

## Zwei Griechen spielen mit Euro-Konstruktionsfehlern



**Liebe Mandanten und Geschäftsfreunde,** wenn ich diese Zeilen schreibe, so laufe ich bewusst in zwei Gefahren. Zum einen können Sie das nervige Thema Griechenland – verständlicherweise – wohl kaum noch hören, und zum anderen ist der aktuelle Stand vielleicht schon in ein paar Stunden Makulatur. Alexis Tsipras und Yanis Varoufakis haben es jedenfalls in den letzten Wochen glänzend

verstanden, mit täglichen Überraschungen aufzuwarten und damit die Partner der Eurozone zu narren.

### Referendum: Wofür haben sich die Griechen entschieden?

Gestern Abend wurden die Ergebnisse des Referendums bekanntgegeben. 61,31% stimmten für ein Nein. Alexis Tsipras und seine Anhänger strahlen und feiern, dabei steht ihr Land vor einer Katastrophe. Wissen die Griechen eigentlich, wofür sie abgestimmt haben? Das Nein steht formal für eine Absage an die Reform- und Sparvorschläge der Geldgeber. Glauben die Griechen, dass sie mit diesem Votum die weiteren Hilfgelder jetzt ohne die notwendigen Anstrengungen gewonnen haben - so wie einen Sechser im Lotto? Vielleicht ist die Euphorie schon in bittere Ernüchterung umgeschlagen, wenn Sie diese Zeilen lesen. Das Votum der griechischen Wähler bleibt am Ende nur die Stimme Griechenlands und nicht der 18 weiteren Euro-Partner, einschließlich des Internationalen Währungsfonds (IWF). Die Griechen haben den Konfrontationskurs ihres Ministerpräsidenten unterstützt. Ist ihnen aber auch bewusst, dass ihr Votum eine Einigung in weite Ferne rückt und somit ein Austritt aus der Eurozone immer wahrscheinlicher wird? Ich vermute, dies haben sie ebenso wenig realisiert wie die Tatsache, dass sie zuletzt nur deshalb Geld von ihrem Konto abheben konnten, weil die EZB ihre Banken mit ELA-Notfallkrediten im Volumen von 90 Mrd. US-Dollar am Leben hielt. Für die Stabilität der Eurozone bleibt zu hoffen, dass die bisherigen Spielregeln verteidigt werden. Hierzu gehört die einfache Regel, dass Partner unterstützt werden, aber ihren eigenen (Reform-)Beitrag zur Genesung leisten müssen. Übrigens ist das seit jeher auch das Prinzip des IWF.

### Euro: Architektonische Fehler der Währungsgemeinschaft

Die dramatische Entwicklung offenbart allerdings auch handfeste Konstruktionsfehler der europäischen Gemeinschaftswährung. Regierungschef Tsipras und sein Finanzminister Varoufakis trieben ihren Verhandlungspoker in der Gewissheit auf die Spitze, dass es keine Regelung für einen Euro-Austritt gibt. Ihre Sicherheit wurde zugleich mit der Panikmache garniert, dass ein Austritt Griechenlands der Anfang des Zerfalls des Euro-Raumes wäre. Blicken wir zurück: Mit Einführung des Euro war vorgesehen, dass weitere Schritte der „europäischen Idee“ folgen sollten. Politische Kompetenzen sollten sukzessive nach Brüssel abgegeben werden, insbesondere in Form einer gemeinsamen Finanz- und Wirtschaftspolitik. Im Jahr 2015 müssen wir aber bilanzieren, dass vielmehr nationale Interessen im Vordergrund stehen. Die

Maastricht-Kriterien sahen vor, dass jeder Euro-Partner nach Mindestnormen „laufen“ muss. Was aber, wenn er nicht mehr aus eigener Kraft gehen kann und der Kollaps droht? Hierfür wurde in der Finanzkrise der Europäische Rettungsschirm gesponnen, der die Stabilisierung Irlands, Portugals und Spaniens erfolgreich begleitete. Diese Europartner haben mit ihrer Bereitschaft zu ernsthaften Reformen ihren Beitrag zur erfolgreichen Genesung geleistet und damit ihre finanzielle Souveränität wieder erreicht. Was aber, wenn Schuldenlast und die Wettbewerbsfähigkeit derart aussichtslos sind, wie in Griechenland? Für diesen Fall müssen wir uns wohl eingestehen, dass es nur folgende Optionen geben kann: Einen weiteren Schuldenschnitt, verbunden mit einem massiven Investitionsprogramm (Transferzahlungen) - oder eben einen Austritt aus der Eurozone (Grexit). In diesem Szenario müssen sich die Europartner endgültig eingestehen, dass die bisherigen Hilfgelder weitgehend verloren sind. Die griechische Wirtschaft hat seit 2008 ein Viertel ihrer Wirtschaftskraft eingebüßt. Damit das Land nur ansatzweise wieder auf eigenen Füßen stehen kann, muss neben den Sparmaßnahmen auch das Wachstum in Gang kommen. Die sogenannte Tragfähigkeit der Schulden muss erreicht werden. Diesen wichtigen Aspekt haben die Europartner bislang hinten angestellt und sich vornehmlich auf die Kostenseite konzentriert. Das ist aber kaum verwunderlich, wenn ein Patient eine mühevollte Beteiligung an seiner Genesung stets verweigert und nur auf schmerzfreie Hilfen von außen hofft.

### Grexit: Der bessere Weg?

Professor Hans-Werner Sinn, Präsident des Ifo-Instituts, wirbt schon lange für einen Ausstieg aus der Eurozone. Er sieht den Grexit als Chance für Griechenland, um wieder auf die Beine zu kommen. Das Land hätte mit einer eigenen Währung den großen Vorteil der flexiblen Anpassung des Außenwertes. Ein Weg, der wohl auch für die Europartner politisch deutlich konfliktärmer wäre, da die Griechen nun eigenständig ihre Reformen zur Erlangung der Wettbewerbsfähigkeit durchsetzen müssten. Was spricht gegen diesen Weg? Die Eurozone scheut offensichtlich das Exempel eines Austritts, da in Zukunft weitere Begehren folgen könnten. Die Forderungen an Griechenland müssten in diesem Fall wohl definitiv abgeschrieben werden. Zum anderen gibt es natürlich noch eine sicherheitspolitische Tragweite des Währungsverbundes. In der aktuellen politischen Großwetterlage sieht die EU Griechenland mit seiner Lage im Südosten Europas lieber in einem gemeinsamen Währungsverbund verankert. Egal wie der weitere Weg aussieht: Das griechische Volk wird zunächst der große Verlierer der jüngsten Entwicklung und letztendlich seiner eigenen Entscheidung sein. Beim täglichen Einkauf oder in der medizinischen Versorgung drohen Engpässe, und die Menschen werden auf humanitäre Hilfe angewiesen sein. Vielleicht korrigiert sich noch das Bild der Europartner von der undankbaren Rolle des gnadenlosen Reformtreibers in die Position des Helfers.

*Das Wall-Street Journal hat aktuell einige Berechnungen angestellt, wie sich die Eurozone mit einem Grexit statistisch verändern würde:*

- Die Eurozone würde 1,8% ihrer Wirtschaftskraft verlieren
- Die „Euro-Bevölkerung“ würde um 3,2% abnehmen
- 24,5% der Olivenölproduktion gingen verloren
- Die Eurozone hätte 4,2% weniger Hochzeiten, aber nur 2% weniger Scheidungen
- 4,8% weniger Raucher würden in der Eurozone leben (nur Österreich hat prozentual mehr Raucher)

## Im Schatten der Griechenland-Tragödie: Wirtschaftliche Erholung in Südeuropa

Die Berichterstattung über die Griechenland-Tragödie überlagert bedauerlicherweise die positive Entwicklung in den südeuropäischen Euroländern. Die Reformen der letzten Jahre zeigen Wirkung. Die spanische Wirtschaft ist im ersten Quartal um 0,9% gewachsen und damit sogar stärker als das Zugpferd Deutschland. In den letzten Tagen hat die Regierung die Prognosen für das Jahr 2015 auf eine stolze Wachstumsrate des Bruttoinlandsproduktes (BIP) von 3,3% erhöht. Die wirtschaftliche Erholung wirkt langsam auch am Arbeitsmarkt. So sank die Zahl der Arbeitslosen im Mai um 2,7% zum Vormonat. Frankreich, die zweitgrößte Volkswirtschaft der Eurozone, glänzte bis dato nicht gerade mit Reformen, nimmt aber auch wieder Fahrt auf. Im ersten Quartal legte das BIP überraschend um 0,6% zum Vorquartal zu. Die verbesserte Stimmung zeigen aktuell auch das Geschäftsklima und das Konsumentenvertrauen, deren Kennzahlen jeweils ein Mehrjahreshoch erreichten. Mitte Juli sollen weitere kleine Arbeitsmarkt-Reformen („Marcon-Gesetz“) die Entwicklung forcieren, damit sich der positive Trend auch bald in Beschäftigung niederschlägt.

### Fazit:

Während ich diese Zeile schreibe, ist gerade Yanis Varoufakis von seinem Amt als Finanzminister zurückgetreten, und der DAX hat seine Anfangsverluste abgemildert. Ich frage mich, wie vielleicht auch gerade seine Verhandlungspartner: Kann ich dieser Meldung trauen oder war es bereits morgen gar nicht so gemeint? Interpretieren wir es positiv und sehen es als Signal der griechischen Regierung, die Gespräche wieder aufnehmen zu wollen. Hierfür wäre Yanis Varoufakis mit seinen verbalen Entgleisungen sicher ein problematischer Gesprächspartner.

Für die griechische Bevölkerung, für uns alle und am Ende auch für die Kapitalmärkte wäre es jedenfalls hilfreich, wenn das Theater ein Ende findet und ein klarer Weg für Griechenland vorgezeichnet ist. Egal wie der weitere Weg aussieht, Griechenland wird „Not-Hilfen“ benötigen. Rein rechnerisch ist die wirtschaftliche Bedeutung Griechenlands für die Eurogruppe mit einer anteiligen Wirtschaftsleistung von 1,8% als gering einzustufen. Die Abschreibungen der Forderungen, die vornehmlich in öffentlicher Hand sind, können wohl über viele Jahre verteilt werden. Dies ist schmerzlich, aber zu verkraften. Insofern besteht das wesentliche Risiko in der Form eines Aufflammens der Unsicherheiten in der Euro-Peripherie. Die Rettungsmechanismen der Politik und die Entschlossenheit der EZB sollten dies aber verhindern können. Es wäre auch ein Jammer für Italien, Irland, Portugal, Spanien und auch Frankreich, wenn die Verunsicherung die beachtenswerte wirtschaftliche Erholung wieder gefährdet.

Nicht zu verhindern sind hingegen die kurzfristigen Reaktionen an den Kapitalmärkten, die weiterhin von hoher Volatilität geprägt sein werden. Dies trifft sowohl die Aktienmärkte als auch die risikoreichen Rentenanlagen. Weitere Ausführungen zu unserer strategische Ausrichtung finden Sie bei Interesse auch im aktuellen Monatsbericht des FVM-Classico UI.

Ich wünsche Ihnen einen schönen Sommer. Mögen sich die Fieberkurven in den Griechenland-Verhandlungen ebenso abkühlen wie die gegenwärtig tropischen Temperaturen.

Herzliche Grüße

Ihr



Claus Walter

### IMPRESSUM:

Freiburger Vermögensmanagement GmbH (Herausgeber)  
V.i.S.d.P.: Claus Walter, Geschäftsführer  
Bertoldstraße 53  
79098 Freiburg