

16 JUL 2015

#22

Dr. Jochen Felsenheimer
Tel: +49 89 589275-120

Here Comes The Summer*

>> *The summer's really here and it's time to come out
Time to discover what fun is about <<*

HERE COMES THE SUMMER*

Nach der Einigung mit Griechenland liegt ein entspannter Sommer vor uns. Zumindest was die Märkte anbelangt. Mal abgesehen von der manchmal sehr polemisch geführten Verhandlungsstrategie auf beiden Seiten, die zwischenzeitlich zu mancher Verstörung geführt hat, war eine Einigung in letzter Sekunde das wahrscheinlichste Verhandlungsergebnis. Allerdings dachten wir nicht, dass die letzte Sekunde erst so spät kommen würde. Der interessierte Leser wird merken, dass wir davon ausgehen, dass die Hürde der Zustimmung einiger nationaler Parlamente genommen werden wird. Unserer Ansicht nach haben die letzten Wochen langfristigen Einfluss auf die Entwicklung der EU/Eurozone – und hierbei darf man durchaus auch positive Aspekte ableiten. Regelmäßige Leser dieses Pamphlets wissen, dass wir aus ökonomischer Sicht wenig glücklich v. a. über die Verhandlungsstrategien beider Seiten waren. Dieses Mal dürfen wir auch mit positivistischen Gedanken überraschen. Natürlich sind mit der Verabschiedung des dritten Rettungspakets für Griechenland keinerlei ursächliche Probleme der Eurozone gelöst – vielmehr nur die Krisen-Symptome temporär behoben. Aber während der Verhandlungen ist die Schwäche einiger Konstruktionsprinzipien der Währungsunion offen diskutiert worden und das kann man durchaus als ersten Schritt zur Besserung interpretieren. Obwohl natürlich neben Griechenland einige weitere Risikofaktoren die Märkte auch kurzfristig belasten können, darf man zumindest aus europäischer Sicht eine gewisse sommerliche Entspannung erwarten, ganz im Sinne der obigen Textzeile: „Time to discover what fun is about.“

10 Wahrheiten über die Eurozone

Die meisten Fakten über Griechenland wurden in der Presse so breit diskutiert, dass wir hier wenig Erkenntnisreichtum beisteuern können. Wir denken in den folgenden Absätzen eher über die langfristigen Entwicklungen in der Eurozone nach, da hierauf die Verhandlungen der letzten Wochen einen durchaus signifikanten Einfluss haben werden. Im Folgenden die aus unserer Sicht zehn relevanten Erkenntnisse der letzten Wochen. Wir meinen damit nicht, dass diese Erkenntnisse neu wären, aber wir haben den Eindruck gewonnen, dass ihnen eine wichtigere Rolle in der politischen Diskussion zukommt – und das halten wir für eine positive Entwicklung.

1. *Die Griechenlandkrise ist eine logische Konsequenz der Konstruktionsprinzipien der Eurozone*

Nicht nur die ökonomische Intelligenz, sondern auch die politische Kaste hat spätestens in den 1990er Jahren erkannt, dass der Königsweg zu einer Einheitswährung über die Etablierung einer politischen Union führt. Aus bekannten Gründen wurde hier eine Abkürzung genommen und gehofft, dass die Schaffung einer Währungsunion letztlich auch zu einer politischen Union führt. Das ist ja auch durchaus der Fall – v. a. in den letzten Jahren wurden hier einige wichtige Schritte unternommen (z. B. Bankenaufsicht). Aber der Prozess wird sehr viel mehr Zeit in Anspruch nehmen als ursprünglich gedacht.

Nun stehen wir seit Jahren vor dem Problem, dass die Erweiterung der Europäischen Währungsunion eine weitere Spreizung der Mitgliedsstaaten bezüglich ihrer ökonomischen Kennziffern mit sich bringt. Das Grundproblem der Eurozone liegt eben darin, dass die



ökonomischen Strukturen der Mitgliedsländer extrem divergent sind – ein effizientes Funktionieren der Eurozone aber eben konvergente Mitgliedsländer benötigt. Die Einführung einer einheitlichen Währung führt eben nicht automatisch zu einer Konvergenz der wirtschaftlichen Kennziffern – eher das Gegenteil ist der Fall! Eine einheitliche Geldpolitik führt aber sehr wohl zu einer „Konvergenz der finanziellen Kennziffern“, namentlich eine Annäherung der Risikoaufschläge aller Länder, die dann eben weit unter ihren ökonomisch gerechtfertigten Niveaus liegen.

Die ursprüngliche Idee zur Unterstützung wirtschaftlicher Konvergenz war indes gar nicht so unsinnig. Im Maastrichter Vertrag hat man sich durchaus Gedanken darüber gemacht, dass man feste Regeln setzen sollte, um den fiskalischen Spielraum für die Mitgliedsländer einzuengen und somit erstens negative Übertragungseffekte auf die anderen Länder zu vermeiden und zweitens Konvergenzendenzen durch eine „konvergierende“ Wirtschaftspolitik zu erreichen. Dafür wurden Regeln eingeführt, wobei die Einhaltung von Verschuldungsgrenzen die bekannteste ist. Und man mag zu Regeln stehen wie man will, aber sie machen definitiv keinen Sinn, wenn man sich nicht daran hält. Und genau das ist in Europa passiert, wobei sich hier Deutschland auch an die eigene Nase fassen kann.

Rückblickend muss sich Europa natürlich eingestehen, dass sich diese Probleme sehr viel früher hätten lösen lassen – nur war offensichtlich der Druck nie groß genug, um die notwendigen Schritte hin zu einer voll integrierten Eurozone zu vollziehen. Die Griechenland-Krise hat diesen Druck nun offensichtlich erzeugt.¹ Daraus lässt sich eben auch schlussfolgern: Je früher die Causa Griechenland eintritt, desto höher ist die langfristige Überlebenschance der Währungsunion! So gesehen hätte es weitaus schlimmer kommen können.

2. Die EU ist eine Transferunion

Will man nun eine ökonomische Konvergenz herbeiführen, müssen neben der Umsetzung struktureller Reformen (Arbeitsmarkt usw.) temporär enorme monetäre Transfers stattfinden. Um sich eine ungefähre Vorstellung von den nötigen Volumina dieser Transfers zu machen, kann man bspw. den deutschen Länderfinanzausgleich heranziehen. 2014 wurden ca. 9 Mrd. Euro umverteilt – wobei Deutschland eben nur knapp 16 % der Gesamtbevölkerung in der Europäischen Union stellt und die ökonomischen Unterschiede innerhalb der EU ja weitaus gravierender sind. Die Aussage, dass die Eurozone keine Transferunion sei, darf also getrost dem Segment der politischen Polemik² zugeschrieben werden. Vor allem deshalb, da die Regionalpolitik der EU bereits seit Jahren den zweitgrößten Haushaltsposten einnimmt und sich in den Jahren 2014 bis 2020 auf über 350 Mrd. Euro belaufen wird.³ Die Strukturfonds der EU folgen dem Prinzip, ärmeren Regionen einen Aufholprozess zu ermöglichen, wobei es sich hier um Regionen handelt, deren BIP/Kopf unter 75 % des EU-Durchschnitts liegt. Dies ist ganz offensichtlich ein Instrument zur Umverteilung mit dem Ziel, die Konvergenz zu fördern. Es ist folglich völlig unverständlich, dass der Bezeichnung Transferunion noch ein Gewicht in der politischen Diskussion zukommt, da diese erstens einen Grundpfeiler der EU darstellt und zweitens seit Bestehen der EU diese Instrumente zur Umverteilung eingesetzt werden. Natürlich übertreffen die Volumina der Rettungspakete für Griechenland die Beträge aus den Strukturfonds für einzelne Länder, wobei jedoch berücksichtigt werden muss, dass für den Erhalt von Geldern aus den Strukturfonds eben auch keine zusätzlichen restriktiven Forderungen der Geberländer erfüllt werden müssen. In diesem Zusammenhang wird auch die Frage nach einem Schuldenschnitt ad absurdum geführt. Ob man Verbindlichkeiten stundet und somit fak-

¹ De Grauwe, P. (2014): Economics of Monetary Union, 10th Edition, New York, Oxford University Press.

² Ein bewusst gewählter Pleonasmus.

³ http://ec.europa.eu/regional_policy/en/funding/available-budget/



tisch den Barwert der Forderungen verringert oder dies eben direkt durch einen Schuldenschnitt tut, ist ökonomisch gleichwertig. Beide Alternativen erfahren eine unterschiedliche Darstellung im deutschen Bundeshaushalt – aber somit handelt es sich hier um eine rechnungslegungstechnische Finesse ohne ökonomische Bedeutung. Die jüngste Diskussion zwischen Schuldenschnittgegnern (u. a. Deutschland) und Schuldenschnittbefürwortern (u. a. Frankreich, Italien und IWF) ist dahingehend zu begrüßen, da diese Pseudo-Unterscheidung zwischen Schuldenschnitt und Verlängerung der Laufzeit der Kredite offen zu Tage tritt.

3. Die EZB ist nicht unabhängig

Liebe Leser, bitte erschrecken Sie nicht... aber die EZB ist nicht unabhängig. Dieser Wahrheit sollte man trotz deren erschreckenden Charakters ins Auge sehen. Man kann jetzt auch weniger provokativ formulieren, dass die EZB ihrem Auftrag zur Stabilisierung des Finanzsystems in Krisenzeiten auf jeden Fall nachkommt.

Anfang der 1990er Jahre gab es neben der Frage effizienter Konstruktionsprinzipien einer Währungsunion eine weitere dominante Diskussion: die Bedeutung der Glaubwürdigkeit einer Zentralbank in einer Währungsunion.⁴ Die ultra-kurze Zusammenfassung der Ergebnisse lässt sich in zwei Charaktereigenschaften formulieren: Eine Zentralbank muss unabhängig und glaubwürdig sein. Jetzt kann man darüber streiten, ob die von der EZB in den letzten Jahren ergriffenen Maßnahmen mit den Statuten vereinbar sind oder die EZB den Spielraum ihrer Instrumente zu weit auslegt.

Die EZB hat die zentrale Rolle des Krisenlösungsfinanciers übernommen. In 2008/2009 rettete sie das europäische Bankensystem und seit 2010 tut sie dasselbe mit den europäischen Peripheriestaaten. Ohne die European Liquidity Assistance (ELA) der EZB wäre das griechische Bankensystem seit Monaten dermaßen unterkapitalisiert, dass jegliche Hilfspakete der EU und des IWF wirkungslos geworden wären – der Ausfall Griechenlands über sein bankrottes Bankensystem hätte in kürzester Zeit einen Zahlungsausfall Griechenlands nach sich gezogen. Es ist der EZB nachzusehen, dass sie in der entscheidenden Phase der Verhandlungen ihre Befugnisse extrem strapaziert hat, um nicht als der Sargnagel Griechenlands dazustehen. Sie hat damit im Sinne der Kapitalmärkte gehandelt – allerdings den letzten Hauch der Unabhängigkeit geopfert. Nachdem die Rolle der EZB in der Geldpolitik auf die des Niedrigzinsanbieters geschrumpft ist, besteht ihre Hauptaufgabe darin, als Lender of Last Resort in Krisenfällen aufzutreten. Und hiermit wird sie wohl noch einige Jahre beschäftigt sein.

Das Hauptproblem sehen wir darin, dass sie hierbei mehr und mehr in Marktpreismechanismen eingreift und letztlich nicht nur die Preismechanismen in den Finanzmärkten außer Kraft setzt, sondern sich dies sukzessive auf die Preismechanismen in der Realwirtschaft auswirkt. Die jüngst beschlossene Ausweitung des Kaufprogramms auf italienische quasi-staatliche Unternehmen ist hierfür das beste Beispiel.⁵ Damit verschafft die EZB diesen Unternehmen einen Wettbewerbsvorteil, der gegen alle Regeln der Wettbewerbsgleichheit innerhalb der EU verstößt. Es wurde zwar darauf verwiesen, dass zwei dieser Unternehmen eine Monopolstellung im italienischen Markt besitzen, aber diese Argumentation ist dermaßen abstrus, dass sie keiner ökonomischen Ratio standhält. Außerdem ist es nur eine Frage der Zeit, bis andere quasi-staatliche Unternehmen der Eurozone (in Portugal bspw. die staatliche Bahngesellschaft) dieselben Privilegien fordern werden.

Die EZB führt über den Umweg pseudo-demokratischer Entscheidungsprozesse sozialistische Elemente in die europäischen Finanzmärkte und letztlich in die Realwirtschaft ein. Diese Entwicklung ist

⁴ Einen guten Überblick bietet: Blinder, A. S. (1998) Central Banking in Theory and Practice, Cambridge, MIT Press.

⁵ Terna, Enel und SRAM, vgl. hierzu: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp.en.html>.



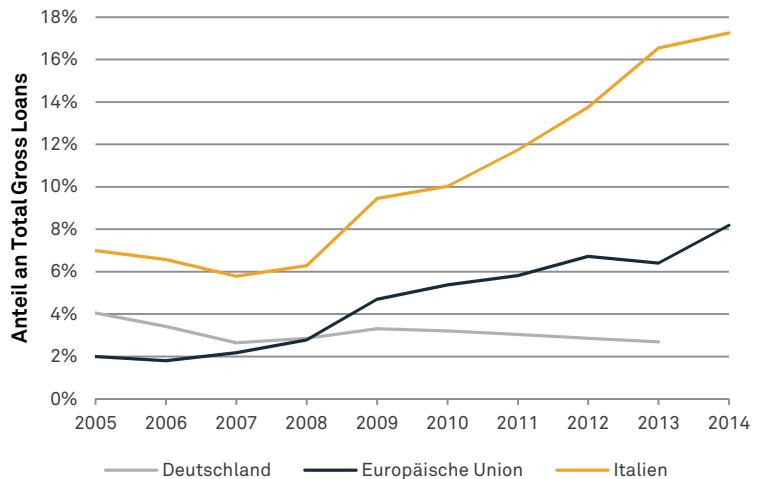
mit größter Sorge zu betrachten und es stellt sich die Frage, wer die EZB in ihre Schranken weisen kann, damit sie sich wieder ihrem klar definierten, vorrangigen Ziel der internen Preisstabilität widmet!

4. *Banken stellen nach wie vor ein Problem für die Staaten dar – und vice versa*

Das im Zusammenhang mit der EZB bereits angesprochene Problem der Verflechtung zwischen dem Bankensektor und den Staaten ist nach wie vor ungelöst. Das spiegelt sich nicht nur in der aktuellen Situation in Griechenland wider. Solange diese Situation bestehen bleibt, wird die EZB nicht von ihrer Rolle als Krisenmediator zurücktreten können. Das Problem hierbei ist, dass noch einige potenzielle negative Übertragungseffekte für das europäische Bankensystem um die Ecke lauern. Zu erwähnen sind hierbei die Osteuropäer einiger Institute in Österreich und Italien, die Risiken fremdwährungsfinanzierter Immobilienkredite (hierbei darf erneut auf Österreich verwiesen werden), das nach wie vor hohe Volumen von Non-Performing Loans (NPL) auf europäischen Bankbilanzen⁶, sowie die allgemein rückläufige Profitabilität des Bankensektors angesichts stark steigender Regulierungskosten.

**Notleidende Kredite in der Eurozone:
EU vs. Italien vs. Deutschland**

Quelle: The World Bank



Vor diesem Hintergrund kann nicht mit einer nachhaltigen Erholung des Bankensektors gerechnet werden, was zwangsläufig dazu führt, dass dieser weiterhin mit billiger Liquidität versorgt werden muss. Die EZB kann sich keine weitere Bankenkrise erlauben, da dann weitere Ansteckungseffekte auf die Kapitalmärkte nicht zu verhindern wären. Dies gilt umso mehr, nachdem Banken immer noch einen enormen Bestand an Staatsanleihen auf ihren Bilanzen halten und uns beim besten Willen kein anderer Marktteilnehmer einfällt, der dies tun würde. Im Extremfall kann der Staat sein eigenes Bankensystem in der Krise als Finanzierungsvehikel benutzen – so wie es bspw. Griechenland bei der Emission von kurzlaufenden Anleihen (T-Bills) getan hat, die eben v. a. auf den Bilanzen der einheimischen Banken, die diese T-Bills bisher ja nur durch den Erhalt der ELA-Kredite finanzieren konnten, auf ihre Rückzahlung hoffen.

5. *Der Regulierungs-Zyklus und die Aufgabe marktwirtschaftlicher Prinzipien*

Die europäische Währungsunion ist noch stärker von Regulierungszyklen betroffen als das bei Nationalstaaten der Fall ist. Und dies scheint auf den ersten Blick wenig einleuchtend zu sein. Man würde erwarten, dass jegliche Änderung dem Diktat des kleinsten gemeinsamen Nenners unterliegt und somit regulatorische Eingriffe sehr reduziert vorstättgehen. Das Gegenteil ist jedoch der Fall. Die Institutionen der europäischen Union übertreffen sich in ihren Regulierungsbemühungen und die Nationalstaaten machen fleißig mit. Im

⁶ Führend erweist sich hier Italien mit mehr als 15 % NPL im Verhältnis zum gesamten Kreditvolumen; vgl. hierzu <http://data.worldbank.org/indicator/FB.AST.NPER.ZS/countries/IT?display=graph>.



Ergebnis entsteht ein regulierter Raum, der wenig mit einem marktwirtschaftlichen Konzept gemein hat. Das einzige Regulierungsprojekt der letzten Jahre, das wohl final gescheitert ist, ist die Einführung einer Transaktionssteuer auf Finanzmarkttransaktionen – alle anderen Projekte haben sogar ihre kühnsten Vertreter überrascht. EMIR (die Transferierung aller OTC-Derivate auf Clearing-Häuser) hat bereits begonnen, der Short-Selling Ban bezüglich europäischer Staaten (v. a. Länder-CDS) wird seit 2012 gelebt und die regulatorischen Einschnitte bei Banken und Versicherungen (Basel III und Solvency II) sollen bereits auf Asset-Manager ausgedehnt werden.⁷

Es lassen sich bei all den Regulierungsmaßnahmen der letzten Jahre zwei zentrale Eigenschaften erkennen: Erstens sind diese nicht untereinander abgestimmt, was zum Teil diametrale Wirkungen derselben nach sich zieht. Und zweitens scheinen diese sehr stark politisch motiviert zu sein und lassen oftmals ökonomische Ratio vermissen. Wir sehen hier sogar großes Potenzial, eine neue Finanzkrise auszulösen, worauf wir später zurückkommen werden.

Als Fazit muss leider festgehalten werden, dass marktwirtschaftliche Prinzipien geopfert werden, um den Integrationsprozess der Europäischen Union voranzutreiben. Wir wollen hierbei nicht immer nur kritisieren, sondern unserer Bürgerpflicht gerecht werden und einen Beitrag leisten, weshalb wir eine Umbenennung der EU in SUES (Sozialistische Union Europäischer Staaten) vorschlagen. Sehr erfreulich ist hingegen, dass tendenziell die Zahl der Vertreter marktwirtschaftlicher Regeln größer wird – hierunter befinden sich auch Ökonomen, die in der Vergangenheit durchaus direkte Markteingriffe befürwortet haben.⁸

6. Die Insolvenz als Chance für Jedermann

Ein Grundproblem innerhalb der EU stellt die Absenz eines einheitlichen Insolvenzrechts dar. Und vor allem das Credo, Banken und Staaten nicht fallen lassen zu wollen. Die Tatsache, dass in Europa kein einheitliches Insolvenzrecht existiert, nimmt den politischen Entscheidern eine extrem wichtige Option: nämlich die der geordneten Insolvenz. Banken werden unter extremer Dehnung der Rechtslage abgewickelt (Angiri, SNS, Bankia usw.) und das betrifft nicht nur die Peripherieländer, wie der unrühmliche Fall der Abwicklung der Hypo Alpe Adria zeigt. Hieraus entsteht nicht nur ein extremer Vertrauensverlust auf Seiten der Investoren (die angesichts des historisch hohen Refinanzierungsbedarfs in den nächsten Jahren noch dringend gebraucht werden), sondern es entstehen eben auch enorme Rechtsunsicherheiten und -kosten. Dasselbe passiert nun auf der Ebene der Mitgliedsländer. Da die Folgen einer „ungeordneten Insolvenz“ als nicht quantifizierbar charakterisiert werden, müssen Mitgliedsländer durch Zuhilfenahme der EZB und des IWF von anderen Mitgliedsländern weiter finanziert werden. Die Verhandlungen folgen danach ausschließlich politischen Interessen, da die womöglich ökonomisch effizienteste Lösung ja nicht durchführbar ist. Griechenland ist seit spätestens 2011 zahlungsunfähig und das ist keine private Information. Und Griechenland wird isoliert betrachtet letztlich für viele Jahre zahlungsunfähig bleiben. Auch der Chefökonom des IWF, Olivier Blanchard, hat dies ziemlich offensiv genau so formuliert: „Creditors have learned nothing and keep repeating the same mistakes.“⁹

Mit einer europäischen Insolvenzordnung und etwas Mut der EU im Schumpeter'schen Sinne würden wir heute in einem Europa mit einigen Banken weniger und einer Staatspleite leben. Es ist auf Anhieb nicht zu erkennen, dass dieser Zustand ökonomisch betrachtet dem

⁷ Hier nachzulesen die Stellungnahme der Bafin zur überarbeiteten Bewertungsmethodik für systemrelevante Nicht-Banken und -Versicherer: http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2015/fa_bj_1503_schattenbanken.html.

⁸ Unter anderen der von uns sehr geschätzte Chef-Volkswirt von Assenagon, Martin Hüfner, der in einem seiner jüngeren Wochenkommentare zu dieser Frage Stellung nimmt: https://www.assenagon.com/uploads/media/Huefners_Wochenkommentar_15-26.pdf.

⁹ <http://blog-imfdirect.imf.org/2015/07/09/greece-past-critiques-and-the-path-forward/>



aktuellen Zustand inferior sein muss. Und vor diesem Hintergrund halten wir die Erkenntnis innerhalb der EU, dass eine gemeinsame Insolvenzordnung für Mitgliedsstaaten in der EU notwendig ist, für eine ziemlich grandiose Erkenntnis.

7. Die nächste Krise ist unausweichlich

Die Gruppe derjenigen, die erwarten, dass die Eurozone ein endliches Konstrukt ist, wuchs in den letzten Jahren massiv an. Derweil ist die Erkenntnis, dass Währungsunionen natürlich irgendwann auseinanderbrechen, fast so alt wie Währungsunionen selbst. Also ziemlich alt. Die Zielfunktion sollte auch nicht die Lebensdauer der Währungsunion, sondern vielmehr die positiven Wohlfahrtseffekte (inkl. nicht monetär messbarer Faktoren wie Frieden) maximieren. Es ist vollkommen offensichtlich, dass die angestrebte Erweiterung der Eurozone die Divergenzen zwischen den Mitgliedsländern erhöht und damit das Risiko, dass es wiederum Länder geben wird, die in ein griechisches Szenario eintreten werden. Hierbei ist nicht allein ausschlaggebend, welche ökonomischen Rahmendaten diese Länder zum Eintrittszeitpunkt aufweisen, sondern vielmehr die Tatsache, dass die Ökonomien neuer Mitgliedsländer anders auf exogene Schocks (Russlandkrise, China, Ölpreisvolatilität u.v.m.) reagieren werden. Zieht man die osteuropäischen Erweiterungskandidaten oder die Türkei als Beispiel heran, sind deren Volkswirtschaften anderen globalen Risiken ausgesetzt als das in Kerneuropa der Fall ist. Und die EU selbst kann die Eintrittswahrscheinlichkeit exogener Schocks nur sehr indirekt beeinflussen.

Das Ziel der EU sollte es demnach nicht sein, die Erweiterung ausschließlich auf solche Staaten auszudehnen, die bestimmte Konvergenzkriterien erfüllen, sondern vielmehr Mechanismen entwickeln, so dass die unterschiedlichen Auswirkungen exogener Schocks in den Mitgliedsländern wirksam auf nationaler Ebene bekämpft werden können. Die EU muss sich also vom reinen regelbasierten Ansatz trennen und interne Flexibilität gewinnen. Die Schaffung von Institutionen wie dem ESFS und dem ESM während dem Höhepunkt der Schuldenkrise sind erste Schritte in diese Richtung.

8. Die Austeritätspolitik ist nicht gescheitert

Eines ist aber letztlich in der ökonomischen Debatte um die Wirkungen der Austeritätspolitik völlig untergegangen, und zwar, dass diese ja nie in voller Konsequenz umgesetzt wurde. Paul Krugman (eine Ikone der Krisenliteratur) hat sich kürzlich zu folgendem Vergleich hinreißen lassen:¹⁰ „Die Politik der EU gleiche den Behandlungsmethoden von Ärzten im Mittelalter: Wenn Blut abzupfen beim Patienten keinerlei Wirkung zeigt, wird eben noch mehr Blut abgezupft.“ Wir vertreten eine diametral andere Sichtweise – die relevanten Punkte im Schnelldurchlauf:

- › Der Beschluss zum ersten Hilfspaket an Griechenland in 2010 wurde unter extremem Zeitdruck beschlossen. Unter dem Druck der Märkte wurden extreme Spread-Aufschläge in der Peripherie als Zeichen einer baldigen Spaltung der Eurozone interpretiert und dem wollte man entschlossen entgegenzutreten. Nichtsdestotrotz ist es völlig normal, dass Hilfszahlungen an die Umsetzung von Reformen geknüpft werden. Es ist ökonomisch auch keineswegs abwegig, einen ausgeglichenen Haushalt und die damit verbundene Grundvoraussetzung zum Abbau der Staatsschulden zu fordern. Abwegig wäre indes zu fordern, dass das Empfängerland seine Fiskalausgaben und damit den Verschuldungsgrad weiter erhöhen sollte, um aus der Krise zu kommen. Genau diese Politik hat das Land ja offensichtlich in eine Situation geführt, aus der es nun versucht mit externer Hilfe zu entkommen.
- › Das zweite Hilfspaket in 2012 und der damit verbundene Schuldenschnitt (PSI) haben zu einer Umschuldung weg von (vielen) privaten hin zu (wenigen) staatlichen Gläubigern geführt. Aus grie-

¹⁰ http://www.nytimes.com/2015/07/06/opinion/paul-krugman-ending-greeces-bleeding.html?_r=0



chischer Sicht war das ein weiterer wichtiger Schritt, da damit mehr Verhandlungsspielraum geschaffen wurde. Hierbei wurde festgestellt, dass in Griechenland einige Reformen nur rudimentär (bayrisch: „gar ned“) umgesetzt wurden. Deshalb wurden diese Reformen (u. a. Rentenreform, eine Reform der Steuergesetzgebung, Privatisierungen u.v.m.) nochmals eingefordert. Und Griechenland hat dem zugestimmt.

- › Nachdem sich spätestens in 2014 abzeichnete, dass die mit den Reformen einhergehende Wachstumsentwicklung weit hinter den Erwartungen der Gläubiger (allen voran des IWF) zurückblieb, erhob sich der verbliebene Rest des Keynesianismus und proklamierte das Scheitern der Austeritätspolitik. Fakt ist, dass die geforderten Reformen nicht umgesetzt wurden und somit ist es letztlich eine ermüdende Frage, ob die Wirkungen der Sparmaßnahmen selbst oder die schleppende Umsetzung der Reformen die gewünschten Wachstumseffekte verhindert haben.

Folglich halten wir die Aussage, dass „die Austeritätspolitik der letzten Jahre versagt hat“ als unwahr, da diese ja nicht umgesetzt wurde. Da man mit einem gewissen ökonomischen Restverständnis sehr schnell zu dem Schluss kommen kann, dass Griechenland ohne monetäre Transfers nicht in der Eurozone bestehen kann, muss die EU einzig eine Frage für sich abschließend beantworten: Ist sie bereit, diese Kosten zu tragen bzw. ist diese Alternative gegenüber einem Grexit vorzuziehen? Das hätte die EU schon vor fünf Jahren tun können, aber zumindest darf man positivistisch anmerken, dass sich in den letzten Jahren diesbezüglich nichts Gravierendes geändert hat und somit die Fragestellung ja nicht neu sein sollte.

9. Der Freibiersozialismus¹¹ ist gescheitert!

Der Verhandlungsstrategie Griechenlands heftete von Beginn an der Nimbus des spieltheoretisch durchdachten „Good Cop/Bad Cop“-Manövers an – letztlich hat es sich aber vielmehr als pures Bluffen erwiesen. Man kann nun darüber streiten, ob die Forderungen Griechenlands als sozial angesehen werden können. Der Vorschlag der griechischen Regierung, Steuersündern ihre Sünden gegen Bezahlung von 21 % der Forderung zu erlassen, kann durchaus auch als asozial tituliert werden – also zumindest aus Sicht der Steuerehrlichen.

Es ist nun mal sehr schwierig, über politische Probleme zu diskutieren, wenn man den Mechanismus der Politik nicht wirklich verstanden hat. Deshalb der Versuch mit einer gewissen anarchischen Sichtweise die Problematik, in die sich die griechische Syriza gebracht hat, zu beschreiben:

Nach vielen Jahren der schnöden Beschäftigung mit Kapitalmarktinstrumenten und -risiken überlegt sich der Autor, den Sprung in die Politik zu wagen. Nachdem die APPD ein Parteiaufnahmeverfahren abgelehnt hat, wird Folgendes selbst in die Hand genommen: Entweder ein Referendum über eine 100-prozentige Lohnerhöhung für alle oder Freibier an jedem Samstag. Die Zustimmung für diese Vorschläge sollte mindestens im Bereich des Griechenland-Referendums liegen und somit ist ein Sitz im Europaparlament so gut wie sicher!

Man könnte natürlich auch ein Referendum in den 18 anderen europäischen Ländern durchführen mit der Frage, ob man weitere Hilfszahlungen an Griechenland leisten sollte. Man darf davon ausgehen, dass eine absolute Mehrheit mit „Nein“ stimmen wird. Um aus solchen Pseudo-Referenden die Legitimation für neue Verhandlungen abzuleiten, benötigt es eine gewisse Dreistigkeit. Und eines ist letztlich offensichtlich: Der Entscheidungsfindungsprozess in der EU wird

¹¹ Dieser wunderbare Begriff ist einem Kommentar von Alexander Neubacher entnommen: <http://www.spiegel.de/politik/ausland/griechenland-tsipras-ist-nicht-links-kommentar-a-1042561.html>.



so etwas langwierig werden.

Die Tatsache, dass die EU auf das griechische Referendum nicht eingegangen ist, halten wir für eine wichtige Entwicklung. Wäre es nämlich der Fall gewesen, wäre das Risiko des Auftretens von Nachahmern extrem groß geworden. Natürlich ist der Anreiz gerade in den Ländern, die selbst Sparmaßnahmen umsetzen, sehr groß für Parteien jeglicher Couleur, sich vermeintliche Mehrheiten mit sehr stark vereinfachten politischen Parolen zu verschaffen. Nach den Erfolgen der Schwesterpartei der Syriza, der spanischen Protestbewegung Podemos, in den Metropolen Madrid und Barcelona bei den spanischen Regionalwahlen Ende Mai, wurde von deren Seite ganz öffentlich mit einer Nicht-Rückzahlung von Anleihen, die Madrid emittiert hat, kokettiert. Bei Madrid handelt es sich um den größten regionalen Schuldner in Spanien. So sehr man Verständnis haben kann für den sozialen Hintergrund solcher Parolen, so fatal wäre eine generelle Tendenz „Syriza-ähnlicher“ Politik in Europa – und das nicht nur für die Institution der EU selbst. Die Verhandlungsergebnisse in Griechenland haben unserer Ansicht nach langfristig dazu geführt, dass politischen Opportunisten weniger Raum geboten wird und sich ökonomische Tatsachen durchsetzen werden und diesen auch Gehör in der politischen Diskussion verschafft wird. Und das natürlich am allerliebsten von linken Parteien!

10. Staatsverschuldung und Vermögensverteilung

Das eben beschriebene Problem besteht eben nicht nur darin, dass sich die EU als Konzept auflösen, sondern eben auch ihre Glaubwürdigkeit als Schuldner sinken würde. Es ist schwer vorstellbar, dass ausländische Investoren überbordende Freude entwickeln würden, wenn sie in einem anarchischen Raum investieren sollen. Und auch in den Peripherieländern ist davon auszugehen, dass die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt durch die Einbindung der Länder seit deren Beitritt stärker zugenommen hat als das der Fall gewesen wäre, wenn diese vollkommen eigenständig geblieben wären. Das des Öfteren an dieser Stelle zentrale Problem ist demnach nicht die Tatsache, dass der gesamtwirtschaftliche Wohlstand in einzelnen EU-Ländern gesunken ist, sondern vielmehr, dass dieser steigende Wohlstand immer ungleicher verteilt wird!

Diese Erkenntnis ist das zentrale Gegenargument für alle EU-Kritiker. Das Privatvermögen pro Kopf ist aktuell auf einem historischen Hoch innerhalb Westeuropas. Im letztverfügbaren Allianz Globale Wealth Report¹² wird darauf hingewiesen, dass sich 2013 im Vergleich zu 2007 das pro-Kopf Bruttogeldvermögen nur in Griechenland und Spanien rückläufig entwickelt hat. Dies ist natürlich mit gewissen Einschränkungen (z. B. dem Rückgang der Sparquoten) als positiv zu betrachten, es zeigt aber letztlich deutlich auf, wo das zentrale Problem in der Wohlstandsdebatte liegt: nicht in der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, sondern vielmehr in der mangelnden Umverteilung des Vermögens. Und hier ist Griechenland eben auch ein herausragendes Beispiel aufgrund seiner sehr laxen Steuerpolitik gegenüber der vermögenden Schicht.

Die Krise in Europa hat indes diese Problematik in den Vordergrund gerückt. Plötzlich genießen Ökonomen wie Thomas Piketty¹³, deren zentrale Thesen die globale Schiefe der Vermögensverteilung und die damit verbundenen negativen Wachstumsimpulse betreffen, einige Popularität. Die Situation in Griechenland hat dazu beigetragen, dass das Problem der Staatsverschuldung in Europa nicht isoliert von der Verteilung der Vermögen betrachtet wird.

¹² https://www.allianz.com/v_1411404269000/media/press/document/Allianz_Global_Wealth_Report_2014_de.pdf

¹³ Vgl. hierzu Piketty, T. (2014): „Das Kapital im 21. Jahrhundert“, Beck, München.



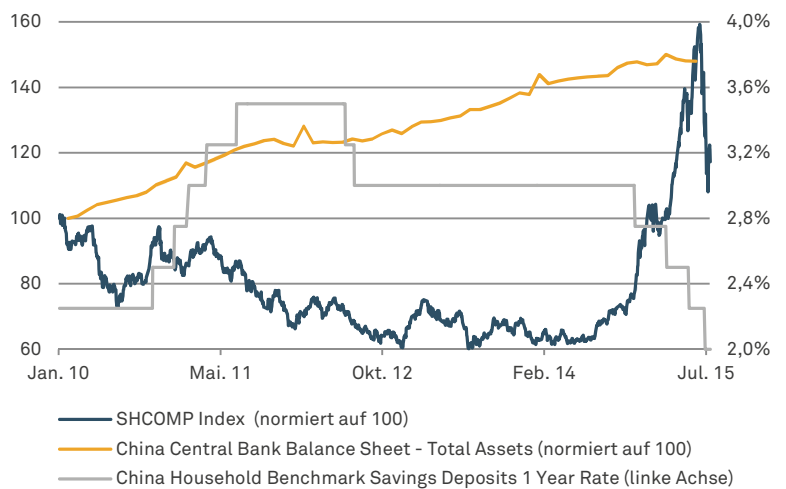
X-Asset View

China: Meister der Marktmanipulation

Ein Musterbeispiel, was passiert, wenn eine staatliche Instanz versucht, Märkte zu manipulieren, liefert gerade China ab. Mit völlig restriktiven Maßnahmen versucht die Regierung dort, die von ihr selbst ausgelösten Effekte der Asset-Bubble unter Kontrolle zu bekommen. Ein völlig abstruses und aussichtsloses Unterfangen, da sich die Aktienkurse in China vollständig von realwirtschaftlichen Entwicklungen abgekoppelt haben. Um ein dramatisches Platzen der chinesischen Aktienblase zu verhindern muss China zwingend zumindest hohe einstellige Wachstumsraten generieren, da das Finanzsystem stark fremdfinanziert ist (z. B. Kauf von Aktien durch Kreditaufnahme).

Die chinesische Superblase

Quelle: Bloomberg



Es ist vollkommen unmöglich, chinesische Finanzmärkte mit den Mitteln des Ökonomen zu bewerten. Die Preisentwicklungen auf den chinesischen Märkten folgen nur bedingt marktwirtschaftlichen Regeln, sondern vielmehr politischen Vorgaben. Aber betrachtet man die öffentlich verfügbaren Daten, sieht man, dass sich China auch in Sachen Geldpolitik einiges von den westlichen Zentralbanken abgeschaut hat (siehe obige Abbildung). Die Bilanz der People Bank of China ist noch stärker als die Realwirtschaft gewachsen, die Geldpolitik ist extrem expansiv (was sich in verschiedenen Zinssätzen widerspiegelt) und die Aktienmärkte legen Schwankungen an den Tag, die offensichtlich nur als begrenzt rational bezeichnet werden dürfen.

Viele Kommentatoren sehen auf aktuellen Niveaus attraktive Einstiegskurse am chinesischen Aktienmarkt. Angesichts der Intransparenz der chinesischen Finanzmärkte und der stetig zunehmenden Markteingriffe würden wir China eher als das Damoklesschwert des globalen Kapitalmarktes bezeichnen.

Jeder Kontinent hat sein Griechenland

Das oben angesprochene Problem der schiefen Vermögensverteilung innerhalb der europäischen Mitgliedsländer lässt sich problemlos auf die globale Ebene der Staaten übertragen. Obwohl das globale Sozialprodukt kontinuierlich steigt, erleben wir in der jüngsten Vergangenheit mehrere Krisen auf verschiedenen Kontinenten, die durch verschiedene exogene Schocks ausgelöst wurden. Wir haben das Thema bereits mehrmals diskutiert, aber es ist völlig offensichtlich, dass in einer globalisierten Welt (was den Güterhandel anbelangt)



und weitgehend integrierten Kapitalmärkten (was vor allem auf die Finanzmärkte zutrifft), die Übertragungsgeschwindigkeit von ökonomischen Schocks zugenommen hat.¹⁴ Und als logische Konsequenz dieser Entwicklung werden auch die Effekte globaler Ungleichgewichte spürbarer. Leistungsbilanzsalden einiger Volkswirtschaften steigen nicht nur in Europa, sondern weltweit.

Könnte man die Situation in der Ukraine als rein politisch betrachten, war die Situation in Venezuela stark durch den Ölpreisverfall bedingt, während Griechenland und Puerto Rico die klassischen Kriterien einer Schuldenkrise erfüllen.

Natürlich findet man jeweils sehr länderspezifische Erklärungen für die aktuelle Situation in diesen Ländern – aber allen gemein ist, dass sie auf Grund interner Faktorpreisstarre nur sehr unflexibel auf exogene Schocks reagieren. Und diese werden wie oben ausgeführt in der Zukunft eher zu- als abnehmen.

Die Unausweichlichkeit der Krise: Aber was löst sie aus?

Die aktuellen Entwicklungen müssen Anlass zur Sorge geben. Einerseits erleben wir auf globaler Ebene eine nie dagewesene, extrem expansive Geldpolitik gekoppelt mit niedrigen Renditen an den Kapitalmärkten. Unter anderem deshalb steigt die globale Verschuldung stark an – anders ausgedrückt: Es gab noch niemals so viel Kreditrisiko in dieser Welt wie heute. Und als weiteres Symptom dieser geldpolitischen Phase sinkt die durchschnittliche Kreditqualität. Das ist z. B. zu beobachten bei Neuemissionen im HY-Bereich, aber natürlich auch auf Länderebene (s. o.).

All diese Phänomene könnte man als zyklisch bedingt abtun und letztlich sind so alle Finanzkrisen der letzten Jahrzehnte entstanden – es mag dieses Mal möglicherweise etwas „schlimmer“ sein als beim letzten Mal, aber die Rettungsmechanismen werden wieder greifen. Diese Argumentation ist weit verbreitet und hat einige Anhänger. Leider wird hier ein ganz elementarer Punkt ignoriert: Die Regulierungswelle der letzten Jahre (die eben auch sehr viel stärker ausgefallen ist als die zyklisch bedingten Regulierungsreaktionen auf frühere Krisen) hat dazu geführt, dass die Märkte an Liquidität (Markttiefe und Marktbreite) verloren haben. Das globale Kreditrisiko ist aktuell auf nur wenige Schultern verteilt. Den größten Anteil darf hierbei die Asset-Management-Industrie schultern.

Wir wagen uns deshalb folgendes Szenario der nächsten Krise zu entwerfen:

› **Schritt 1:**

Die regulatorischen Instanzen bemerken, dass ein Großteil des Marktpreisrisikos von Banken und Versicherungen auf Asset-Manager übergegangen ist, da Letztere (zumindest im Vergleich zu Erstgenannten) eben nur sehr moderate Regulierungsanforderungen erfüllen müssen. Angesichts der Tatsache, dass hier offensichtlich eine Gruppe von Marktteilnehmern systemische Relevanz besitzt, entschließt man sich, regulatorische Maßnahmen zu ergreifen und etabliert EK-Anforderungen für Asset-Manager abhängig von der Qualität der gehaltenen Assets.

› **Schritt 2:**

Angesichts der Tatsache, dass gerade die Asset-Management-Industrie angesichts der Niedrigzinsphase extrem hohe Kreditrisiken eingegangen ist, würden immense EK-Anforderungen auf sie zukommen. Diese EK-Anforderungen lassen Positionen im High Yield und Emerging Market-Segment aus Sicht der Asset-Manager unprofitabel werden und diese entschließen sich zum Abbau dieser Positionen.

¹⁴ Die Grundlage dieser Überlegung basiert auf Dornbusch, R. (1976): „Expectations and Exchange Rate Dynamics“, Journal of Political Economy, Vol. 84, Nr. 6, S. 1161-1176. Nach wie vor einer der lesenswertesten Beiträge zur Krisenliteratur.



- > **Schritt 3:**
Kein anderer Marktteilnehmer ist angesichts regulatorischer Einschränkungen in der Lage, den Asset-Managern dieses Kreditrisiko abzunehmen. Es wird also zu völlig exzessiven Preisrückgängen in diesen Marktsegmenten kommen, die letztlich zu dramatischen Verlusten bei einem Großteil der Investoren führen wird.
- > **Schritt 4:**
Um Risiken abzubauen und Liquidität zu erhalten, reduzieren diese Marktteilnehmer andere Risiken. Dadurch werden die negativen Effekte einiger Marktsegmente auf alle anderen Marktsegmente übertragen. Angesichts der extrem niedrigen Renditen können Positionen in Staatsanleihen diese Verluste nicht in dem Ausmaß von 2009 kompensieren.

Wir wollen hier nicht die Krise an die Wand malen – aber wären wenig überrascht, sollten wir eine ähnliche Entwicklung nehmen.

Strategischer Ausblick: Sommerpause

Wir erwarten das oben beschriebene Szenario nicht in der kurzen Frist, sondern vielmehr eine Entspannung der Griechenland-Debatte und in den nächsten Wochen eher ruhige Märkte mit geringer Liquidität. Möglicherweise stellt dies aber eine attraktive Situation dar, um sich für volatilere Märkte im 4. Quartal zu positionieren. Neben der Frage nach den Effekten der erwarteten Zinserhöhung in den USA (September oder Dezember) sehen wir dieses Mal die Aktienmärkte als vorlaufenden Indikator für die Kreditmärkte (das Gegenteil war der Fall in 2007/2008) an. Wir sind also nicht bullish – eher aufgeschoben bearish.

Wir schließen mit unserem Motto für diesen Sommer: „Ich fliege irgendwo in den Süden – vielleicht nach Kanada oder so“ (Mehmet Scholl) und wünschen Ihnen, dass Kanada nicht südlich von Ihnen liegt. Wir melden uns im September wieder und wünschen eine erholsame Urlaubszeit.

Forecast-Tabelle

- ? = „No Brain No Pain“ (The Brains)
- ++ = „It must be love“ (Madness)
- + = „Ace of Spades“ (Motörhead)
- o = „I Don't Care“ (Ramonés)
- = „This party sucks“ (The Slickee Boys)
- = „Straight to Hell“ (The Clash)

	3M	6M	9M	12M
Credit				
IG Cash	o	o	o	o
IG CDS	o	-	--	--
HY Cash	-	--	--	--
HY CDS	-	--	--	--
Fin Cash	o	-	--	--
Fin CDS	o	-	--	--
Staatsanleihen				
AAA/AA	o	o	o	o
Peripherie	o	-	-	-
iTraxx SovX WE	o	-	-	-
Volatilität (long)	o	+	++	++
Euro-Aktien	o	-	--	--

* The Undertones (1979). „Here Comes The Summer“ – unzweifelhaft noch immer das beste Sommerlied aller Zeiten. Gegenvorschläge, liebe Leser, werden ignoriert!



Disclaimer

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die XAIA Investment GmbH, München, deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird deshalb vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung über Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die Verkaufsunterlagen werden bei den Vertriebspartnern zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten. Die Verkaufsunterlagen sind zudem erhältlich im Internet unter: www.universal-investment.lu.

Alle in der Darstellung geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der XAIA Investment GmbH zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Informationen erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die XAIA Investment GmbH behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die XAIA Investment GmbH kann andere Publikationen veröffentlichen haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können zudem für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen.

Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode, Simulationen erfolgen in der Regel auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind unter Umständen in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken.

Diese Darstellung ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche sie gerichtet ist. Sie darf weder von anderen Personen verwendet werden, noch in Form von Veröffentlichung oder Weitergabe anderen Personen zugänglich gemacht werden.

Etwaige steuerliche Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen.

Der Inhalt dieser Darstellung ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der XAIA Investment GmbH weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.

© XAIA Investment GmbH 2015