

## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

### Quo vadis Graecia?

#### *Ein kleiner Wegweiser für die Politik*

Schalten Sie Ihre Ohren beim Thema Griechenland auf „Durchzug“, weil Sie es nicht mehr hören können? Dafür haben wir größtes Verständnis. Schließlich ist schon so ziemlich alles gesagt worden, was zu diesem Thema gesagt werden kann. Trotzdem kommen wir an dieser Stelle nicht umhin, abermals einen Blick auf dieses Thema zu werfen, denn in den kommenden Tagen wird nicht nur über das Schicksal Griechenlands entschieden, sondern auch über die Natur der europäischen Währungsunion. Wenn Griechenland (auf welche Weise auch immer) vor einem Grexit und einem Zahlungsausfall bewahrt wird, dann ist die Eurozone ab diesem Moment ganz offiziell nicht mehr nur eine Währungsunion, sondern auch eine Transferunion.

Es sollte inzwischen jedem Bürger klar geworden sein, dass es bei Griechenland nicht mehr darum geht, eine kurzfristige Durststrecke zu überwinden. Griechenland ist fast schon in einem Zustand, den man bei Entwicklungsländern unumwunden als „failed state“ bezeichnen würde. Ein „failed state“ zeichnet sich neben erheblichen Haushaltsproblemen i.d.R. durch eine fehlende operative Fähigkeit und Bereitschaft aus, seine Probleme selbst wieder in den Griff zu bekommen. Griechenland in diese Kategorie von Staaten einzuordnen ist ein hartes Urteil, aber vermutlich nicht unbegründet.

Eine politische Entscheidung, Griechenland dauerhaft vor dem Zusammenbruch zu bewahren, bedeutet damit automatisch kontinuierliche Zuwendungen in Form von Subventionen und Umschuldungen. Damit übernehmen die Bürger der Eurozone als Steuerzahler die Haftung für die Konsequenzen einer gescheiterten griechischen Politik. Das ist demokratietheoretisch hochproblematisch, da hier keine Identität zwischen Haftung und politischer Gestaltung mehr besteht. Innerhalb einzelner Länder wird eine derartige Schieflage im Normalfall durch eine Zwangsverwaltung gelöst. Die Zentralregierung hat damit direkt Durchgriff auf das Geschehen in der jeweiligen Provinz oder im betroffenen Bundesstaat. Im Falle Griechenlands ist das nur schwer möglich, da es sich um einen souveränen Staat handelt. Die Troika aus IWF, EU-Kommission und EZB war ein zaghafter Versuch, eine „Zwangsverwaltung light“ zu installieren, jedoch ist dieser Versuch auch aufgrund der neuen politischen Situation in Griechenland gescheitert.

Wie man es auch dreht und wendet: Eine Währungsunion, die trotz demokratietheoretischer Defizite aufgrund fehlender Identität von Haftung und politischer Gestaltungsmöglichkeit gleichzeitig als Transferunion funktioniert, betritt Neuland mit ungewissem Ausgang. Aus diesem Grund ist die aktuelle Entscheidungsfindung durchaus von historischer Bedeutung, auch wenn man mit diesem Begriff sicher vorsichtig umgehen sollte. Deshalb wollen wir uns ein letztes Mal mit den gängigen Argumenten rund um das Thema „Grexit“ auseinandersetzen und sie aus volkswirtschaftlicher Sicht bewerten.

*Argument 1:* Wenn Griechenland den Euro verlässt, ist das ein Verrat an der Idee Europas.

*Unsere Einschätzung:* Falsche Aussagen werden nicht dadurch richtig, dass man sie oft wiederholt. Die Wirtschaftsgeschichte ist voll von politischen Ideen, die ökonomisch nicht tragfähig waren. Keine dieser Ideen hat längere Zeit überlebt. Es ist daher schon fast eine Annäherung der Politik zu glauben, dass gewisse Konstruktionen für die Ewigkeit geschaffen sind, obwohl dafür kein ökonomisches Fundament existiert. In den 90er Jahren hat die Bundesbank eindringlich davor gewarnt, Griechenland in die Eurozone aufzunehmen. Trotz offensichtlich gefälschter Statistiken gab es den politisch motivierten Beschluss, sich über die ökonomischen Bedenken hinwegzusetzen. Schon damals wurde die „europäische Idee“ als Grund dafür genannt, zumal Griechenland als „Wiege der Kultur Europas“ fast schon ein automatisches Anrecht auf Mitgliedschaft in der Eurozone habe. Dieser Fehler rächt sich jetzt. Abgesehen davon wird Griechenland immer Teil Europas sein, und zwar unabhängig von der Mitgliedschaft in der Eurozone. Es käme auch keiner auf die Idee, dass Dänemark aufgrund seiner kritischen Einstellung zum Euro nicht ein Teil Europas sei. Um es auf den Punkt zu bringen: Totschlagargumente helfen jetzt nicht mehr weiter.

*Argument 2:* Griechenland wird extrem leiden, wenn es den Euro verlässt, deshalb wäre dies nicht zu verantworten.

*Unsere Einschätzung:* Natürlich wäre ein Zahlungsausfall, verbunden mit der Einführung einer neuen Währung, ein extremer Einschnitt für jeden griechischen Bürger. Griechenland muss viel importieren, und diese Importe würden sehr teuer werden. Gleichzeitig würde die Exportwirtschaft zunächst kaum von einer Abwertung profitieren, da fast keine wettbewerbsfähigen Exportgüter existieren. Eine erneute scharfe Rezession wäre unvermeidbar. Allerdings wäre dann die Voraussetzung dafür gegeben, dass sich Investoren (vor allem auch aus dem Ausland) Griechenland zum ersten Mal seit Jahrzehnten als Investitionsstandort ernsthaft wieder genau anschauen würden. Die langfristigen Aussichten sind für Griechenland außerhalb der Eurozone vermutlich attraktiver als innerhalb der Eurozone. Mildernd wirkt zudem der Umstand, dass die Griechen ihr liquides Euro-Vermögen ohnehin schon in das Ausland verlagert oder unter das Kopfkissen gelegt haben.

*Argument 3:* Die Finanzmärkte können einen Grexit nicht verkraften.

*Unsere Einschätzung:* Nun ja. Vermutlich wären im Falle eines Grexits vor allem Investoren aus Großbritannien oder den USA tatsächlich etwas überrascht, da dort nach wie vor sehr stark eine politische Lösung erwartet wird. Kommt die Lösung nicht, wollen wir kurzfristige Turbulenzen nicht ausschließen. Letztlich geht von einem Grexit aber keine realwirtschaftliche Problematik aus, so dass die Märkte sich schnell wieder anderen Themen zuwenden werden. Temporär ansteigende Renditen in Portugal, Italien oder Spanien könnten zudem von der EZB selektiv durch das OMT-Programm bekämpft werden, welches gerade vom EuGH

einen Persilschein erhalten hat. Vor allem aber darf nicht vergessen werden, dass Märkte insbesondere unter Ungewissheit leiden. Eine Ende mit Schrecken ist für Märkte attraktiver als ein Schrecken ohne Ende.

*Argument 4:* Ein Grexit ist inzwischen zu teuer; wir sind dadurch erpressbar und handlungsunfähig geworden.

*Unsere Einschätzung:* Ganz abwegig ist dieses Argument nicht. Sollte es in Griechenland zu einem Zahlungsausfall in Verbindung mit einem Grexit kommen, läge die resultierende Belastung für die übrige Eurozone ex Griechenland bei über 400 Mrd. Euro. Das ist nicht wenig. Allein für Deutschland ließe sich ohne große Verrenkungen eine theoretische Belastung von bis zu 100 Mrd. Euro berechnen. Um das einmal etwas greifbarer zu machen: 2015 gibt der Bund etwa 1 Mrd. Euro für den Erhalt von Bundesstraßen und Autobahnen aus. Mit 100 Mrd. Euro ließe sich die deutsche Infrastruktur auf ein nie dagewesenes Qualitätsniveau heben. Aber ist diese erhebliche Summe ein Grund, der Realität nicht ins Auge zu schauen? Wir kennen keinen Volkswirt, der ernsthaft davon ausgeht, dass Griechenland seine Schulden jemals zurückzahlen kann. Dazu müsste man Annahmen treffen, die bei halbwegs nüchternem Zustand nicht vertretbar sind. Es besteht die Wahl zwischen einem Zahlungsausfall in den kommenden Wochen, einer halbherzigen Rettung mit einem späteren Zahlungsausfall oder einer dauerhaften Subventionierung in Kombination mit einer Restrukturierung der Schulden. Der Barwert der ersten Variante ist kleiner als bei den anderen Alternativen. Aus dieser Sicht bestehen immer noch Handlungsalternativen, und die Höhe der Last solle nicht davor abschrecken, diese Handlungsalternativen gegeneinander abzuwägen. Außerdem wird die zu tragende potenzielle Last nicht sofort fällig, sondern erstreckt sich über viele Jahre.

*Argument 5:* Weitere Sparmaßnahmen und Reformen sind der griechischen Bevölkerung nicht zuzumuten.

*Unsere Einschätzung:* Die griechische Bevölkerung hat in den letzten Jahren überproportional viele Opfer erbracht, daran besteht kein Zweifel. Die Tragik besteht darin, dass diesen Opfern bisher wenig positive Resultate gegenüberstehen. Das hängt in erster Linie mit der weitgehenden Unfähigkeit vorheriger Regierungen und der griechischen Verwaltung zusammen. Trotzdem konnte bei vielen Stimmungsindikatoren kurz vor der letzten Wahl eine gewisse Stabilisierung erkannt werden, die dann aber durch die Politik der aktuellen Regierung ein abruptes Ende gefunden hat. Es ist aber nicht richtig, dass Reformen und Austerität in keinem Fall funktionieren. Spanien ist ein gutes Gegenbeispiel. Auch dort führte die Sparpolitik zu schmerzhaften Einschnitten, doch in Kombination mit sinnvollen Reformen wurde der Grundstein für einen neuen Aufschwung gelegt. Dieser lässt sich jetzt beobachten. Das BIP-Wachstum steigt deutlich an, die Arbeitslosigkeit geht zurück und die Exporte wachsen stark. Und so mag es hartherzig klingen, aber auf die griechische Bevölkerung werden so oder so nochmals sehr harte Jahre zukommen. In gewisser Weise darf die griechische Bevölkerung auch nicht den Fehler begehen, den Lebensstandard der Jahre 2000 bis 2008 als Normalität und Referenz anzusehen. Diese Jahre waren eben nicht normal – hier hat Griechen-

land weit über seine Verhältnisse gelebt, und damit erst die Probleme verursacht, die heute beobachtet werden können.

Ermöglicht wurde diese Phase von 2000 bis 2008 neben zahlreichen EU-Strukturhilfen vor allem durch zu tiefe Zinsen vor dem Hintergrund der Fiktion, dass Griechenland in der Eurozone eine ähnliche Bonität wie Deutschland aufweise. Erst durch die Lehman-Krise wurden die Märkte unsanft daran erinnert, Bonitäten genauer zu hinterfragen und sich von der Fiktion zu verabschieden, dass nichts passiert, was nicht passieren darf. Damit gerieten die Finanzen Griechenlands endgültig auf eine abschüssige Bahn. Wenn nun der Lebensstandard wieder auf das Niveau der 80er oder 90er Jahre zurückfällt, dann ist das auch eine Art von Normalisierung. Schließlich darf man nicht vergessen, dass Griechenland in allen möglichen Rankings hinsichtlich der Wettbewerbsfähigkeit auf den hinteren Plätzen rangiert. Im aktuellen Global Competitiveness Report des World Economic Forum liegt Griechenland in etwa auf dem Niveau von Uruguay, Moldawien oder dem Iran. Damit hat sich die Position gegenüber dem Jahr 2000 nicht verbessert, sondern eher noch verschlechtert. Es gibt einfach keinen guten Grund, warum Griechenland ein Sonderrecht auf Lebensverhältnisse haben sollte, die nicht mit der Wirtschaftsleistung kompatibel sind. Das wäre den Menschen im Baltikum oder in Slowenien auch nicht vermittelbar.

*Argument 6:* Eine Umschuldung sollte ausreichen, um die Staatsfinanzen wieder auf einen nachhaltigen Weg zu bringen.

*Unsere Einschätzung:* Vermutlich ist diese Aussage nicht falsch, wenn damit eine substanzielle Umschuldung gemeint ist, die ökonomisch einem Zahlungsausfall von z.B. 70% der Schulden gleichkommt. Es stellt sich aber die Frage, ob damit die richtigen Anreize innerhalb der Eurozone gesetzt würden. Es würde sich schnell herumsprechen, dass beharrliches (besser: unverschämtes) Verhandeln zum Erfolg führt und Belastungen damit signifikant reduziert werden können. Wenn dies aber zum neuen Ordnungsprinzip wird, wäre das Ende der Eurozone mittelfristig vorprogrammiert.

*Argument 7:* Geopolitische Zwänge machen eine Rettung Griechenlands unumgänglich.

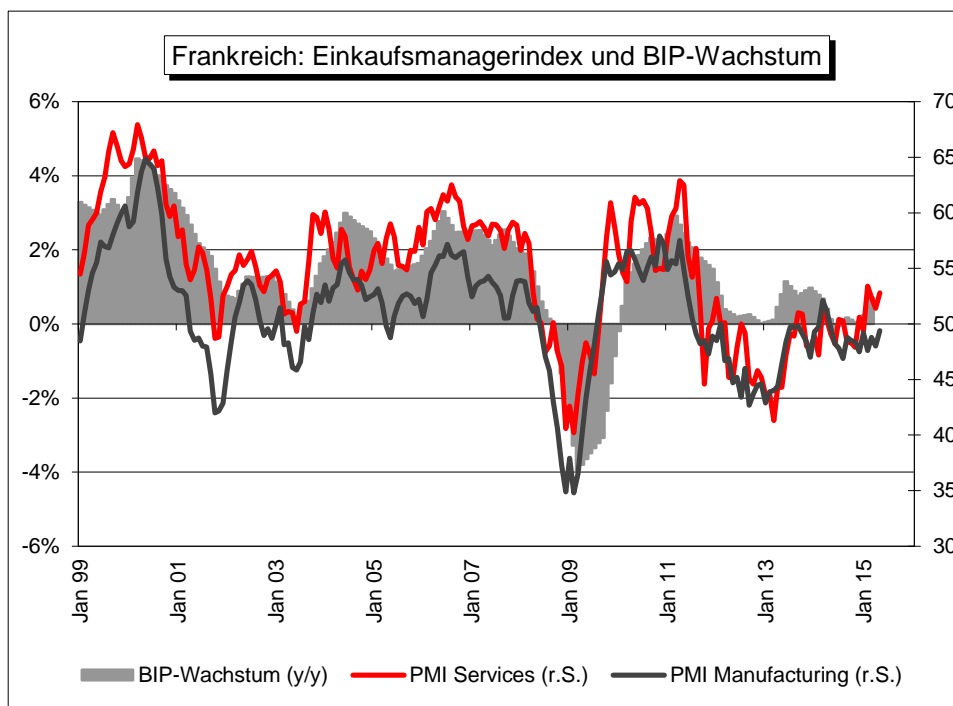
*Unsere Einschätzung:* Natürlich kann Griechenland damit drohen, den Hafen von Piräus zum neuen Marinestützpunkt Russlands umzubauen. Allerdings kann selbst Syriza nicht so dumm sein, dies ernsthaft zu wollen, denn eine Anbindung an einen wirtschaftlich so labilen Staat wie Russland würde die Situation nochmals verschlimmern. Schließlich stünde Griechenland bei einem Verbleib in der EU der Zugang zu Hilfgeldern aus diversen Fonds nach wie vor offen, was bei einer Orientierung Richtung Russland wohl kaum der Fall wäre. Unsere Schlussfolgerung ist damit vergleichsweise eindeutig: Es ist der Moment gekommen, einen Zahlungsausfall zuzulassen und Hilfestellung bei der Einführung einer neuen Währung zu leisten. Faule Kompromisse bringen jetzt nicht mehr viel, zumal Europa in der aktuell guten Konjunkturlage Schocks durchaus absorbieren kann. Es wird Zeit, das Kapitel Griechenland zu beenden, damit sich die Politik wieder Problemen widmen kann, die drängender sind.

**Wochenausblick für die Zeit vom 29. Juni bis 3. Juli 2015**

	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Veröffentlichung
D: Veränderung Arbeitslose in Tsd, sa.	-8	-19	-14	-9	-5	-1	30. Juni
D: Arbeitslosenquote, sa.	6,5	6,5	6,4	6,4	6,4	6,4	30. Juni
D: vorl. Inflationsrate, m/m	-1,0%	0,9%	0,5%	-0,1%	0,1%	0,3%	1. Juni
D: vorl. Inflationsrate, y/y	-0,3%	0,1%	0,3%	0,5%	0,7%	0,8%	1. Juni
D: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	54,0	54,7	55,4	54,0	53,0	54,0	3. Juli
E-19: Industrievertrauen	-4,5	-4,6	-2,9	-3,2	-3,0	-3,2	29. Juni
E-19: Konsumentenvertrauen	-8,5	-6,7	-3,7	-4,6	-5,6	-5,7	29. Juni
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	11,3%	11,2%	11,2%	11,1%	11,0%	11,0%	30. Juni
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	-0,6%	-0,3%	-0,1%	0,0%	0,3%	0,5%	30. Juni
E-19: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.	51,0	51,0	52,2	52,0	52,2	52,5	1. Juli
E-19: Produzentenpreise, m/m	-1,1%	0,6%	0,2%	-0,1%	0,1%	0,1%	2. Juli
E-19: Produzentenpreise, y/y	-3,5%	-2,8%	-2,3%	-2,2%	-1,9%	-1,9%	2. Juli
E-19: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	52,7	53,7	54,2	54,1	53,8	54,4	3. Juli

MMWB-Schätzungen in rot

**Chart der Woche: Erholung in Frankreich - ohne den Arbeitsmarkt?**



Auch wenn sich die konjunkturelle Lage in den ersten fünf Monaten des Jahres erfreulich entwickelt hat, ist am französischen Arbeitsmarkt keine Trendwende zu erkennen. Im Gegenteil: In Frankreich waren im Mai 3,55 Millionen Menschen arbeitslos gemeldet und damit so viele wie noch nie zuvor. Im Vergleich zum April stieg die Zahl der Arbeitslosen zum letzten Höchststand noch einmal um 16.200 an. Dies ist eine Steigerung um 0,5 Prozent zum Vormonat und um fünf Prozent zum Vorjahr. Die zuletzt gestiegene Nachfrage der Verbraucher und das über den Erwartungen liegende Wirtschaftswachstum von 0,6 Prozent im ersten Quartal führten nicht zu einer Entspannung am Arbeitsmarkt. Die Beschäftigung reagiert zwar traditionell erst mit etwas Verzug auf eine

konjunkturelle Erholung, in Frankreich aber ist dieser Verzug aktuell besonders stark ausgeprägt. Präsident François Hollande hat angekündigt, 2017 nicht für eine zweite Wahlperiode anzutreten, sollte die Arbeitslosenzahl in der zweitgrößten Volkswirtschaft des Euro-Raums bis dahin nicht spürbar gesunken sein. Seit dem Amtsantritt von Präsident Hollande im Mai 2012 hat sich die Arbeitslosenzahl jedoch kontinuierlich erhöht. Das Staatsoberhaupt hatte versprochen, den Trend umzukehren und den Abbau der Arbeitslosigkeit zu seinem zentralen Ziel erklärt. Die Regierung in Paris stützt den Arbeitsmarkt mit Milliardenprojekten insbesondere für Jugendliche, allerdings ist bisher noch keine Erholung in Sicht.

	Stand 25.06.2015	Veränderung zum			
		18.06.2015 -1 Woche	22.05.2015 -1 Monat	24.03.2015 -3 Monate	31.12.2014 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	17966	-0,8%	-1,5%	-0,3%	0,8%
S&P 500	2109	-0,6%	-0,8%	0,8%	2,4%
Nasdaq	5122	-0,2%	0,6%	2,6%	8,2%
DAX	11471	3,3%	-2,9%	-4,5%	17,0%
MDAX	20234	3,6%	-3,3%	-2,9%	19,5%
TecDAX	1689	3,1%	-2,4%	2,9%	23,2%
EuroStoxx 50	3611	4,7%	-1,9%	-3,2%	14,8%
Stoxx 50	3437	3,6%	-2,3%	-1,4%	14,4%
SMI (Swiss Market Index)	9082	2,3%	-2,9%	-2,3%	1,1%
Nikkei 225	20868	4,4%	3,0%	5,9%	19,6%
Brasilien BOVESPA	53843	-0,7%	-1,0%	4,5%	7,7%
Russland RTS	951	-3,1%	-9,5%	8,1%	20,3%
Indien BSE 30	27730	2,3%	-0,8%	-1,5%	0,8%
China Shanghai Composite	4690	-2,0%	0,7%	27,1%	45,0%
MSCI Welt (in €)	1786	2,0%	-1,4%	-1,6%	13,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	993	3,3%	-4,7%	-0,8%	12,5%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	151,08	-39	-292	-705	-479
Bobl-Future	129,22	-4	66	4	-106
Schatz-Future	111,22	0	4	5	13
3 Monats \$ Libor	0,28	0	0	1	3
10-jährige US Treasuries	2,37	2	14	49	20
10-jährige Bunds	0,84	4	24	61	30
10-jährige JGB	0,45	2	3	13	12
US Treas 10Y Performance	553,14	-0,1%	-1,1%	-3,8%	-0,9%
Bund 10Y Performance	564,01	-0,4%	-2,2%	-5,5%	-2,3%
REX Performance Index	467,21	-0,5%	-0,8%	-1,6%	-1,0%
Hypothekenzinsen USA	4,00	0	16	22	17
IBOXX AA, €	1,37	2	32	58	48
IBOXX BBB, €	2,08	-4	36	65	29
ML US High Yield	6,67	-2	23	9	-28
JPM EMBI+, Index	703	0,7%	-1,7%	-0,2%	1,7%
Wandelanleihen Exane 25	6833	0,0%	-1,9%	-1,7%	5,8%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	422,44	0,4%	-1,7%	-0,4%	-5,6%
MG Base Metal Index	279,06	-0,1%	-5,0%	-4,4%	-8,1%
Rohöl Brent	63,23	-1,3%	-4,1%	15,0%	10,3%
Gold	1173,98	-2,5%	-2,7%	-1,4%	-1,0%
Silber	15,85	-2,0%	-7,6%	-6,3%	0,6%
Aluminium	1676,25	0,8%	-3,1%	-5,9%	-8,2%
Kupfer	5722,75	-0,2%	-7,0%	-7,3%	-10,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	829	7,2%	41,5%	38,9%	6,0%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,12	-1,7%	0,4%	2,4%	-7,6%
EUR/ GBP	0,71	-0,9%	0,1%	-3,0%	-8,3%
EUR/ JPY	138,93	-0,7%	2,9%	6,1%	-4,3%
EUR/ CHF	1,04	-0,1%	0,3%	-0,4%	-13,1%
USD/ JPY	123,85	0,7%	1,9%	3,4%	3,5%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jaspermeite	+49 40 3282-2439	cjaspermeite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.