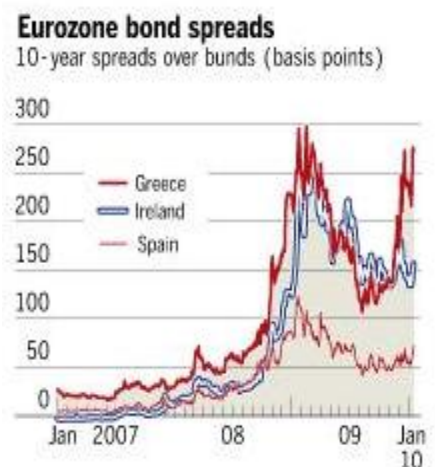
Ist sie komplex? Definitiv. Wer ist dafür verantwortlich? 500 Millionen EuropäerInnen. Dass Francois Mitterand, Helmut Kohl und Jacques Delors nach dem Mauerfall die Gunst der Stunde ergriffen und eine vertiefende Integration Europas in den 1990ern anstrebten, ist ihnen als historischer Verdienst anzurechnen, selbst bei Berücksichtigung deren langer Korruptionsregister. Auf Basis des Maastricht Vertrages (1992), der EFTA Erweiterung (1994) und des Stabilitäts- & Wachstumspaktes (1997) wurde in den 90er Jahren die heutige Wirtschafts- und Währungsunion vorbereitet. Wusste man damals um die mangelhafte Integrationstiefe der Beschlüsse? Es kann davon ausgegangen werden. Robert Mudell, Nobelpreisträger und geistiger Vater des Euros, erläuterte bereits 1961 in „A Theory Of Optimum Currency Areas“ wie zwingend hohe „factor mobility“ (zB Mobilität der Arbeitskräfte) für einen gemeinsamen Währungsraum ist, wenn die Stellschraube der eigenen Währung aufgegeben wird. Die Umsetzung der 4 Grundfreiheiten, gepaart mit der Stabilitätspolitik der ECB sollten dafür ausreichen, meinte man.

Die verspätete Aufnahme Griechenlands in die Eurozone (2002) bewies von Anfang an, dass politische Faktoren höher gewichtet wurden, als die stringente Maximierung von factor mobility. Bereits damals herrschten große soziale, wie ökonomische Ungleichgewichte im gemeinsamen Währungsraum – hier eine [Economist Aufstellung der aktuellen Imbalances zwischen Norden und Süden](#). Anfang des letzten Jahrzehnts wurde die Notwendigkeit einer proaktiven Bearbeitung der Imbalances erkannt. Unvergessen die Ankündigung im Frühjahr 2000, als mit Hilfe der [Lissabon Strategie](#), die EU bis 2010 zum wettbewerbsfähigsten, wissensbasierten Wirtschaftsraum der Welt gemacht werden sollte. Parallel dazu wurde 2001 die Einsetzung des Verfassungskonvents beschlossen, der unter der Leitung von Valery Giscard d'Estaing, eine gemeinsame Verfassung ausarbeiten sollte. Ziel: Vorbereitung der EU-Osterweiterung und der weiteren Vertiefung in eine Sozial- und Wirtschaftsunion.

Als positiver Side-effect war implizit die Reduktion der Imbalances geplant. Ergebnis? Das [Werk der 105 Konventsmitglieder war gut](#), aber den EuropäerInnen nicht vermittelbar, respektive [nicht gut genug vermittelt worden](#). Über Umwege mehrerer Volksabstimmungen, endete die Odyssee in einem stark verwässerten Vertrag von Lissabon (2009). Der Markt zeigte von Anfang der 90er Jahre bis zum Krisenausbruch im Herbst 2008 keinerlei Bedenken hinsichtlich der langsamen Mühlen der EU Integration.

Doch dann änderten sich die Spielregeln (Chart).

Zusammengefasst | Europa verstand es nicht, über einen Zeitraum von nahezu 20 Jahren, einen funktionierenden Binnenmarkt mit Währungsunion zu etablieren. Komplex wird die aktuelle Situation dadurch, weil nun unter enormem Marktdruck institutionelle Versäumnisse zum Abbau der Imbalances (Inequality als Teil eben jener) innerhalb kürzester Zeit aufgearbeitet werden müssen, bei gleichzeitiger Sicherung von Liquidität und Solvenz von Ländern und Banken.



Globale Ungleichgewichte

Europa ist im Bereich der ökonomischen Imbalances aber nicht alleine. Der weltwirtschaftliche Ausblick auf 2012 würde immer noch unerfreulich aussehen, selbst wenn die EU27 Politiker in eine rasche Lösungsumsetzung gehen würden. Weshalb? Das weltwirtschaftliche Fundament ist instabil, die immer noch massiven Handelsungleichgewichte, Währungsmanipulationen und Ungleichgewichte in der Vermögensverteilung lassen keinen stabilen Kontext für die alte Welt zu, innerhalb jedem die Überschuldung von Konsumenten (ie USA, UK) und Ländern (ie USA, ITA, ESP, GRE, ...) abgebaut werden könnten. China nimmt die USA in Verantwortung für deren „unverantwortliche Geld- und Finanzpolitik“. Die USA kritisieren China für Savings Glut und Währungsinterventionen. Charles Dumas (Lombard Street Research) mit einem klugen Buch zum Thema Imbalances („[The American Phoenix](#).“ |2011).

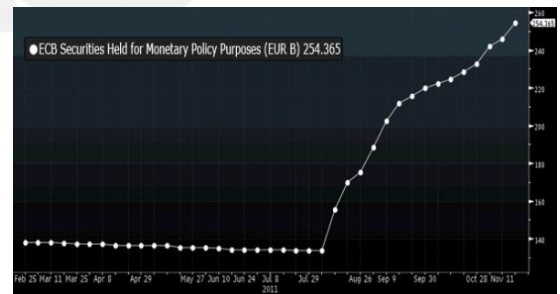
Was hätte geholfen? Eine koordinierende Politik auf G20 Ebene. Doch nach einer starken Koordinationsleistung 2008/2009 verloren sich die Summits der Jahre 2010 und 2011 weitgehend in Ankündigungen. Die „Krise der Eurozone“ bildet einen willkommenen Referenzpunkt für den Rest der Welt, um von eigenen Schwächen abzulenken. Wenn David Cameron die Eurozone für die strukturelle Schwäche des eigenen Landes verantwortlich macht, ist dies Ausdruck schlechten Geschmacks und eigener Ohnmacht.

Zusammengefasst | Dank weiterhin bestehender globaler Imbalances ist Europa mit seinen Schwierigkeiten nicht alleine und kann daher vom Rest der fragilen Weltwirtschaft keinen ökonomischen Rückenwind erwarten.

EU27 – Ein Lösungsweg

Wir befinden uns seit drei Jahren in einem politischen Markt, hatten ihn auch zwischenzeitlich nicht verlassen. Zum Vergleich. Im Q1/11 betrug die durchschnittliche tägliche Handelsspanne für [10Y Italian Gov Bonds 4 Basispunkte](#). [Im November stieg sie auf 33 bps](#). Aufgrund der langsamen Entscheidungsprozesse und der zaghaften Umsetzung von Entscheidungen innerhalb der EU, wurden im Q3/2011 implizit Einladungen an den Markt versandt, er möge doch die Schlagzahl auch bei Kernländern der Eurozone erhöhen. Bis Mitte November stieg der Druck in einem Ausmaß, dass gewichtige Marktteilnehmer und südliche Eurozonen Mitglieder unisono nach dem Eingreifen der ECB rufen. Soll die ECB Teil einer Lösung sein?

Wenn linke Intellektuelle wie Robert Misik in [seinem letzten FS Misik gegen die Schuldenbremse argumentieren](#), weil sie lediglich ein durch den Markt oktruiertes Instrument zur Umverteilung sind, hingegen die ECB als die Lösung betrachten, haben sie den Gedanken nicht zu Ende gedacht. Ist die ECB auf Basis ihres derzeitigen Mandates zur Preisstabilität am Sekundärmarkt untätig? Keineswegs. Der Chart zeigt, wie, für ECB Verhältnisse, aggressiv sie bereits interveniert.



Kann die ECB mit einem dualen Mandat ausgestattet werden, ähnlich der Fed? Technisch machbar, der politische Wille hierzu fehlt in den nördlichen Ländern der Eurozone. Angela Merkel, Wolfgang Schäuble, Jens Weidmann, Mario Draghi und Josef Ackermann – um nur einige zu nennen - stemmen sich vehement gegen diese Lösung. Und sie haben recht.

Begründung. Grundsätzlich ist zwischen Liquidität und Solvenz von Ländern zu unterscheiden. Kurzfristig könnte ein massiveres Aufkaufprogramm die Liquiditätssituation zB Italiens verbessern, an dessen Solvenzrisiko würde dies wenig ändern. Dabei ist nichtmals die unmittelbare Inflationsgefahr das entscheidende Argument dagegen. Man darf Bernanke, wie (früher) Trichet Glauben schenken, wenn sie die derzeitige Inflationswirkung der Ausweitung einer Zentralbank-Bilanz und den Geldmengen für gering halten. Wir befinden uns in den USA und Europa in einem tendenziell deflationären Umfeld – Beispiel: balance sheet deleveraging von Banken.

Doch mit einer als politischem Instrument eingesetzten ECB wäre eine Grenze überschritten, hinter die danach wahrscheinlich nicht wieder zurückgegangen werden könnte. Um es mit den Worten von Marie Fucci (US Amerikanerin | privatisierte 200+ Staatsbetriebe in Osteuropa auf UN Mandat) auszudrücken: „*All empires fell, when they began to debase their currencies.*“ Die [Entwertung des Denarius im römischen Reich](#) gilt als klassisches Beispiel. Diesen Weg kann man die USA alleine gehen lassen. Europa muss hier nicht noch weiter folgen.

Und doch nimmt die ECB an anderer Stelle eine wichtige Rolle in der Liquiditätssicherung ein. Als lender-of-last-resort wirkt sie bereits heute als Stütze in der Liquiditätsbereitstellung für Banken.

[Bei einem trocken-gelegten Interbanken-Markt, kommt der ECB die entscheidende Rolle zu.](#) Diese liegt innerhalb des originären Mandates und wird täglich praktiziert. Hier streckte sich die ECB bereits und akzeptierte non-investment grade bonds von Griechenland als Einlagen. Wie notwendig in diesem Bereich das Einschreiten der ECB ist, zeigt der nächste Chart. Die weltweit größten Banken reduzieren massiv ihre Exposures in Staatsanleihen.

Reductions of sovereign debt holdings in the third quarter among a group of 55 large banks

Debt Issuer	Percentage Reduction	Debt Reduction, Billions of Euros	Largest Debt Reductions, by Bank	Percentage Reduction	Debt Reduction, Billions of Euros	
Italy	32%	26.2	BNP Paribas	France	44%	12.5
Greece	43	7.2	KBC	Belgium	46	4.4
Spain	29	6.8	Société Générale	France	41	4.1
Portugal	16	1.5	Barclays	Britain	27	3.5
Ireland	10	0.3	ING	Netherlands	52	3.5

Zusammengefasst | die ECB ist ein entscheidender Teil der Lösung, aber nicht via dem Aufkauf von Staatsanleihen im großen Stil.

Wie sieht eine Kombinationstherapie für die EU aus? Wir benötigen 4 Ansatzpunkte.

Liquiditätsproblem der Banken

Die ECB soll sich weiter auf die Liquiditätssicherung von Banken und Preisstabilität konzentrieren. Der von der [Europäischen Bankenaufsicht \(EBA\) Ende Oktober ermittelte Rekapitalisierungsbedarf idH von EUR 106,4 Mrd](#) sollte weitgehend durch einbehaltene Gewinne und andere marktbezogene Eigenkapitalmaßnahmen bis Juni 2012 bewerkstelligt werden können – [Dexia bestätigt als Ausnahme](#) die Regel. Diese Woche wurden Gerüchte laut, dass die EBA sich für eine weitere Verschärfung der Rekapitalisierungsregeln entschied (Beispiel [Commerzbank](#)). Inwieweit diese ebenso marktbezogen gemeistert werden können, respektive die einzelnen Staaten wieder Kapital bereitstellen müssen, bleibt abzuwarten. Frankreich hatte bereits im Oktober die Präferenz geäußert, den EFSF auch für Bankenrettungsmaßnahmen heranziehen zu können.

Solvenzproblem der Staaten

Am 21. November stimmte der IMF für eine [Ausweitung der kurzfristigen Liquiditätsfenster](#). Ein Land kann nun maximal das 10-fache seines Member's Quota an SDR beziehen. Auf Italien gerechnet: $1 \text{ SDR} = 1,56 \text{ USD}$
Italien hält $7,88 \text{ Mrd SDRs} \times 1,56 = \text{USD } 12,29 \text{ Mrd} = \text{EUR } 9,11$
Bei einem max. 10-fachen Liquiditätsfenster, sprechen wir über EUR 90+ Mrd. an kurzfristiger Liquidität (für max 2 Jahre), die Italien vom IMF abrufen kann. Bei einem Gesamtvolumen an zu [refinanzierenden Staatsanleihen idH von EUR 310 Mrd in 2012](#), erkennt man, dass es noch nicht zu spät ist für einen Lösungsweg, wengleich sich das Zeitfenster rasch schließt.

Das Gearing des EFSF via Insurance-Lösung war richtig. Nur müssen sich die Staats- und Regierungschefs asap über die Details der Ende Oktober getroffenen Rahmenvereinbarung einig werden, damit der Markt seine Szenarien rechnen kann.

Parallel zu den kurzfristig verfügbaren Tools EFSF & IMF, soll die Eurozone Eurobonds gemäß dem im Frühjahr 2010 von einem Brüsseler Think Tank vorgestellten "[Blue Bond Proposals](#)" einführen - entspricht [Modell Nummer 2 von José Barroso](#). Dem Blue-Bond Link folgend wird klar, weshalb Modell #2 das einzig vernünftige ist. Begleitend zur Einführung kann man dieses bereits mit Checks & Balances ausstatten (Barroso machte hierzu erste Vorschläge), die dann als Bausteine in die umfassendere Institutionenreform eingesetzt werden (siehe nächste Seite).

Zwar sind Deutschland, die Niederlande und Österreich offiziell noch strikt dagegen. Die [FTD berichtet heute aber von Bewegung hinter dem Vorhang](#). Sowohl Deutschland, als auch Holland signalisieren Offenheit, wenn die Partner bei der Forderung nach einer Vertragsänderung und schärferen Sanktionen entgegen kämen. Die Eurobonds Frage lautet also auf 'wie' und nicht mehr 'ob'. Gut so.

Wachstumsproblem der EU

Mitte 2013 wird der EFSF in einen permanenten Stabilitätsmechanismus umgewandelt – dem ESM. Um ihn als pro-aktives Werkzeug verwenden zu können, sollte dieser das Mandat eines europäischen IMF erhalten, mit dem Ziel, Wachstum zu stimulieren. Der Druck des Marktes ist nicht zwingend als ein Rufen nach mehr Sparprogrammen zu verstehen. Wolfgang Münchau mit einer [guten Analyse über die Gefahren des exzessiven Sparens](#) in Europa.

Es geht darum, Imbalances abzubauen und Wachstumsimpulse zu setzen. Gutes Beispiel: nach einem Jahrzehnt stagnierender Reallöhne beginnt sich in [Deutschland und Österreich das Blatt zu wenden](#). Trends wie diese gehören EU-weit koordiniert, im Zusammenspiel mit den Mitgliedsländern. Der ESM wäre ein passendes Werkzeug dafür. Denn eines ist klar: jedes Land weiß ganz gut, wo zu Hause strukturell anzusetzen ist. Beispiel Österreich: [WIFOs Aiginger](#) und [Rechnungshofpräsident Moser](#) legten im August 2011 am Europäischen Forum in Alpbach konkrete Strukturreformpläne vor. Eine Wohltat. Allein es fehlt der politische Wille. Noch.

Weshalb Wachstum? In einem Papiergeld-System (Fiat Money System) mit gesellschaftlich akzeptiertem Zinseszins ist der Bedarf an Wirtschaftswachstum nahezu unumgänglich. Wachstum gepaart mit der bereits einsetzenden schleichenden Enteignung von Staatsanleihe-Investoren ist eine wirksame Kombination zur Reduktion von Staatsschulden. Oder wie es der Chefvolkswirt von Barclays Capital Deutschland, Thorsten Polleit, in seinem Vortrag mit dem Titel "[Die Krise des Papiergeldsystems](#)" formulieren würde: *"Die Europäische Zentralbank wird in nicht allzu ferner Zukunft die Zinsen im Euro-Raum komplett kontrollieren. Es wird eine Zinsobergrenze geben und die wird auch durchgesetzt. So wie in den USA, die durch eine solche Zinsobergrenze nach dem zweiten Weltkrieg aus den Schulden kamen. Unschöner Nebeneffekt: Wer Staatsanleihen besitzt, wird still enteignet. Schon heute liegt die Rendite von Bundesanleihen mit zwei Jahren Laufzeit bei 0,4 Prozent - also weit unter der Inflationsrate."*

Institutionenreform

Institutionenreform für eine demokratisch legitimierte Fiskalunion, in der ein gestärktes EU Parlament, eine gestärkte EU-Kommission, ein die Wirtschaftspolitik koordinierender ESM und eine unabhängige ECB für eine Optimierung der „Factor Mobility“ (siehe Mundell) sorgen.

Der Druck des Marktes zur Erzwingung von Strukturreformen ist nur eine temporäre Lösung. Dauerhaft hat er von einem Vertragsmechanismus mit zum Teil automatischen Sanktionen abgelöst zu werden – weil demokratisch legitimer darstellbar. Unmöglich, weil Großbritannien einer Fiskalunion niemals zustimmen würde? Als ultima ratio gilt: es wäre nicht das erste Mal, dass eine kleinere Gruppe an Mitgliedsländern vorgeht. Joschka Fischer von Anfang November zitierend ([Süddeutsche](#)): *„Die Euro-Zone steht vor einer Entweder-oder-Situation. Entweder lässt man die Dinge weiter treiben, dann wird der Euro unter dem Druck der Krise und mit ihm die gesamte EU zerfallen und sich Europa renationalisieren. Die politischen, wirtschaftlichen und finanziellen Kosten einer solchen historischen Rückabwicklung wären enorm, und nicht umsonst fürchtet man sich weltweit vor einem solchen Kollaps Europas. Oder das entscheidende politische Defizit der Währungsunion wird jetzt angegangen, indem man über eine Fiskalunion (gemeinsame Wirtschafts-, Steuer- und Haushaltspolitik und auch gemeinsame Haftung!) zu einer echten politischen Föderation vorgeht, den Vereinigten Staaten von Europa.“*

Schlussbemerkung | an diesen 4 Stellschrauben ist zu drehen. Es ist noch nicht zu spät.

Und doch läuft die Zeit davon. Je länger man zuwartet, desto wirkungsloser werden wichtige, für eine Lösung benötigte Werkzeuge. Rechts der Spread zwischen der Deutschen 10Y und der EFSF 10Y Yield. Ein Rekordhoch. Eine weitere Beschädigung der Reputation des EFSF wäre gravierend.

Selbst Deutschland ist mit fortschreitender Untätigkeit in der Umsetzung nicht mehr vor dem negativen Marktsentiment gefeit. Die gestrige 10Y Primärauktion der deutschen Bundesfinanzagentur [war erstaunlich schwach](#). Wahrscheinlich nur [aus technischen Gründen](#), trotzdem wirkte sie Sentiment-eintrübend. Mir ist nicht klar, ob in den Regierungskanzleien der Eurozonen Länder die Nachricht des Marktes ankommt: die Zeit ist fast abgelaufen. Ankündigungen reichen nicht mehr. Nur Taten zählen. Die Sitzung des Europäischen Rates am 9. Dezember könnte zum Schicksalstreffen werden.

