

# Schroders Talking Point



## Griechenland: Lösung aus eigener Hand

David Scammell, Head of European & UK Interest Rate Strategies

### Zusammenfassung

- Anleiheninvestoren sollten das Augenmerk auf die langfristige Nachhaltigkeit der griechischen Staatsfinanzen legen.
- Griechenland benötigt umfassende Reformen, um das Problem einer laxen Haushaltspolitik zu beseitigen. Der Schuldenabbau könnte sich als wahrhaftige Herkulesarbeit erweisen.
- Der Renditeaufschlag für zehnjährige griechische Staatsanleihen hat sich in den letzten fünf Monaten mehr als verdoppelt.
- Im schlimmsten Fall läuft Griechenland Gefahr, in den Sog einer Wachstumsverlangsamung bei gleichzeitig steigenden Schulden zu geraten.
- Griechenland droht ein Jahrzehnt der wirtschaftlichen Misere. Anleger sollten sich deshalb mit griechischen Staatsanleihen zurückhalten, bis glaubwürdige Sparmaßnahmen implementiert werden.

Während Anleiheninvestoren auf das politische Machtgebaren im Umfeld des möglichen Rettungspakets für Griechenland fixiert sind, ist es wichtig, sich auf das Wesentliche zu besinnen: die langfristige Nachhaltigkeit der griechischen Staatsfinanzen. Griechenland hat offensichtlich jahrelang eine laxe Haushaltspolitik betrieben, die bis vor kurzem durch kreative Buchführungsstrategien geschickt verschleiert wurde. Umfassende Reformen sind daher dringlicher denn je. Das gilt insbesondere für die strukturell niedrige Besteuerung und das überaus großzügige Rentensystem. Zur Lösung der Probleme bedarf es Sparmaßnahmen, deren Erfolg letztlich von der Entschlossenheit der griechischen Regierung und Bevölkerung abhängen wird. Griechenland droht ein Jahrzehnt der wirtschaftlichen Misere, und bis glaubwürdige Sparmaßnahmen implementiert werden, sollten Anleger höhere Renditeaufschläge für griechische Staatsanleihen verlangen.

Griechenland hat weniger unter der Rezession gelitten als die übrigen Länder der Eurozone. Mit 3,2 Prozent ist die Differenz zwischen Höchst- und Tiefstwert des BIP-Wachstums kleiner als in der Eurozone insgesamt, wo die Zahl bei 5,1 Prozent liegt. Das Haushaltsdefizit in Griechenland stieg im vergangenen Jahr auf 12,7 Prozent des BIP an – ein neuer Rekord in der elfjährigen Geschichte der Einheitswährung und das Ergebnis tiefgreifender Probleme. Zwar liegen die öffentlichen Ausgaben weiterhin nur unwesentlich über dem Durchschnitt der Eurozone, doch befinden sie sich auf einem steilen Aufwärtkurs. Grund sind die immer älter werdende Bevölkerung und das überaus großzügige staatlich finanzierte Rentensystem. Steuerhinterziehung und -umgehung sind derweil



# Schroders

Mehr als 200 Jahre Investments für Ihre Zukunft

gang und gäbe, was in erster Linie der Existenz einer umfangreichen Schattenwirtschaft zuzuschreiben ist. Die Erfahrungen der Vergangenheit zeigen, dass das Haushaltsdefizit in der Regel ansteigt, wenn das BIP-Wachstum unter drei Prozent fällt.

Die Regierung hat in diesem Jahr drei Maßnahmenpakete zur Reduzierung des Defizits verabschiedet, die Einsparungen in Höhe von 16 Milliarden Euro ermöglichen sollen. Dies könnte sich als Herkulesarbeit erweisen: Die Marktreaktion auf die Daten legt nahe, dass die Anleger noch nicht überzeugt sind. So hat sich der Renditeaufschlag für zehnjährige griechische Staatsanleihen in den letzten fünf Monaten mehr als verdoppelt. Diese Entwicklung lässt Zweifel daran erkennen, ob genug politischer Willen da ist, Reformen voranzutreiben, die einen Anstieg der Arbeitslosenquote auf über 20 Prozent bewirken und das Land letztlich zu einem Jahrzehnt der wirtschaftlichen Misere verdammen könnten.

Erschwerend kommt hinzu, dass die makroökonomischen Bedingungen wenig viel versprechend sind. Ganz Europa droht eine längere Phase mit tragem Wachstum und womöglich eine Deflation. Griechenland ist nicht wettbewerbsfähig und läuft Gefahr, in eine w-förmige Rezession abzugleiten, denn für dieses Jahr wird mit einem Rückgang des BIP um bis zu zwei oder drei Prozent gerechnet. Ein solcher Konjunkturverlauf bedeutet, dass die Ausgabenkürzungen höchstens eine weitere Ausweitung des Haushaltsdefizits, nicht aber eine Reduzierung der Schulden bewirken werden. Diese Herausforderung wird durch den unerbittlichen Renditeanstieg griechischer Staatsanleihen verschärft. Anders ausgedrückt: Die Sparmaßnahmen dienen lediglich dazu, die höheren Kreditkosten zu finanzieren. Im schlimmsten Fall läuft Griechenland Gefahr, in den Sog einer Wachstumsverlangsamung bei gleichzeitig steigenden Schulden zu geraten. Zudem besteht weiterhin ein beträchtliches Risiko, dass die Märkte im späteren Jahresverlauf negativ reagieren, wenn das Defizit langsamer zurückgeht, als es die Regierungspläne versprechen.

Vor diesem Hintergrund hat Griechenland im laufenden Jahr einen Finanzierungsbedarf von rund 54 Milliarden Euro. Dies dürfte sich als problematisch erweisen, zumal die Anleger zu Recht höhere Renditen fordern (die Rendite zehnjähriger griechischer Staatsanleihen beträgt mittlerweile 6,30 Prozent im Vergleich zum BIP-gewichteten Durchschnitt von nur 3,5 Prozent für die Eurozone und 3,1 Prozent für deutsche Bundesanleihen). Wenn die griechische Regierung nicht mehr in der Lage ist, sich auf dem Kapitalmarkt zu finanzieren, oder sich weigert, die untragbar hohen Marktzinsen zu zahlen, wird sie sich möglicherweise nach alternativen Mitteln umsehen. Eine Initiative unter der Ägide der EU wäre natürlich vorzuziehen, wenngleich eine Involvierung des IWF nicht auszuschließen ist. Es ist jedoch zu beachten, dass das IWF-Mandat im Regelfall eine Hilfestellung nur dann erlaubt, wenn die Probleme durch kurzfristige Zahlungsbilanzschwierigkeiten und nicht durch ein Haushaltsdefizit bedingt sind. Welche Lösung auch gewählt wird: Es wird an Griechenland selbst liegen, die Finanzmittel effektiv zur Lösung seiner Budgetprobleme einzusetzen.

Der Markt preist mit dem gegenwärtigen Spreadniveau ein, dass Anlegern in zehnjährigen griechischen Staatsanleihen gegenüber Emittenten der Eurozone höherer Bonität 20 Prozent an Kupons und Kapitalrückzahlungen entgehen werden. Bei einem Szenario, in dem mehr als 80 Prozent der ursprünglichen Kupons und Zinsen gemäß den aktuellen Zahlungsterminplänen gezahlt werden, würde sich daraus eine höhere Gesamtrendite im Vergleich zu hochwertigeren Anleihen ergeben. Für langfristig orientierte Investoren, welche die EU-Solidarität in positivem Licht sehen, mag dies eine attraktive Option sein. Anleger, denen die Kursschwankungen Sorgen bereiten, sind möglicherweise jedoch besser beraten, andere Alternativen zu finden, da der Weg lang und steinig sein dürfte.

Es wird spekuliert, dass die EU-Staats- und -Regierungschefs infolge der aktuellen Krise versuchen werden, die Fiskalunion zu stärken. Dies wird unter dem Strich wohl den Anleihen von Peripherieländern zugute kommen. In der Gesamtbetrachtung lautet das Fazit jedoch, dass Länder wie Griechenland nur dann innerhalb der Währungsunion bestehen werden, wenn sie ihre Verpflichtung zur finanzpolitischen Stabilität demonstrieren können. Eine Verschuldung in Höhe von 120 Prozent im Verhältnis zum BIP ist inakzeptabel. Weltweites Wachstum und ein schwächerer Euro werden Griechenland zwar unterstützen, doch die Lösung liegt im Land selbst.

**Wichtiger Hinweis:**

**Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen von David Scammell, Head of European & UK Interest Rate Strategies bei Schroders, und stellen nicht notwendigerweise die Ansicht von Schroder Investment Management dar.**

**Nur für professionelle Anleger und Berater.** Dieses Dokument ist nicht für Privatkunden geeignet.

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken und ist keinesfalls als Werbematerial gedacht. Das Material ist nicht als Angebot oder Werbung für ein Angebot gedacht, Wertpapiere oder andere in diesem Dokument beschriebene verbundene Instrumente zu kaufen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Die hier enthaltenen Informationen werden als zuverlässig angesehen, aber Schroders Investment Management Ltd (SIM) gewährleistet nicht deren Vollständigkeit oder Richtigkeit. Dies ist kein Ausschluss und keine Beschränkung der Verpflichtung oder Haftung, die SIM gemäß dem Financial Services Markets Act 2000 (in seiner gültigen Fassung) oder einer anderen Gesetzgebung gegenüber seinen Kunden hat. Individuelle Investitions- und/oder Strategieentscheidungen sollten nicht auf Basis der Ansichten und Informationen in diesem Dokument erfolgen.

Herausgegeben von Schroder Investment Management Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA. Zugelassen und unter der Aufsicht der Financial Services Authority.