



Vier Denkfehler in der Griechenlandkrise

Dr. Martin W. Hüfner, Telefon +49 89 519966-150, martin.huefner@assenagon.com

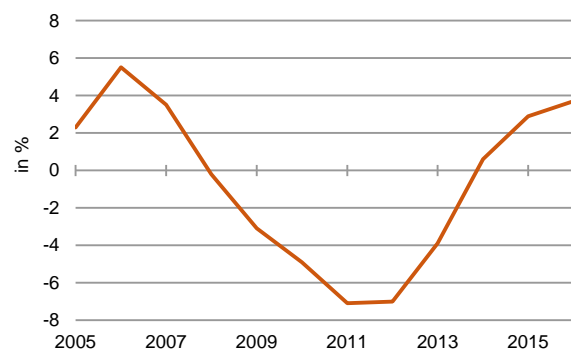
- **Die Diskussion über die Griechenlandkrise wird mehr als andere Themen durch Vorurteile und Denkfehler belastet.**
- **Beispiele: Griechenland sei ein "Fass ohne Boden". Oder: Der neuen Regierung fehle es an Geld. Oder: Die Gläubiger seien nicht gesprächsbereit.**
- **Ein Austritt Griechenlands aus dem Euro könnte am ehesten "Per Accident" passieren, weil die Beteiligten die Situation nicht richtig einschätzen.**

So viel Unsicherheit war selten. Niemand traut sich heute, eine Prognose abzugeben, wie die Gespräche mit den neuen Männern in Griechenland ausgehen werden. Die Athener Börse ist mal himmelhoch jauchzend, mal zu Tode betrübt. Das liegt nicht nur an dem Katz-und-Maus-Spiel, das die Beteiligten miteinander betreiben. Es liegt auch nicht an den Nebelkerzen, die immer wieder geworfen werden. All das ist in solchen Verhandlungen üblich. Es liegt auch daran, dass es in Sachen Griechenland so viele Vorurteile und Denkfehler gibt wie selten. Hier ein paar Beispiele.

Erstens: Es wird immer wieder gesagt, Griechenland sei ein Fass ohne Boden. Da sollte man nicht gutes Geld schlechtem hinterherwerfen. Das ist nicht richtig. Ökonomisch steht Griechenland nach den schmerzhaften Anpassungsprozessen der letzten Jahre heute besser da denn je. Die Wirtschaft wächst wieder (siehe Grafik). Die Leistungsbilanz weist einen Überschuss auf. Das Haushaltsdefizit ist kleiner als 3 %. Italien und Frankreich wären glücklich, wenn sie eine solche Bilanz aufzuweisen hätten.

Woran es in Griechenland fehlt, ist eine Verankerung der Reformpolitik in der Gesellschaft. Nur dann steht sie auf dauerhafter Basis. Austerität allein reicht nicht. Aber dieses Manko gibt es in vielen Staaten. Ein Schwachpunkt sind auch die Banken. Sie leiden unter faulen Krediten (40 % aller Kredite sind notleidend). Zudem ziehen Einleger ihr Geld aus Angst vor der unsicheren Zukunft ab.

Erfolg der griechischen Reformen
Zunahme des realen BIP



Quelle: IWF

Zweitens: Es wird immer wieder gesagt, Griechenland fehle es vor allem an Geld. Die neue Regierung braucht Mittel, um die Versprechungen sozialer Wohltaten im Wahlkampf zu finanzieren. Zudem muss sie den Schuldendienst leisten.

Auch das geht am Kern des Problems vorbei. Natürlich kann Athen unter den gegebenen Bedingungen keine Hilfe von den Finanzmärkten erwarten. Aber der erste Gedanke einer Regierung bei der Suche nach Geld sollte sich nicht an die Finanzmärkte richten. Der logische Weg zu Mehreinnahmen wäre eine Besteuerung der Oligarchen, die bisher weitgehend geschont wurden. Das wäre eine Chance, alte Eliten zu entmachten und neue, auch reformbereitere Gesellschaftsstrukturen zu etablieren. Es würde auch die Bereitschaft der Gläubiger erhöhen, Griechenland Kredit zu geben.

Drittens: Es heißt, die Partner Griechenlands in der Währungsunion seien nicht bereit, Athen mit neuen Geldern unter die Arme zu greifen. Verwiesen wird darauf, dass nicht nur Deutschland, sondern beispielsweise auch Spanien einen Schuldenschnitt ablehnt.

Auch das ist nur die halbe Wahrheit. Wenn man genau hinhört, dann ist die Bereitschaft der Gläubiger, den Griechen zu helfen, selbst nach den harschen Worten zu Beginn der neuen Regierung erstaunlich groß. Keiner ist interessiert, es zum Knall kommen zu lassen. Jeder redet mit den neuen Leuten. Das liegt weniger an ökonomischen Überlegungen – Griechenland macht mit seinen 10 Mio. Einwohnern gerade mal 2 % der Ge-



meinschaft aus. Entscheidend ist: Europa braucht die Griechen, um handlungsfähig zu sein, auch in der Ukrainefrage. Die Amerikaner machen Druck auf Brüssel, sich mit Athen zu arrangieren. Sie müssten sonst ihre Flottenpräsenz im Mittelmeer erhöhen.

Voraussetzung ist allerdings, dass Athen seine wirtschaftspolitischen Intentionen offen legt. Nur dann können die Gläubiger einschätzen, ob sie ihr Geld zurückbekommen können. Nur dann kann man sehen, ob es eine Basis für eine Zusammenarbeit in der Währungsunion gibt. Eine Währungsunion funktioniert nur, wenn sich alle an gemeinsame Regeln halten. Im Übrigen sind viele Länder im Euro interessiert, ob es ein Alternativkonzept zu dem bisherigen "Brüsseler Konsens" der Austeritätspolitik gibt. Die Frage des wirtschaftspolitischen Konzepts ist wichtiger als alle Diskussionen über smarte Lösungen beim Schuldenschnitt.

Bisher lässt sich Athen hier nicht in die Karten schauen. Aus Wahlkampfaussagen ist nur zu entnehmen, dass es mehr Staatseinfluss auf die Wirtschaft geben wird und mehr Umverteilung zugunsten der unteren Schichten. Das allein reicht aber nicht. Statt eines Investmentbankers sollte man lieber einen Wirtschaftspolitiker als Berater engagieren.

Viertens: Die neuen Männer in Athen machen den Eindruck, als hätten sie beliebig Zeit, um die Finanzierungsprobleme zu lösen. Sie lehnten gleich zu Beginn rund-

weg eine kurzfristige Hilfe der Partner in Höhe von EUR 1,7 Mrd. ab. Das sei nicht nötig.

Auch das ist nicht korrekt. Richtig ist, dass das Zeitfenster, das Athen hat, sehr eng ist. Im Augenblick kann sich das Land noch mit Hilfskrediten der Zentralbank (ELA = Emergency Liquidity Assistance) über Wasser halten. Es gibt auch noch Reserven im Haushalt. Im Zweifel könnte sie nach dem Muster Zyperns Kapitalverkehrskontrollen einführen, um den Kapitalabfluss ins Ausland zu stoppen. Aber je näher der Zeitpunkt kommt, an dem Zahlungen an die Gläubiger geleistet werden müssen, umso schwieriger wird es. Es kann dann schnell zu Verzögerungen bei den Zahlungen kommen, was einen Staatsbankrott auslösen könnte. Wenn es wirklich zu einem "Grexit" kommen sollte, dann am ehesten "Per Accident".

Für den Anleger

Bereiten Sie sich auf weitere Turbulenzen in der Währungsunion vor und sichern Sie Positionen ab. Das Mantra, dass ein "Grexit" für die Gemeinschaft gar nicht so schlimm ist, gilt nicht mehr. Zwar würde er am Ende nicht zu einem Zusammenbruch des Euros führen. Er würde aber Schockwellen auslösen, die bestimmt nicht geringer wären als das was wir nach der Freigabe des Schweizer Franken im Januar erlebten.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com. Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf www.assenagon.com.

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Schweiz GmbH, Assenagon Client Service GmbH, München und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren.

Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung 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 mit Wohn- oder Geschäftssitz in einer ausländischen Rechtsordnung sollten sich über derartige Einschränkungen informieren und sie entsprechend einhalten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten, und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentlichen Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter www.assenagon.com erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.