

Dr. Klaus Bauknecht  
[klausdieter.bauknecht@ikb.de](mailto:klausdieter.bauknecht@ikb.de)

Ein Kommentar zu der jüngsten Emission des griechischen Staates scheint eigentlich schon ein alter Hut zu sein. Und dennoch lohnt es sich, das Thema noch einmal aufzugreifen.

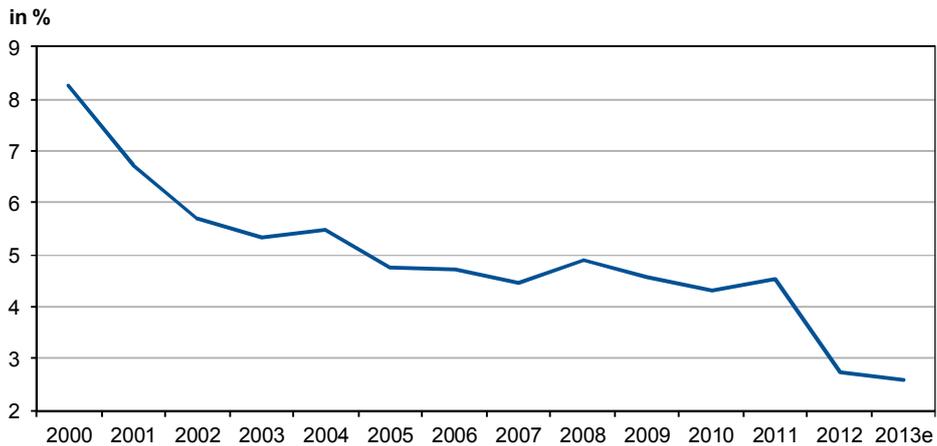
Die relativ niedrigen Zinsen der emittierten Staatsanleihe (4,75 % bei einer Laufzeit von fünf Jahren) wurden als Erfolg für Griechenland angesehen, auch wenn auf die Rolle der EZB verwiesen wurde. Dank einer möglichen Aktivierung des OMT-Programms der EZB hat sich das Ausfallrisiko für Griechenland deutlich reduziert. Hieran mag übrigens gezweifelt werden, da Griechenland nicht systemrelevant ist und die wirtschaftliche Stabilisierung in der Euro-Zone das systemische Risiko eines Ausfalls für die Gemeinschaftswährung reduziert. Der Kapitalmarkt schenkt allerdings der EZB-Bereitschaft weiterhin uneingeschränktes Vertrauen, obwohl das OMT-Programm bis dato noch nicht aktiviert wurde. Griechenland sieht hingegen in der Emission griechischer Staatsanleihen den Beweis für erfolgreiche Reformen. Nun besteht die Hoffnung, dass Griechenland mit Hilfe der EZB-Bazooka in den nächsten Jahren verstärkt an den Kapitalmarkt gehen kann und dadurch die Gelder der Rettungsmechanismen mehr und mehr zurückgezahlt werden können. **Doch diese Einschätzung ist eher naiv. Wie bereits Bundesbankpräsident Weidmann äußerte, ist eine Finanzierung nur dann erfolgreich, wenn sie nachhaltig ist. Die Nachhaltigkeit der aktuellen Emission griechischer Staatsanleihen kann allerdings bezweifelt werden.**

Was signalisiert der jüngste Kapitalzugang? Griechenland sieht darin einen Erfolg und ein klares Vertrauenssignal der Märkte. **Doch für die Euro-Zone ist nur dann ein Erfolg zu verzeichnen, wenn sich durch die Emission eine Reduzierung des Risikos für die verbleibenden Euroländer abzeichnet bzw. dies nachhaltig über die nächsten Jahre der Fall sein wird. Sprich: Die Emission griechischer Staatsanleihen müsste ein erster Schritt sein, das Ausfallrisiko von den Rettungsmechanismen zurück zum Kapitalmarkt zu schieben.** Das diese Emission nur unter dem Versprechen einer EZB-Bazooka stattfand, lässt erste Zweifel aufkommen.

Weniger bekannt ist die Tatsache, dass die neue Emission wieder unter „English Law“ herausgegeben wurde. Inhaber solcher griechischen Staatsanleihen mussten zum Beispiel im März 2012 keinen Schuldenschnitt hinnehmen und haben somit den Schaden der Anleger indirekt erhöht, deren Anleihen unter griechischem Recht emittiert wurden. Für Anleger unter griechischem Recht hatte der griechische Staat im Februar 2012 noch schnell ein Gesetz verabschiedet, das den Schuldenschnitt deutlich einfacher machte: Beim neuen Gesetz ist nur eine 2/3-Mehrheit der Gläubiger notwendig, um den Schuldenschnitt umzusetzen. Der Rest ist Geschichte. Wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass es nicht nur die EZB ist, die die Risikoprämie für Griechenlands jüngste Emission eingengt hat, sondern auch, dass eine Umschuldung unter englischem oder einem anderen nicht-griechischem Recht sich als deutlich schwieriger erweist. **So hat die jüngste Emission des griechischen Staates das Verlustrisiko für die anderen Staaten der Euro-Zone bzw. der Rettungsmechanismen nicht reduziert, sondern die potenzielle Verlustquote für die verbleibenden Gläubiger erhöht.**

Nun wurde mehrmals in Kommentaren betont, dass die Zinsen der neuen Anleihe niedrig sind. Dies mag zwar absolut betrachtet der Fall sein. Allerdings bedeutet das nicht, dass diese Emission die Schuldentragfähigkeit des griechischen Staates stärkt – was auf ein reduziertes Ausfallrisiko für die aktuellen Geldgeber hindeuten würde. Im Gegenteil: Die Höhe der Zinsen ist ein Rückschritt, wenn es darum geht, die Schuldenquote zu stabilisieren. Glücklicherweise war das Emissionsvolumen nicht sehr groß (2 Mrd. €), sodass sich der durchschnittliche Zinssatz des griechischen Staates nicht nennenswert erhöhen wird. Aktuell bezahlt der griechische Staat einen durchschnittlichen Zinssatz von 2,6 % auf seine Schulden (!!!). Wie Abbildung 1 zeigt, ist der niedrige Zinssatz im Jahr 2012 zustande gekommen, als Umstrukturierung und Übertragung eines Großteil der griechischen Schulden auf Rettungsmechanismen vorgenommen wurden. Eine deutliche Zinssenkung war wiederum Voraussetzung für die mögliche Stabilisierung der Schuldenquote. Denn ein niedriges Wachstum bzw. ein unzureichend großer Primärüberschuss deuten trotz des Schuldenschnitts in 2012 auf eine eskalierende Schuldenquote hin, der ohne Wirtschaftswachstum nur mit sinkendem Zinssatz entgegengesteuert werden kann.

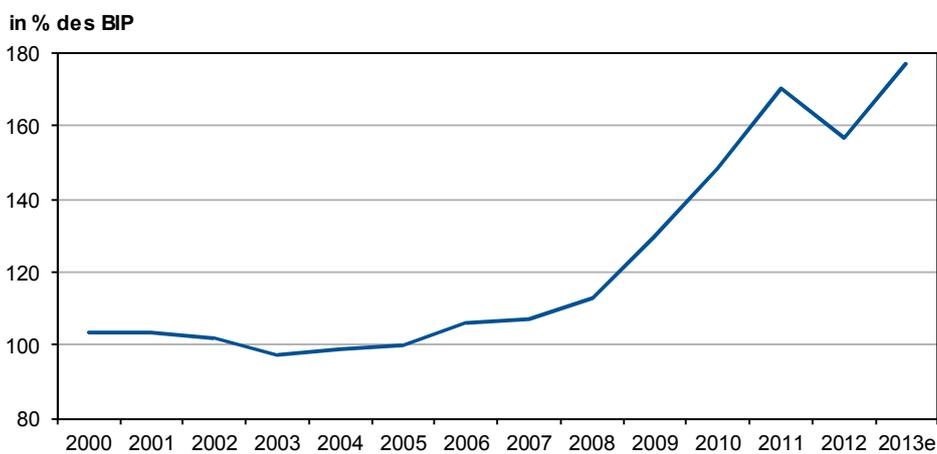
Abb. 1: Effektive Zinszahlungen des Staates\*



Quelle: IKB \* Zinszahlungen in % der Bruttoschulden der Vorperiode

Seit dem Schuldenschnitt wird allerdings auch ein deutlich ansteigender Primärüberschuss erwartet, der bei den niedrigen Zinsen und einer Erholung der Wirtschaft zur tendenziellen Senkung der Schuldenquote führen sollte. Bis dato ist dies allerdings noch nicht geschehen. Der Primärbilanzsaldo war auch 2013 deutlich negativ – auch wenn Sondereffekte wie die Rekapitalisierung der griechischen Banken belasteten. Tendenziell scheint sich nun ein Überschuss abzuzeichnen. Doch ob dieser groß genug ist, die Schuldenquote zu reduzieren, bleibt abzuwarten und hängt vorrangig vom Wachstum ab. Trotz niedriger Zinsen von 2,6 % ist die Schuldenquote wegen der schwachen Wirtschaftsleistung und insbesondere aufgrund des Primärbilanzdefizits (gemäß Daten der Europäischen Kommission in 2013) deutlich höher als vor dem Schuldenschnitt in 2012 (siehe Abb. 2), was allerdings nicht ganz unerwartet ist. **Trotzdem benötigt Griechenland aufgrund der Höhe der Schulden und wegen des niedrigen Wachstums noch auf Jahre einen absolut niedrigen Zinssatz, um die Schuldenquote nennenswert zu reduzieren. Somit besteht kein Raum für großangelegte Kapitalmarktfinanzierung.**

Abb. 2: Entwicklung der griechischen Schuldenquote



Quellen: Europäische Kommission; Eurostat; IKB

Die EU-Kommission erwartet, dass sich die griechische Schuldenquote in 2015 reduziert. Grund ist die Erholung der Wirtschaft, die einen nachhaltigen Primärüberschuss sicherstellt. Prognosen sind geduldig und immer wieder wird am Prognosehorizont von einer wirtschaftlichen Erholung ausgegangen, die zur Rückführung der Schuldenquote führt. **Doch hierin liegt die Lektion für Griechenland wie auch für die Euro-Zone insgesamt: Solange sich kein nachhaltiges Wirtschaftswachstum einstellt sollten keine Kapitalmarktmissionen vorgenommen werden, da sich dadurch das Risiko für die Gläubiger der Euro-Zone eher erhöht als reduziert. Mit einem effektiven Transfer des Ausfallrisikos von der Euro-Zone hin zu privaten Investoren ist noch lange nicht zu rechnen.**

**Fazit:** Die jüngste Kapitalmarktemission des griechischen Staates kann nicht als erster Schritt hin zu einer nachhaltigen Staatsfinanzierung bezeichnet werden. Denn weder wird die Schuldenfähigkeit des Landes dadurch verbessert, noch signalisiert der Kapitalmarkt, dass er bereit ist, erneut einen Teil des Ausfallrisikos zu tragen. Im Gegenteil: Der Zinssatz der jüngsten Emission griechischer Staatsanleihen (4,75 %) ist kontraproduktiv für die Stabilisierung der Schuldenquote. Denn trotz eines durchschnittlichen Zinssatzes auf Staatsschulden von lediglich 2,6 % hat die Schuldenquote Griechenlands im Jahr 2013 mit knapp 180 % des BIP einen neuen Höchststand erreicht. Prognosen beruhen auf der Hoffnung, dass sich auf mittlere Sicht das Wachstum erholt und somit eine Wende in der Schuldendynamik einleitet. Doch bis sich diese Erwartung bestätigt, kann einem weiteren Schuldenschnitt nur durch extrem niedrige Zinsen entgegengetreten werden. Deshalb würden Griechenland wie auch andere betroffene Euroländer gut daran tun, zunächst das Wirtschaftswachstum anzuregen und sicherzustellen. Solange die nachhaltige Reduzierung der Verpflichtungen an andere Euroländer im Fokus steht, sollten Kapitalmarktaktivitäten eine untergeordnete Rolle spielen.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf  
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4118

15. April 2014

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer

Vorsitzender des Vorstands: Hans Jörg Schüttler

Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg, Dr. Michael H. Wiedmann