



## Makroökonomischer Ausblick >>

Unser CIO Guido Barthels hat diesmal ausnahmsweise nur eine Seite geschrieben. Dieses Ereignis kann man mit Fug und Recht als einzigartig beschreiben. Es ist vermutlich genauso einzigartig wie die Spannung kurz vor dem Ende der Schlusszene des fünften Aktes einer griechischen Tragödie. Der Autor nutzt diese Gelegenheit, um sich länger und eingehender mit den Einzelheiten des makroökonomischen Ausblicks zu befassen. Dieser ist technischer als sonst, sodass der Schreibstil hier und da ziemlich *ökonomisch* daherkommt. Um es aber für unsere vielbeschäftigten Leser, die bereits auf gepackten Koffern sitzen, kurz und knapp zu fassen: Abgesehen von Griechenland ist alles in Ordnung.

### Griechenland

In dem Moment, in dem diese Zeilen geschrieben werden, ist Griechenland ein heißes Eisen. Die SYRIZA-Regierung hat gerade den vorgeschlagenen Reformplan der Institutionen (Europäische Kommission, Europäische Zentralbank und Internationaler Währungsfonds) abgelehnt. Dadurch liefen die finanziellen Hilfen zum 30. Juni aus und die griechische Regierung konnte die fällige Zahlung an den IWF (Internationaler Währungsfonds) nicht leisten.

Die Schwachstelle ist das griechische Bankensystem, da sich die Bilanzen der Banken auf beiden Seiten verkürzen. Auf der Aktivseite haben griechische Staatsanleihen und Hypotheken an Wert verloren. Auf der Passivseite zwingen Barabhebungen dieselben Banken, Vermögenswerte zu verkaufen oder zu verpfänden, um die Einlagenabflüsse auszugleichen. Die Verkürzung der Bankbilanzen ist ein akutes Anzeichen für einen heraufziehenden Bank Run, der nur durch die Einführung von

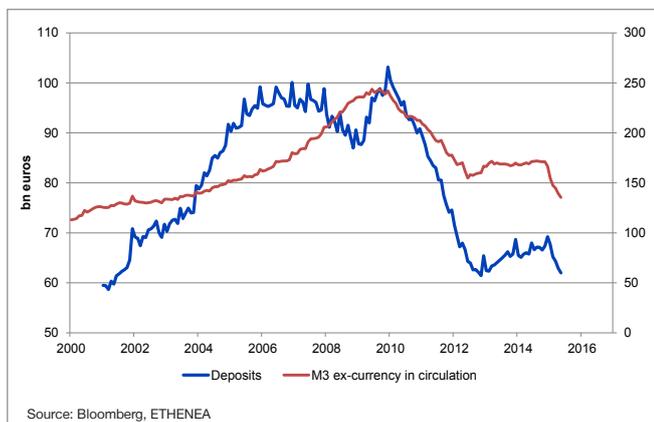
Bankfeiertagen und strengen Kapitalkontrollen bislang noch nicht völlig eingetreten ist.

Wie Grafik 1 zeigt haben seit Januar wieder Einlagenabflüsse eingesetzt. Gleichzeitig sind große Geldmengenaggregate wie M3 drastisch geschrumpft, noch schneller als in den Jahren 2010 bis 2012. Die Geldmenge M3 ohne Bargeldumlauf, wie in Grafik 1 dargestellt, vermittelt einen Eindruck von der Geschwindigkeit, mit der die finanzielle Disintermediation (anders ausgedrückt, die Geschwindigkeit, mit der die inländische Kreditvergabe kollabiert) vor sich geht. Das mangelnde Vertrauen gegenüber dem griechischen Bankensektor, das vor allem durch die Unfähigkeit der Regierung das Land zu reformieren begründet ist, führt zu hohen gesellschaftlichen Kosten wie zum Beispiel Arbeitslosigkeit, um nur die offensichtlichste Folge zu nennen.

Zweifellos sind Wirtschaftsreformen ebenso notwendig wie eine finanzielle Unterstützung. Der sehr aufschlussreiche *Going for Growth*-Bericht der OECD bietet einen guten Überblick über die notwendigen Wirtschaftsreformen.<sup>1</sup> Doch auch schmerzhaft Rentenreformen müssen in Angriff genommen werden.

Die Dynamik der Wirtschaftsaktivität weist eine inverse Korrelation zum politischen Wahnsinn auf, und es stellt sich die berechtigte Frage, worauf die Regierung eigentlich abzielt. Solange die Regierung das Vertrauen im In- und Ausland nicht wieder herstellen kann, wird es weiterhin Einlagenabflüsse geben, wird sich die finanzielle Disintermediation weiter beschleunigen und werden internationale Finanzhilfen ausbleiben. Wenn in den nächsten Wochen nichts passiert, wird die griechische Wirtschaft zusammenbrechen.

Es ist sicher eine Binsenweisheit, dass sich die politische von der wirtschaftlichen Vernunft unterscheidet. Offen gestanden, fällt es uns sehr schwer, ein *Haupt*zenario für Griechenland auszumachen, da es viele mögliche Ausgänge gibt. Wir werden zunächst das Ergebnis des Referendums am 5. Juli abwarten, dann den 17. Juli und das Unterfangen des griechischen Staates, Gehälter und Renten zu zahlen und schließlich den 20. Juli – der Tag, an dem Griechenland zwei Anleihen im Umfang von insgesamt 3,5 Mrd. EUR an die EZB zurückzahlen muss. Sollte Griechenland dazu an besagtem Tag nicht in der Lage sein, hat das Land weitere sieben Tage Zeit, um die nötigen Mittel aufzutreiben. Sollte diese endgültige Frist überschritten werden, hätte dies dramatische Folgen für das Land.



Grafik 1: Griechische Bankeinlagen und Geldmenge M3 ohne Bargeldumlauf

<sup>5</sup> Quelle: <http://www.oecd.org/greece/going-for-growth-greece-2015.pdf>

Bei einem Zahlungsausfall wird die EZB nämlich keine griechischen Vermögenswerte mehr akzeptieren (und falls doch, zu einem deutlich geringeren Wert, mit einem deutlich höheren Haircut). Außerdem wird das Notfall-Liquiditätshilfe-Programm (*Emergency Liquidity Assistance*, ELA) auslaufen, das den griechischen Banken bislang die nötigen liquiden Mittel stellt, um Einlagenabflüsse auszugleichen, was ein absolutes Chaos zur Folge haben wird. Zudem beinhaltet ein Großteil des Kapitals der griechischen Banken latente Steuerforderungen, die bei einem Staatsbankrott wertlos sind. Im Klartext bedeutet das: Kommt es am 27. Juli zu einem Zahlungsausfall, bricht das griechische Bankensystem komplett zusammen und reißt die gesamte Wirtschaft mit sich.

Angesichts eines so dramatischen möglichen Ausgangs erwarten (bzw. hoffen) wir auf eine Einigung, um den Zusammenbruch der Wirtschaft und die verheerenden Folgen für die Bürger Griechenlands zu verhindern. Wir bei ETHENEA bleiben jedoch sehr vorsichtig, da sich gute und schlechte Nachrichten mehrmals täglich den Rang ablaufen und es schwierig ist, echte Vorschläge von taktischen Zügen zu unterscheiden.

Eines sollte man jedoch nicht vergessen: In der klassischen griechischen Tragödie wird eine völlig vertrackte Situation mit einem schier unlöslichen Problem oftmals durch einen unerwarteten Eingriff oder ein unverhofftes Ereignis gelöst. Das ist der sogenannte *Deus ex machina*. Wir hoffen, dass die griechischen Götter Nachsicht üben.

### **Eurozone**

Zur gleichen Zeit bestätigen die Daten aus der übrigen Eurozone, dass die Wirtschaftsaktivität durchweg anzieht. Betrachtet man etwa die wichtigsten Länder (Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien), die rund 75 % des BIP der Eurozone ausmachen, so deuten die Frühindikatoren auf weiteres Wachstum hin. Dennoch gibt es hier Unterschiede. In Spanien lassen praktisch alle Indikatoren ein schnelles Wachstum erkennen, Italien gewinnt an Fahrt, Frankreich hält sein Tempo und Deutschland verliert etwas an Schwung.

Die jüngsten Umsatzzahlen aus dem Einzelhandel bestätigen auch die Konsumerholung. Das Verbrauchervertrauen ist hingegen nicht weiter gestiegen. Die Schaffung nur weniger neuer Arbeitsplätze – rund drei Mal weniger als in den USA mit einer vergleichbaren Erwerbsbevölkerung – und die politische Unsicherheit um die griechische Saga liefern eine mögliche Erklärung. Die Investitionstätigkeit bleibt weiterhin verhalten, der aufkeimende Kreditzyklus bleibt mäßig und die Kreditrichtlinien der Banken wurden nicht weiter gelockert. Die Indikatoren für die Kreditnachfrage sind jedoch für alle Arten von Krediten (Unternehmenskredite, Verbraucherkredite und Hypotheken) recht vielversprechend und die Zinsen auf neue Kredite sind weiter gesunken. Laut diesen Indikatoren ist es nur eine Frage der Zeit, bis Investitionen wieder zunehmen werden. Schließlich waren die Exporte den BIP-Daten zufolge

im ersten Quartal überraschend schwach, was auf den ersten Blick nicht zum schwachen Euro passt, der die Exporte eigentlich hätte ankurbeln müssen. Eine mögliche Erklärung hierfür könnte die Schwäche der asiatischen Volkswirtschaften sein.

Was die Inflation anbelangt, ist die niedrige Gesamtinflation zum großen Teil immer noch auf den Ölpreis zurückzuführen, der heute 40 % niedriger ist als vor einem Jahr. Wenn der Ölpreis auf seinem heutigen Stand von 60 USD/Barrel bleibt, wird die Gesamtinflation bis Dezember um einen Prozentpunkt ansteigen. Unsere Schätzungen für die USA sehen ganz ähnlich aus. *Ceteris paribus*, wie Ökonomen zu sagen pflegten, dürfte die Inflation in Europa locker bis Dezember von derzeitigen 0,2 % auf über 1 % ansteigen.

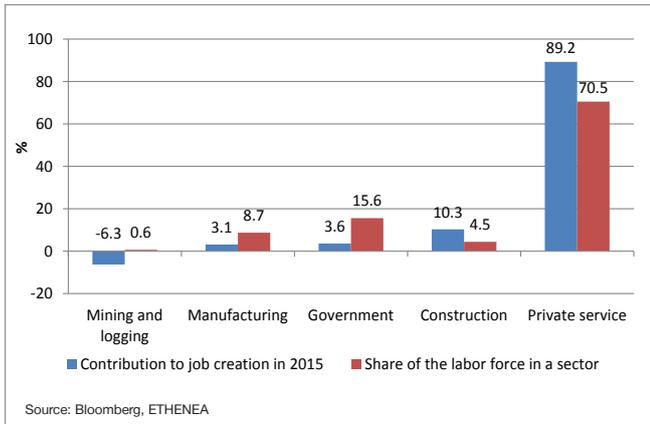
Alles in allem bleiben wir zuversichtlich im Hinblick auf die Eurozone, wo die Wirtschaft allmählich wieder anzieht. Wir behalten jedoch den Konjunkturrückgang in Asien und die Entwicklungen in Griechenland mit ihren möglichen negativen Auswirkungen genauestens im Auge.

### **USA**

In den USA werden Wachstum und Inflation von den Verzerrungen infolge des niedrigen Ölpreises und des starken Dollars bestimmt. Ein Beispiel für diese Verzerrungen finden wir in der US-Handelsbilanz. Die Ölimporte sanken in den vergangenen zwölf Monaten von rund 20 Mrd. USD auf 10 Mrd. USD pro Monat, während die nicht-ölbezogenen Importe um 10 Mrd. USD auf 220 Mrd. USD angestiegen sind. Was beim Öl gespart wurde, wurde an anderer Stelle ausgegeben. Die Exporte sind um rund 5 Mrd. USD pro Monat zurückgegangen, was in erster Linie die Aufwertung des Dollars widerspiegelt.

Auf Sektorebene hat die Anfang des Jahres eingesetzte Flaute das verarbeitende Gewerbe betroffen, während sich das Dienstleistungsgewerbe gut geschlagen hat. Insgesamt wurden seit Jahresanfang rund 1,1 Mio. neue Arbeitsplätze geschaffen. Davon entfielen nur 34.000 auf das verarbeitende Gewerbe, auf den privaten Dienstleistungssektor hingegen 970.000. Schließlich gingen 68.000 Arbeitsplätze im Bergbau verloren, 112.000 neue Arbeitsplätze wurden im Baugewerbe geschaffen und der Rest im öffentlichen Sektor.

Die Bergbaubranche, die unmittelbar vom niedrigen Ölpreis betroffen ist, wurde schwer in Mitleidenschaft gezogen, gefolgt von den Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes, die stärker international ausgerichtet sind als der Dienstleistungssektor. Im Baugewerbe – eine Binnenbranche, die nicht vom Ölpreis betroffen ist – entstehen weiterhin neue Arbeitsplätze in ziemlich raschem Tempo. Obschon nur 4,5 % der Erwerbstätigen in diesem Sektor arbeiten, entfallen auf ihn über 10 % aller neu geschaffenen Arbeitsplätze in diesem Jahr. Das Gleiche gilt für den Dienstleistungssektor, auf den fast 90 % der neuen Arbeitsplätze in diesem Jahr entfallen, der aber nur 70,5 % der



Grafik 2: Netto-Arbeitsplatzschaffung seit Jahresbeginn

Erwerbstätigen ausmacht. Einzelheiten zu diesen Sektoren sind in Grafik 2 dargestellt.

Die Frühindikatoren vermitteln ein ähnliches Bild. Beginnen wir mit dem ISM-Index, einem der meistbeachteten Frühindikatoren. Der Index für das verarbeitende Gewerbe ist erheblich niedriger als der für das nicht-verarbeitende Gewerbe, obwohl beide auf künftiges Wachstum hindeuten. Die ISM-Subindizes weisen auch darauf hin, dass die Unternehmensimporte besser abschneiden als die Unternehmensexporte.

Die Investitionen wurden auch durch den massiven Rückgang des Ölpreises verzerrt. Das Wort *Investition* ist ein breit gefasster Sammelbegriff, der hauptsächlich zwei Investitionsarten umfasst: Investitionen in Wohnimmobilien und Investitionen ohne Wohnungsbau. Investitionen ohne Wohnungsbau, darunter Gebäude (oder Gewerbeimmobilien, einschließlich Schachtanlagen), Ausrüstung (z. B. Maschinen und Lastwagen) und urheberrechtlich geschützte Produkte (z. B. Software und FuE) machen 80% der Gesamtinvestitionen aus und sind ein entscheidender Faktor zum Verständnis der Geschäftszyklen. Im ersten Quartal gingen die Investitionen ohne Wohnungsbau nur deshalb um 2,1% annualisiert zurück, weil die Investitionen in Bergbauexploration, Schacht- und Bohranlagen um sage und schreibe 55,2% annualisiert zurückgegangen waren. Ohne ölbezogene Investitionen wären die Investitionen ohne Wohnungsbau deutlich um 3,2% annualisiert gestiegen. Auch hier ist der Rückgang offenbar vor allem dem Öl geschuldet.

Der private Verbrauch, der den Löwenanteil des BIP ausmacht, steigt dank dem soliden Arbeitsmarkt. Das Sparrätsel, das den

Konsum in den letzten Monaten gedämpft hat, scheint sich in Luft aufgelöst zu haben. Der US-Verbraucher feiert sein Comeback, wie aus den Einzelhandelsumsätzen und den monatlichen persönlichen Ausgaben hervorgeht. Auf Grundlage Letzteres dürfte der Konsum im zweiten Quartal um solide 3,5% annualisiert steigen.

Zur Inflation haben wir oben bereits angemerkt, dass die Ölpreise auch in den USA eine wichtige Rolle spielen und dass die Inflation bei einem gleichbleibenden Ölpreis von 60 USD/Barrel bis Jahresende um einen Prozentpunkt auf etwa 1,3% ansteigen dürfte. Die Kerninflation, die von der Fed aufmerksam verfolgt wird, schließt Lebensmittel- und Energiepreise nicht mit ein. Daher interessiert sich die Zentralbank sehr für die Lohninflation, da diese als Voraussetzung für einen Anstieg der Kerninflation gilt. Nachweislich steigen die Löhne heute stärker als vor einem Jahr. Dies deutet auch darauf hin, dass der Arbeitsmarkt nahezu im Gleichgewicht ist.

Wir gehen davon aus, dass der Fed im September genügend überzeugende Anzeichen für Inflation und Wachstum vorliegen werden, um einen neuen Zinsanhebungszyklus einzuleiten. Die Dynamik der US-Wirtschaft ist ungeachtet der Verzerrungen durch den Ölpreis und den Dollar robust. Je länger der Ölpreis jedoch niedrig und der US-Dollar stark bleibt, desto länger werden diese Verzerrungen auch auf die übrige Wirtschaft übergreifen und sowohl die Inflation als auch das Wachstum bremsen.

Auch für die USA bleibt unser Ausblick somit positiv, und jeglicher Rückgang des US-Dollars oder Anstieg des Ölpreises könnte ein stärkeres Wachstum mit sich bringen. Das größte Risiko in unserem Szenario ist eine deutliche Konjunkturverlangsamung in Asien, da sie weltweit eine geringe Produktionstätigkeit zur Folge hätte. Die griechische Tragödie sollte man nicht auf die leichte Schulter nehmen, auch wenn sie keine großen destabilisierenden Auswirkungen auf die Weltwirtschaft und das Finanzsystem haben dürfte.

**Autor >>**

**Yves Longchamp, CFA**

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

**Lesen Sie mehr >>**

>> [Abyssus abyssum invocat](#)

>> [Positionierung der Ethna Funds](#)



## Herausgeber >>



(v.l.n.r.): Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnaldo Valsangiacomo, Peter Steffen und Yves Longchamp

## Kontakt >>

Für Ihre Rückfragen oder Anregungen stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

ETHENEA Independent Investors S.A.  
16, rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach · Luxembourg  
Phone +352 276 921 10 · Fax +352 276 921 99  
info@ethenea.com · ethenea.com

---

## Wichtige Hinweise >>

Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei jeder Anlage in Wertpapiere und vergleichbare Vermögenswerte, das Risiko von Kurs- und Währungsverlusten. Dies hat zur Folge, dass die Preise der Fondsanteile und die Höhe der Erträge schwanken und nicht garantiert werden können. Die Kosten der Fondsanlage beeinflussen das tatsächliche Anlageergebnis. Maßgeblich für den Anteilserwerb sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen. Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich der Produktbeschreibung, stellen keine Anlageberatung dar und beinhalten kein Angebot eines Beratungsvertrages, Auskunftsvertrages oder zum Kauf/Verkauf von Wertpapieren. Der Inhalt ist sorgfältig recherchiert, zusammengestellt und geprüft. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Munsbach, 30.06.2015.