

<https://blog.de.erste-am.com/2015/06/24/das-griechenland-risiko-zahlen/>

## Das Griechenland-Risiko in Zahlen

Peter Szopo



© © Fotolia.de

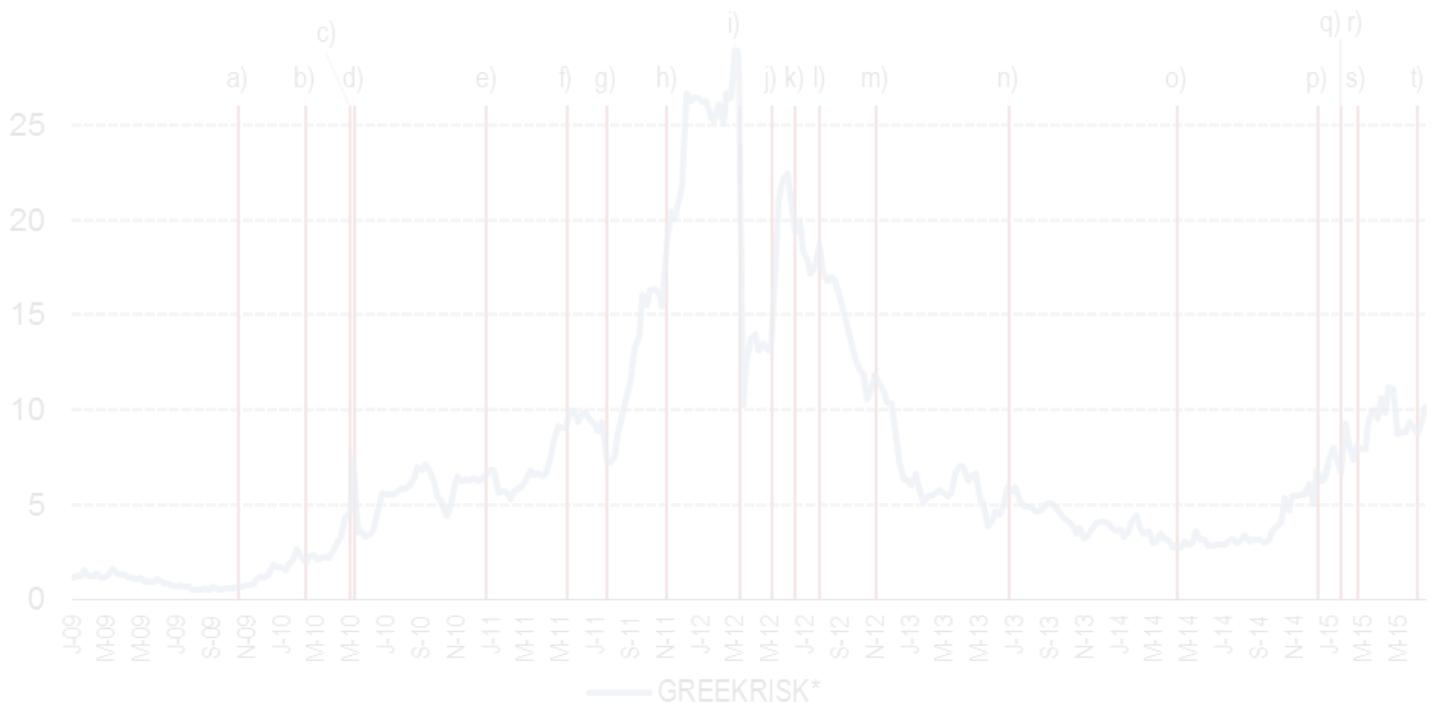
Die längsten „fünf Minuten vor zwölf“ in der jüngeren Geschichte neigen sich ihrem Ende zu. Allerdings wurde immer noch kein Abkommen unterzeichnet, auch wenn einige der Differenzen zwischen Griechenland und seinen Gläubigern in den langen Verhandlungsrunden ausgeräumt werden konnten.

Die Frage, wie die Märkte auf einen Austritt Griechenlands aus der Eurozone („Grexit“) reagieren würden, ist größtenteils Spekulation, aber man kann zumindest den Versuch unternehmen, die Reaktion der Märkte auf die Schwankungen des Griechenland-Risikos zu analysieren.

Für diesen Zweck haben wir einen simplen Risikoindikator ermittelt. Dieser Indikator (GREEKRISK) ergibt sich aus der Renditedifferenz zwischen den 10-jährigen griechischen Staatsanleihenrenditen und der Durchschnittsrendite vergleichbarer Staatsanleihen aus Italien, Spanien und Portugal. Durch diese Berechnung wird das allgemeine Risiko der Peripheriemärkte in der Eurozone zu einem großen Teil eliminiert. Der Vorteil dieser Kennzahl gegenüber Credit Default Spreads (CDS) liegt darin, dass letztere ein extrem volatiles Handelsmuster an den Tag legen.

Die nachfolgende Graphik zeigt die Entwicklung von GREEKRISK seit 2009 und stellt dar, wie dieser Indikator von wichtigen politischen und wirtschaftlichen Ereignissen beeinflusst wurde:

## Griechenlandkrise - Chronik der Ereignisse



Quelle: Wikipedia; FT; Bloomberg; Erste Asset Management. \*) 10J Staatsanleihen - Renditeabstand zwischen GR und dem Durchschnitt von IT, SP, PO

<b>Legende:</b>		
a) Pasok gewinnt die Wahlen	h) Rücktritt des Premierministers	o) Emission eines 3 Mrd.-Eurobonds
b) Erstes Sparpaket	i) Umschuldung	p) Vorgezogene Präsidentenwahlen
c) Erstes Hilfsprogramm	j) Wahlen ohne Sieger	q) EZB kündigt QE-Programm an
d) Neues Sparpaket	k) Neue Demokratie gewinnt die Wahlen	r) Syriza gewinnt die Wahlen
e) Budget 2011 bewilligt	l) Draghi-Rede: „Whatever it takes“	s) Verlängerung des Euroländer-Kredits
f) Portugal Hilfsprogramm	m) Neuerliches Sparpaket	t) Aufschub für die IWF-Zahlung
g) Zweites Griechenland-Hilfsprogramm	n) Demokratische Linke verlässt die Regierung	

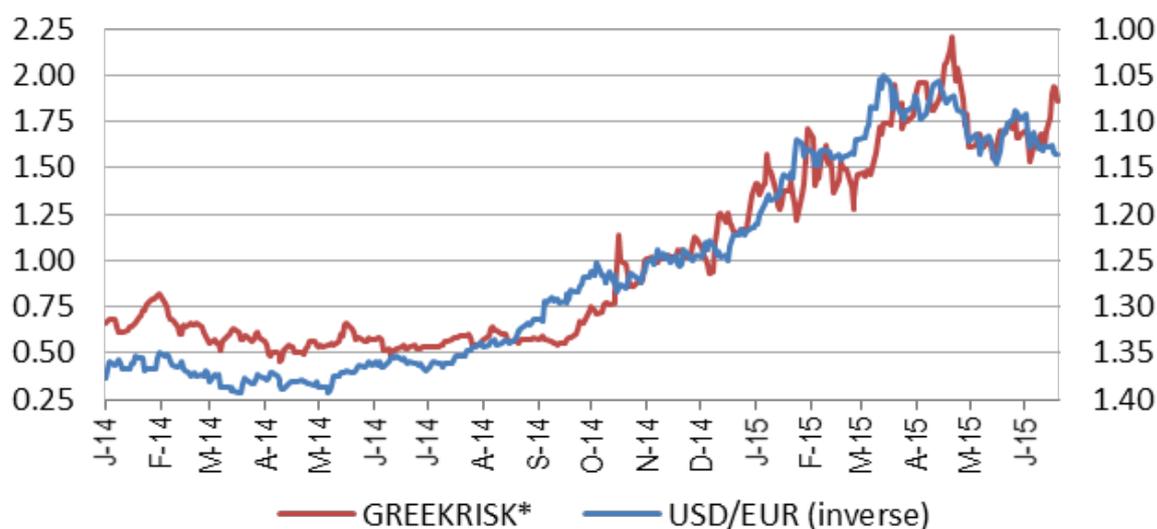
Was man sofort erkennt: unser Risikoindikator GREEKRISK, der seit dem letzten Herbst wieder zu steigen begann, befindet sich nach wie vor deutlich unterhalb des Höchstniveaus der letzten Krise. Wir befinden uns zwar nicht im „Panik-Modus“, aber Renditen von über 10% zeigen, wie besorgt die Investoren sind.

Der zweite bedeutende Aspekt ist der Umstand, dass sich zahlreiche zwischenzeitliche Erfolge als äußerst kurzlebig erwiesen haben. Hilfsprogramme führten nur kurzfristig zu Renditerückgängen, während einige Maßnahmen, die als große Erfolge gefeiert wurden, innerhalb weniger Wochen oder Monate wieder verpufften (wie z.B. die Umschuldung im März 2012 oder die Rückkehr Griechenlands als Emittent am internationalen Anleihemarkt im Vorjahr).

Deshalb sind die Hoffnungen, dass die Risiken selbst bei einer Einigung der beteiligten Seiten im Jahresverlauf nicht doch wieder aufleben, gering. Gideon Rachmann, ein anerkannter Finanzjournalist hat deshalb (hoffentlich) unrecht, wenn er in der Financial Times schreibt: „unabhängig davon, welche Entscheidungen getroffen werden – sämtliche Varianten führen zum Chaos“.

Der Zusammenhang zwischen dem Griechenland-Risiko und dem Euro-USD-Kurs ist signifikant – zumindest seit 2014 – wie der nachfolgende Chart beweist:

## Griechenlandrisiko vs US\$/EUR



Quelle: Wikipedia; FT; Bloomberg; Erste Asset Management. \*) 10J Staatsanleihen - Renditeabstand zwischen GR und dem Durchschnitt von IT, SP, PO

Zwar sind Korrelation und Kausalität zwei unterschiedliche Dinge, und die Entwicklung des Euro hängt zweifelsohne nicht nur von jener in Griechenland ab. Jedoch suggeriert der Chart einen massiven Einfluss. Seit Anfang 2014 beträgt der Korrelationskoeffizient minus 0,96.

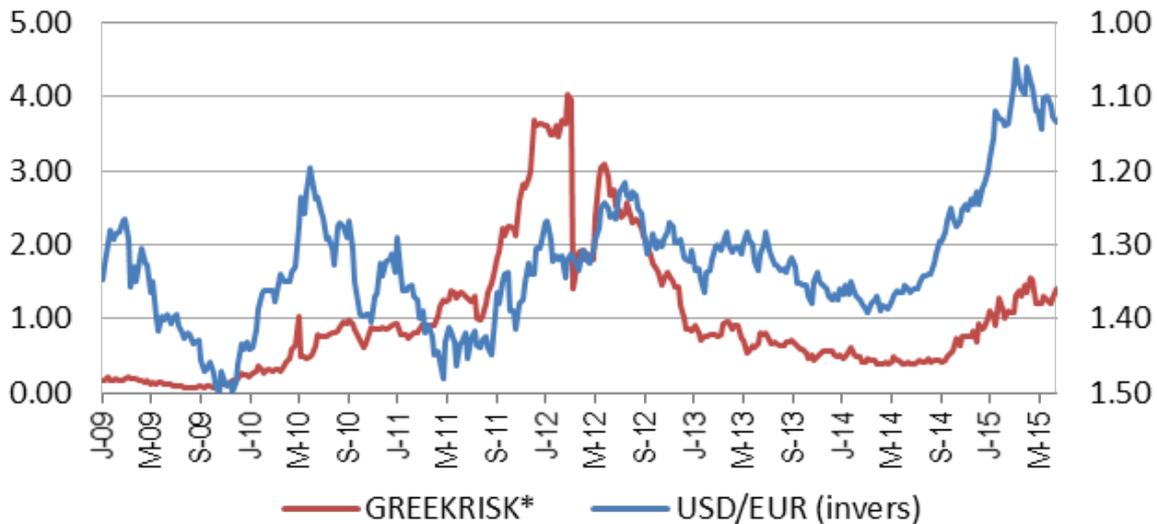
Etwas überraschend stieg der Euro gegenüber dem US-Dollar im Juni von 1,093 auf 1,135, während der griechische Risikoindikator (GREEKRISK) um 11% zulegen. Es bleibt unklar worauf das zurückzuführen ist: Entweder setzen die Devisenhändler darauf, dass es keinen Grexit geben wird, oder – unabhängig von Griechenland – die nunmehr geringere Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung seitens der Fed vor Jahresende schwächt den US-Dollar.

### Europäische Aktien: Opfer der Griechenland-Risiko

Seit April weisen europäische Aktien (am Beispiel des Euro-Stoxx-Aktienindex) eine massive Underperformance auf. Längerfristig ist dieser Zusammenhang allerdings weniger stark ausgeprägt. Manchmal ist sogar das Vorzeichen konträr zu dem, was man erwarten würde.

Für europäische Aktien begann die Underperformance im Jahr 2010, als die ersten Anzeichen der Griechenland-Krise auftraten. Als sich die Situation im zweiten Halbjahr 2012 stabilisierte, konnten europäische Aktien ihre Verluste zum Teil wieder wettmachen. Auch wenn sich die mit Griechenland-spezifischen Risiken 2013 verbesserten: europäische Aktien setzten aufgrund der sich aufbauenden Wachstumsdifferenz relativ zu den USA ihre Underperformance fort.

## Griechenlandrisiko vs US/EU Aktienentwicklung

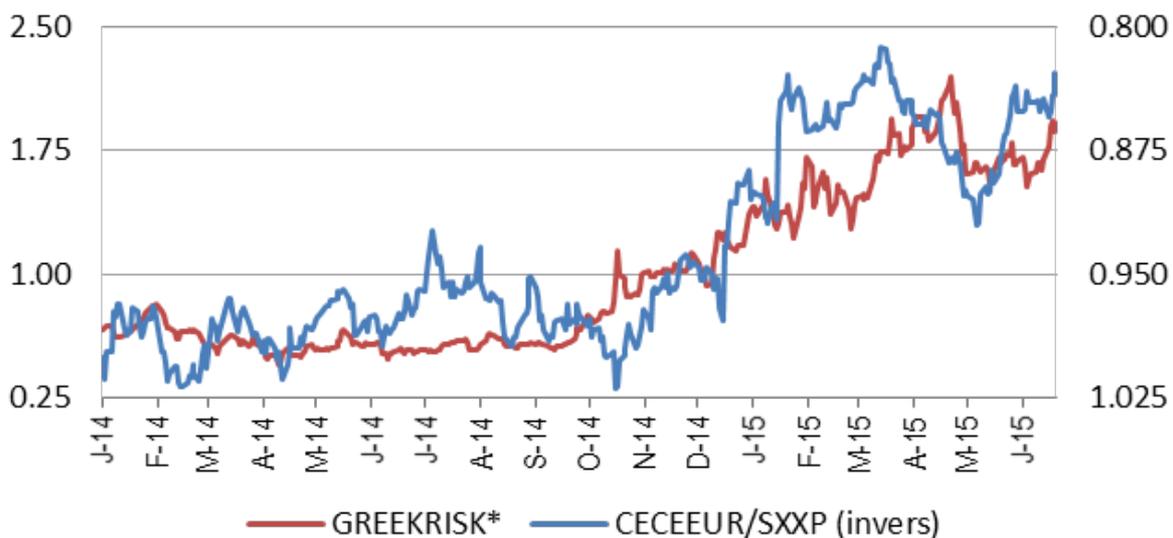


Quelle: Wikipedia; FT; Bloomberg; Erste Asset Management. \*) 10J Staatsanleihen - Renditeabstand zwischen GR und dem Durchschnitt von IT, SP, PO

Besonders in Richtung Aktienmärkte in Zentral- und Osteuropa (CEE) wurden im Falle einer weiteren Verschlechterung der Situation, bzw. dem tatsächlichen Austritt Griechenlands aus der Eurozone, viele Warnungen ausgesprochen.

Auch wenn die direkten Beziehungen zwischen den osteuropäischen Volkswirtschaften und Griechenland schwach sind und sich hauptsächlich auf Bulgarien und Rumänien beschränken, so würde eine sich verschlechternde Investorenstimmung und fallende Risikoneigung die gesamte Region treffen. Dass die Warnungen nicht völlig grundlos sind, zeigt die folgende Graphik, in der die relative Performance von CEE-Aktienmärkten zu den europäischen Aktienmärkten (umgekehrte Skala) mit dem griechischen Risikoindikator in Relation gesetzt wird.

## Griechenlandrisiko vs. CEE-Aktienentwicklung



Quelle: Wikipedia; FT; Bloomberg; Erste Asset Management. \*) 10J Staatsanleihen - Renditeabstand zwischen GR und dem Durchschnitt von IT, SP, PO

Insgesamt bleibt die Situation fragil, der Ausgang ist offen. Allerdings glauben wir nach wie vor daran, dass das Grexit-Szenario aus politischen Gründen vermieden wird. Zum einen ist der politische Wille, die EU und die Eurozone zusammenzuhalten, immens (und wird vor allem von US-amerikanischen Kommentatoren ständig unterschätzt); zudem wäre, rein wirtschaftlich betrachtet, der Austritt eines Mitglieds problematisch, da die Zweifel an der Dauerhaftigkeit der Eurozone steigen würden.

Zum anderen erfüllt der Gedanke, dass Griechenland sich in Russlands geopolitischen Orbit begeben könnte, europäische und vor allem US-amerikanische Diplomaten mit Schrecken. Es wird Zeit einzusehen, dass es „hier nicht um Zahlen, sondern um hohe Europapolitik geht“, wie Larry Summer neulich an den IWF gerichtet schrieb. Doch diese Aussage gilt auch für die anderen betroffenen Parteien.

Sicher ist eines: selbst wenn alle involvierten Seiten die richtige Route wählen, so wird die Fahrt dennoch lang und holprig bleiben.

## Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH, RINGTURM Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. Unsere Kommunikationsprachen sind Deutsch und Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht. Der vereinfachte Prospekt der ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. wird entsprechend den Bestimmungen des ImmoInvFG 2003 idjF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht. Für die von der ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH, RINGTURM Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt.

Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, der vereinfachte Prospekt sowie die Wesentliche Anlegerinformation/KID sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com) bzw. [www.ersteimmobilien.at](http://www.ersteimmobilien.at) abrufbar und stehen dem interessierten Anleger kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts bzw. des vereinfachten Prospekts, die Sprachen, in denen die Wesentliche Anlegerinformation/KID erhältlich ist sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente sind auf der Homepage [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com) bzw. [www.ersteimmobilien.at](http://www.ersteimmobilien.at) ersichtlich.

Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für unsere Anleger und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse unserer Anleger hinsichtlich des Ertrags, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu.

Da es sich hierbei um einen Blog handelt, werden die in den jeweiligen Einträgen angegebenen Daten und Fakten sowie Hinweise nicht aktualisiert. Diese entsprechen dem Redaktionsstand zum oben angeführten Datum. Die jeweils aktuellen Daten und Hinweise in Bezug auf Fonds entnehmen Sie bitte den Angaben unter dem Menüpunkt „Fondssuche“ auf [www.erste-am.at](http://www.erste-am.at).



### Peter Szopo

Peter Szopo ist seit März 2015 Chief Equity Strategist der Erste Asset Management. Zuvor war er bereits als Berater für das Aktienfondsmanagement der Erste Asset Management für Zentral- und Osteuropäische Aktienmärkte tätig. Von November 2009 bis April 2013 war er Leiter der Researchabteilung der Alfa-Bank in Moskau.

Nach seiner Research-Arbeit im WIFO (Austrian Institute of Economic Research) von 1978 bis 1990 arbeitete er als Wertpapierspezialist in verschiedenen leitenden Funktionen bei international renommierten Investmentbanken. Die Funktion „Head of Research“ hatte er während dieser Zeit beispielsweise bei der Creditanstalt Investmentbank, UniCredit Bank Austria, bei Robert Fleming Securities und bei Bank Sal. Oppenheim inne.

Neben seiner Analysetätigkeit war er von 1997 bis 2000 bei der Eastfund Management als Fondsmanager für Zentral- und Osteuropa Aktien tätig.