

MITTEILUNG VON PHILIPPE DELIENNE, PRÄSIDENT VON CONVICTIONS AM

Paris, 12. Juli 2011

In meiner Eigenschaft als Präsident einer Vermögensverwaltungsgesellschaft bin ich anhand meiner Analyse zu dem Schluss gelangt, dass **die Ratingagenturen mit ihrer Diagnose richtig liegen**: In Portugal müssen das Bankensystem sowie die Unternehmen und Privatanleger ihre Schulden abbauen. Dieser nur schwer kontrollierbare Mechanismus ist allerdings ein gefährliches Unterfangen, da die damit verbundenen Maßnahmen den Konsum bremsen und den Wiederaufschwung verzögern könnten. **Portugal braucht vermutlich bis 2013 neue liquide Mittel**, was bedeutet, dass wie im Falle Griechenlands die weitere Unterstützung Europas und womöglich ein Umstrukturierungsplan unter Beteiligung des Privatsektors erforderlich sind. Eine Umstrukturierung in Form eines freiwilligen Umtauschs, ähnlich wie sie derzeit für Griechenland im Gespräch ist, ist für Wertpapierinhaber zwangsläufig mit erheblichen Kosten verbunden. Die Anleger, die kaum an den Erfolg des portugiesischen Plans glauben und eine Umschuldung für unvermeidlich halten, haben sich bereits vom portugiesischen Anleihemarkt zurückgezogen. Dies führte zu einer deutlichen Abwertung und machte alle Chancen auf eine natürliche Refinanzierung zunichte.

Wenngleich die Situation in den übrigen europäischen Ländern anders aussieht, berücksichtigen die Agenturen auch die geringe Wahrscheinlichkeit einer kostspieligen Umschuldung, und die Zinsen sind nicht nur in den als besonders schwach angesehenen

Ländern (Irland, Spanien), sondern auch in bisher wenig betroffenen Ländern gestiegen, die jedoch so hoch verschuldet sind, dass das Niveau der Darlehenszinsen alle wirtschaftlichen Anstrengungen überwiegt (Italien). **Durch diese hohen Zinsen verschlechtern sich die Finanzierungsbedingungen der betroffenen Staaten an den Kapitalmärkten. Dies erschwert die Sanierung der öffentlichen Finanzen in der gesamten Eurozone.**

Dies könnte weitere Bankenkonkurse zur Folge haben und eine neue Finanzmarktkrise auslösen. **Das Übergreifen der Krise, das es um jeden Preis zu verhindern galt, hat bereits begonnen.**

Die Ratingagenturen sind zwar nicht selbst für diesen Effekt verantwortlich, neigen jedoch dazu, ihn zusätzlich zu verstärken. Michel Barnier hat Recht, er fordert, die Abhängigkeit von Institutionen wie der EZB, Pensionsfonds oder Versicherungen von diesen Agenturen zu verringern. Er hat ebenfalls Recht mit seinem Vorschlag, die Bewertungen in den Aufsichtsbestimmungen und insbesondere in den europäischen Vorschriften künftig unberücksichtigt zu lassen, und dass die Anleger diesen Bewertungen besonders kritisch gegenüberstehen sollten. Die jüngsten Vorschläge, die Bewertung für diejenigen Länder auszusetzen, die Hilfen des IWF erhalten, erscheinen mir nicht zweckmäßig. In Anbetracht der in der Vergangenheit gemachten Fehler halte ich es für sinnvoller, die Verfahren der Ratingagenturen und die ihnen zur Verfügung stehenden Mittel zu überprüfen, um die Qualität ihrer Analysen zu verbessern. Was die Einrichtung einer europäischen Ratingagentur anbelangt, so ist fraglich, ob diese objektiver wäre als die übrigen Agenturen. Meiner Ansicht nach wäre sie nicht besonders glaubwürdig und könnte in den Verdacht geraten, Gefälligkeitsbewertungen abzugeben. Sie würde lediglich die jetzt schon allzu große Bedeutung dieser Institutionen zusätzlich verstärken. Daher ziehe ich es vor, auf das Verantwortungsbewusstsein der Akteure zu setzen: **Trotz der bescheidenen Größe unserer**

Verwaltungsgesellschaft sehen wir uns durchaus imstande, die Haushaltslage der europäischen Staaten zu analysieren. Um die Finanzlage der Staaten jedoch korrekt beurteilen zu können, müssen diese zuverlässige Zahlen liefern (was bei Griechenland nicht der Fall war). Eine Möglichkeit wäre, sich am amerikanischen oder schwedischen Beispiel zu orientieren, und eine Agentur nach dem Muster des US-amerikanischen CBO (Congressional Budget Office) einzurichten, die verlässliche Daten und Instrumente zur Analyse von Szenarien auf Grundlage von Konjunkturdaten (Zinsen, Arbeitslosigkeit, Wachstum usw.) liefert. In den Vereinigten Staaten hat man längst begriffen, dass man sich solcher Mittel bedienen muss, um das Interesse der Anleger zu wecken und ihr Vertrauen zu gewinnen. Sie erst ermöglichen eine fundierte Diskussion zwischen Politik und Wirtschaft auf gemeinsamer und zuverlässiger Grundlage. *Dieser Punkt wird auch im Camdessus-Bericht angesprochen.*

Dieser Ansteckungseffekt muss unbedingt gestoppt werden. Ebenso wie für Unternehmen und Banken ist das Liquiditätsrisiko auch für Staaten schlichtweg tödlich. Europa bildet da keine Ausnahme. Heute haben wir offensichtlich keine Mittel mehr zur Verfügung, dieses Phänomen einzudämmen, das noch wesentlich gravierendere Folgen haben könnte als der Konkurs von Lehman Brothers. **Daher muss unserer Meinung nach dringend eine politische Entscheidung getroffen werden.** Die Zukunft Europas darf nicht von der politischen Einstellung einiger Abgeordneter aus Griechenland oder anderen Ländern, sondern muss vielmehr vom Willen der Staaten abhängen. Ohne die Notwendigkeit der mittel- oder langfristigen Reformen in Zweifel zu ziehen, die für ein reibungsloses Funktionieren der Eurozone unerlässlich sind, glauben wir, dass es mindestens eine Möglichkeit gibt, das Katastrophenszenario eines Übergreifens der Krise kurzfristig zu vermeiden:

Es gilt, deutlich zu machen, dass Europa entschlossen ist, Griechenland weiterhin in seinen Reihen zu behalten.

Es gilt, deutlich zu machen, dass Europa, die EZB und der IWF an den vom griechischen Parlament verabschiedeten Sanierungsplan glauben, und dass Griechenland mit diesem Plan, sofern er gut umgesetzt wird, ein mittel- und langfristiges Wirtschaftswachstum erzielen und den Staatshaushalt wieder ins Lot bringen kann. Es ist wichtig, die Vorteile des Plans für das griechische Volk – und nicht nur für die Gläubiger – deutlicher herauszustellen: weniger Korruption, mehr Beschäftigung.

Das Liquiditätsrisiko und das Solvenzrisiko müssen getrennt behandelt werden.

Das Liquiditätsrisiko muss vom europäischen Rettungsfonds und dem IWF abgedeckt werden (es sind etwa 700 Mrd. EUR verfügbar). Statt eines Umtauschs von Wertpapieren könnte Griechenland seine eigenen Titel am Markt zu einem Festpreis (z.B. 70% des Nennwerts) zurückkaufen. Damit könnte das Land seinen Schuldenstand erheblich senken, freilich auf Kosten der Wertpapierinhaber. Diese Lösung ist kein Zahlungsausfall. Sie vereinfacht das Solvenzproblem erheblich und ermöglicht eine Eindämmung des Ansteckungseffekts. Diese Operation käme den Wertpapierinhabern sehr gelegen, die ihre Titel dann zum derzeitigen Kurs oder sogar teurer verkaufen könnten.

Die Solvenz muss durch die Ausführung des Plans wiederhergestellt werden. Europa muss diesen Punkt an den Märkten und beim IWF deutlich machen. Es muss die Ausführung dieses Plans uneingeschränkt garantieren: Es ist nicht vorstellbar, dass ein Staat auf unbestimmte Zeit insolvent und gleichzeitig Mitglied der EU bleibt. Griechenland benötigt daher konkrete Hilfe für die bestmögliche Umsetzung des vom griechischen Parlament verabschiedeten Sanierungsplans:

Bereitstellung von EU-Funktionären, Umsetzung von Verfahren, die sich bereits in anderen Ländern bewährt haben, usw.

Daraus ergibt sich die Schlussfolgerung, dass Europa die Liquidität Griechenlands und die gute Ausführung des Sanierungsplans sicherstellen muss – tatsächlich kann ich mir nicht vorstellen, dass durch eine schlechte Ausführung des Plans das europäische System insgesamt in Gefahr gerät. Europa muss dringend seinen Willen bekunden, diesen neuen finanziellen Tsunami aufzuhalten. Andernfalls ist in einem Umfeld, in dem das Wachstum der westlichen Länder durch den Anstieg der Verschuldung, die steigenden Energiepreise und die fehlenden zusätzlichen Haushaltsmittel beeinträchtigt wird, das Übergreifen der Krise gewiss.

Unvermeidlich ist dann auch das Auseinanderbrechen der Eurozone, was eine Bankenkrise, die Kündigung von Lebensversicherungsverträgen und damit massive Verluste für die Sparer mit allen bekannten Konsequenzen nach sich ziehen würde: Unternehmenskonkurse und Arbeitslosigkeit.

Die Befürworter eines, wenn auch nur befristeten, Ausstiegs Griechenlands aus der Eurozone unterschätzen in gravierendem Maße die Gefahr eines Übergreifens und der stets mit Finanzkrisen einhergehenden Panik, wie sich dies auch beim Lehman-Konkurs gezeigt hat.

Philippe Delienne

Präsident Convictions AM

www.convictions-am.com