

Gutmann Investment Mail – Juni 2012

Griechenland: Was passiert nach dem 17. Juni?

Europa – und wahrscheinlich die ganze Welt – wird am 17. Juni nicht nur nach Paris, sondern vor allem nach Athen blicken. Im zweiten Versuch, doch noch eine stabile Regierung in Griechenland zu bilden, sehen viele auch eine Weichenstellung für die weitere Zukunft Europas. Aber selbst eine das Memorandum ablehnende Regierung bedeutet noch nicht notwendigerweise den Austritt Griechenlands aus der Eurozone. Es liegt dann bei der Troika (IWF, EZB und EU-Kommission) und letzten Endes bei der EZB, darüber zu befinden.

Die Märkte fiebern dem 17. Juni entgegen. Die Ausgangslage zu den griechischen Parlamentswahlen ist relativ einfach: Keine Partei kann allein die Mandatsmehrheit erzielen, jeder vermeintliche Gewinner ist also in irgendeiner Form auf die Bildung einer Koalition angewiesen. Letztendlich wird jedoch aufgrund der Wahlarithmetik ohne die stimmenstärkste Fraktion kaum eine Regierungsbildung möglich sein. Nach jüngsten Umfragen könnte die konservative Partei „Neue Demokratie“, die das Memorandum – also alle zwischen der EU-Kommission und der griechischen Regierung vereinbarten Maßnahmen, welche die Wiederherstellung sowohl des langfristig tragbaren Verschuldungsniveaus als auch der Wettbewerbsfähigkeit Griechenlands zum Ziel haben – befürwortet, eine Stimmenmehrheit erzielen. Auch eine Koalitionsbildung sollte unter der „Neuen Demokratie“ leichter möglich sein. Dennoch ist die Wahrscheinlichkeit eines Wahlsiegs der sogenannten radikalen Linken „Syriza“ hoch. Erst nach dem Wahlergebnis wird man wieder mehr Klarheit haben.

Es gibt derzeit drei entscheidende Kräfte und Institutionen, die über den Verbleib Griechenlands in der Eurozone befinden:

1. Allen voran die Griechen selbst: Mit dem zweiten Durchgang der Parlamentswahlen können die Griechen ein klares Votum für oder gegen das Memorandum und damit letzten Endes auch über ihr Schicksal in der Eurozone setzen. Zwar ist die griechische Bevölkerung mehrheitlich für einen Verbleib in der Eurozone. Allerdings zeigt sich die Troika nur bedingt zu neuen Verhandlungen der mit dem Memorandum einhergehenden Auflagen bereit.
2. Die Troika: Ende Juni 2012 entscheidet die Troika, ob weitere Gelder nach Athen fließen werden. Dabei geht es nicht nur um die Treuhandkonten, die vor allem zur Zahlung der Verbindlichkeiten gegenüber den ausländischen, großteils öffentlich-rechtlichen Institutionen geschaffen wurden, sondern auch und vor allem um die Finanzierung des Primärdefizits. Das bedeutet, diese Gelder sind auch für die Zahlungen an den griechischen öffentlichen Sektor bestimmt.
3. Die EZB: Schlussendlich liegt es an der EZB. Sie muss bei einer das Memorandum ablehnenden Regierung in Griechenland darüber befinden, ob den griechischen Banken noch Liquidität zur Verfügung gestellt wird, die sie dann zweifellos benötigen würden. Stellt die EZB die Liquiditätsoperationen für den griechischen Bankensektor – in welcher Form auch immer – ein, so wäre wohl die „Nabelschnur“ zur Eurozone endgültig durchtrennt. Es ist allerdings möglich, dass die EZB diese hochgradig

politische Entscheidung nicht treffen möchte und sie wieder an die Politik zurückspielt.

Man stelle sich das Ganze wie einen Optionenbaum vor, den man von Punkt 1 bis 3 abarbeiten kann.

Ad 1) Kommt es in Griechenland in den Tagen nach dem 17. Juni zur Bildung einer stabilen Regierung, die zu den Auflagen des Memorandums steht, dann wird seitens der Troika und der Eurozone weiterhin alles unternommen werden, die Bedingungen ebenfalls einzuhalten und Griechenland unverändert wie ein Mitglied der Eurozone zu behandeln. (An dieser Stelle sei erwähnt, dass dennoch gewisse Nachverhandlungen über das Memorandum zunehmend notwendig scheinen.) Kommt es allerdings zu einer Regierungsbildung, die das Memorandum ablehnt und/oder zumindest neu verhandeln möchte, so liegt der Ball zunächst bei der Troika.

Ad 2) Im Fall einer Anti-Memorandum-Regierungsbildung muss die Troika darüber entscheiden, ob sie die neuerlichen Tranchen überweist. Nachdem neben Griechenland auch Irland und Portugal Troika-Programme laufen haben, ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Troika „hart“ bleibt, groß. Dies auch deshalb, weil das Verhalten des IWF regelgebunden ist. Besonderes Gewicht hat hier die Finanzierung des Primärdefizits sowie die Rekapitalisierung des Bankenapparats. Sollten diese Zahlungen ausbleiben, dann müsste die griechische Regierung entweder Zahlungen aus Verbindlichkeiten einstellen (also in weiterer Folge auch gegenüber öffentlich Bediensteten) oder durch Ausgabe von Schuldscheinen ihre Verbindlichkeiten bedienen. Inhalt dieser Schuldscheine wäre wahrscheinlich das Versprechen der Regierung, den Wert in Euro zu einem späteren Zeitpunkt zu bezahlen. Der Wert dieser Schuldscheine ist dann eine Funktion der Glaubwürdigkeit der Fiskalpolitik. Es ist sehr wahrscheinlich, dass – im Umfeld der für Griechenland weiterhin geschlossenen Kapitalmärkte – der Rückgriff auf die griechische Notenbank zur Finanzierung des Defizits kaum das Vertrauen der Marktteilnehmer besitzen wird. Dies noch viel weniger, wenn in diesem Fall Inflationserwartungen sprunghaft ansteigen. Die griechische Regierung kann aber in Erwartung eines solchen Szenarios das Memorandum doch noch akzeptieren. Wenn das nach wie vor nicht der Fall ist, dann ist die EZB am Zug.

Ad 3) Kommt es trotz allem nicht zu einer Einigung mit der Troika bezüglich des Memorandums, dann entscheidet letztendlich die EZB, ob sie im Rahmen ihrer Liquiditätsoperationen – Refinanzierungsgeschäfte bzw. Emergency Lending Assistance (ELA) über die nationalen Notenbanken mit Billigung des EZB-Direktoriums – die griechischen Geschäftsbanken weiterhin mit EUR-Liquidität versorgt. Spätestens zu diesem Zeitpunkt wäre der Bedarf der griechischen Banken an EUR-Liquidität enorm hoch. Für die ELA gibt es allerdings strenge Voraussetzungen, vor allem hinsichtlich der Solvabilität des Bankensektors. Sollten also keine Troika/EFSSF-Gelder zur Rekapitalisierung des griechischen Bankensektors mehr fließen, dann könnte auch die EZB die ELA kaum mehr durchführen. Aber auch in dieser Phase besteht für die griechische Regierung immer noch die Möglichkeit, einzuliken. Tut sie das nicht, dann würde die EZB wohl ihre Operationen einstellen oder die EU-Politik um eine endgültige Entscheidung ersuchen. Eine solche Entscheidung würde dann den endgültigen Austritt Griechenlands aus der Eurozone bedeuten und Griechenland müsste sich dem Thema „neue Währung“ widmen. Dies wäre alles andere als banal und nicht nur für die Eurozone, sondern vor allem auch für Griechenland mit enormen Kosten verbunden (s. Exkurs).

Egal wie die Regierung in Griechenland aussehen wird: Die Wahrscheinlichkeit, dass bald wieder Verhandlungen mit der Troika aufgenommen werden müssen, steigt. Gründe dafür sind der lähmende fiskalische Anpassungsprozess, eine Wirtschaft, die stärker schrumpft als erwartet, sowie verzögerte Privatisierungserlöse. Eine Regierung, die das Memorandum befürwortet und grundsätzlich zu den Auflagen steht, ist hierfür allerdings Voraussetzung.

Exkurs: Griechenland führt eine neue Währung ein

Wovon sich viele in der Theorie einen Befreiungsschlag Griechenlands versprechen, kann in der Praxis die Probleme für Griechenland aber auch vergrößern (abgesehen von den technischen und rechtlichen Faktoren). Der Glaube, dass Griechenland von einer Abwertung profitieren würde, basiert auf der Annahme einer bestehenden Exportstruktur. Diese ist allerdings fraglich. Viel wahrscheinlicher ist hingegen, dass die Griechen erst einmal Kapitalgüter zum Aufbau solcher Strukturen aus dem Ausland importieren und auch finanzieren müssten. Dieser Import würde durch die Abwertung erheblich verteuert werden. Die Exporterlöse würden sich verzögern. Die Handelsbilanz muss sich durch Abwertung also nicht zwingend verbessern – sie kann sich sogar verschlechtern. Es ist auch fraglich, ob allein der Preis der Währung entscheidend ist. Vermutlich spielen auch Faktoren wie Rechtssicherheit, Vergabepraktiken, Strukturreformen etc. eine wesentliche Rolle: Faktoren, die durch eine Abwertung allein keine Berücksichtigung finden. Was die Verschuldung betrifft, ist zu bedenken, dass mit der neuen Währung im besten Fall auch nur die Neuverschuldung finanziert werden könnte. Tilgung und Zinsendienst bereits bestehender Schulden müssten fast zur Gänze in Euro erfüllt werden (Ergebnis des „Schuldenschnitts“). Die Gefahr eines Zahlungsausfalls würde damit wieder drastisch steigen.

Grundsätzlich entscheidet auch bei einem Umstieg auf die Drachme der Glaube an die Wertbeständigkeit des Geldes und an die Dauerhaftigkeit der Institutionen über das Schicksal dieser Währung. In einem Umfeld, wo die Emission von öffentlichen Schuldtiteln am Kapitalmarkt de facto unmöglich ist, ist es sehr wahrscheinlich, dass die neue Währung seitens der Bevölkerung nur als Mittel des öffentlichen Schuldendienstes verstanden wird. Wenn dann noch nichts unternommen wird, um den Primärhaushalt auszugleichen oder gar einen Überschuss zu erzielen („Syriza“ plant ja vor allem, die Zahl der öffentlich Beschäftigten wieder anzuheben), dann kann kein Vertrauen in die Wertbeständigkeit der Währung entstehen. Die Konsequenzen wären sowohl intern (Kaufkraftverluste der Bevölkerung) als auch extern (kein Vertrauen der Handelspartner in die Währung) zu spüren. Sollte der Euro dann noch eine Art Parallelwährung darstellen, so würde er wegen der Abflüsse ins Ausland und der damit einhergehenden hohen Nachfrage laufend aufwerten. Erst wenn die griechische Wirtschaft wieder in der Lage ist, auch Hartwährungen anzuziehen, käme es zu einer Stabilisierung der Lage. Dazu sind allerdings auch Strukturmaßnahmen erforderlich. Man sieht also: Auch mit einer neuen Währung wird von der Regierung irgendwann ein Konsolidierungs- und Reformpaket verlangt werden. Die Frage, inwieweit Griechenland mit zwei Währungen in der Eurozone (oder in einer Vorstufe zur Währungsunion) verbleiben kann und darf, sei vorerst dahingestellt.

Fazit und Allokationsentscheidung: Nach wie vor ist ein Austritt Griechenlands aus der Währungsunion nicht in unserem Kernszenario enthalten. Die Wahrscheinlichkeit dafür ist allerdings nach dem ersten Wahlgang wieder abrupt gestiegen. Ein Wahlsieg von „Syriza“ würde zwar keinen Automatismus eines Austrittsszenarios in Gang setzen – die Wahrscheinlichkeit eines Exits wäre damit aber jedenfalls erhöht. Darüber hinaus richtet sich der Fokus der Marktteilnehmer bereits wieder vermehrt auf Spanien. In diesem Umfeld haben

wir die Aktienallokation leicht reduziert. Nach dem Wahlergebnis vom 17. Juni werden wir wissen, ob die Troika betreffend Griechenland Handlungsbedarf sieht oder nicht. Im schlimmsten Fall blieben die Mittel zur Finanzierung des Haushaltsdefizits und zur Rekapitalisierung des griechischen Bankensektors aus. Seitens der EZB muss dann die Entscheidung fallen, ob die Banken noch mit Euro-Liquidität versorgt werden sollen. Die Marktentwicklung in einem etwaigen Exit-Szenario ist dann eine Funktion der Reaktionen der entscheidenden Institutionen und kann im besten Fall sogar zu einer Beschleunigung des Integrationsprozesses führen. Dies oder ein starkes Votum der Griechen für das Memorandum könnten erneute Einstiegspunkte in die Aktienmärkte darstellen. Eine Regierungsbildung der das Memorandum ablehnenden Kräfte wäre kurzfristig sicherlich negativ – ebenso wie die etwaige Notwendigkeit eines dritten Wahlgangs.

Mag. Nikolaus Görg, CEFA, Bank Gutmann Aktiengesellschaft

Rückfragen:

Mag. Friedrich Strasser
Mitglied des Vorstandes und Partner
Bank Gutmann Aktiengesellschaft
Tel.: +43-1-502 20-216, friedrich.strasser@gutmann.at
www.gutmann.at

Renate Skoff, The Skills Group
Tel.: +43-1-505 26 25, skoff@skills.at
www.skills.at

Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert. Für deren Richtigkeit und Vollständigkeit sowie für das Eintreten von Prognosen wird jedoch keine Gewähr übernommen und jede Haftung ausgeschlossen. Performanceergebnisse der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Investmentfonds zu. Insbesondere, wenn sich die Performanceergebnisse auf einen Zeitraum von unter zwölf Monaten beziehen (Angabe von Year-to-date-Performance, Fondsaufgabe vor weniger als 12 Monaten), sind diese aufgrund des kurzen Vergleichszeitraums kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Gutmann Kapitalanlageaktiengesellschaft weist ausdrücklich darauf hin, dass diese Unterlage ausschließlich für den persönlichen Gebrauch und nur zur Information dienen soll. Eine Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Wiedergabe ist ohne die Zustimmung der Gutmann Kapitalanlageaktiengesellschaft untersagt. Der Inhalt dieser Unterlage stellt nicht auf die individuellen Bedürfnisse einzelner Anleger ab (gewünschter Ertrag, steuerliche Situation, Risikobereitschaft, etc.), sondern ist genereller Natur und basiert auf dem neuesten Wissenstand der mit der Erstellung betrauten Personen zu Redaktionsschluss. Diese Unterlage ist weder ein Anbot, noch eine Einladung zur Angebotstellung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren.

© Gutmann Kapitalanlageaktiengesellschaft, Schwarzenbergplatz 16, 1010 Wien, Österreich,
Tel.: +43-1-502 20-0, www.gutmannfonds.at

Juni 2012