

Anpiff zum Euro-Endspiel?

Autor: Harald Weygand, Head of Trading | 06.10.2011 16:40 | Copyright BörseGo AG 2000-2021

Durchwurschteln, Lösung, Mühsames Überleben oder Zusammenbruch der Eurozone ?

Im September bestimmten die zunehmenden Spannungen im Hinblick auf die Auszahlung der nächsten Darlehens- Tranche an Griechenland durch die Troika aus EU/IWF/EZB das Marktklima. Themen wie Hinweise auf einen Moral-Hazard-Effekt in Italien, Verknappung der Interbankenfinanzierung sowie die Diskussion um Garantien für die EFSF sorgten erneut für Verunsicherung. In diesem FocusPoint skizzieren wir unsere Einschätzung.

Wir diskutieren vier mögliche Szenarien und ihre Folgen für die Renditeentwicklung am Anleihemarkt. Wir möchten allerdings betonen, dass ein Zusammenbruch bzw. das Ende der Eurozone keinesfalls unser Basisszenario ist. Desgleichen erwarten wir keinen „Rauswurf“ Griechenlands aus der EWU.

Unsere Szenarien-Analysen

Wie sehr der Druck noch steigen wird und wie letztlich das Endspiel verläuft, lässt sich nicht zuverlässig vorhersagen. Vorstellbar sind indes verschiedene Szenarien. Anhand von vier möglichen Szenarien wollen wir die Folgen für bzw. die potenziellen Renditechancen an den Anleihemärkten aufzeigen. Desgleichen analysieren wir ihre Wirkung auf europäische Benchmark-Staatsanleihen über einen Zeithorizont von ein bis drei Jahren.

Neben unserem Basisszenario analysieren wir auch zwei pessimistischere und ein positiveres Szenario. Der stärkere Fokus auf Wahrscheinlichkeiten führt zu einer negativeren Ausrichtung der Szenarien und beruht auf der eher ungünstigen Risikobilanz der skizzierten Perspektiven.

1. Durchwurschteln (unser Basiszenario)

Im Rahmen des ersten Szenarios gehen wir von einer Art „Durchwurschtelei“ aus, bei der Marktvolatilität die politischen Entscheidungsträger dazu zwingt, die erforderlichen Mindestmaßnahmen für fortgesetzte Integration zu ergreifen. Das würde zwar zu wirksameren Lenkungsmechanismen führen, jedoch nicht zu einer langfristig glaubwürdigen Verhütung von Moral-Hazard-Effekten aufseiten von Regierungen und Finanzinstituten in der Eurozone. Bei diesem Szenario gehen wir von einem Risikoabschlag in Höhe von 60% auf griechische Anleihen aus. Auch bei einer Staatspleite würde Griechenland Teil der Währungsunion bleiben. Die Pleite eines anderen Landes bzw. einer systemtragenden Bank wird nicht angenommen. Auf Jahressicht könnte dieses Szenario mit einer 60%igen Wahrscheinlichkeit eintreten, die über einen Dreijahreszeitraum indes auf 10% sinkt. Über einen längeren Zeitraum ist eine glaubwürdigere und längerfristig angelegte Lösung nach unserem Dafürhalten unumgänglich, da der Druck noch zunehmen würde, sofern die Krise unbewältigt bleibt.

2. Lösung

Bei diesem Szenario wird eine langfristige und glaubwürdige Governance-Lösung mit einer nur begrenzten Umschuldung Griechenlands erreicht (Risikoabschlag von ca. 30%, wie im Rahmen des aktuellen PSI-Programms zur Beteiligung der Privatwirtschaft angenommen). Dabei würden wirksamere Lenkungsmechanismen umgesetzt, die Moral-Hazard-Effekte aufseiten von Regierungen und Finanzinstituten unterbinden. Zugleich würde das zu einer weiteren politischen und fiskalischen Integration führen und eine Form der gemeinsamen fiskalischen Verantwortung schaffen (Stichwort: Eurobond). Zudem würde auf Dauer ein „Lender of last Resort“ für solvente Banken und Regierungen eingerichtet (eine EFSFBank oder ein dauerhaftes Securities Markets Program (SMP)). Für die Umschuldung insolventer Banken und Staaten gäbe es Einrichtungen zur juristischen Lösung. Wir gehen zudem davon aus, dass die Zinsen in AAA-gerateten Ländern deutlich steigen werden und in den Ländern ohne Top-Rating eine Erleichterungs-Rally stattfinden wird. Auf Jahressicht könnte dieses Szenario mit einer 10%igen Wahrscheinlichkeit eintreten, die über einen Dreijahreszeitraum indes auf 50% steigt.

3. Mühsames Überleben

Das dritte Szenario ist sehr viel pessimistischer. Hier führt das Unvermögen der Politiker, die Krise in den Griff zu bekommen, zu einem ungeordneten Austritt Griechenlands aus der Eurozone. Im Ergebnis kommt es zu derartig katastrophalen Wirtschafts- und Finanzbedingungen in Griechenland (Depression, Massenarbeitslosigkeit, Unruhen, Ansturm auf Banken sowie Kapitalflucht), dass Pleite und Währungsabwertung gegenüber der Einhaltung der Troika-Auflagen als das kleinere Übel erscheinen. Da wir davon ausgehen, dass es sich dabei um eine einseitige Entscheidung Griechenlands handeln würde, wäre es in diesem Fall kaum möglich, Dominoeffekte an anderen europäischen Staatsanleihe- und Bankenmärkten zu vermeiden.

Die Kollateralschäden für die Realwirtschaft (schwere Rezession) sowie für die Bilanzen der öffentlichen Hand und des Finanzsektors wären dann so erheblich, dass eine breiter angelegte Umschuldung unumgänglich wäre. Bei diesem Szenario müssten griechische Staatsanleihen um 70%, irische und portugiesische Staatsanleihen um 40% und italienische und spanische Staatsanleihen um 20% wertberichtigt werden. Dabei gehen wir davon aus, dass die jeweiligen Regierungen systemtragende Banken vor einer Pleite retten würden. Wenn auch in weitaus geringerem Maße als beim zweiten Szenario würden wir in Ländern, die ihre Schuldenlast abbauen, eine Erleichterungs-Rally bei Staatsanleihen erleben. Auf Jahressicht könnte dieses Szenario mit einer 25%igen Wahrscheinlichkeit eintreten, die über einen Dreijahreszeitraum auf 30% steigt.

4. Zusammenbruch der Eurozone

Dies ist das Worst-Case-Szenario: Nicht nur würden mehrere Länder einen Staatsbankrott anmelden und die EWU verlassen, auch die deutsch-französische Achse würde zerbrechen und damit die Europäische Union. Am Ende stünde lediglich eine Euro-Mark-Zone, der Deutschland, die Niederlande, Finnland, Österreich und Luxemburg angehören. Die übrigen EWU-Mitglieder würden dann wieder ihre alten Währungssysteme einführen. Im Rahmen dieses Szenarios gehen wir von folgenden Risikoabschlägen aus: 80% für Griechenland, 60% für Irland und Portugal, 40% für Italien und Spanien sowie 20% für Belgien und Frankreich. Auf Jahressicht könnte dieses Szenario mit einer 5%igen Wahrscheinlichkeit eintreten, die über einen Dreijahreszeitraum auf 10% steigt.

Ertragsszenarien

Die höhere Wahrscheinlichkeit der negativen Szenarien auf Jahressicht beruht auf der kurzfristig eher ungünstigen Risikobilanz.

Über einen Zeithorizont von drei Jahren sind wir dagegen weitaus optimistischer, wie sich von den angepassten Wahrscheinlichkeiten der einzelnen Szenarien ablesen lässt. Dabei möchten wir betonen, dass unsere Ertragserwartungen stark von den Wahrscheinlichkeitsgewichtungen der einzelnen Szenarien abhängen.

Barclays Euro-Treasury-Tabelle gibt einen Überblick über (1) die Eintrittswahrscheinlichkeit der einzelnen Szenarien, (2) die mit europäischen Staatsanleihen generierten Erträge (die sich aus den Renditevorteilen gegenüber deutschen Werten sowie aus Spreadbewegungen ergeben) sowie (3) Durationserträge, die sich aus Veränderungen bei Haltekosten und Renditen ergeben. Zusätzlich haben wir den szenariogewichteten Gesamtertrag einbezogen. Es ist zu beachten, dass es sich bei den über einen Dreijahreshorizont erzielten Ertragszahlen nicht um annualisierte Erträge handelt.

Baclsays Euro Treasury Index

1-year Horizon	Probability	Euro Sovereign Return	Duration Return	Total Return
1 Muddle Trough	60%	1.7%	1.4%	3.0%
2 Solution	10%	9.8%	-7.8%	1.9%
3 Stressful Survival	25%	-2.0%	1.4%	-0.6%
4 Euro Collapse	5%	-21.9%	4.5%	-17.4%
Prob. weighted return				1.0%
3-year Horizon	Probability	Euro Sovereign Return	Duration Return	Total Return
1 Muddle Trough	10%	5.0%	4.1%	9.1%
2 Solution	50%	13.1%	-11.2%	1.9%
3 Stressful Survival	30%	-1.3%	4.1%	2.9%
4 Euro Collapse	10%	-21.6%	7.3%	-14.3%
Prob. weighted return				1.3%

Quelle: ING IM (21/09/2011)

Fazit: Wir setzen auf Diversifizierung

Diese Ausführungen sind natürlich im Kontext der eigenen Einschätzung des weiteren Verlaufs der europäischen Schuldenkrise zu sehen. Ist man überzeugt, dass die EWU die aktuelle Krise nicht überstehen wird, so mag es sinnvoll sein, sich an AAA-gerateten Benchmark-Staatsanleihen zu orientieren. Wir wären hier allerdings vorsichtig, denn eine solche Herangehensweise würde die Diversifikation stark verringern. Zudem könnte sich ein Auseinanderfallen der Eurozone auch auf die AAA-gerateten Länder negativ auswirken.

Mit anderen Worten: Will man sich völlig gegenüber der Staatsschuldenkrise in Europa absichern, so muss man alle auf Euro lautenden Werte verkaufen. Aber auch dieses Konzept wäre fragwürdig, denn ein Zusammenbruch der EWU würde die Finanzmärkte weltweit belasten.

Grundsätzlich legen die Resultate nahe, dass ein diversifiziertes Portfolio aus Euro-Benchmark-Staatsanleihen in drei der vier analysierten Szenarien stagnierende bis leicht positive Erträge generieren würde. Das gilt auch bei einer wahrscheinlichkeitsgewichteten Ertragserwartung bei allen vier Szenarien, die über einen Ein- sowie einen Dreijahreshorizont bei knapp 1% liegt. Das ändert sich natürlich grundlegend, wenn man davon ausgeht, dass die Wahrscheinlichkeit eines Euro-Kollapses 5 bis 10% deutlich übersteigt.

Quelle: ING Investment Management

Risikohinweis & Haftungsausschluss gemäß § 15 und § 17 AGB BörseGo AG

§ 15 Haftung

15.1 Soweit Nutzer Inhalte in Diskussionsforen, sogenannten Streams, Chats oder Blogs einstellen und dort Ratschläge oder Anlagetipps erteilen, handelt es sich ausschließlich um von den betreffenden Nutzern verantwortete Inhalte. BörseGo stellt insofern lediglich das Medium technisch zur Verfügung und ist nicht für die Genauigkeit, Richtigkeit oder Verlässlichkeit dieser Inhalte verantwortlich. Insbesondere ist BörseGo nicht für Verluste oder Schäden haftbar, die dem Nutzer dadurch entstehen, dass dieser auf eine solche Information vertraut.

15.2 Resultieren Schäden des Nutzers aus dem Verlust von Daten, so haftet BörseGo hierfür unabhängig von einer etwaigen Beteiligung nicht,

soweit die Schäden durch eine zweckgemäße, regelmäßige und vollständige Sicherung aller relevanten Daten durch den Nutzer vermieden worden wären.

15.3 Im übrigen haften BörseGo, ihre gesetzlichen Vertreter und Erfüllungsgehilfen nur bei Verletzung des Lebens, des Körpers, der Gesundheit oder bei Verletzung wesentlicher Vertragspflichten (Kardinalpflichten), das heißt solcher Pflichten, deren Erfüllung die ordnungsgemäße Durchführung des Vertrages überhaupt erst ermöglicht und auf deren Einhaltung der Nutzer regelmäßig vertrauen darf, und deren Verletzung auf der anderen Seite die Erreichung des Vertragszwecks gefährdet. BörseGo haftet weiterhin für Schäden, die aus dem Fehlen zugesicherter Eigenschaften beruhen, sowie für sonstige Schäden, die auf einer vorsätzlichen oder grob fahrlässigen Pflichtverletzung von BörseGo, seiner gesetzlichen Vertreter oder Erfüllungsgehilfen beruhen.

15.4 Bei der Verletzung wesentlicher Vertragspflichten (vgl. Ziff. 15.3) haftet BörseGo nur auf den vertragstypischen, vorhersehbaren Schaden, wenn dieser einfach fahrlässig verursacht wurde, es sei denn, es handelt sich um Schadensersatzansprüche des Kunden aus einer Verletzung des Lebens, des Körpers oder der Gesundheit.

15.5 Weitergehende Ansprüche des Nutzers auf Schadensersatz sind ausgeschlossen. Die Vorschriften des Produkthaftungsgesetzes bleiben unberührt.

§ 17 Risikohinweis

Die Informationen und Services auf den Portalen von BörseGo wenden sich an registrierte sowie nichtregistrierte Nutzer. Die Angebote, die der Nutzer auf den Portalen von BörseGo findet, richten sich jedoch ausdrücklich nicht an Personen in Ländern, die das Vorhalten bzw. den Aufruf der darin eingestellten Inhalte untersagen, insbesondere nicht an US-Personen im Sinne der Regulation S des US Securities Act von 1933 sowie Internet-Nutzer in Großbritannien, Nordirland, Kanada und Japan. Jeder Nutzer ist selbst verantwortlich, sich über etwaige Beschränkungen vor Aufruf der Portale zu informieren und diese einzuhalten.

Insbesondere weist BörseGo hierbei auf die bei Geschäften mit Optionsscheinen, Derivaten und derivativen Finanzinstrumenten besonders hohen Risiken hin. Der Handel mit Optionsscheinen bzw. Derivaten ist ein Finanztermingeschäft. Den erheblichen Chancen stehen entsprechende Risiken gegenüber, die nicht nur einen Totalverlust des eingesetzten Kapitals, sondern darüber hinausgehende Verluste nach sich ziehen können. Aus diesem Grund setzt diese Art von Geschäften vertiefte Kenntnisse im Bezug auf diese Finanzprodukte, die Wertpapiermärkte, Wertpapierhandelstechniken und -strategien voraus.

Soweit BörseGo Börsen- oder Wirtschaftsinformationen, Kurse, Indizes, Preise, Nachrichten, Marktdaten sowie sonstige allgemeine Marktinformationen auf ihren Portalen bereitstellt, dienen diese nur zur Information und zur Unterstützung der selbstständigen Anlageentscheidung des Nutzers. Auch wenn BörseGo alle eingebundenen Informationen sorgsam überprüft, erhebt BörseGo keinen Anspruch auf inhaltliche Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität. Es obliegt dem Nutzer selbst, die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität dieser Daten zu überprüfen. Dies betrifft insbesondere, aber nicht ausschließlich, Kursdaten von Drittquellen. Die genannten Informationen stellen keine Aufforderung zum Kaufen, Halten oder Verkaufen von Wertpapieren und derivativen Finanzprodukten dar und begründen kein individuelles Beratungs- oder Auskunftsverhältnis. Sie sind keine Rechts-, Steuer- oder sonstige Beratung und können eine solche auch nicht ersetzen.

Bevor der Nutzer Investmententscheidungen trifft, sollte er sich sorgfältig über die Chancen und Risiken des Investments informiert haben. Aus einer positiven Wertentwicklung eines Finanzprodukts in der Vergangenheit kann keinesfalls auf zukünftige Erträge geschlossen werden. BörseGo übernimmt keine Haftung für die erteilten Informationen, die von BörseGo als vertrauenswürdig erachtet wurden, für bereitgestellte Handlungsanregungen sowie für deren Vollständigkeit.

Leser sowie Teilnehmer an multimedialen Veranstaltungen wie Webinare, Online-Seminare, Seminare oder Vortragsveranstaltungen, die aufgrund der veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen bzw. Transaktionen durchführen, handeln in vollem Umfang auf eigene Gefahr und auf eigenes Risiko.

BörseGo übernimmt keine Haftung für die Inhalte externer Links. Für den Inhalt der verlinkten Seiten sind ausschließlich deren Betreiber verantwortlich. Eine Haftung von BörseGo für die Inhalte derartiger Internetseiten ist ausgeschlossen, soweit dies gesetzlich zulässig ist.

Stand: September 2019

Das Dokument mit Abbildungen ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere des Nachdrucks, der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen sowie das Darstellen auf einer Website liegen, auch nur bei auszugsweiser Verwertung, bei der BörseGo AG. Alle Rechte vorbehalten.

www.boerse-go.ag © BörseGo AG

Aktiengesellschaft mit Sitz in München – Registergericht: Amtsgericht München – Register-Nr: HRB 169607 – Vorstand: Robert Abend, Christian Ehmig, Johannes Pfeuffer, Thomas Waibel – Aufsichtsratsvorsitzende: Dipl.-Kff. Jutta Hofbauer – Umsatzsteueridentifikationsnummer gemäß § 27a UStG: DE207240211

München, 2021