



*Standpunkt*

April 2010

Griechenland 2010 –  
Ein Kanarienvogel im Minenschacht

©2010. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

# Griechenland 2010 – Ein Kanarienvogel im Minenschacht

- ◆ In der Folge der Finanzmarktkrise der Jahre 2007-2009 geriet auch das problematische „Setup“ der Europäischen Währungsunion (EWU) erstmals seit dem Beginn der EWU im Jahr 1999 ins Blickfeld der Märkte.
- ◆ Die Politik hat ihr eigentliches Ziel, den Weg zur Politischen Union, mit der Währungsunion und einer gemeinsamen Geld- und Währungspolitik begonnen, während die sonstige Wirtschaftspolitik den Mitgliedsländern überlassen wurde. Entgegen der ursprünglichen Erwartungen sind die Euroländer seit dem Beginn der EWU nicht zusammengewachsen, sondern haben sich auseinander entwickelt.
- ◆ Die schwächeren Länder haben die „Windfall Profits“ der niedrigen Zinsen zu wenig genutzt, um die Infrastruktur zu verbessern, die Verschuldung zu senken oder sich wettbewerbsfähig zu machen. Deutschland hat sich im Gegensatz dazu wegen des starken Euro auf die Aufrechterhaltung der Wettbewerbsfähigkeit konzentriert, die Binnenkonjunktur aber vernachlässigt.
- ◆ Mit der einheitlichen Währung wird der Ausgleichsmechanismus frei sich bildender Wechselkurse, der es erlaubt, dass Volkswirtschaften unterschiedlicher Leistungskraft miteinander bestehen, außer Kraft gesetzt. Damit werden die Unterschiede im Verhältnis von Löhnen und Produktivität transparent. Der freie Markt und das Fehlen einer Anpassung der Währung führen in einigen Ländern zu steigender Arbeitslosigkeit, einer Überschuldung und wachsenden Problemen mit der Wettbewerbsfähigkeit.
- ◆ Griechenland wurde 2010 zum Kulminationspunkt der Krise, da dessen Wettbewerbsfähigkeit am stärksten gesunken, die Verschuldung stark gestiegen ist und sich das Land durch Datenmanipulation letztlich in die EWU gemogelt hat.
- ◆ Dennoch gab es für das kurzfristige Lösen der EWU-Krise nur eine Alternative – eine Kombination von maximal möglicher Austerität Griechenlands, um „Moral Hazard“-Anreize möglichst begrenzt zu halten, und Hilfe von außen, wahlweise vom IWF oder von der EWU.
- ◆ Langfristig gehen die Probleme mit dem schwierigen „Setup“ der EWU nicht von selber weg. Der Druck zu einer gemeinsamen Fiskalpolitik und wachsenden Transfers zwischen den EWU-Ländern wird zukünftig immer größer werden. Will man am Ziel einer Politischen Union, der „Vereinigten Staaten von Europa“ festhalten, wird die Politik die bisher vermiedenen Themen mit ihren Wählern austragen müssen.
- ◆ Die EWU-Krise wird auch nach ihrer Lösung Schleifspuren an den Kapitalmärkten hinterlassen. Credit-Risiken von Euroland-Staatsanleihen werden auch auf lange Sicht wieder stärker bepreist werden und der Euro bleibt unter enger Beobachtung. Dies eröffnet Chancen für aktives europäisches Renten-Portfoliomanagement.
- ◆ Die Griechenland-Frage stellt einen Indikator für generelle Fehlentwicklungen von übergeordneter Bedeutung dar. Es geht um die explodierende Verschuldung fast aller Staaten der entwickelten Welt, die sinkende Wettbewerbsfähigkeit und Wachstumsdynamik Europas sowie den allmählichen und fast unvermeidlichen Weg in die Schuldenknechtschaft.

# Griechenland 2010 – Ein Kanarienvogel im Minenschacht

## Griechenland – Ein Kanarienvogel im Minenschacht

Ein Schwarzer Schwan wie die Finanzmarktkrise der Jahre 2007 bis 2009 kommt nicht allein; er ist von vielen kleinen Schwarzen Schwänen begleitet, welche Schwachstellen der Weltwirtschaft offen legen und einen Blick erlauben auf mögliche Krisenherde der Zukunft. Die Griechenlandkrise des Jahres 2010 ist ein solcher Vorbote auf die Dinge, die kommen werden – Griechenland ein Kanarienvogel im Minenschacht, der anzeigt, dass Gefahr im Verzug ist, und dass der Anleger sich wappnen muss. Wir sehen das Geschehen um Griechenland im Frühjahr 2010 als ersten Indikator für eine kommende europäische Schuldenkrise – vielleicht gar für eine große Schuldenkrise der entwickelten Welt in den kommenden Jahrzehnten.

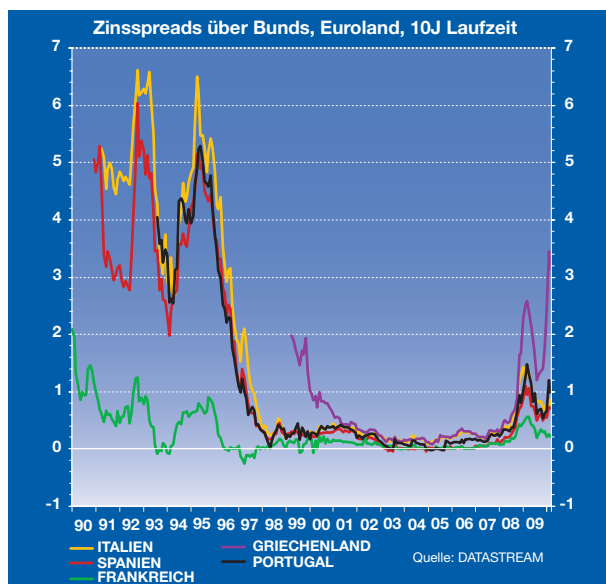
## Die EWU – eine Erfolgsgeschichte (im Prinzip)

Das Überraschende an der Krise der europäischen Peripherie mit Griechenland im Fokus ist eigentlich nicht, dass es eine Krise gibt, sondern dass es so lange gedauert hat, bis sie zum Ausbruch kam. Die meisten Beobachter der Europäischen Währungsunion (EWU) wussten seit langem, dass sich die Politik in den 1990er Jahren für einen sehr holprigen Weg entschieden hat, um zur Politischen Union Europas zu kommen, indem sie als ersten Schritt eine Währungsunion eingeleitet hat.<sup>1</sup> Angesichts vieler Ungereimtheiten im „Setup“ dieser Währungsunion war es ein enormer Erfolg, dass die EWU zehn Jahre ohne wesentliche Krise geblieben ist - trotz immer offensichtlicher werdender Fehlentwicklungen und Ungleichgewichte.

Die Abbildung 1 zeigt den enormen Erfolg der EWU. Die Zinsaufschläge der zehnjährigen Staatsanleihen der EWU-Beitrittsländer über Bundesanleihen, die sich vor dem Start der EWU z. T. auf

mehrere Hundert Basispunkte beliefen, verengten sich nach Beginn der EWU auf sehr niedrige zweistellige Niveaus, die letztlich eher geringere Liquidität denn ein wirkliches Ausfallrisiko (und natürlich keine Wechselkursereignisse mehr) einpreisten. Diese im Prinzip auf das deutsche Niveau gefallenen Zinsen brachten den EWU-Beitrittsländern enorme „Windfall Profits“ - die sie aber leider nicht sinnvoll genutzt haben. Die ärmeren Beitrittsländer haben ihre von der EWU herrührenden finanziellen Vorteile zu wenig für Reformen genutzt, wofür sie heute den Preis einer erneuten Ausweitung der Spreads bezahlen.

Abbildung 1: Zinsspreads über Bunds, 10J Laufzeit



Die Abbildung 2 zeigt, dass der große Erfolg der EWU sich auch in der Stärke des Euro über ein ganzes Jahrzehnt widerspiegelt (ganz nach dem Motto: „Der Euro, stark wie die Mark“). Seit Beginn der EWU ist der Euro von allen großen Währungen die stärkste gewesen. Während JPY, USD und auch das GBP unter enormen Schwankungen und einem stetigen Wertverlust litten, blieb der Euro über all die Jahre von Krisen unberührt.

Dennoch trug gerade diese Euro-Stärke schon den Keim der kommenden Krise in sich.

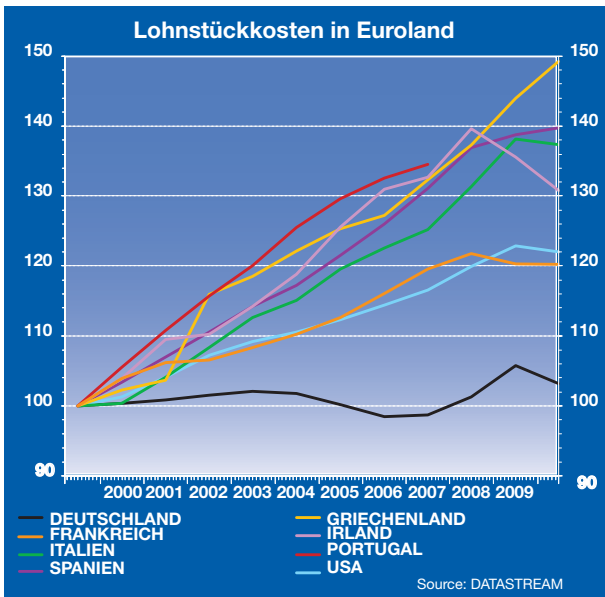
Abbildung 2: Wechselkurse, handelsgewichtet



Die Ursachen der Euroland-Krise

Im Kern der Euroland-Krise von 2010 steht die Erkenntnis, dass die Euroländer seit dem Beginn der EWU (entgegen der Erwartungen) nicht enger zusammengewachsen sind, sondern sich voneinander entfernt haben. Die Abbildung 3 zeigt dieses diametrale Auseinanderdriften insbesondere von Deutschland (sowie Österreich) auf der einen und dem Rest der Euroländer auf der anderen Seite.

Abbildung 3: Lohnstückkosten in Euroland



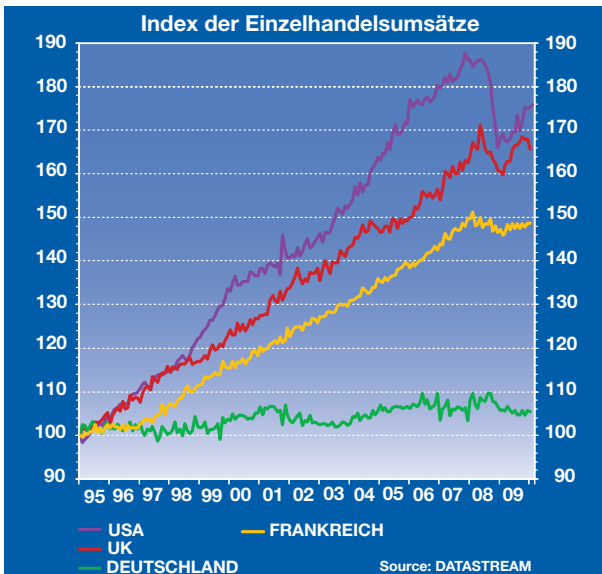
Deutschland, das seit Jahrzehnten gewohnt war, trotz einer starken DM eine boomende Exportindustrie am Laufen zu halten, absolvierte mit Hilfe der Gewerkschaften (auch in Folge der deutschen Wiedervereinigung) ein gewaltiges Austeritätsprogramm am Arbeitsmarkt. Die Löhne stiegen seit Beginn der EWU exakt parallel zum Anstieg der Produktivität, so dass die Lohnstückkosten ein volles Jahrzehnt stagnierten. Daher konnte die deutsche Volkswirtschaft im letzten Jahrzehnt trotz der Euro-Stärke ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit weiter ausbauen.

Die anderen Euroländer schwenkten dagegen auf einen völlig anderen Pfad ein – die Lohnstückkosten stiegen stetig an, die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft sank Jahr für Jahr. Die „Windfall Profits“ der niedrigen Zinsen wurde genutzt, um den Konsum aufrechtzuerhalten und über Schulden finanzierte, staatliche Wohlfahrtsprogramme auszubauen, nicht aber um die Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaften und Unternehmen zu steigern oder die Infrastruktur zu verbessern.

Dennoch ist auch im Falle Deutschlands Hochmut keinesfalls angebracht. Die deutsche Austerität hat ihren Preis. Die Abbildung 4 zeigt, dass sich Deutschland auf Kosten der Binnenkonjunktur wettbewerbsfähig gehalten hat. Die Lohnzurückhaltung der letzten Jahrzehnte und der wachsende Zugriff des Staates auf die Einkommen der Bürger haben dazu geführt, dass der private Konsum in Deutschland, ganz im Gegensatz zur Entwicklung in den USA, Großbritannien oder in den anderen Euroländern, seit Jahrzehnten stagniert.

Die deutsche Konsumzurückhaltung macht es anderen Ländern schwer, sich aus der Krise herauszuexportieren – ein die deutsche Verhandlungsposition insbesondere gegenüber Frankreich schwächender Punkt im Verlauf der Diskussion über Rettungspakete für schwache Euroländer unter Einbezug von Mitteln aus Deutschland.<sup>2</sup>

Abbildung 4: Index der Einzelhandelsumsätze



## Die Europäische Währungsunion

Die – in weitem Maße angelsächsisch geprägte – Diskussion des Frühjahres 2010 um die Europäische Währungsunion, deren Auseinanderbrechen wegen der inneren Widersprüche der Ausgestaltung der EWU und infolge des Auseinanderdriftens der Volkswirtschaften unmittelbar bevorstünde, verkennt weitgehend den enormen politischen Willen zur Europäischen Politischen Union. Schon vor Gründung der EWU gab es zwar eine lebhafte Diskussion darüber, welches der beste Weg zur europäischen Einigung wäre, nie war aber das Ziel des Aufbaus der „Federal States of Europe“ umstritten. Der europäische Einigungsprozess wird in der europäischen Politik als alternativlos angesehen, will man langfristig im Konzert der Großen nicht zwischen den wirklichen Großmächten USA und China zerrieben werden.

Will man die Ursachen der EWU-Krise des Jahres 2010 besser verstehen, hilft ein Blick auf die Diskussion zwischen der deutschen Bundesregierung und der Deutschen Bundesbank, die der Gründung der EWU am Ende der 1990er Jahre vorausging. Die Deutsche Bundesbank war stets ein Verfechter der sogenannten Krönungstheorie, die besagt, dass die Währungsunion die Krönung eines Prozesses sei, die am Ende einer Entwicklung zur Politischen Union stünde. Oder um es mit den Worten der Bundesbank zu sagen: „Die Währungsunion ist eine nicht mehr kündbare Solidargemein-

schaft, die nach aller Erfahrung für ihren dauerhaften Bestand eine weitgehende Bindung in Form einer umfassenden politischen Union benötigt“.<sup>3</sup>

Den Politikern in Europa war schon immer klar, dass der direkte Weg zur Politischen Union wegen der fehlenden Unterstützung der Bevölkerung und der schwierigen politischen Zusammenarbeit in Europa bei vielen Fragen - wie z.B. der Verteidigungspolitik - kaum zu gehen ist.

Sie entschieden sich deshalb dafür, die Währungsunion als Mittel zur Erreichung des Endziels der Politischen Union zu nutzen, also sozusagen die Ökonomie als Hebel für politische Zwecke einzusetzen. Diese Lösung einer vorangehenden ökonomisch-funktionalen Integration war aber immer nur ein Wechsel des Weges zur Politischen Union.<sup>4</sup> Das eigentliche Ziel der europäischen Politik (fast das einzige sogar) blieb über die ganzen Jahrzehnte die Politische Union.

## Der schwierige Weg zu den „Federal States of Europe“

Der Weg zur politischen Einigung im Sinne der Krönungstheorie der Deutschen Bundesbank wäre zweifellos der logischere gewesen, so dass der Weg, den die Politik eingeschlagen hat, von Beginn an mit Risiken und ungeklärten Fragen behaftet war. Die Abbildung 5 zeigt die Probleme auf dem Weg zu den „Vereinigten Staaten von Europa“.

Abbildung 5: Der Weg zu den „Federal States of Europe“



Die Politik hat den Weg zur Politischen Union mit dem ersten Schritt, der Währungsunion und einer gemeinsamen Geld- und Währungspolitik begonnen, während die sonstigen Bereiche der Wirtschaftspolitik, wie die Konjunktur- und Fiskalpolitik, die Arbeitsmarktpolitik und insbesondere die distributive Fiskalpolitik (Verteilungspolitik, horizontaler Finanzausgleich) weitgehend den Mitgliedsländern selber überlassen werden.

Letztlich führt der Weg zur Politischen Union aber nur über die schrittweise Integration dieser Politikbereiche in die Gemeinschaftspolitik. Die marktwirtschaftliche Integration ist nicht so unpolitisch wie von den Politikern unterstellt, denn sie hat weittragende politische wie sozialstrukturelle Wirkungen in Bewegung gesetzt. Letztlich überlassen die Politiker politische Entscheidungen und Ziele damit dem Markt, um sich hinter ihm zu verstecken. Sie wollen implizit den Weg zur Politischen Union auf lange Sicht gehen, sind sie sich aber bewusst, dass sie hierfür im Wahlvolk wenig Unterstützung haben. Daher setzt man darauf, dass via den Hebel der Währungsunion durch den Druck der Märkte eine fortschreitende Kooperation der Europäischen Union erzwungen oder zumindest erleichtert wird. Diese Diskussion macht aber eines klar: die Spannungen in der EWU sind hausgemacht und in gewissem Maße gewollt - die Spannungen werden uns deshalb über die nächsten Jahre begleiten.

### **Die aktuelle Krise, der EWU-Vertrag und die ökonomischen Gesetze**

Der Maastricht-Vertrag, der die Basis der EWU gelegt hat, legte eine uneingeschränkte gemeinsame Geldverfassung bei einem geringen Grad der Integration in der allgemeinen Politik fest. Der Geltungsbereich des Euro umfasst souverän bleibende Staaten, zwischen denen kein Finanzausgleich mit Transferleistungen, keine gemeinsame Arbeitsmarktpolitik und keine einheitliche Finanz- und Haushaltspolitik vorgesehen ist.<sup>5</sup> Die wenigen Versuche der Koordination der Wirtschaftspolitik, wie z. B. der Stabilitäts- und Wachstumspakt, sind als Folge der Finanzmarktkrise weitgehend unglaubwürdig geworden.

Mit der einheitlichen Währung wird aber der Ausgleichsmechanismus frei sich bildender Wech-

selkurse, der es erlaubt, dass Volkswirtschaften unterschiedlicher Leistungskraft miteinander bestehen, außer Kraft gesetzt. Damit werden die Unterschiede im Verhältnis von Löhnen und Produktivität (also die Lohnstückkosten) transparent. Der freie Markt und das Fehlen einer Anpassung der Währung führen daher in einigen Ländern und Regionen zu steigender Arbeitslosigkeit und wachsenden Problemen mit der Wettbewerbsfähigkeit. Gleichzeitig sind in den Verträgen keine (transparenten) Modalitäten für den geordneten Rückzug eines Landes aus der EWU vorgesehen.

Das Beispiel der USA zeigt allerdings, dass ein ökonomisch nicht optimaler Währungsraum (gemäß der volkswirtschaftlichen Theorie) in einem einheitlichen Staatsgebiet durchaus zusammengehalten werden kann, falls genug politische Solidarität im Währungsraum vorhanden ist, die sich in erheblichen Finanzausgleichszahlungen niederschlägt.

Dies macht den Kern der gegenwärtigen Krise in Euroland klar: die alten Mechanismen des Ausgleichs zwischen den Ländern und Volkswirtschaften wurden durch die Währungsunion ausgeschaltet. Länder, die sich in gewissen Fragen falsch verhalten, fallen in der Entwicklung zurück und der Druck auf einen europäischen Finanzausgleich, auf Transferleistungen großen Umfangs, wird unabwendbar. Die Märkte testen aus – und werden zukünftig immer wieder austesten – ob die europäische Politik willig und fähig ist, diesen redistributiven Ausgleichsmechanismus im Notfall auch gegen Teile der Bevölkerung durchzusetzen.

Letztlich drängt der Markt auf eine Entscheidung auf die Frage, ob die Solidarität in der EWU ausreicht, um die Grundlagen für eine Politische Union zu legen. Der Markt will wissen, wie ernst die „No Bailout“-Klausel (keine wechselseitige Haftung der Beitrittsländer gemäß Artikel 125 AEU-Vertrag) wirklich gemeint ist, weil sie dem Weg zur Politischen Union eher hinderlich ist, oder ob sich die Staaten im Ernstfall eher auf die Schlupflöcher wie die von Artikel 122, Abs. 2 AEU-Vertrag berufen, der bei außergewöhnlichen Ereignissen Ausnahmen von der Regel erlaubt.<sup>6</sup>

Generell aber fehlt eine wirkliche Debatte in Europa über die Finalität der europäischen Einigung.<sup>7</sup>

Wohin will Europa? Und was ist das Wohlstandsversprechen der EU für das 21. Jahrhundert in Zeiten massiver Verteilungs- und Gerechtigkeitsdebatten?<sup>8</sup>

## Die Kulmination der offenen Fragen in 2010 – Griechenland

Der Fall Griechenland wurde im Frühjahr 2010 zum Kulminationspunkt der offenen Fragen zur Politischen Union. Griechenland ist ein naheliegenderes Opfer, weil es das Land ist, dessen Wettbewerbsfähigkeit seit Start der EWU am stärksten gesunken, dessen Verschuldung stetig angestiegen ist und das sich durch Datenmanipulation letztlich in die EWU gemogelt hat.

Dennoch ist eigentlich klar, dass es sich die EWU-Politiker nicht leisten können, einen Default bzw. eine Umschuldung von Griechenland oder gar ein Verlassen der EWU zuzulassen. Die Unentschlossenheit im Handeln in den letzten Wochen ist lediglich darauf zurückzuführen, dass man sich nicht einig war, wie lange man pokern muss, um Griechenland zu Zugeständnissen zu zwingen und ob man die Rettung aus eigener Kraft mit Mitteln der EWU-Länder anstrebt oder ob man mit dem IWF zusammen agieren will.

## Warum kann man ein wirkliches Scheitern Griechenlands und ein Ausbleiben bilateraler Hilfe keinesfalls zulassen?

Erstens wäre das ganz offensichtlich nur ein erster Schritt der Krise, der sofort Attacken des Marktes auf andere schwache EWU-Länder auslösen würde, so dass es letztlich tatsächlich zu einem Auseinanderbrechen der EWU führen könnte, wenn die Angriffe entscheidende europäische Kernländer wie Spanien oder Italien erreichten (Dominotheorie).

Die Abbildung 6 zeigt zweitens, dass die großen EWU-Länder angesichts der noch immer fragilen Verfassung des Europäischen Bankensystems und der starken Verflechtungen der Banken in ganz Europa keinen zweiten Fall „Lehman“ verkraften können („Too Connected To Fail“).<sup>9</sup>

Drittens darf man nicht vergessen, dass Griechenland ein für die EU und die NATO militärisch bedeutendes Land im Osten der EU ist, das eine wichtige Verbindung zur Türkei und dem Arabischen Raum darstellt, und dass man deshalb auch aus übergeordneten Gründen nicht ins Chaos versinken lassen kann.

Schließlich müssen die anderen EWU-Länder viertens einräumen, dass Griechenland seine Probleme nicht mehr allein lösen kann, denn die verantwortlichen EU-Politiker haben dem Scheitern der griechischen Politik nach Beitritt zur EWU zu lange zugesehen.

Abbildung 6: Grenzübergreifende Kreditvergabe

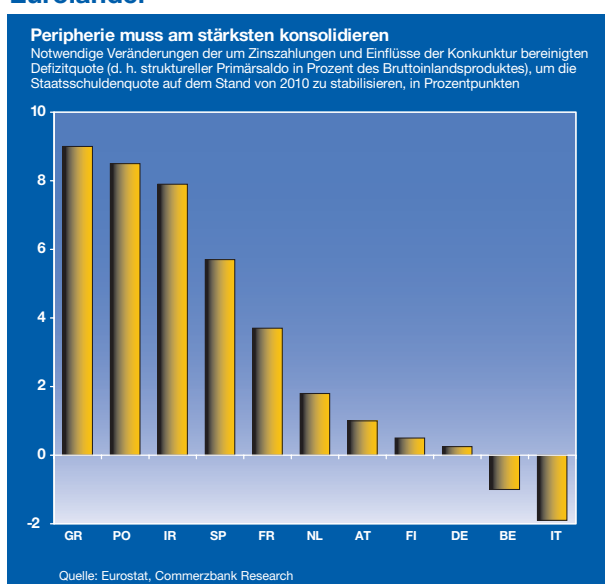
### Grenzübergreifende Kreditvergabe innerhalb der Eurozone (in % des Gläubiger – BIP)

	AUS	FRA	GER	ITA	CHF	SPA	SWE	Europe	US	UK	Japan
Portugal	0.0	1.3	1.4	0.3	0.7	5.8	0.1	1.6	0.0	1.1	0.1
Italy	N/A	18.3	6.3	-	3.5	3.5	0.8	7.2	0.4	3.5	1.0
Greece	1.2	2.5	1.1	0.3	11.8	0.1	0.2	1.3	0.1	0.5	0.1
Ireland	N/A	2.7	5.7	1.1	3.1	1.0	1.5	4.5	0.4	8.4	0.6
Spain	0.1	7.3	7.3	1.5	2.7	-	1.6	5.9	0.4	5.6	0.5
Total	1.3	32.1	21.8	3.2	21.8	10.4	4.1	20.5	1.3	19.1	2.3

Quelle: Morgan Stanley

Die Abbildung 7 zeigt den extremen Konsolidierungsbedarf von Griechenland (aber auch anderer Länder wie Portugal, Irland oder Spanien).<sup>10</sup> Wollte Griechenland aus eigener Kraft innerhalb weniger Jahre zurück zur Wettbewerbsfähigkeit und zu ausgeglichenen Haushalten, wären angesichts massiver Einsparungen, Rentenkürzungen und fallender Löhne eine tiefe Depression und Deflation in Griechenland unvermeidlich. Das Risiko, ein EWU-Land dadurch ausgelöster sozialer Instabilität auszusetzen, kann die EWU nicht eingehen.

### Abbildung 7: Konsolidierungsbedarf der Euroländer



Insofern gab es für das kurzfristige Lösen des Problems Griechenland immer nur eine Alternative – eine Kombination von maximal möglicher Austerität Griechenlands, um „Moral Hazard“-Anreize möglichst begrenzt zu halten, sowie begrenzter Solidarität und Hilfe von außen, also wahlweise vom IWF oder von der EWU.

### Kapitalmarktkonsequenzen

Die Tatsache, dass sich die Griechenland-Krise trotz des Mitte März angekündigten Rettungspaketes durch die EU-Staaten nicht beruhigt hat, zeigt deutlich, dass lauwarmer und vage Solidaritätsbekundungen von „elf Freunden“ in einer solchen Problemlage nicht mehr ausreichen. Es mangelt den bisherigen Hilfszusagen an Klarheit und Transparenz (wann tritt der Krisenfall ein, wie erfolgt die Hilfe, wie erfolgt die Verzinsung der Hilfe, welche weiteren Gegenleistungen erbringt Griechenland,

werden die aktuellen Anleihegläubiger vielleicht doch in die Solidarität mit einbezogen?).

Der Einbezug des IWF nicht nur als Rat- sondern auch als Geldgeber hat Zweifel an der Aufrichtigkeit der Solidarität der EWU-Staaten, speziell von Deutschland, geweckt, als würde man sich de facto allmählich doch schrittweise von einzelnen Partnern abwenden (würden die USA Kalifornien durch den IWF retten lassen?).

Ohne eine ganz klare, verlässliche Ansage der EU-Politiker, dass man kein EWU-Land scheitern lässt, lässt sich die Krise nicht eindämmen. Es wäre aber lächerlich, wegen einer solchen Minikrise das europäische Projekt zu gefährden.

Daher gehen wir davon aus, dass die europäischen Politiker letztlich zum Handeln bereit sein werden, wenn es zum Schwur kommt. Dann könnte diese Krise schnell eingedämmt werden, und die Renditespreads der Peripherieländer würden sich deutlich einengen. Erst dann könnte sich auch der Euro von der Talfahrt der letzten Monate erholen.

Dennoch glauben wir nicht, dass die Märkte nach einer Rettung Griechenlands zur Tagesordnung übergehen würden. Nachdem viele Grundlagen der EWU in dieser Krise in Frage gestellt wurden und die Schwächen der vertraglichen Ausgestaltung wieder ins Blickfeld geraten sind, wird der Markt auch zukünftig ein größeres Credit-Risiko der Peripherie in die Staatsanleihenrenditen einpreisen. Auch ein gewisser Zweifel am Euro dürfte verbleiben. Wir erwarten daher vermehrte Chancen für aktives Management von europäischen Staatsanleihenportfolios, dessen Spielraum in den zehn Jahren vor Ausbruch der Krise sehr eng geworden war. Hierauf werden wir in einer folgenden Publikation eingehen.

Feststellen muss man leider auch, dass die gegenwärtige Krise überdeutlich gemacht hat, dass Europa schwere Zeiten bevorstehen. In vielen Ländern steht in den nächsten Jahren eine massive Konsolidierung der Staatsfinanzen bevor, was das Wachstum des EWU-Raumes über Jahre eindämmen wird. In diesem Umfeld sehen wir die EZB noch relativ lange in der Verantwortung, das anämische Wachstum angesichts eines (in Europa) disinflationären Umfelds durch eine expansive Politik zu stützen.

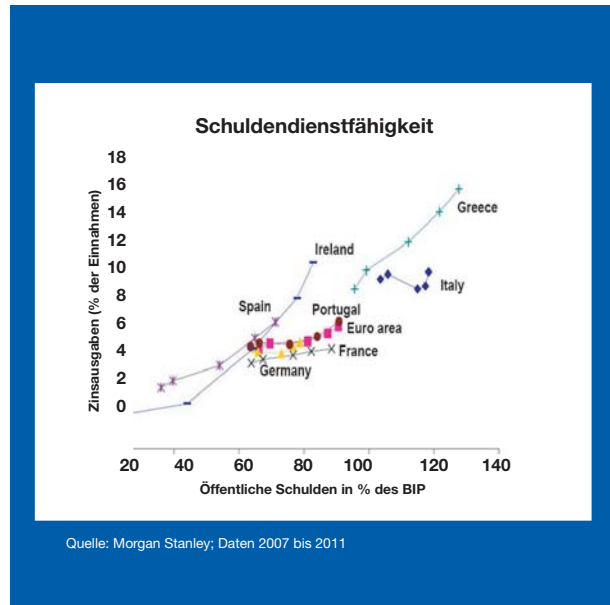
## Griechenland – Ein Kanarienvogel im Minenschacht

So wichtig die Diskussion um eine (kurzfristige) EWU-Lösung für Griechenland auch ist, sollte der Anleger nicht übersehen, dass die Griechenland-Frage auch ein Indikator für generelle Fehlentwicklungen von übergeordneter Bedeutung ist, sozusagen ein Kanarienvogel im Minenschacht. Es geht um die explodierende Verschuldung fast aller Staaten der entwickelten Welt, die sinkende Wettbewerbsfähigkeit und Wachstumsdynamik Europas sowie den allmählichen und fast unvermeidlichen Weg in die Schuldenknechtschaft.<sup>11</sup>

Letztlich ist ein Rettungspaket für Griechenland über einen zu gründenden Europäischen Währungsfonds, eine Gemeinschaftsanleihe oder von der EWU garantierte IWF-Kredite ja deshalb so schwer zu organisieren, weil praktisch kein Land der EWU in einer Verfassung ist, die Großzügigkeit bei Notfallplänen oder bilateralen Hilfen erlaubt.<sup>12</sup>

Die Abbildung 8 zeigt diese sich in den letzten Jahren dramatisch verschlechternde Situation aller öffentlichen Haushalte der EWU, insbesondere natürlich auch, aber nicht nur, aufgrund der Sozialisierung der Bankschulden als Folge der Finanzmarktkrise.

**Abbildung 8: Schuldenstand und Zinskosten in der EWU**



**Abbildung 9: Schuldenentwicklung weltweit**

Fiscal situation and prospects <sup>1</sup>									
	Fiscal balance			Structural balance <sup>2</sup>			General government debt <sup>3</sup>		
	As a percentage of GDP								
	2007	2010	2011	2007	2010	2011	2007	2010	2011
Austria	-0.7	-5.5	-5.8	-1.4	-3.3	-3.6	62	78	82
France	-2.7	-8.6	-8.0	-3.5	-6.8	-6.3	70	92	99
Germany	0.2	-5.3	-4.6	-0.8	-4.0	-3.7	65	82	85
Greece	-4.0	-9.8	-10.0	-4.5	-6.9	-6.8	104	123	130
Ireland	0.2	-12.2	-11.6	-1.3	-9.0	-9.0	28	81	93
Italy	-1.5	-5.4	-5.1	-2.2	-2.6	-2.8	112	127	130
Japan	-2.5	-8.2	-9.4	-3.4	-7.4	-9.0	167	197	204
Netherlands	0.2	-5.9	-5.3	-0.6	-3.6	-3.1	52	77	82
Portugal	-2.7	-7.6	-7.8	-2.8	-6.1	-6.8	71	91	97
Spain	1.9	-8.5	-7.7	1.6	-5.2	-4.5	42	68	74
United Kingdom	-2.7	-13.3	-12.5	-3.4	-10.5	-9.9	47	83	94
United States	-2.8	-10.7	-9.4	-3.1	-9.2	-8.2	62	92	100
Asia <sup>4</sup>	0.1	-3.5	-3.6	...	...	...	37	40	41
Central Europe <sup>5</sup>	3.7	-4.4	-3.9	...	...	...	23	28	29
Latin America <sup>6</sup>	-1.5	-2.4	-2.0	...	...	...	41	37	35

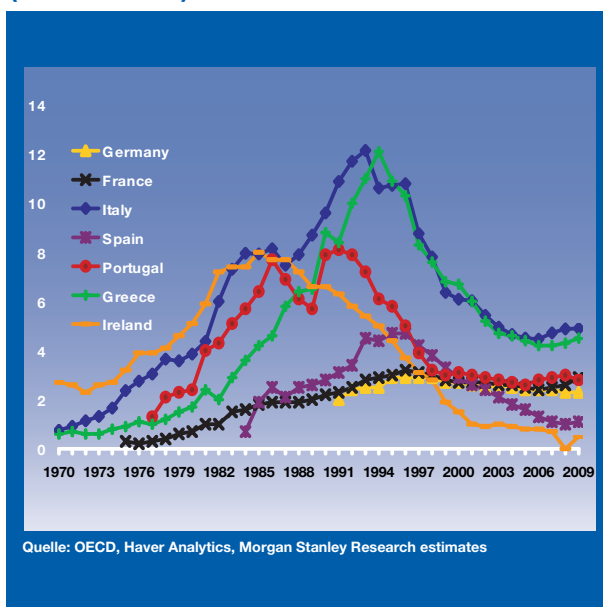
<sup>1</sup> Regional averages calculated as weighted averages based on 2005 GDP and PPP exchange rates. <sup>2</sup> Cyclically adjusted balance. <sup>3</sup> For Argentina, the Philippines and Thailand, central government debt. <sup>4</sup> China, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines, Singapore and Thailand. <sup>5</sup> The Czech Republic, Hungary and Poland. <sup>6</sup> Argentina, Brazil, Chile and Mexico.

Sources: IMF, *World Economic Outlook* (emerging market economies); OECD, *Economic Outlook* (advanced economies).

Der eine oder andere Europäer mag sich durch einen Blick in die anderen OECD-Länder trösten. Die Abbildung 9 zeigt, dass die Verschuldungssituation Japans oder der Vereinigten Staaten auch nicht besser ist als die von Europa. Aber ist es wirklich ein Trost, wenn alle Länder der entwickelten Welt die gleichen Fehlentwicklungen, die gleiche Reformunfähigkeit und in den nächsten Jahrzehnten den gleichen Korrekturbedarf aufweisen?

Die EWU-Länder haben in den letzten Jahren enorm von den „Windfall Profits“ der Spreadeinengung und der gesunkenen Zinsen profitiert. Die Abbildung 10 zeigt, dass sich trotz explodierender Verschuldung der Nettozinsaufwand der Schuldenlast seit Mitte der 1990er Jahre reduziert hat. Aber wie werden es diese Länder verkraften, wenn die Zinsen in den nächsten Jahren deutlich steigen und sich die Zinslasten enorm erhöhen?

**Abbildung 10: Staatlicher Netto-Zinsaufwand (in % des BIP)**



Das Thema der Verschuldung der öffentlichen Hand in der EU und in den anderen OECD-Ländern und der damit verbundene enorme Konsolidierungszwang werden in den nächsten Jahren zum bestimmenden Faktor für die Wachstumsaussichten der entwickelten Welt, für das Zinsniveau und die Kapitalmärkte, zumal in den meisten Ländern gleichzeitig ein Deleveraging von Privatleuten, Unternehmen und insbesondere den Banken erwartet wird. Wenn alle sparen, sind Rezession und Deflation nicht fern, wenn keiner spart, könnten Staatsanleihen zum nächsten „Subprime“ werden.<sup>13</sup>

Die Problematik verdeutlicht eine einfache Feststellung der volkswirtschaftlichen Saldenmechanik: Der inländische private Sektor und der Staatssektor eines Landes können sich nur dann gleichzeitig entschulden, wenn nachhaltig ein Leistungsbilanzüberschuss des Landes erreicht wird.

Wie aber soll das gelingen, wenn dieses Ziel alle Länder gleichzeitig verfolgen (müssen)?<sup>14</sup>

Die Griechenlandkrise von 2010 dürfte ein erster moderater Auftakt für einige problematische Entwicklungen sein, die in den nächsten Jahrzehnten auf alle Anleger (und auf die Politiker) zukommen.

## Zusammenfassung

Durch die Finanzmarktkrise der Jahre 2007-2009 wurden viele Schwachstellen und Ungleichgewichte der weltwirtschaftlichen Entwicklung des letzten Jahrzehnts offengelegt. In diesem Kontext geriet auch das problematische „Setup“ der Europäischen Währungsunion erstmals seit dem Beginn der EWU im Jahr 1999 ernsthaft ins Blickfeld der Märkte.

Die Politik hat ihr eigentliches Ziel, den Weg zur Politischen Union, ausschließlich mit der Währungsunion und einer gemeinsamen Geld- und Währungspolitik begonnen, während die sonstigen Bereiche der Wirtschaftspolitik, wie die Konjunktur- und Fiskalpolitik, die Arbeitsmarktpolitik und die distributive Fiskalpolitik weitgehend den Mitgliedsländern selber überlassen werden. Beim Beginn der EWU ist man davon ausgegangen, dass sich die freien Politikbereiche durch die Gemeinschaftswährung unter dem Zwang der Verhältnisse automatisch einander annähern. In Wirklichkeit sind die Euroländer seit dem Beginn der EWU nicht zusammengewachsen, sondern haben sich diametral auseinander entwickelt.

Die schwächeren Länder haben die „Windfall Profits“ der niedrigen Zinsen und Spreads zu deutschen Bundesanleihen zu wenig genutzt, um die Infrastruktur zu verbessern, die Verschuldung zu senken oder sich wettbewerbsfähig zu machen. Deutschland hat sich im Gegensatz dazu im Zeichen des starken Euro vollständig auf die Aufrechterhaltung der Wettbewerbsfähigkeit konzentriert, die Binnenkonjunktur damit aber stetig geschwächt.

Mit der einheitlichen Währung wird der Ausgleichsmechanismus frei sich bildender Wechselkurse, der es erlaubt, dass Volkswirtschaften unterschiedlicher Leistungskraft miteinander bestehen, außer Kraft

gesetzt. Damit werden die Unterschiede im Verhältnis von Löhnen und Produktivität transparent. Der freie Markt und das Fehlen einer Anpassung der Währung führen in einigen Ländern und Regionen zu steigender Arbeitslosigkeit, einer Überschuldung und sinkender Wettbewerbsfähigkeit.

Der Fall Griechenland wurde 2010 zum Kulminationspunkt der Fehlentwicklungen, weil es das Land ist, dessen Wettbewerbsfähigkeit seit 1999 am stärksten gesunken, dessen Verschuldung stetig angestiegen ist und das sich durch Datenmanipulation letztlich in die EWU gemogelt hat.

Dennoch gibt es für das kurzfristige Lösen der EWU-Krise nur eine Alternative – eine Kombination von maximal möglicher Austerität Griechenlands, um „Moral Hazard“-Anreize möglichst begrenzt zu halten, und Hilfe von außen, also wahlweise vom IWF oder von der EWU. Die Kombination von erzwungener Austeritätspolitik Griechenlands und begrenzter Solidarität von EWU-Ländern und klarer Ansage der Politik, dass man kein EWU-Land scheitern lässt, wird die Krise kurzfristig eindämmen können.

Langfristig gehen die Probleme mit dem schwierigen „Setup“ der EWU aber nicht von selber weg. Der Druck zu einer gemeinsamen Fiskalpolitik und wachsenden Transfers zwischen den EWU-Ländern wird zukünftig immer größer werden. Will man am Ziel einer Politischen Union, der „Vereinigten Staaten von Europa“ festhalten, wird die Politik irgendwann die bisher vermiedenen Themen mit ihren Wählern austragen müssen, insbesondere in Deutschland.

Die EWU-Krise wird auch nach ihrer Lösung Schleifspuren an den Kapitalmärkten hinterlassen. Credit-Risiken von Euroland-Staatsanleihen werden auch auf lange Sicht wieder stärker bepreist werden und der Euro bleibt unter enger Beobachtung. Dies eröffnet Chancen für aktives europäisches Renten-Portfoliomanagement.

So wichtig die Diskussion um eine EWU-Lösung für Griechenland auch ist, stellt die Griechenland-Frage in allererster Linie einen Indikator für generelle Fehlentwicklungen von übergeordneter Bedeutung dar. Es geht um die explodierende Verschuldung fast aller Staaten der entwickelten Welt, die sinkende Wettbewerbsfähigkeit und Wachstumsdynamik Europas sowie den allmählichen und fast unvermeidlichen Weg in die Schuldenknechtschaft.<sup>15</sup>

---

**Verfasser:** Werner Krämer  
Tel.: 069 / 50606 - 140

## Literaturverzeichnis/Quellenangaben

- <sup>1</sup> P. Zeihan: Germany – Mitteleuropa Redux, Stratfor Global Intelligence, 16. März 2010; B. Connolly: The Rotten Heart of Europe, London 1996.
- <sup>2</sup> B. Hall: Lagarde criticizes Berlin policy, Financial Times, 14.3.2010, S. 1.
- <sup>3</sup> Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 42. Jahrgang, Nr. 10, Oktober 1990, S. 41.
- <sup>4</sup> E.-W. Böckenförde: Welchen Weg geht Europa?, München 1997.
- <sup>5</sup> Ebenda, S. 28-30.
- <sup>6</sup> P. De Grauwe: Crisis in the eurozone and how to deal with it, CEPS Policy Brief, No. 204, Februar 2010.
- <sup>7</sup> Deutsche Bank: Europe at 50: Suffering from identity crisis, Focus Europe, 26. März 2007.
- <sup>8</sup> M. Kopeinig: Die heimliche Agenda, Die Welt, 9.2.2010.
- <sup>9</sup> D. Antonucci: Portugal and the EMU Periphery, Morgan Stanley Investment Perspectives, 17. Februar 2010, S. 10-13.
- <sup>10</sup> J. Krämer / R. Solveen: Währungsunion – Der Druck im Kessel steigt, Commerzbank Research, Woche im Fokus, 8. Januar 2010.
- <sup>11</sup> S.G. Cecchetti / M.S. Nohant / F. Zampolli: The Future of Public Debt – Prospects and Implications, BIS Conference Draft, 2. Februar 2010.
- <sup>12</sup> D. Gros / T. Mayer: How to deal with sovereign default in Europe – Towards a Euro(pean) Monetary Fund, CEPS Policy Brief, No. 202, Februar 2010.
- <sup>13</sup> D. Oakley: Why Greece changes everything, FTfm, 1. März 2010, S. 2.
- <sup>14</sup> R. Parenteau: The European Union Trap, John Mauldin's Outside the Box Newsletter, 9.3.2010.
- <sup>15</sup> FT: The next decade of monetary union, Financial Times, 29. Dezember 2009.

## Weitere Lazard Publikationen

### Hintergrund Januar 2008

„Private Equity – quo vadis?“

### Hintergrund März 2008

„Der Charme des Absoluten – Lazard Euroland Equity Absolute Return“

### Standpunkt Juni 2008

Das Jahrzehnt der Kapitalmarktblasen – Zwischen „Stairway to Heaven“ und „Highway to Hell“

### Hintergrund Juli 2008

„Globalisierung 2.0 – Warum man auch am Rentenmarkt global denken sollte“

### Standpunkt August 2008

„Investments in die lokalen Geldmärkte der Emerging Markets – Lazard Emerging Income“

### Hintergrund November 2008

„Rückblick auf das Investment-Forum November 2008“

### Standpunkt März 2009

„Nach dem Platzen der Großen Schuldenblase – Ein erster Versuch, etwas dazu zu lernen“

### Hintergrund April 2009

„Warum Unternehmensanleihen jetzt?“

### Standpunkt Juli 2009

„Der Weg in die Schuldenknechtschaft und die Folgen“

### Hintergrund August 2009

„Das neue Paradigma 2009 – Die strategischen Argumente für Investments in die Emerging Markets“

### Hintergrund September 2009

„Fokussierung auf das absolute Risiko als Alternative zum Benchmarkdenken – Lazard Equity Managed Volatility“

### Standpunkt November 2009

„Vom unvermeidlichen Scheitern des Risikomanagements“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/wissen>





Lazard Asset Management  
(Deutschland) GmbH

[www.lazardnet.de](http://www.lazardnet.de)

Alte Mainzer Gasse 37  
60311 Frankfurt  
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0  
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9  
20354 Hamburg  
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20  
Fax: 040 - 35 72 90 - 29