



Bericht zum 2. Quartal 2012

Griechisches Drama, dritter und letzter Akt?

Wohl kaum, auch wenn nun bei der zweiten Wahl innerhalb von 6 Wochen eine Regierung mit den Euro-Befürwortern gebildet werden konnte, ist die Kuh noch lange nicht vom Eis. Ein unmittelbarer Euro-Austritt, der von Marktteilnehmern befürchtet worden war, fand nicht statt und hat die Anleger wieder zu Rückkäufen animiert. Schließlich hatten die Märkte seit Mitte März erneut deutlich an Boden verloren. Dabei büßte der Deutsche Aktienindex vom Hoch am 19. März bis zum letzten Tief am 5. Juni fast 18 % an Wert ein. Der Euro Stoxx 50 verlor im gleichen Zeitraum sogar über 21 % und wenn man darüber hinaus die Länder, die im Feuer der Anleger standen, betrachtet, sind folgende Verluste aufgelaufen: Italien -26 %, Spanien -31 % und Griechenland -40 %.

Die Marktentwicklung im letzten Quartal wurde jedoch nicht nur durch Griechenland beeinflusst. Die französischen Präsidentschaftswahlen, bei denen sich trotz offener Wahlkampfhilfe unserer Regierungschefin bereits im Vorfeld eine Verschiebung zu den Sozialisten abzeichnete, lastete schwer auf den europäischen Finanzmärkten. Und der neu gewählte französische Präsident François Hollande scheint fürs Erste zu halten, was er versprochen hat. Während in Deutschland das Rentenalter auf 67 Jahre angehoben wird, um der Verlängerung des Lebensalters Rechnung zu tragen und damit die Rentenleistungen einigermaßen finanzierbar zu machen, hat Hollande als eine seiner ersten Maßnahmen das von Sarkozy auf 62 Jahre angehobene Rentenalter der Franzosen teilweise wieder auf 60 Jahre herabgesetzt.



Während in Deutschland das Rentenalter auf 67 Jahre angehoben wird, um der Verlängerung des Lebensalters Rechnung zu tragen und damit die Rentenleistungen einigermaßen finanzierbar zu machen, hat Hollande als eine seiner ersten Maßnahmen das von Sarkozy auf 62 Jahre angehobene Rentenalter der Franzosen teilweise wieder auf 60 Jahre herabgesetzt.

Auf der anderen Seite hat die Regierung Hollande gleich bei der ersten Kabinettsitzung eine Gehaltskürzung der Regierungsmitglieder um 30 % beschlossen. Ein gutes Beispiel, dem auch andere Regierungen folgen sollten. Doch mehr als Symbolcharakter für eine Umverteilung kann man dem nicht abgewinnen. Frankreich steuert zusehends auf eine Herabstufung des Länderratings zu. Allein die Änderung des Rentenalters wird die Staatskassen in den nächsten Jahren um bis zu 3 Mrd. Euro jährlich belasten und die Rentenbeiträge müssen daher um 0,25 % angehoben werden. Auch Wohlhabende und die Großunternehmen sollen höher besteuert werden. Einige Experten befürchten daher bereits einen Exodus der Wirtschaftselite und drastische Investitionsrückgänge im Inland. Die Stellenstreichungen von Renault sind hier erst der Anfang.

Auch aus den anderen Mittelmeerländern kamen keine sehr ermutigenden Nachrichten. Spanien braucht Geld für seine in der Klemme befindlichen Banken. Die inzwischen verstaatlichte Bankia, die aus der Fusion verschiedener notleidender Sparkassen entstanden ist und bereits gerettet wurde, steht nun vor einer erneuten Rekapitalisierung, die dieses Mal vom europäischen Rettungsschirm ESFS übernommen werden soll. Der Bedarf wird aktuell im Bereich von bis zu 100 Mrd. Euro beziffert. Notwendig wird diese erneute Kapitalaufstockung aufgrund der immer weiter fallenden

Immobilienpreise in Spanien. Immer mehr Schuldner können sich die Zins- und Tilgungszahlungen nicht mehr leisten. Die Kredite werden damit notleidend und müssen teilweise abgeschrieben werden. Hinzu kommt, dass die Preisentwicklung weiter nach unten zeigt und eine Bodenbildung bei den Immobilienpreisen noch lange nicht in Sicht ist. Das war wohl auch einer der Hintergründe, weshalb Spaniens Regierungschef Rajoy eine europäische Bankenunion vorgeschlagen hat, bei der alle gemeinsam haften.

Der italienische Premierminister Mario Monti verlangt inzwischen im Chor mit den anderen Ministern der notleidenden Süd-Länder und dem französischen Präsidenten offen direkte Stützungskäufe



von Anleihen der in Bedrängnis geratenen Länder. Die EZB bzw. der möglicherweise ab Herbst funktionsfähige ESM-Fonds (Europäischer-Stabilitäts-Mechanismus) soll den Zinsdruck von den Märkten nehmen. Für neue Staatsanleihen Spaniens musste das Land vor den griechischen Wahlen bei Neuemissionen über 7 % Zinsen für 10 Jahre zahlen, für Italien lag der Zins bei über 6,5 %. Das sind Marken, bei denen eine Finanzierung über die Märkte kaum mehr möglich ist bzw. die Zinslast für die Länder mit hoher Schuldenlast zu erdrückend wird. Die gewonnenen

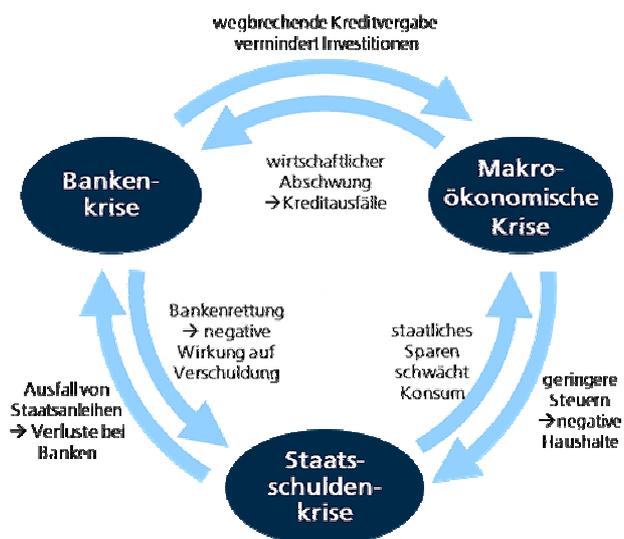
Wahlen der griechischen Euro-Befürworter und der damit erst einmal abgewendete Euroausstieg erscheint in diesem Kontext als das eher geringere Problem.

Trotz der zunächst im Sinne der europäischen Politiker positiv ausgegangenen Wahlen in Griechenland stellt sich die Frage, ob das Festhalten am Euro für alle beteiligten Parteien die beste Lösung ist.

Betrachten wir zunächst die wirtschaftlichen Fakten des ins Straucheln geratenen Mittelmeerlandes: Zwei Rettungspakete wurden bisher geschnürt, das erste über 110 Mrd. und das zweite über 130 Mrd. Euro, von denen insgesamt bisher ca. 180 Mrd. ausbezahlt wurden. Trotz dieser Gelder und des vor einigen Monaten durchgeführten Schuldenschnitts ist – so scheint es – nicht die Spur einer Verbesserung im Land zu sehen. Im Gegenteil, seit dem Jahr 2009 muss das Land jedes Jahr eine schrumpfende Wirtschaft verkraften. Summiert man die Schrumpfung des Bruttoinlandprodukts, so wird Griechenland seit Ausbruch der Krise bis Ende des Jahres voraussichtlich fast 20 % an Wirtschaftsleistung verloren haben.

Damit wird schnell klar, dass diese Einkommens- und Umsatzverluste des Staates durch Sparen kaum zu kompensieren sind. Insbesondere wenn die Ausgaben für Zinsen und Arbeitslose steigen. Aktuell liegt die Arbeitslosigkeit bei über 23 und die Jugendarbeitslosigkeit bei nahezu 50 %. Gemessen am Einkommen haben die griechischen Arbeitnehmer bereits Einbußen von über 25 % seit 2008 hinnehmen müssen! Damit wird die Verschuldung trotz Schuldenschnitt nach einem kleinen Rückgang weiter ansteigen und für Ende 2012 bei einer Quote von 160 % erwartet (ohne Schuldenschnitt läge dann die Quote über 180 %). Das Land liegt also auf dem Boden und will es auch in Zukunft von Europa und IWF finanziert werden, muss es weiter sparen; selbst wenn die Ziele gestreckt werden, ändert das nichts an dieser Tatsache. Hier wird deutlich, in welchem Teufelskreis sich die Politik und Wirtschaft inzwischen befinden (s. Bild nächste Seite).

Auf Druck der Troika, EU-Kommission, EZB und IWF sind bisher dem Land ca. 200 Reformmaßnahmen auferlegt worden. Diese sollten verkrustete Strukturen und althergebrachte Pfründe aufbrechen, um damit die Wettbewerbsfähigkeit des Landes zu verbessern. Gerade mal ein Bruchteil



dieser Maßnahmen ist bisher umgesetzt worden. Ähnlich verhält es sich mit den Privatisierungen, die angepeilten 50 Mrd. Euro werden auch bis 2020 nicht zu erreichen sein. Auch das völlig marode Steuer- und „Steuerstrafsystem“ kann noch keine großen Erfolge aufweisen. Die Steuerunterschlagung wird vom Chef der Steuerfahndung auf jährlich ca. 45 Mrd. Euro geschätzt. Könnten diese Außenstände angezapft werden, wäre das Land in weniger als 10 Jahren entschuldet. Doch darauf zu hoffen, ist wohl nicht realistisch. Zu groß sind die Schlupflöcher und die Steuersitzverlegungsmöglichkeiten der reichen Griechen. Ein großer Reeder sagte kürzlich im Interview: „Würden Sie der Mafia Geld geben?“! Und das ist ein gravierendes Problem, die „Normalbürger“ – also die nicht beim Staat angestellten – sehen den Staat als mafiöse Struktur. Daher gibt es keine Steuermoral! Wie soll sich das ändern, da nun ja wieder die Parteien regieren, die das System in dieser Form geprägt haben?

Wie soll sich das ändern, da nun ja wieder die Parteien regieren, die das System in dieser Form geprägt haben?

Wovon hängt es ab, ob Griechenland seinen Haushalt stabilisieren kann?

Zu dieser Frage gibt es sehr unterschiedliche Meinungen und Analysen. Eine Studie der Allianz arbeitet drei mögliche Szenarien in einem ihrer Arbeitspapiere heraus. Generell hängt die Frage, ob Griechenland bis zum Jahr 2020 seine Schulden auf 120 % des BIP zurückführen kann (wie EU und IWF es verlangen), von vielen Variablen ab. Die wichtigste Kennziffer dafür ist jedoch der Primärsaldo des Landes. **Ein positiver Primärsaldo** ist ein Haushaltsüberschuss vor Zinszahlungen für die Staatsschulden. Die zweite wichtige Komponente ist **das Wirtschaftswachstum**. Ohne ein reales Wachstum (inflationsbereinigt) wird eine Schuldenrückführung nicht möglich sein. Die dritte wichtige Komponente sind die **Kosten der Refinanzierung**. Von Bedeutung sind hier die durchschnittlichen Zinskosten der Verschuldung, also nicht der aktuelle Marktzins.

Bei einer aktuellen Verschuldung von 160 % muss das Land einen Primärüberschuss von 1,4 % über die nächsten 13 Jahre erwirtschaften, um den aktuellen Schuldenstand zu halten. Hierbei stellt sich die Frage, ob das realistisch ist. Drei Szenarien können dabei herangezogen werden:

1. **Basisszenario: Ausgabendisziplin, leichter Zinsrückgang und moderates Wachstum**
2. **Risikoszenario: unzureichende Konsolidierungspolitik**
3. **Positivszenario: Ausgabendisziplin und stärkeres Wirtschaftswachstum**

Annahmen zur Berechnung des Basisszenarios

Sehr genau lassen sich die Kosten der Refinanzierung für Griechenland prognostizieren, da diese für einen längeren Zeitraum feststehen. Nach dem Schuldenschnitt und den damit einhergehenden Zinsreduktionen sowie den Krediten durch die Hilfsprogramme kann gegenwärtig mit knapp 4,5 % und in den nächsten Jahren sogar mit Werten unter 3,5 % kalkuliert werden. Mit diesen Zahlen lassen sich auch die Zinsbelastungen in Relation zum BIP (Bruttoinlandsprodukt) relativ gut ermitteln. 2011 lag die Zinslast noch bei 6,7 %, ab 2012 wird die Last auf 5,3 % und später auf

ca. 4,6 % sinken. Das sind durchaus tragbare Kosten für den Haushalt. In der Studie wird nun unter Einbezug einer realen Wachstumsrate von 1 % ermittelt, dass ein Primärsaldo von 1,4 % ausreicht, um die Schuldenquote zu stabilisieren. Ab 2014 wird dann von einem deutlich höheren Primärsaldo von 5 % ausgegangen, mit dessen Hilfe die Schuldenstandquote bis 2025 auf knapp über 100 % reduziert werden kann. Dass solch hohe Primärüberschüsse langfristig möglich sind, zeigen die Beispiele von Belgien, Irland und Italien in den 90er Jahren, mit teilweise noch höheren Salden.

Annahmen zu Berechnung des Risikoszenarios

Hier wird davon ausgegangen, dass Griechenland seine Budgetprobleme nicht in den Griff bekommt und der Primärüberschuss ab 2014 lediglich bei 2 % liegt. Damit kann die Verschuldungsquote bis 2020 nur auf 141 % absinken. Die Zinsbelastung wird später wieder auf rund 7 %, bezogen auf das BIP, steigen. → Ein weiterer Schuldenschnitt wäre nötig.

Annahmen zu Berechnung des Positivszenarios

Länder, die rezessive Phasen oder sogar Depressionsphasen hinter sich haben, entwickeln sich in den Folgejahren oft sehr positiv. So wird hier von einem höheren Realwachstum von 2 % ab 2014 ausgegangen. Allein dieses Wachstum dürfte ausreichen, um deutliche Budgetüberschüsse zu erwirtschaften. Die Staatsschuldenquote könnte bis 2025 sogar auf ca. 72 % und damit unter die deutsche Quote sinken.

Griechenland	Realwachstum	Nominalwachstum	Primärsaldo	Neuverschuldung in % des BIP	Zins	Staatsschuldenquote	
						2020	2025
Basis-szenario	2014-2025 1%	2014-2025 3%	2014-2025 5%	Zielerfüllung 2013-2014, ausgegl. 2016, Überschüsse ab 2017	2014-2025 3,8%	119,8%	101,1%
Risiko-szenario	1,0%	3,0%	2,0%	Unter Vorgabe* für 2014, Defizite über 3% 2014-2025	3,9%	140,8%	140,6%
Positiv-szenario	2,0%	4,0%	6,0%	Vorgaben* werden überfüllt, ab 2014 Budgetüberschüsse	3,6%	103,1%	71,8%

*2012: 7%; 2013: 5,3%; 2014: 2,9%

Fazit:

Rein handwerklich betrachtet lassen sich die Szenarien der Allianz nachvollziehen. So hat sich die Ausgangslage durch das Eingreifen der EU, des IWF und durch den vollzogenen Schuldenschnitt schon verbessert. Eine Wende zur Konsolidierung und zum Schuldenabbau ist durchaus gegeben. Technisch betrachtet können die Programme wirken und in Folge auch zu einem Aufschwung führen, der das Land gesunden ließe. Eine mögliche Streckung des Konsolidierungsprogramms würde die Wende jedoch auch verzögern und zu Mehrkosten führen.

Aber:

Die Lasten der griechischen Bevölkerung sind bereits so groß, dass eine weitere Verschärfung der Sparmaßnahmen kaum mehr möglich erscheint. Nicht von ungefähr wurde die linksradikale Syriza zur zweitstärksten Partei gewählt. Letztendlich war für den (knappen) Sieg der Konservativen nur die Angst vor dem Euroausstieg Griechenlands und die damit von vielen Seiten an die Wand gemalten Horrorszenarien verantwortlich. Insofern wird auch die nun vereidigte Euro-freundliche Regierung Zugeständnisse von der EU und dem IWF verlangen. Am wahrscheinlichsten wird damit eine Streckung der Sparziele bis 2016, die wiederum weitere Zwischenfinanzierungen über mindestens 20 Mrd. Euro von den Partnern nötig machen. Sollte sich jedoch für die Bevölkerung in den nächsten 12 Monaten keine sichtliche Besserung einstellen, wird sich die neue Regierung nicht halten können. Eine Radikalisierung der Politik und ein Linksrutsch sind dann sehr wahrscheinlich. Auch bei einer harten Haltung der Troika, aufgrund mangelhafter Erfüllung der Konsolidierungsziele,

müssten völlig neue Varianten diskutiert werden. Die wahrscheinlichste Variante lautet in beiden Fällen **Austritt aus der Eurozone!**

Die Folgen eines Austritts von Griechenland aus der Eurozone

Insbesondere im Vorfeld der zweiten Parlamentswahlen in Griechenland haben sich immer mehr Wirtschaftswissenschaftler, Institutionen, Unternehmen und Finanzexperten mit einem möglichen Austritt Griechenlands befasst und Pläne für ein solches Ereignis erarbeitet. Selbst in EU-Gremien wurden bzw. werden erneut Notfallpläne erarbeitet.

Der Ablauf eines möglichen Austritts:

Der Austritt würde an einem Wochenende oder an einem Feiertag beschlossen. Die Banken wären anschließend für einige Tage wohl komplett geschlossen. Unmittelbar mit dem Austrittsbeschluss müssten strenge Kapitalverkehrskontrollen eingeführt werden. Grenzüberschreitende Überweisungen dürften sofort unterbunden werden und an den Grenzen fänden scharfe Kontrollen statt, um Geldtransfers auf althergebrachten Wegen zu verhindern. Die Küsten zu überwachen wäre aber vermutlich ein nahezu unmögliches Unterfangen. Hier würde sicherlich Geldschmuggel stattfinden.



Sollte Griechenland austreten, werden viele Bürger versuchen, zumindest ihre Bargeldbestände, die ja noch auf Euro lauten, außer Landes zu bringen. Die im Land verbliebenen Papiergeldbestände würden wohl in einer ersten Aktion umgestempelt werden. Wenn die Banken dann wieder öffnen, gäbe es nur noch die umgestempelten Scheine, die wahrscheinlich Nea Drachma hießen. Nach einiger Zeit würden diese Scheine dann gegen neu gedrucktes Geld ausgetauscht. Mit dieser Wiedereinführung der Drachme wäre in einem ersten Schritt sicher eine deutliche Abwertung von etwa 30 % gegenüber dem Euro verbunden. Nach dieser Abwertung würde die Nea Drachma fürs Erste fest an den Euro gebunden. Sollte die neue Währung dem freien Spiel der Wechselkurse überlassen werden, könnte der Wert massiv fallen. Nicht nur Währungs- oder Makro-Fonds würden auf eine kräftige Abwertung der Drachme wetten. Um die Anpassungsschäden nicht zu groß werden zu lassen, könnte sich die griechische Zentralbank überlegen, weitere festgelegte Abwertungsschritte über mehrere Jahre durchzuführen. Experten schätzen gegenwärtig, dass das Abwertungspotenzial bis zu 70 % betragen könnte.

Die Folgen im Land wären gravierend. Die Banken hätten keine notenbankfähigen Papiere mehr zur Verfügung, die sie wie bisher der EZB für frisches Geld hinterlegen könnten, und müssten verstaatlicht werden. Die nationale Notenbank müsste die Geldversorgung der Banken mit frischem Geld aufrechterhalten und die Notenpressen hätten Hochkonjunktur. Die auf Euro lautenden Verbindlichkeiten der Banken und Unternehmen im Ausland wären plötzlich noch schwerer zurückzuzahlen (durch die eigene Abwertung) und könnten nicht mehr (in vollem) Umfang bedient werden. Das Land selbst hätte dem Ausland gegenüber eine sofortige Zahlungsunfähigkeit anzuzeigen. Auslandsinvestitionen würden völlig unterbleiben, da Anleger mit einem wirtschaftlichen Kollaps rechnen würden. Griechenland wäre komplett von den internationalen Kapitalmärkten abgeschnitten

und könnte keine Anleihen mehr im Ausland begeben, um seine Ausgaben und den Aufbau des Landes zu finanzieren. Wahrscheinlich würden Zwangsanleihen begeben werden, die die Bevölkerung zeichnen müsste. Trotz der Abwertung der neuen Währung und der mit Sicherheit deutlich verringerten Auslandsschulden (neue Schuldenschnitte für die noch im Ausland liegenden Anleihen und Kredite) müsste die Staatsverschuldung erneut deutlich nach oben springen. Extrem hohe Arbeitslosigkeit und eine Grundversorgung der darbenenden Bevölkerung könnte zunächst nur durch weiteres „Gelddrucken“ und damit neue (aber inländische) Verschuldung gestemmt werden.

Eine Folge der „Schwachwährung“ Nea Drachma wäre, dass alle Importe ins Land zunächst abreißen würden. Die Importeure würden die neue Drachme als Bezahlung einfach nicht akzeptieren. Wahrscheinlich könnten zunächst nur noch Kompensationsgeschäfte stattfinden, wie zum Beispiel Erz gegen Erdöl. Da Griechenland bereits regelmäßig hohe Handelsbilanzdefizite auswies und daher ein „Importland“ ist, würden in dem Land sehr schnell alle möglichen Waren knapp werden, insbesondere die Energieversorgung sowie die Pharmaprodukte und Technologie jeglicher Ausprägung wären schnell nicht mehr vorhanden. Die nicht mehr nachgelieferten Produkte würden sich massiv verteuern. Aus diesem Grund und auch weil unter den Griechen das Vertrauen in die eigene neue Währung nicht vorhanden wäre, würde eine hohe Inflation einsetzen und das bereits abgewertete Geld noch stärker in Mitleidenschaft ziehen.



Die neue griechische Währung heißt: FIASKO...!!

1 Fiasko sind 100 Debakel

1 Debakel sind 10 Desaster

Sehr wahrscheinlich ist sogar, dass die Griechen die verbliebenen Euros als ein zweites Zahlungsmittel, sozusagen als Schwarzwährung, verwenden würden. In vielen Ländern der Welt konnten früher höherwertige Güter nur gegen Devisen gekauft werden. Zum Beispiel in einigen Ländern Lateinamerikas nach der Peso-Krise mit dem US-Dollar oder in der DDR mit konvertierbaren Währungen in den Intershop-Geschäften; heute finden wir das

noch in Kuba mit den Pesos Convertibles (CUC), die dem USD entsprechen. Möglich wäre sogar, dass Griechenland offiziell den Euro als Währung für den Außenhandel weiter verwendet und nur intern die Nea Drachma als Parallelwährung einsetzt. Das hätte den Vorteil, dass für den Import weiter in begrenztem Maße Devisen zur Verfügung stünden und über die Drachme eine bessere Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Ausland erzielt werden könnte.

Die größten Verlierer wären aber die Sparer und Rentner, die kein neues Geld mehr mit Arbeit verdienen können. Alle Sparguthaben, Lebens- und Rentenversicherungen hätten den größten Teil ihres Werts verloren. Wer ein Leben lang selbst vorgesorgt hatte, um seinen Lebensabend mit dem Ersparten zu genießen, hätte einen gewaltigen Kapitalverlust zu tragen.

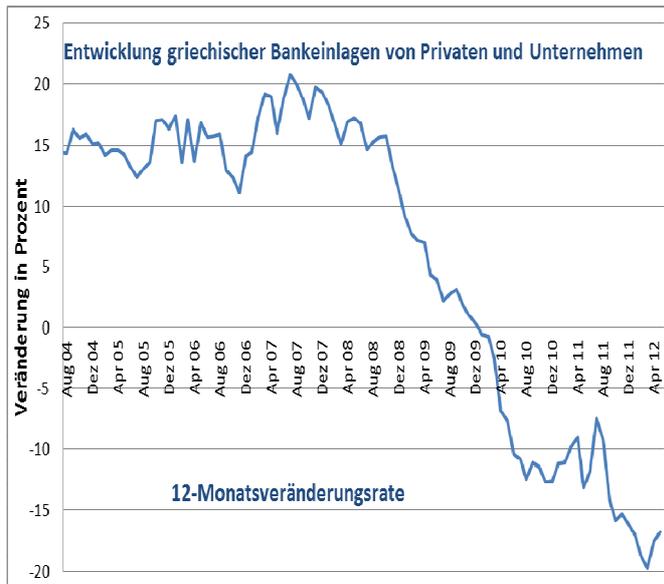
Griechenland würde aber weiter ein Mitglied Europas und der Europäischen Union bleiben. **Ein Austritt aus der Eurozone zieht nicht den Austritt aus der EU nach sich!** Somit müssten die EU und der IWF, der unter anderem von den Ländern der EU finanziert wird, Griechenland auch weiterhin Kredite und Hilfen zur Verfügung stellen.

Die Folgen eines Austritts Griechenlands aus der Eurozone für den Euroraum

Für die verbleibenden Euro-Länder wäre ein Austritt aus der Eurozone mit gewaltigen Kosten verbunden. Dass dann für die verbleibenden Länder endlich der „Ballast“ abgeworfen wäre und alles

besser wird, kann so nicht unterschrieben werden. Die bisher verliehenen Hilfgelder wären zum größten Teil verloren. Mit einer abgewerteten neuen Währung wären nur Bruchteile der vergebenen Gelder wieder zurückzuerhalten. Auch die Forderungen aus dem europäischen Zahlungsverkehrssystem TARGET2 wären, was die griechischen Positionen betrifft, wohl verloren. Allein die Deutsche Bundesbank hat hier ein Volumen von über 40 Mrd. Euro in den Büchern stehen. Beim Ausfall eines Landes ist unklar, wie diese Salden ausgeglichen werden.

Ein Austritt Griechenlands würde zudem vermutlich zu sich vergrößernden Problemen bei den anderen Schulden-Ländern führen. Spanien, das mitten in einer großen Bankenkrise steckt und offiziell Hilfgelder aus dem EFSF angefordert hat, um den Kapitalbedarf der eigenen Banken decken



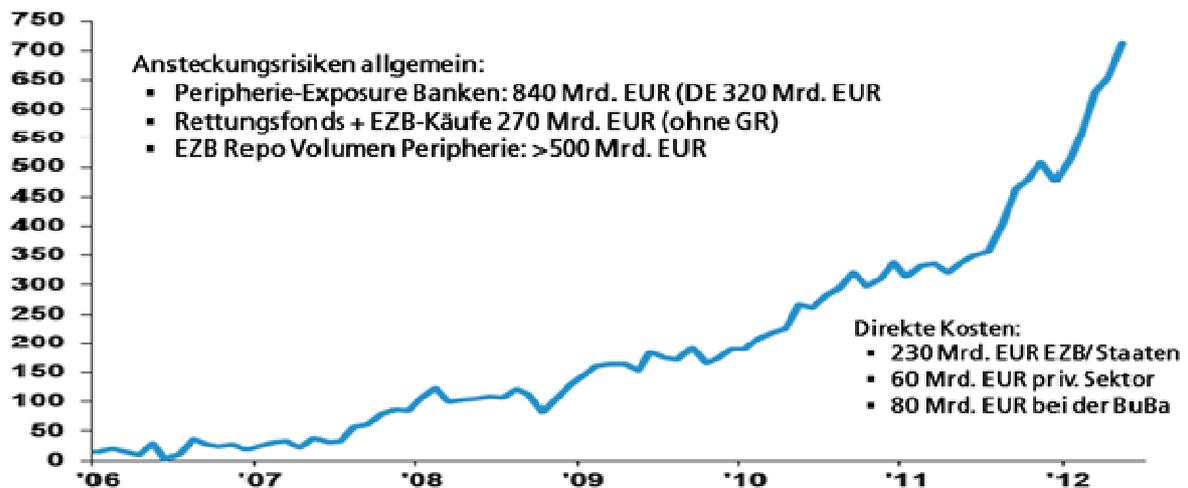
zu können (insbesondere der verstaatlichten Bankia), käme noch stärker in Bedrängnis. Auch dort könnte, wie schon in Griechenland – im Vorfeld der Wahlen –, ein Bank-Run einsetzen, der die Banken weiter ausbluten lassen würde. Die Griechen haben vor den Wahlen täglich fast 600 Millionen Euro von ihren Konten abgehoben und meist zuhause gehortet. Ohne Hilfe der EZB wären die Banken zusammengebrochen. Daneben müssten die nach dem Schuldenschnitt getauschten griechischen Anleihen in den Bankbeständen erneut abgeschrieben werden. Weitere Rettungsaktionen für europäische Banken wären notwendig.

Vor der Einführung der Rettungsfonds musste die EZB zur Stützung der Staatsanleihenmärkte (regelwidrig) selbst Anleihen am Markt aufkaufen. Nach groben Schätzungen liegen derzeit über 200 Mrd. an Anleihen der PIIGS-Länder in den Beständen der EZB. Der griechische Anteil (nicht vom Schuldenschnitt betroffen) wäre ebenfalls hoch abzuschreiben. Wahrscheinlich würde dies sogar eine Rekapitalisierung durch die Mitgliedsstaaten nach sich ziehen (Wer rettet den Retter?).

Das Risiko liegt also nicht nur singular in einem Austritt Griechenlands, sondern darin, dass dies Auslöser für weitere (erzwungene) Austritte von anderen Ländern sein kann. Nach dem ersten Austritt eines Landes werden sich die Märkte und potente Marktteilnehmer auf Spanien und Italien einschließen, die sich dann nicht mehr refinanzieren könnten. Sollte es in der Folge zu einer Kettenreaktion kommen, wäre am Ende wohl doch der Zerfall des Eurosystems im Bereich des Möglichen. Das wäre aber mit großer Sicherheit die schmerzlichste und teuerste Lösung der Schuldenkrise.

Im **Sondergutachten des Sachverständigenrats** zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung kommen die Experten (aus dt. Wirtschaftsforschungsinstituten und Hochschulen) zu dem Ergebnis, dass ein Auseinanderbrechen der Eurozone zu Verlusten in Höhe von bis zu 3,3 Billionen Euro oder 130 % der gesamten Wirtschaftsleistung eines Jahres in Deutschland führen würde! 1,5 Billionen davon entfallen auf Wirtschaftsunternehmen und Privathaushalte! Auch die indirekten Folgekosten wären immens. Es würde eine tiefe Rezession drohen. Zudem würde eine Rückkehr zur DM der Exportwirtschaft massiv schaden. Nach dieser Rechnung wäre Deutschland mit einer Staatsverschuldung von fast 200 % ebenfalls reif für einen Schuldenschnitt!!

Auslandsforderungen Dt. Bundesbank (Target 2, in Mrd. €)



Bundesbank-Forderungen an Südeuropa immer abenteuerlicher
(Quelle: Thomson Reuters Datastream)

Folgen eines singulären Austritts Griechenlands aus der Eurozone für die Finanzmärkte

Trotz des Risikos einer ins Laufen kommenden Kettenreaktion nach einem Austritt Griechenlands möchten wir in diesem Szenario nur die Folgen eines singulären Ereignisses darstellen. Im Vorfeld der zweiten Wahl in Griechenland konnten sich die Märkte bereits mit einem solchen Szenario befassen. Daher glauben wir, dass die Verwerfungen nicht mehr so groß sein werden wie nach der Lehman-Pleite. Allerdings wird es stark darauf ankommen, ob es zu einer unkontrollierten Pleite Griechenlands kommt oder ob bereits flankierende Maßnahmen der Zentralbanken eingeleitet wurden. Die Kursrückschläge sind schwer einschätzbar, könnten aber zunächst im Bereich von 15 bis 25 % an den Aktienmärkten liegen. An den Rentenmärkten wird stark nach Länderbonität zu unterscheiden sein. Deutsche Staatsanleihen dürften zunächst noch als Hort der Sicherheit angesehen werden und kräftig steigen. Später wird man feststellen, dass nach einer Pleite Griechenlands auch die deutsche Verschuldung deutlich nach oben gesprungen ist und unser Land an Bonität eingebüßt hat (zum Extremfall s. o. Gutachten des Sachverständigenrats).

Nach dem bereits durchgeführten Schuldenschnitt liegen nun noch Anleihen im Volumen von ca. 70 Mrd. Euro bei privaten Anlegern, die erneut betroffen wären. Die Banken mit den noch höchsten Beständen an PIIGS-Anleihen – vor allem französische und italienische – wären natürlich auch am stärksten betroffen. Allerdings gehören Bankaktien bereits seit Ausbruch der Krise zu den stärksten Verlierern, sodass hier bereits sehr viele Risiken eingepreist sind.

Der bestehende Rettungsschirm EFSF und der zu gründende ESM sowie die nationalen Bank-Rettungsschirme wirken als Brandmauer und können die Risiken begrenzen. Dennoch ist es sehr wahrscheinlich, dass die EZB und andere Notenbanken erneut eingreifen müssten, um den Märkten Kapital zur Verfügung zu stellen. Der fast schon ausgetrocknete Interbankenhandel würde unmittelbar zum Erliegen kommen und die Mittelbeschaffung für die Geschäftsbanken wäre zunächst nur über die Notenbanken möglich. Sehr wahrscheinlich würde die EZB in einem solchen Fall ein drittes Ausleihprogramm (LTRO) aufsetzen, mit dem sich die Banken gegen notenbankfähige Papiere zu Minimalzinsen erneut langfristig bei der EZB refinanzieren könnten. Über solche Maßnahmen ist wohl das Schlimmste abzuwenden und ein Zusammenbruch des Euro-Systems auszuschließen.

Aus aktueller Perspektive wird die EZB alles daran setzen, die gemeinsame Währung Euro nicht untergehen zu lassen. Das liegt in ihrem ureigensten Interesse, denn ohne Euro wird es auch die EZB nicht mehr geben! Wir gehen also davon aus, dass in letzter Instanz und unter allen Umständen die EZB versuchen wird, die gemeinsame Währung zu erhalten. Sie wird vor allem dann immer wieder einspringen, wenn die Politik versagt. Die Risiken, die daraus entstehen können, sind noch nicht wirklich abschätzbar. Sicher ist jedoch, dass die Zentralbankgeldmenge weiter stark anschwellen würde, mit allen Konsequenzen für eine später möglicherweise aus dem Ruder laufende Inflation.

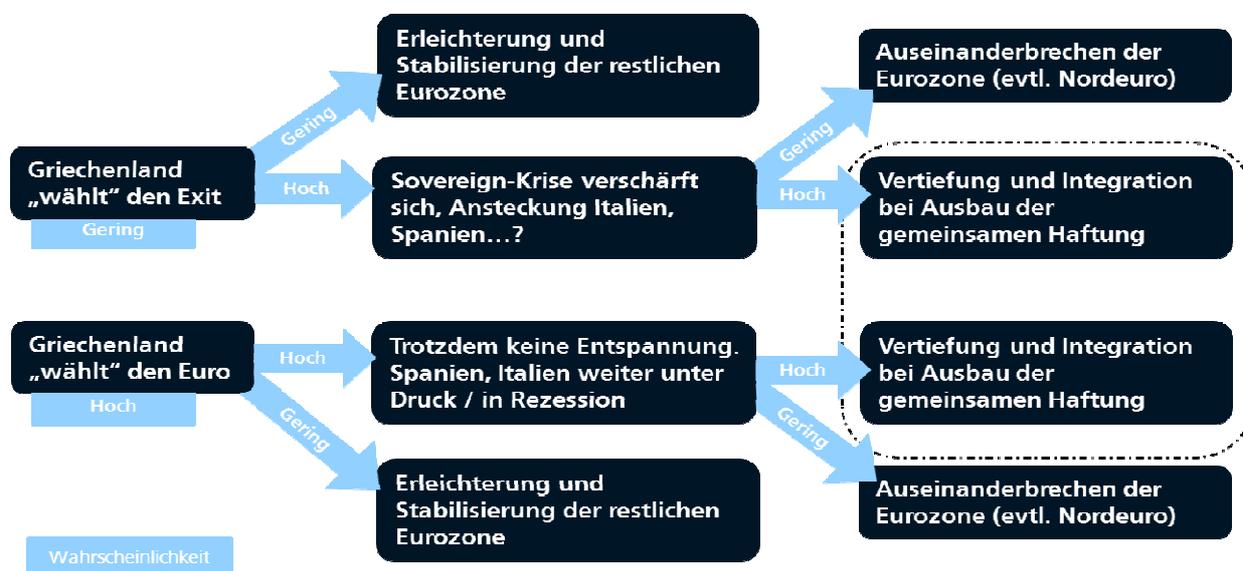
Positive Folgen eines griechischen Austritts

Eine Reihe von Experten geht davon aus, dass eine wirkliche Gesundung des Landes nur mit einer eigenen Währung stattfinden kann. Nur damit kann das Land wieder wettbewerbsfähig werden. Obwohl Griechenland bisher nicht viel exportiert, könnte eine deutliche Kostensenkung, die durch eine eigene Währung gegenüber dem Ausland möglich würde, Griechenland auch als Produktionsstandort interessant werden lassen. Ein notwendiger Strukturwandel der Wirtschaft könnte damit deutlich schneller als über Zwang von außen umgesetzt werden. Produktionsstätten könnten von den Nachbarländern nach Griechenland verlagert werden. Auch der Tourismus würde enorm an Attraktivität gewinnen.

Die entscheidende Frage lautet aber: Aufbrechen oder Vertiefung der Eurozone?

Die unten angeführten Entscheidungswege, in denen hier Griechenland als maßgeblicher Auslöser und Entscheider dargestellt wird, stehen stellvertretend auch für die anderen Problemländer.

Ansteckung und Abschirmung



Bisher laufen alle Entwicklungen auf die Vertiefung und Integration der Eurozone bei einem Ausbau der gemeinsamen Haftung hinaus. Obwohl in den Beschlüssen zum Eurogipfel Ende Juni das Wort Eurobonds nicht in der Gipfelerklärung vorkam, findet sich die Formulierung weiterhin im Arbeitspapier der sogenannten Vierergruppe. Die Gruppe von Kommissionspräsident Barroso, Eurogruppen-Chef Juncker, EU-Ratsvorsitzender Van Rompuy und Chef der Europäischen Zentralbank Draghi strebt weiterhin schrittweise die Ausgabe von Gemeinschaftsanleihen an.

Die letzten Beschlüsse des Euro-Gipfels zur Sicherung der Europäischen Währungsunion

Beim Ende Juni zu Ende gegangenen Euro-Gipfel zur Stabilisierung der Eurozone wurden weitreichende Beschlüsse gefasst, die jedoch erst vage in der Gipfelerklärung formuliert sind. Von Experten und Marktteilnehmern wurden diese sehr unterschiedlich aufgenommen. Die Finanzmärkte sahen die Ergebnisse zunächst als großen Fortschritt und Entlastung der extrem angespannten Situation, insbesondere an den Anleihenmärkten. Dagegen warnen namhafte Wirtschaftsprofessoren wie Prof. Sinn vom Ifo-Institut vor der „Gewährträgerhaftung Deutschlands für die maroden Banken Südeuropas“ und einer damit einhergehenden völligen Überforderung Deutschlands.

Folgende Beschlüsse wurden gefasst:

a. Wichtigster Punkt: direkte Rekapitalisierung der Banken durch den ESM

Über eine direkte Finanzierung notleidender Banken mit Hilfe des ESM kann der fatale Zusammenhang zwischen Bankenrettung und Ausweitung der Staatsverschuldung durchbrochen werden. Bisher stellten die Staaten den Banken die Rettungsgelder zur Verfügung, aber gerieten dadurch selbst in noch größere Nöte. In Irland stieg beispielsweise die Staatsverschuldung durch die Verstaatlichung der großen Banken um über 32 % an! Laut der Gipfelerklärung wird die Vergabe von Notkrediten an „angemessene Auflagen“ geknüpft. Damit sollen nur die Länder, die den Spar- und Reformverpflichtungen nachkommen, einen erleichterten Zugang zu den Mitteln erhalten. Die Ausleihungen durch den ESM sind zudem nicht mehr vorrangig zurückzuzahlen. Damit wird eine Gleichwertigkeit zu Privatanlegern hergestellt, aber das Ausfallrisiko für die Geberländer erhöht.

b. Die EZB soll als Aufsicht der Banken institutionalisiert werden

Voraussetzung für die Erweiterung der Aufgaben des ESM hinsichtlich der Bankenfinanzierung ist die Einrichtung einer neuen bei der EZB angesiedelten Aufsichtsbehörde. Bis zum Ende des Jahres soll die EU-Kommission eine Gesetzesvorlage dazu ausarbeiten. Ob die bisher in London tätige EBA (European Banking Authority), die nach der Lehman-Pleite gegründet wurde, mit einbezogen wird, ist fraglich. Ihre Reputation hat nach den mangelhaften Bankenstresstests doch sehr gelitten.

c. Länderfinanzierung durch den ESM (Kauf von Staatsanleihen)

Unter dem Punkt, die verschiedenen ESM-Hilfsinstrumente flexibel und effizient zu nutzen, sind Stützungskäufe von Staatsanleihen am Primär- (direkt von den Ländern) als auch am Sekundärmarkt, also im Zweitmarkthandel, zu verstehen. Allerdings müssen sich die Länder, wenn sie den Ankauf von Staatsanleihen fordern, keinem zusätzlichen Anpassungsprogramm unterwerfen! Gefordert ist lediglich eine Vereinbarung, dass sie die Vorgaben des Wachstums- und Stabilitätspakts und der Kommission erfüllen werden. Die Merkel'schen Prinzipien sind hier verloren gegangen.

Die Vertiefung der europäischen Integration ist unabdingbar

Die Gipfelbeschlüsse zielen in die richtige Richtung, aber entscheidende Schritte fehlen noch. Bisher ging es meist nur dann voran, wenn die Märkte der Politik keine Wahl mehr ließen. Bisher wurden 25 Krisengipfel einberufen und die jeweiligen Ergebnisse konnten die angespannte Lage meist auch eine Zeit lang verbessern und Druck von den Ländern nehmen. Doch wirkliche Lösungen wurden nicht erreicht, Zeit wurde gewonnen, Zeit, die notwendig war und die es nun unbedingt zu nutzen gilt. Man kann sich sicherlich trefflich darüber streiten, ob eine weitere Einigung für Europa der einzig gangbare Weg ist. Relativ sicher ist jedoch, dass ohne eine wirkliche Vertiefung, Verzahnung und weitere Integration der Euro in seiner jetzigen Form nicht überleben wird.

Wie Sie aus unseren bisherigen Jahres- und Halbjahresberichten wissen, vertreten wir seit Langem die Meinung, dass die Gemeinschaftswährung eine tiefere Integration bedingt und nur damit zukunftsfähig ist. Die Lasten, die für die einzelnen Länder damit zu tragen sind, insbesondere von Deutschland, sind nicht unerheblich. Hier die Balance zu finden zwischen dem Einsatz des Notwendigen und der drohenden Überforderung gleicht dem Gang eines Drahtseilakrobaten. Wird das Ziel erreicht, wird das neue Europa zu den bedeutenden Spielern am Tisch der großen Mächte gehören, andernfalls droht die verzögerte politische und finanzielle Bankrotterklärung.

Wie kann der Euro dauerhaft stabilisiert werden und seine hervorragende Reputation wiedererlangen?

Können sich die politischen Führungszirkel und Institutionen im Euroland nicht einigen und wirksame Schritte zu einer tieferen Integration einleiten, werden die Märkte immer stärker den Willen zur Euroverteidigung und die Reformbereitschaft des Eurolands testen und immer mehr Trippelschritte für eine Weiterentwicklung erzwingen. Bis zu jenem Punkt, an dem nur noch ein eindeutiges Bekenntnis inklusive einer Haftungsübernahme durch alle Mitgliedsländer hilft. Bis dahin steht jedoch immer mehr Volksvermögen im Feuer, sodass nur zu wünschen ist, dass die Politik im Vorfeld die entscheidenden Maßnahmen treffen kann.

Das Regulativ der Märkte erkennt deutlich, dass alles Unternommene bisher nur Kurieren an Symptomen darstellt. Insofern werden die Erleichterungsphasen immer kürzer. Ein Indiz dafür sind die Renditen der Staatsanleihen, die für Länder wie Spanien und etwas abgemildert für Italien kurz nach den wiederkehrenden Krisengipfelbeschlüssen erneut Anlauf auf die Höchststände nehmen. Bereits eine Woche nach dem letzten Euro-Gipfel lagen die Renditen der spanischen Anleihen schon wieder über 7 %. Noch können Anleihen am Markt platziert werden, aber Zinsen über 7 % – Deutschland muss für 10-jährige Anleihen gerade einmal 1,2 % bezahlen – zeigen die äußerst prekäre Finanzsituation des Landes auf und diese wird durch die hohen Zinsen noch schwieriger. Gehen diese Risikoaufschläge nicht wieder zurück, muss letztendlich auch Spanien unter den Rettungsschirm schlüpfen. Bereits damit würde die Belastungsfähigkeit von EFSF und ESM getestet, käme Italien noch dazu – der italienische Premier sagte kürzlich, dass dies nicht ausgeschlossen sei –, wären die „Brandmauern“ überfordert.

Nur mit einer wirklichen politischen und wirtschaftlichen Integration wird die Eurozone zukunftsfähig:

1. Bankenunion und gemeinsamer Einlagensicherungsfonds

Europa braucht einheitliche und stringente Regeln für die Banken und eine gemeinsame Bankenaufsicht, damit Fehlentwicklungen frühzeitig erkannt werden. Die Bankenaufsicht muss wichtige Maßnahmen bei Instituten einfordern, die Umsetzung kontrollieren und gegebenenfalls sanktionieren können. Schieflagen sollten damit früher zu erkennen und schneller zu beheben sein. Bisher haben Nationalstaaten vielfach versucht, die eigenen Banken am Leben zu halten – bei Unternehmen heißt das: Konkursverschleppung. Kann eine nachhaltige Geschäftsgrundlage nicht wieder hergestellt werden, müssen einheitliche Liquidations- und Abwicklungsregeln für Banken implementiert werden, die vor Ansteckungsgefahren in der Branche schützen. Dazu gehört auch ein Abwicklungsfonds für gescheiterte Großbanken.

Daneben könnte mit einer gemeinsamen Einlagensicherung und mit einem EU-weiten Sicherheits-

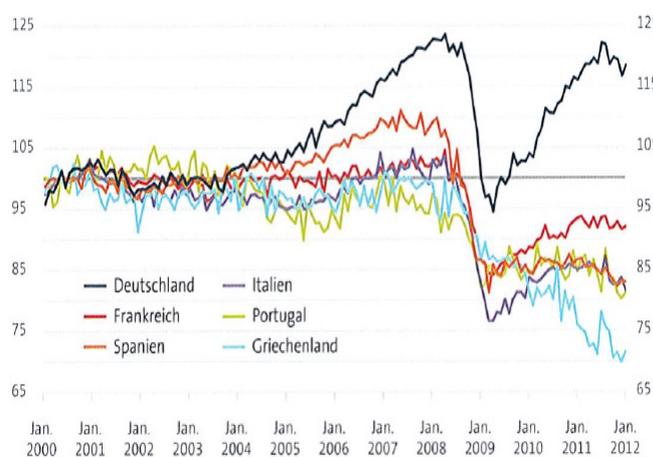
netz für Europas Banken zwei bedrohlichen Szenarien vorgebeugt werden: einem Bank-Run, bei dem die Sparer panisch ihre Einlagen von der Bank abheben, und der Gefahr, dass nationale Aufwandsfonds nicht ausreichen, um nationale Banken zu stützen. Werden zur Rekapitalisierung Mittel aus den Rettungsfonds EFSF und ESM notwendig, sollten diese als Eigenkapital vergeben werden mit den entsprechenden Rechten, sodass eine direkte Einflussnahme gewährleistet ist. Wenn die stringente Aufsicht etabliert ist, sollte auch das Risiko eines essenziellen Ausfalls nicht sehr groß sein bzw. keine unübersehbaren Zahlungen nach sich ziehen. Eine europäische Einlagensicherung gehört somit ebenfalls zu den notwendigen Schritten, um die Risiken der Sparer in den einzelnen Ländern zu reduzieren. Einen solchen Fonds allerdings schon jetzt einzuführen, wäre zu früh und könnte in der Tat zu großen Belastungen für die Länder und Bürger der solideren Staaten führen. Daran ist erst zu denken, wenn die Bankenfinanzierung und Eigenkapitalunterlegung wieder auf stabileren Beinen steht und die o. a. Bankenaufsicht vollumfänglich arbeiten kann.

2. Die Fiskalunion

Die bisherige Konstruktion des gemeinschaftlichen Währungsraums weist gravierende Mängel auf. Wirtschaftskraft, Sozial- und Steuersysteme, Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit sowie die Haushaltsdisziplin sind zu unterschiedlich und können aufgrund der nationalstaatlichen Hoheitsrechte der einzelnen Länder von den EU-Institutionen bisher nicht vereinheitlicht werden. Hierzu müssten die Mitgliedsländer bis dato unantastbare souveräne Rechte an die Eurozone abgeben. Nur so kann einer weiter divergierenden Entwicklung im Euroraum entgegengewirkt werden.

Breitgefaster Output der Industrieproduktion

Indiziert, 100 = Januar 2000



In einer Fiskalunion könnte die Eurozone jährliche Obergrenzen für das Haushaltsdefizit und die Gesamtverschuldung der Euroländer festlegen. Diese Obergrenzen dürften nur noch mit Genehmigung der Mitglieder der Eurozone überschritten werden. Bei einer Verfehlung könnte Brüssel eine Korrektur des nationalen Haushaltsentwurfs erzwingen. Bei einer gemeinschaftlichen Ausgabe von Euroanleihen kann so die Einhaltung der Haushaltsziele gewährleistet werden (Finanzierung über Anleihen nur gegen entsprechende Zusagen).

3. Gemeinschaftsanleihen, Eurobonds, Projektbonds oder Schuldentilgungsfonds

Wie das Vehikel letztendlich genannt wird, ist völlig ohne Bedeutung, doch ohne wirksames Instrument zur zwischenzeitlichen Finanzierung der Problemländer wird an den Anleihemärkten keine nachhaltige Entspannung eintreten. Die aktuellen Refinanzierungszinsen für Italien und Spanien sind auf Dauer nicht tragbar und erschweren oder verhindern gar eine Haushaltskonsolidierung. Entscheidend ist hier eine Lösung, die die entsprechenden Länder aus dem Feuer nimmt, aber nicht dazu führt, dass die Reformanstrengungen, die normalerweise durch den Druck der Märkte hoch bleiben, nachlassen. Neben einer Vergemeinschaftung der Staatsschulden und damit einer Haftungübernahme, die wir als falsch ansehen, gibt es einige andere Möglichkeiten, die weder zu einer unbegrenzten Haftungübernahme noch zu einem Kontrollverlust der Gläubiger führen.

In der Diskussion sind drei grundlegend verschiedene Konzepte. Zum einen die von der EU-Komis-

sion vorgeschlagenen Projektbonds, die zur Infrastrukturfinanzierung der Länder verwendet werden sollen. Diese Bonds würden aber nur einen kleinen Teil der Staatsfinanzierung abdecken und der Nutzen für konkrete Projekte erscheint eher gering. Vielmehr können diese Bonds zu weiteren Fehlallokationen führen.

Daneben gibt es den Vorschlag der unabhängigen Brüsseler Wirtschafts- Denkfabrik „Thinktank Bruegel“, der Blue-Bonds und Red-Bonds vorsieht. Bei Ersteren sollen nur die Schulden der einzelnen Länder, die sich auf bis zu 60 % nach der Maastricht-Grenze belaufen, über gemeinsame Anleihen gesamtschuldnerisch begeben werden. Die darüber hinausgehenden Schulden werden über die Red-Bonds weiterhin von den einzelnen Ländern begeben. Der Vorteil hierbei ist, dass die Sockelverschuldung relativ günstig finanzierbar und nahezu nicht ausfallgefährdet wäre, da diese Belastung von den Ländern gut zu stemmen wäre. Die darüber hinausgehenden Schulden (Red-Bonds) wären damit aber deutlich stärker ausfallgefährdet und müssten somit sehr hohe Risikoaufschläge bieten. Im Falle eines Zahlungsausfalls wären dann die Red-Bonds zuerst betroffen. Die Blue-Bonds hätten Seniorstatus und würden weiter bedient. Das gemeinschaftliche Haftungsrisiko erscheint hier in der Tat gering zu sein, aber auch der Nutzen scheint begrenzt zu sein, denn Länder wie Italien müssten weiter etwa die Hälfte der Schulden zu sehr hohen Zinsen über Red-Bonds finanzieren. Ob für solche Bonds jedoch überhaupt noch Käufer gefunden würden, ist fraglich.

Uns erscheint hier der Vorschlag des Sachverständigenrats wesentlich durchdachter. Hierbei sollen alle Schulden jenseits der 60%-Grenze in einen gemeinsamen Tilgungsfonds übertragen werden, der sich über gemeinsam begebene Anleihen der Euroländer finanziert. Zwei entscheidende Vorteile machen diesen Schuldentilgungsfonds zu einer zielführenden Lösung. Erstens: Die Teilnahme der Länder ist an strikte Vorgaben geknüpft. So müssen Schuldenbremsen nach deutschem Vorbild in den Verfassungen verankert und ein Konsolidierungsplan über 25 Jahre vorgelegt werden. Überwacht werden die Konsolidierungsmaßnahmen über den Europäischen Gerichtshof, der bei Verstößen Sanktionen festlegt. Werden die Sparziele nicht eingehalten, erhält das Land zudem keine neuen Gelder. Zweitens: Alle Auszahlungen an ein Land müssen über Steuereinnahmen und Währungsreserven abgesichert werden. Die festgelegten Steuern fließen dann auf ein Sperrkonto. Aufgrund der zu erfüllenden Konsolidierungspläne hat dieser Fonds eine begrenzte Laufzeit von 25 Jahren. Um den Schuldentilgungsfonds auf den Kapitalmärkten mit einer sehr guten Bonität auszustatten, wird der Fonds mit Vermögenswerten untermauert. Dabei werden 20 % der auszuliehenden Gelder mit z. B. Gold- und Währungsreserven bzw. Grundpfand der teilnehmenden Länder unterlegt. Die Konditionalitäten führen zu einer starken Disziplinierung der Länder, sodass ein Nachlassen in den Konsolidierungsanstrengungen sehr unwahrscheinlich wird. Die Finanzierung für die solidesten Länder wie Deutschland wird sich dadurch zwar etwas verteuern, aber die gegenwärtig anormal tiefen Zinsen für Deutschland sind auch der Schuldenkrise zu verdanken.

4. Die demokratische Legitimation

Das gewählte Europaparlament muss hierbei eine wichtigere Rolle spielen. Denkbar ist auch die Einrichtung eines gemeinsamen Gremiums aus Mitgliedern der nationalen Parlamente und des Europaparlaments. Bisher ist beispielsweise für den ESM vorgesehen, dass das Direktorium unabhängig von den Regierungen über die Verwendung von dreistelligen Milliardensummen entscheidet. Demokratisch legitimiert ist das Direktorium nicht.

5. Die wirtschaftspolitische Zusammenarbeit

Bisher konkurrieren die Nationalstaaten der Eurozone in vielerlei Hinsicht. So werden teilweise mit Dumping-Steuersätzen Unternehmen ins Land gelockt, die dann vom Nachbarland abwandern. Um

einheitliche Wettbewerbsbedingungen zu schaffen und einen gezielten, effektiven Aufbau von schwächeren Ländern zu gewährleisten, muss (neben den bisherigen Strukturfonds) eine wirtschaftspolitische Gesamtsteuerung etabliert werden. Eine gemeinsame Geldpolitik – nur diese wurde bisher über die EZB umgesetzt – kann aufgrund der bisherigen Ungleichgewichte nur dann allen Ländern gerecht werden, wenn einigermaßen gleiche Bedingungen vorherrschen. Diese sind aber nicht gegeben. Ansonsten kommt es, wie in den Südländern geschehen, zu Fehlsteuerung und Fehlallokationen von Kapital.

Fazit: Ein weiteres Herumdoktern an den Symptomen wird nicht mehr lange funktionieren oder mit gravierenden Nebenwirkungen verbunden sein. Nicht das Stopfen der Löcher ist entscheidend, sondern die Veränderung und Verbesserung des Systems, einhergehend mit glaubwürdiger Haushaltskonsolidierung.

Konjunkturentwicklung und Marktaussichten

Eigentlich haben politische Börsen bekanntlich kurze Beine. Doch seit der Eskalation der Schuldenkrise scheinen die Börsen nur noch politikbestimmt zu sein. Aus diesem Grund sind unsere konjunkturellen Betrachtungen dieses Mal etwas kürzer, während wir den Ansichten und Ansätzen zur Krisenbewältigung mehr Raum gegeben haben.

Auf globaler Ebene sind seit geraumer Zeit eher rückläufige Frühindikatoren zu registrieren, sodass wir uns gegenwärtig in einer weiteren Schwächephase befinden. Nicht zuletzt ist hierfür die europäische Schuldenkrise mit verantwortlich. Die durch Sparpolitik und diverse Haushaltssanierungsprogramme ausgelöste Nachfrageschwäche führt auf globaler Ebene zu großer Unsicherheit und Investitionszurückhaltung. Daneben wird in Szenarien zu einem Zusammenbruch der Eurozone vor gewaltigen Folgekosten und einer möglichen globalen Rezession gewarnt. Diese Risiken schrecken vor allem Unternehmer und Börsenteilnehmer und lassen eine hohe Risikoaversion feststellen. Messbar ist dies in zahlreichen Stimmungsindikatoren, die allesamt die schlechte Stimmung widerspiegeln.

Antizyklisch sind das die besten Voraussetzungen für steigende Börsen. Aber nur dann, wenn die Horrorszenarien nicht eintreten. In diesem Zusammenhang ist auch die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts, das gegenwärtig über die Verfassungskonformität des ESM und der damit zusammenhängenden Befugnisse entscheidet, von großer Bedeutung. Wir gehen davon aus, dass wohl einige Änderungen vorgenommen werden müssen, jedoch der Bundespräsident das Gesetz schließlich unterzeichnen kann. Bis zum 12. September ist die Entscheidung vorgesehen. Somit kann es noch turbulente Wochen geben, insbesondere wenn sich die Anleihen zinsen für Italien und Spanien weiter nach oben bewegen, denn ohne ESM werden die restlichen Gelder im EFSF nicht ausreichen, um Spanien und möglicherweise auch Italien temporär zu stützen. Grundsätzlich gehen wir jedoch von einer sich wieder bessernden Situation aus. Die richtungsweisenden Beschlüsse des Euro-Gipfels von Ende Juni zeigen, wie oben bereits erwähnt, in die richtige Richtung!

Auf der fundamentalen Seite lässt sich ebenfalls eine hohe Attraktivität verschiedener Aktienmärkte feststellen, wohingegen die Bewertungen für Staatsanleihen sehr hoch sind und damit deutliche Rückschlagsrisiken bergen.

Verschiedene Modelle zu fairen Werten weisen für die globalen Aktienmärkte ein deutlich zweistelliges Aufwärtspotenzial auf. Betrachtet man die europäischen Märkte, dann lässt sich sogar –

gemessen am Kurs-Buchwert- und Kurs-Gewinn-Verhältnis – eine Unterbewertung von teilweise über 40 % ermitteln. Das bedeutet nicht, dass dieses in den nächsten Monaten ausgeglichen wird, aber es zeigt deutlich, wo wir uns im Marktzyklus befinden – nämlich im günstigen Bereich! Trotz der sich zuletzt wieder eintrübenden Wirtschaftsentwicklung – der IWF hat gerade seine globalen Wachstumsprognosen für 2012 um 0,1 % auf 3,5 % und für 2013 von 4,1 % auf 3,9 % heruntergenommen – bleibt der Wachstumspfad intakt. Rezessive Tendenzen wird es hingegen in der Eurozone geben, die in diesem Jahr insgesamt um 0,3 % schrumpfen wird. Wobei jedoch in einigen „Süd-Ländern“ (ohne Griechenland) möglicherweise die Tiefpunkte nahe sind. Für Deutschland wird hingegen ein Wachstum von 1,0 % erwartet und damit sogar 0,4 % mehr als in der letzten Prognose.

Bei Betrachtung der USA (Wachstumsprognose 2,0 %) zeigt sich gegenwärtig ebenfalls eine Delle. Aber in den USA wird im Herbst gewählt. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit eines neuen Ankerbelungsprogramms QE III durch die Fed, in deren Gremium sich immer mehr Stimmen für eine weitgehende Wirtschaftsstimulierung wiederfinden. Der lange Zeit als Sorgenkind betrachtete Immobilienmarkt scheint zudem ganz allmählich wieder Fuß zu fassen. Sollte sich diese Entwicklung fortsetzen, kann sich auch die Lage am immer noch angespannten Hypothekenmarkt wieder verbessern und Banken zu mehr Spielraum verhelfen.

Auch in China schwächt sich die Wirtschaft ab. Da aber auch seit einiger Zeit der Preisdruck nachlässt, kann die Zentralregierung in China langsam von der „Bremse“ gehen. Die hohen Mindestreservesätze für die Banken können weiter gelockert und die Leitzinsen gesenkt werden. Daneben wurde von der Regierung gerade angekündigt, den Ausbau des Eisenbahnnetzes zu forcieren. Damit sind viele Voraussetzungen für ein sogenanntes Softlanding der Wirtschaft gegeben. China sollte im laufenden Jahr somit zwischen 7,5 und 8 % wachsen können.

In unserer Anlagepolitik sind wir somit auch auf positive Überraschungen eingestellt, wengleich wir die Risiken nicht außer Acht lassen. Weiterhin setzen wir auf die Sachwertanlagen, die sich gegenwärtig in soliden Unternehmen zu sehr attraktiven Bewertungen finden lassen. Um der Eurokrise Rechnung zu tragen, werden wir bei einem Ausbau der Anlagequote, stärker noch als bisher, Investments in Fremdwährungen einbeziehen. Damit werden die Anlagen zwar zunächst nicht schwankungsärmer, aber der Erhalt des Kapitals auf langfristige Sicht sicherer, zumal von der Entwicklung stärkerer Währungen gegenüber dem Euro profitiert werden kann.

Ihr Team von DR. HELLERICH & CO

Disclaimer

Alle Angaben wurden von uns sorgfältig recherchiert und erarbeitet. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Die Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben kann daher keine Gewähr übernommen werden. Die Inhalte stellen weder eine individuelle Anlageempfehlung noch eine Einladung zur Zeichnung oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar.

Es werden lediglich Meinungen dargestellt, die ohne unsere Vorankündigungen wieder geändert werden können. Daneben können die in unseren Publikationen vertretenen Meinungen auch von aktuell umgesetzten Anlagestrategien der DR. HELLERICH & CO GmbH abweichen. Sofern Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen können. Quelle für Grafiken ist, soweit nicht anders vermerkt, Bloomberg. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden.

Die Vervielfältigung dieser Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial, bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung von DR. HELLERICH & CO GmbH.