

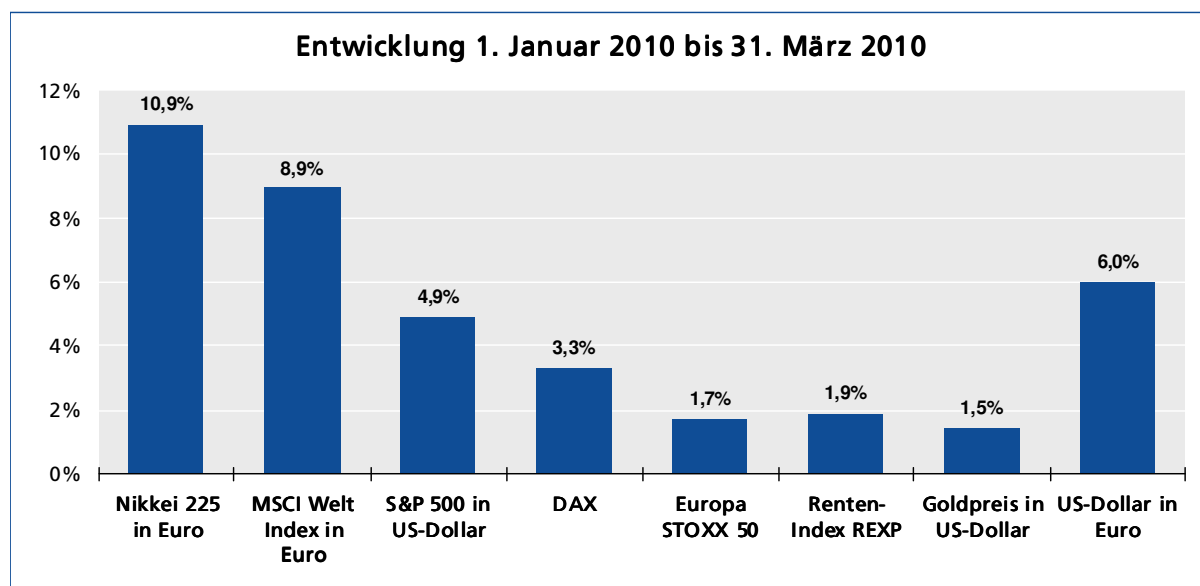
BERICHT I. QUARTAL 2010

I. RÜCKBLICK

Das erste Quartal 2010 hat nach einigem Auf und Ab an den Börsen in fast allen Anlagebereichen positive Ergebnisse gebracht. Die Aktienmärkte litten in den ersten Wochen des Jahres unter der zunehmenden Angst vor einem Kollaps Griechenlands und unter Sorgen über die Stabilität des Finanzsystems. Mit der vorläufigen Abwendung einer Pleite Griechenlands rückten die insgesamt positiven Nachrichten aus dem Unternehmenslager wieder in den Vordergrund und ließen die Aktienmärkte auf neue Jahreshöchststände steigen.

Auch Unternehmens- und Wandelanleihen verzeichneten Kursgewinne, wobei sich die Risikoaufschläge zu Staatsanleihen weiter reduzierten.

Der Goldpreis erreichte mit 834 € je Feinunze einen neuen historischen Höchststand.



Grafik 1 (Quelle: Bloomberg)

Unsere Fonds konnten im ersten Quartal weiter zulegen und überwiegend neue historische Höchststände erzielen. Auch die Aktienfonds liegen über ihrem Niveau von Anfang 2008, als der Kurseinbruch an den Kapitalmärkten begann.

Fonds	Wertentwicklung 1. Quartal 2010	Wertentwicklung seit Anfang 2008
FvS Fundament	7,26%	0,03%
FvS Aktien Global	6,41%	2,95%
FvS Multiple Opportunities	7,57%	31,39%
FvS Strategiefonds Defensiv	3,07%	2,35%
FvS Strategiefonds Ausgewogen	4,18%	4,47%
FvS Strategiefonds Wachstum	4,66%	0,50%
FvS Strategiefonds Stiftung	3,05%	2,74%
FvS Wandelanleihen Global	4,48%	2,19%
FvS Wandelanleihen Europa	6,05%	6,64%
Tectum Global Hedge *	2,2%	5,0%
Anmerkung: * basierend auf vorläufigem Wert für März 2010		

Tabelle 1 (Quelle: Flossbach & von Storch)

II. AUSBLICK

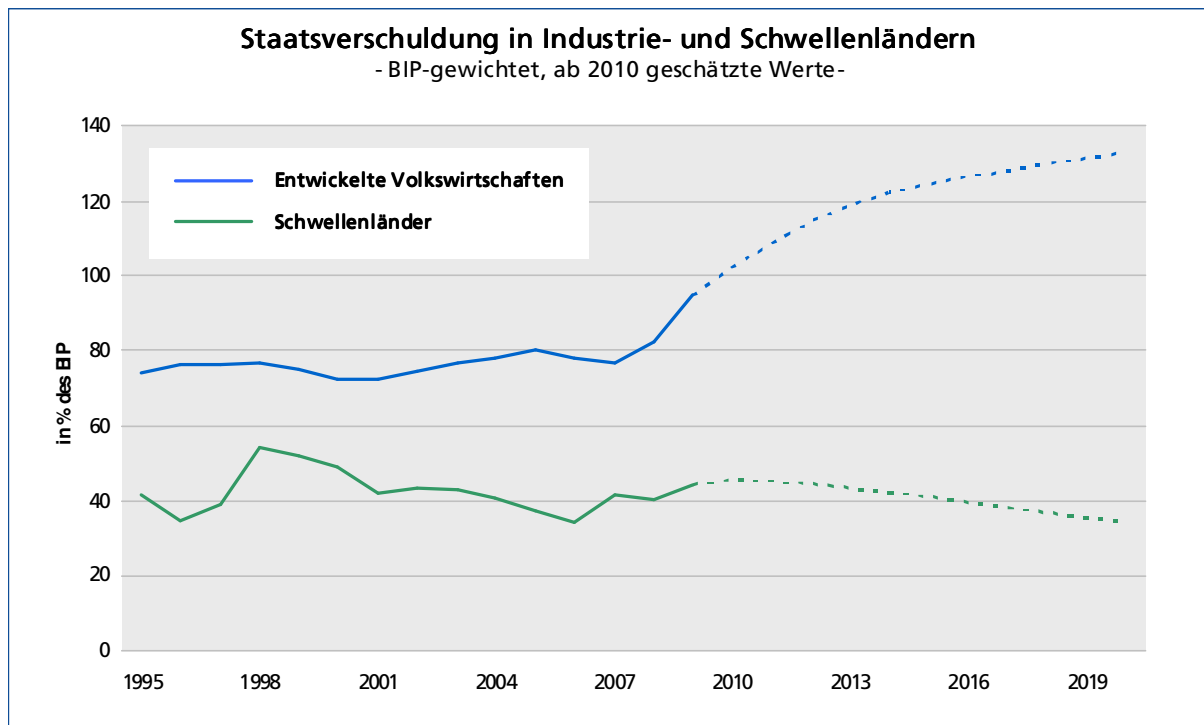
SHOWDOWN IN ATHEN

Die Bankenkrise scheint überwunden, die Banker erhalten wieder üppige Bonuszahlungen, die Weltwirtschaft weist dank des Beitrags der Schwellenländer wieder ordentliche Wachstumsraten auf und das Risiko einer Staatspleite Griechenlands scheint gebannt. Auch an den Anlagemärkten ist Ruhe eingeleitet.

Diese Ruhe ist jedoch trügerisch. Tatsächlich befindet sich die Welt in einer Umbruchphase, die viele unserer Denkmuster strapaziert, einige sogar auf den Kopf stellt. Der Pawlowsche Reflex, bei drohendem Ungemach „alles zu verkaufen“ und auf das sichere Konto zu legen oder in Staatsanleihen zu investieren, könnte diesmal vom Regen in die Traufe führen.

Im Jahresbericht hatten wir die wirtschaftliche und politische Machtverschiebung von West nach Ost beschrieben. Stärkeres Wachstum, zunehmende Wettbewerbsfähigkeit und steigender Wohlstand in den sogenannten Schwellenländern führen dabei auch zu veränderten Schuldner/Gläubiger Beziehungen. Ein Indiz für diese Entwicklung sind die sich auftürmenden Währungsreserven in den Schwellenländern und die eskalierenden Staatsschulden der westlichen Industrienationen. Das noch in den 1980er Jahren bitterarme China finanziert die USA und zunehmend auch europäische Staaten, indem es ihre Anleihen kauft und dabei zum größten Gläubiger der westlichen Welt geworden ist.

Während sich die Staatsverschuldung der Schwellenländer in den nächsten Jahren reduzieren dürfte, baut sich in den klassischen Industrienationen ein Schuldentsunami auf.



Grafik 2 (Quelle: Berechnungen und Projektionen von Deutsche Bank Research, Public debt in 2020)

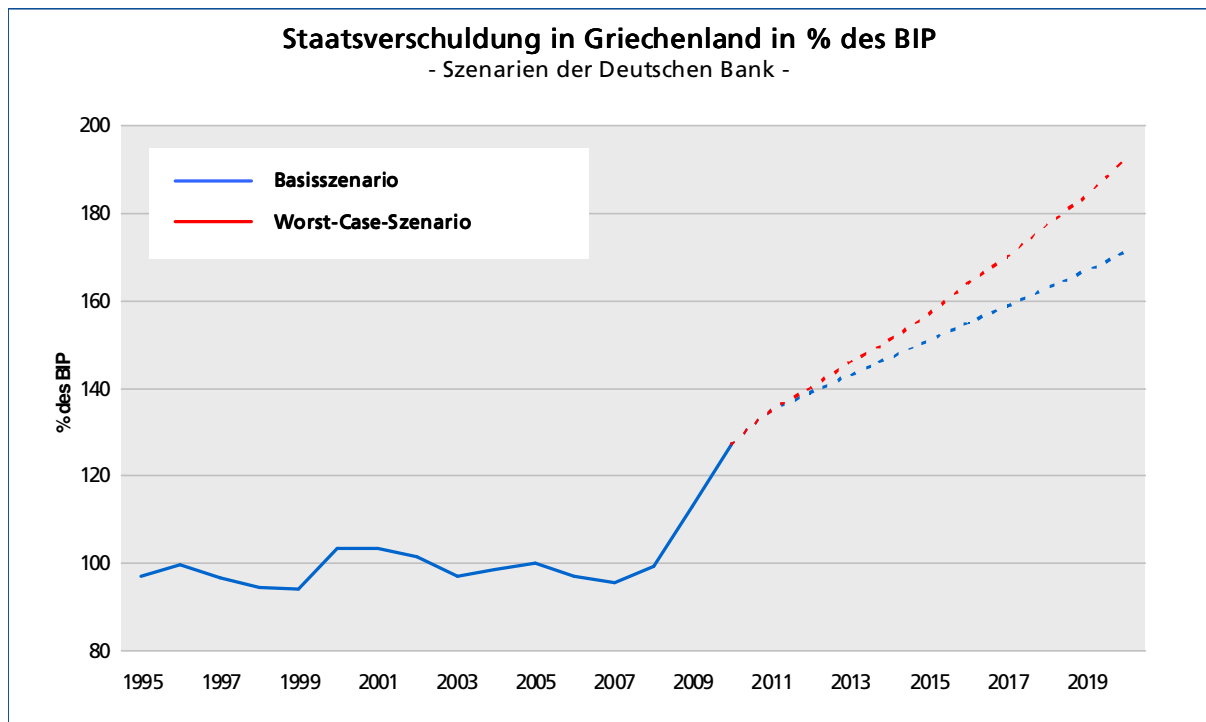
Die Deutsche Bank erwartet einen Schuldenanstieg in den Industrienationen von durchschnittlich 100 Prozent des Bruttoinlandprodukts in diesem Jahr auf 133 Prozent im Jahr 2020, im ungünstigen Falle sogar auf 150 Prozent.

Die Frage lautet nicht mehr ob, sondern wann und wo der Tsunami das Land erreicht und welche wirtschaftlichen, sozialen und politischen Schäden er verursacht. Anders als bei einer drohenden Naturkatastrophe gibt es bei einem Schuldentsunami aber nur bedingte Erfahrungswerte, wie ein Vermögen am besten in Sicherheit gebracht werden kann. Der vermeintlich sichere Hafen Staatsanleihen ist bei einem Schuldentsunami logischerweise kein geeigneter Platz. Gleiches gilt für Bankeinlagen.

Für Anleger stellt diese Entwicklung eine große Herausforderung dar. Es gibt nur wenige objektive Analysen, welche die eigentliche Problematik offen adressieren. Dies liegt in der Natur der Sache, denn keine Bank kann öffentlich ein Szenario skizzieren, das Zweifel an der Sicherheit ihrer Kundeneinlagen weckt. Hinzu kommen geschäftspolitische Überlegungen, die euphemistischen Analysen Vorschub leisten. So fällt der Chefanalyst der Bank of America Merrill Lynch am 15. März in der FAZ unter der Überschrift: **„Ein Lob für Athen“** ein sehr wohlwollendes Urteil zur Lage Griechenlands: **„Aber schon jetzt sollten wir den Hut vor der Regierung in Athen ziehen. Innerhalb von knapp drei Monaten hat sie zwei Sparprogramme durch das Parlament gebracht, wie es sie in der westlichen Welt selten gab“**. Da verwundert es kaum, dass die Bank zwei Wochen später eine führende Rolle bei der Emission einer 5 Mrd. € Griechenlandanleihe spielte.

Griechenland ist bei weitem nicht der einzige westliche Staat, dessen Staatsverschuldung besorgniserregend ist, aber es ist das Land mit den größten Problemen und dem akutesten Refinanzierungsbedarf. Schon in den nächsten Wochen könnte es hier zu einem Showdown kommen, der sich auch auf Anleihen anderer Staaten auswirken würde. Deshalb widmen wir den Perspektiven Griechenlands nachfolgend einmal mehr unsere besondere Aufmerksamkeit.

Wir hatten im Jahresbericht den „**Point of no Return**“ für verschiedene Länder kalkuliert, der angibt, ab welcher Kombination von Zins- und Verschuldungsniveau der Staatsbankrott droht. Diese eher kalkulatorische Vorgehensweise, die keine Aussagen über die Entschuldungsfähigkeit der Länder macht, versuchen wir nachfolgend am Beispiel Griechenlands zu präzisieren.



Grafik 3 (Quelle: Deutsche Bank Research, Public debt in 2020)

Ende 2009 beliefen sich die Staatsschulden Griechenlands auf 284 Mrd. € und damit auf 117 Prozent des BIP. Die Deutsche Bank prognostiziert für das Jahr 2020 ein Schuldenniveau von 171 Prozent des BIP, im ungünstigen Falle sogar 192 Prozent. Beide Prognosen sind aber eher akademischer Natur, denn das Land müsste bei Eintreten der Prognose 2020 voraussichtlich über die Hälfte seiner Staatseinnahmen für Zinszahlungen aufbringen. Dies ist unmöglich.

Die implizite Staatsverschuldung Griechenlands beträgt nach Angaben einer aktuellen Studie des US-National Center for Policy Analysis sogar 875 Prozent basierend auf dem BIP von 2005. Sie umfasst neben den „echten“ Schulden alle noch nicht gedeckten Verpflichtungen, wie z.B. Pensionsansprüche. Für Deutschland beläuft sich der Vergleichswert auf ca. 400 Prozent. Allerdings kann die implizite Staatsverschuldung vergleichsweise einfacher reduziert werden, etwa durch die Senkung von Pensionsansprüchen oder ein späteres Renteneintrittsalter, als dies bei der expliziten Verschuldung, für die der Staat Zinszahlungen und Tilgungen zu leisten hat, möglich ist.

Die aktuelle Diskussion um die Zahlungsfähigkeit Griechenlands dreht sich zumeist um den kurzfristigen Abbau des Haushaltsdefizits durch Sparmaßnahmen und höhere Steuern. In der Tat gibt es in einigen Bereichen erhebliches Einsparpotenzial:

- Das durchschnittliche Renteneintrittsalter liegt bei ca. 60 Jahren, wobei Beamte und Frauen deutlich früher in Rente gehen können.
- Das Rentenniveau eines Durchschnittsverdieners beläuft sich auf 111 Prozent des Nettoverdienstes in der aktiven Zeit (in Deutschland 61 Prozent). Die Rentenzahlungen liegen mit 11,5 Prozent des BIP deutlich über dem OECD-Durchschnitt von 7,2 (letzte verfügbare OECD-Angaben von 2006).
- In staatlichen Spitälern werden nach Angaben der Foundation for Economic and Industrial Research mangels ordentlicher Rechnungslegung 1,5 Mrd. € p.a. verschwendet.
- Über die Anzahl der öffentlichen Bediensteten, die 14 Monatsgehälter erhalten, gibt es unterschiedlichste Aussagen. Die Gewerkschaft spricht von 700.000, das Finanzministerium von 800.000 und der Leiter der Athener Handelskammer geht von 1,2 Mio. aus. Dies wirft Fragen über die Aussagekraft griechischer Haushaltsstatistiken auf, die sich bereits in der Vergangenheit häufig als völlig unzuverlässig erwiesen haben.

Die Regierung hat am 5. März ein Maßnahmenpaket beschlossen, das Gehaltskürzungen im öffentlichen Sektor, Kürzungen von Pensionsansprüchen im öffentlichen Dienst und das Einfrieren des Rentenniveaus im Privatsektor vorsieht. Diese Maßnahmen sollen 2,4 Mrd. € oder 1 Prozent des BIP einsparen, weitere 0,7 Mrd. € werden durch die Kürzung des staatlichen Investitionsprogramms eingespart. Durch Steuererhöhungen (Mehrwert-, Benzin-, Tabak-, Elektrizitätssteuer) und die Einführung einer Luxussteuer sollen die Staatseinnahmen um 2,4 Mrd. € gesteigert werden. Die Steuerquote (Steuereinnahmen im Verhältnis zum BIP) erhöht sich dadurch von 20 auf 22 Prozent.

Diese Maßnahmen sind aber schon in der Budgetplanung des laufenden Jahres berücksichtigt, die ein Haushaltsdefizit von 21,6 Mrd. € bzw. 8,7 Prozent des BIP vorsieht. Wir haben die Mehreinnahmen aufgrund der zu erwartenden Ausweichreaktionen (Verbrauchseinschränkung, Schmuggel etc.) um 0,7 Mrd. € niedriger und die Zinsausgaben um 0,5 Mrd. € höher angesetzt (was bei anhaltend hohem Zinsniveau realistischer ist). Gleichzeitig sind wir aufgrund des Effektes der Sparmaßnahmen beim Wirtschaftswachstum skeptischer und rechnen mit einem leichten Rückgang von 5 Mrd. € (2 Prozent) statt, wie die griechische Regierung, mit einem Anstieg um 4 Mrd. €.

Staatshaushalt Griechenland - Angaben in Mrd. EUR -	2009	Offizieller Budgetplan 2010	FvS Prognose 2010	FvS Prognose 2011
Laufende Einnahmen	48,5	54,2	53,5 ⁽¹⁾	53,5 ⁽¹⁾
Primärausgaben	59,5	56,3	56,3	58
Zinsaufwand	12,3	13,0	13,5 ⁽²⁾	16,2 ⁽³⁾
Öffentliche Investitionen (netto)	7,5	6,4	6,4	6,4
Gesamtausgaben	79,3	75,7	76,2	80,6
Haushaltssaldo	-30,8	-21,5	-22,7	-27,1
BIP	243	247	238	238
Haushaltsdefizit (in % vom BIP)	-12,7%	-8,7%	-9,5%	-11,4%
Anmerkungen: 1) Negativer Effekt durch Ausweichreaktionen 2) Ø 4,4% auf 304 Mrd. EUR Schulden 3) Ø 5,1% auf 320 Mrd. EUR Schulden				

Tabelle 2 (Quelle: Flossbach & von Storch, Finanzministerium Griechenland)

Im Ergebnis kommen wir für 2010 auf ein Haushaltsdefizit von 22,7 Mrd. € bzw. 9,5 Prozent des BIP, das sich 2011 vor allem wegen der höheren Zinsausgaben auf 11,4 Prozent erhöhen könnte.

Um das jährliche Haushaltsdefizit auf die gute alte Maastrichtgrenze von 3 Prozent zu senken, müsste Griechenland das Haushaltsdefizit auf 7,2 Mrd. € reduzieren. Da die Zinsausgaben weitgehend feststehen, das Investitionsbudget des Staates nicht auf Null fallen kann und die Steuern nicht unbegrenzt erhöht werden können, muss das Gros der Einsparungen aus sinkenden Primärausgaben (vor allem Beamtengehälter, Pensionen und Sozialausgaben) resultieren. Diese müssten von 59,5 Mrd. € im Jahre 2009 auf gut 38 Mrd. € im Jahre 2011 fallen, was einen Rückgang von 36 Prozent bedeuten würde und schlichtweg unmöglich ist. Selbst eine Reduzierung des Haushaltsdefizits auf 6 Prozent würde Einsparungen von 14,4 Mrd. € oder 24 Prozent der Primärausgaben bedeuten, was immer noch eine Herkulesaufgabe wäre.

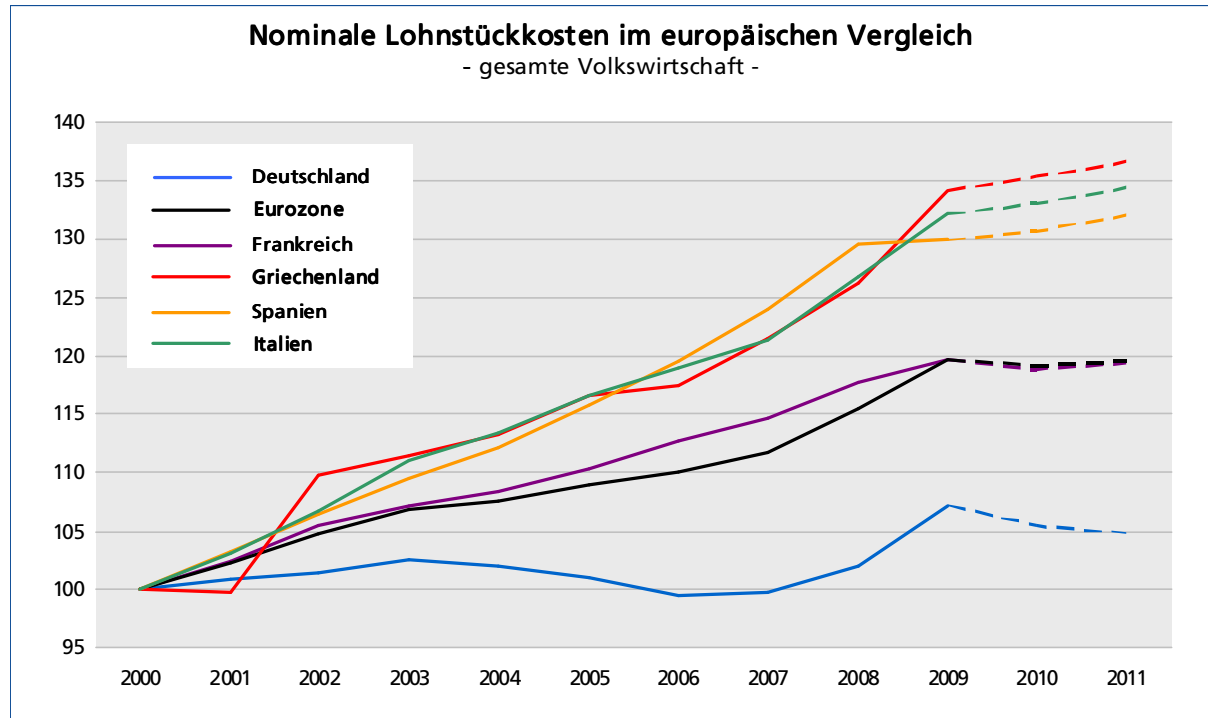
Dies verdeutlicht, dass Griechenland sich nicht alleine über Sparmaßnahmen und Steuererhöhungen aus seiner Finanzmisere befreien kann. Litauen und Lettland, die gerne als Vorbild für eine Sanierung Griechenlands zitiert werden, mussten diesen steinigen Weg aufgrund strikter Auflagen des IWF gehen. Dort haben Ausgabenkürzungen von 30 Prozent und die Erhöhung zahlreicher Verbrauchssteuern die Wirtschaft im letzten Jahr um 18 bzw. 23 Prozent schrumpfen lassen. Die Folgen sind eine Verarmung der Bevölkerung, lange Schlangen vor Suppenküchen und die weltweit höchsten Selbstmordraten (Quelle: Statistisches Bundesamt).

Eine nachhaltige Senkung des bedrohlichen Schuldenniveaus muss also von einer Steigerung des Bruttoinlandsprodukts und damit der Staatseinnahmen begleitet werden. Die Herausforderung für Griechenland liegt nicht nur darin, den Zähler (Staatsschulden) im Griff zu halten, sondern auch in der Steigerung des Nenners (Bruttoinlandsprodukt).

In einer globalen arbeitsteiligen Welt muss sich Griechenland gegenüber seinen Wettbewerbern behaupten. Die Hälfte der Beschäftigten sind in der Landwirtschaft, am Bau, im Handel und der öffentlichen Verwaltung tätig (in Deutschland knapp 30 Prozent). Nur 11 Prozent sind im verarbeitenden Gewerbe beschäftigt gegenüber 23 Prozent in Deutschland. Das nach Börsenwert drittgrößte griechische Unternehmen ist bezeichnenderweise die staatliche Lottogesellschaft OPAP, die im übrigen hochprofitabel und schuldenfrei ist. Der Auslandsumsatz der 20 größten börsennotierten Gesellschaften beträgt im Durchschnitt nur 24 Prozent bzw. 31 Prozent, wenn man die Unternehmen nach ihrem Börsenwert gewichtet, was angesichts der Branchenstruktur (primär Banken und Versorger) nicht verwundert. Das einzige Unternehmen mit einem hohen Auslandsanteil ist der Coca-Cola Abfüller Hellenic Bottling, der 90 Prozent seiner Erlöse außerhalb Griechenlands erwirtschaftet. Ohne dieses Unternehmen liegt der Auslandsanteil nur bei 20 Prozent. Zum Vergleich: die im DAX-Index enthaltenen 30 deutschen Unternehmen kommen auf einen durchschnittlichen Auslandsanteil von 68 Prozent (ohne Allianz und Münchner Rück, die keine Angaben zur regionalen Umsatzverteilung machen).

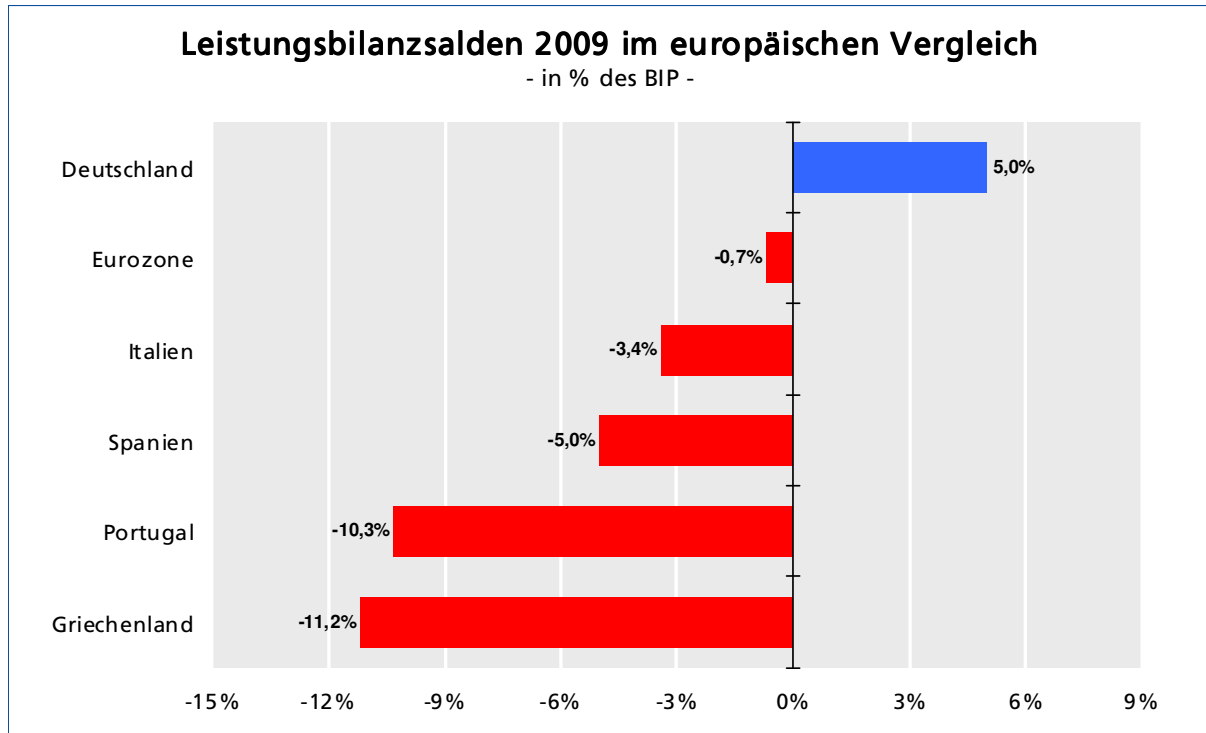
Griechenland steckt in der Klemme zwischen Technologienationen, wie Deutschland oder Frankreich, und den Niedriglohnländern Osteuropas und der Türkei.

Die in der folgenden Tabelle aufgeführte Entwicklung der Lohnstückkosten verdeutlicht das Problem. Seit dem Euro-Beitritt Griechenlands im Jahre 2001 sind diese um 30 Prozent gestiegen. Die Lohnstückkosten Frankreichs haben sich im gleichen Zeitraum dagegen nur um ca. 18 Prozent und die Deutschlands gar nur um ca. 5 Prozent erhöht. Griechenland hat damit erheblich an Wettbewerbsfähigkeit verloren und ist als Produktionsstandort unattraktiver geworden.



Grafik 4 (Quelle: Eurostat, ab 2010 prognostizierte Werte; Griechenland seit 2004 vorläufige Werte)

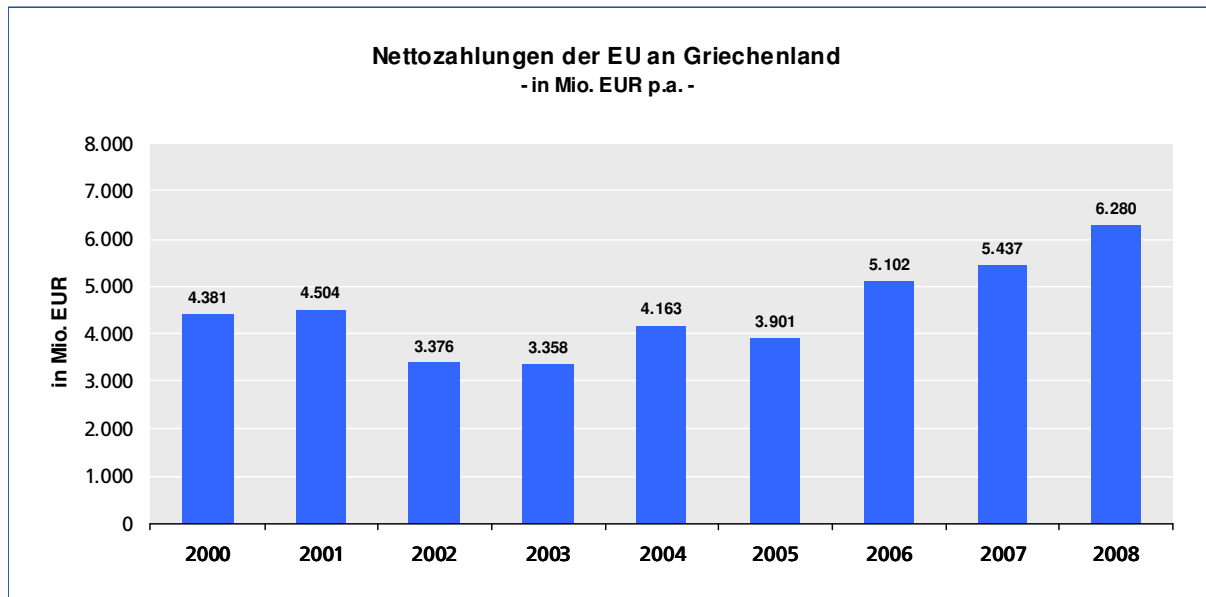
Diese Entwicklung spiegelt sich auch in der Leistungsbilanz wider. Den teilweise EU-subsidierten Konsum- und Investitionsimporten der Griechen stehen immer geringere Exporte gegenüber. Im Jahre 2009 betrug das Leistungsbilanzdefizit 26,9 Mrd. € oder 11,2 Prozent des BIP (ohne die Umsätze der griechischen Reeder, die in dieser Statistik nicht enthalten sind).



Grafik 5 (Quelle: OECD, Italien: Wert für 2008)

Dieses Defizit muss entweder dauerhaft finanziert oder abgebaut werden. Eine dauerhafte Finanzierung ist angesichts der Verschuldung Griechenlands unmöglich. Also muss das Defizit reduziert werden. Allein durch einen Rückgang der Importe ist dies aber nicht zu erreichen. Griechenland muss mehr Waren und Dienstleistungen exportieren, was allerdings eine deutliche Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit voraussetzt.

Stattdessen hat Griechenland seine Bemühungen erfolgreich auf das Anzapfen der EU-Fördertöpfe gerichtet. Die Zahlungen der EU, die indirekt vor allem vom größten Nettozahler Deutschland stammen (8,8 Mrd. € im Jahr 2008), sind seit langem fester Bestandteil des griechischen „Geschäftsmodells“. Die 6,3 Mrd. €, welche Griechenland im Jahr 2008 an EU-Mitteln erhalten hat, machen immerhin fast 3 Prozent des griechischen BIP aus. Der Rückgang der EU-Zahlungen im letzten Jahr (genaue Zahlen sind noch nicht bekannt) hat auch das griechische Defizit wachsen lassen. Folgerichtig empfiehlt die griechische AlphaBank, dass die Regierung unbedingt mehr Mittel von der EU absorbieren muss, um das Haushaltsdefizits zu reduzieren. Dieser durchaus ernst gemeinte Vorschlag verspricht allerdings kaum eine nachhaltige Lösung des griechischen Doppeldefizits. Die EU trifft allerdings eine Mitschuld an der Misere, denn ihre Dauersubventionen reduzieren den Anpassungsdruck und machen den Empfänger zu einem Transferleistungsjunkie.



Grafik 6 (Quelle: Europäische Kommission)

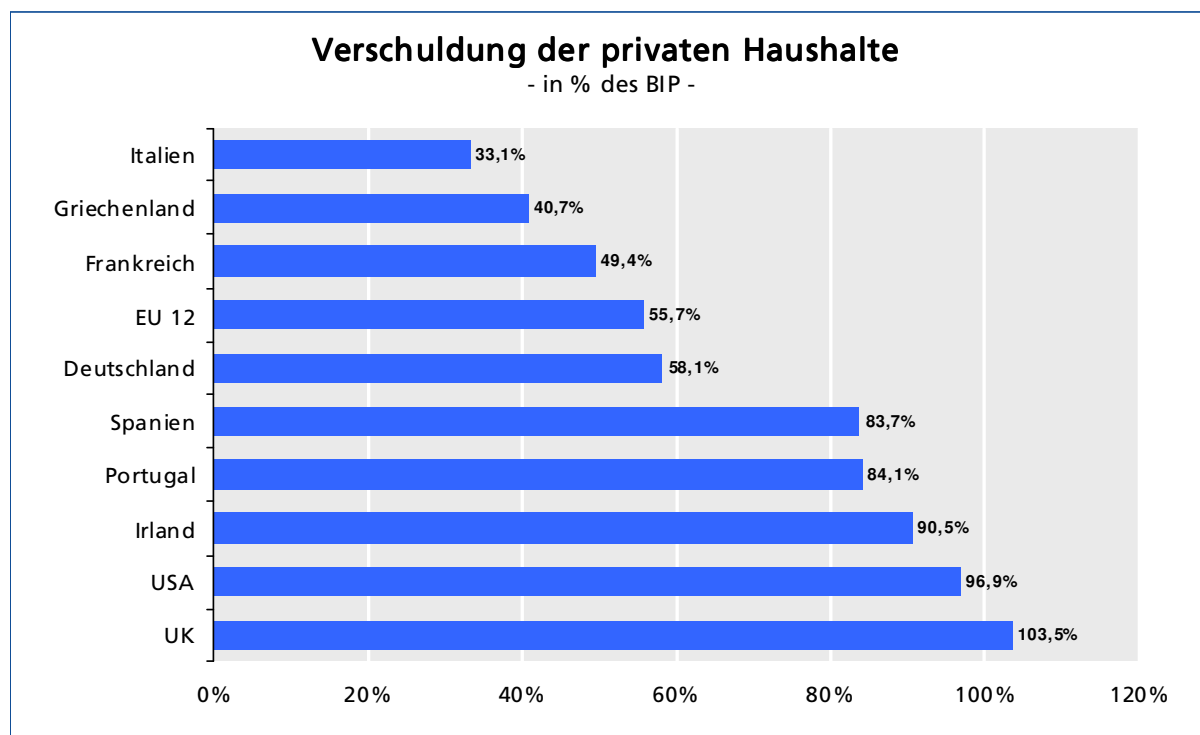
Um eine langfristige Perspektive zu haben, muss Griechenland seine Lohnstückkosten um mindestens 20 bis 30 Prozent senken. Da es als Euro-Mitgliedsland keine eigene Währung hat, kann es nicht abwerten, sondern muss entsprechende Lohnkürzungen herbeiführen, was außerhalb des Staatssektors schon rein rechtlich kaum umsetzbar ist. Dies ginge weit über die bisherigen Sparmaßnahmen hinaus und würde wohl die Leidensfähigkeit der Griechen weit übersteigen.

Dies wäre aber am schnellsten durch einen Austritt aus dem Euro zu erreichen. Die neue Drachme müsste gegenüber dem Wechselkurs bei Eintritt in den Euro im Jahre 2001 um 20 bis 30 Prozent abwerten. Dadurch würden sich allerdings auch die auf Euro lautenden Schulden Griechenlands in Drachmen gerechnet entsprechend erhöhen und wären nicht mehr zu bedienen. Griechenland müsste mit seinen Gläubigern einen Forderungsverzicht aushandeln.

LIEBER EIN ENDE MIT SCHRECKEN ALS EIN SCHRECKEN OHNE ENDE

Vor allem das politische Establishment Griechenlands stemmt sich mit aller Macht gegen einen Austritt aus dem Euro, der hier als politischer Selbstmord empfunden wird. Auch die breite Bevölkerung scheint bereit zu sein, erhebliche Einbußen in Kauf zu nehmen und ihren Konsum einzuschränken. Der Versuch, das Haushalts- und Leistungsbilanzdefizit durch rigide Sparmaßnahmen und massive Steuererhöhungen zu verringern und gleichzeitig das Wirtschaftswachstum zu steigern, um die Verschuldung abzubauen, gleicht der Quadratur des Kreises, die selbst Euklid und Pythagoras nicht gelungen ist. **Die Regierung täte sich und der Bevölkerung einen Gefallen, ein Ende mit Schrecken zu wählen, statt ein Schrecken ohne Ende in Kauf zu nehmen.**

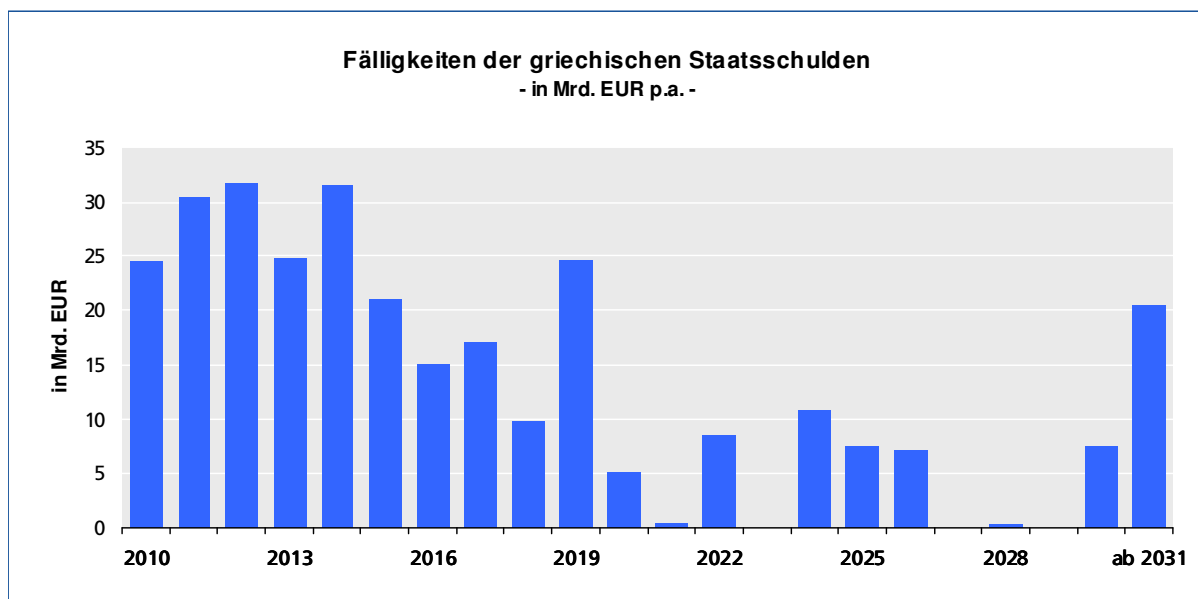
Die Privathaushalte könnten die mit einem Währungsschnitt verbundenen Mehrbelastungen (Importe werden teurer) vergleichsweise besser abfedern als in vielen anderen Ländern, denn die Privatverschuldung ist in Griechenland vergleichsweise gering. Im Gegensatz zu den angelsächsischen Ländern, Spanien, Portugal oder dem Baltikum hat es in Griechenland keinen Immobilienboom gegeben, der die Privathaushalte in die Schuldenfalle getrieben hat. Die privaten Schulden der Griechen machen insgesamt nur rund 40 Prozent des BIP aus.



Grafik 7 (Quelle: Credit Suisse, IDC, Datenabfrage per 31. März 2010)

Wenn Griechenland nicht den Weg eines Euro-Austritts wählen möchte, müsste es als Euro-Mitgliedsland die Zahlungsunfähigkeit erklären und versuchen, mindestens die Hälfte seiner Schulden erlassen zu bekommen. Hierdurch würde sich die Verschuldungsquote in etwa auf die Maastricht-Obergrenze von 60 Prozent reduzieren. Ein solches Schuldenniveau könnte die Basis für einen ausgeglichenen Haushalt darstellen, wenn die Primärausgaben weiter gesenkt und die Einnahmen weiter erhöht werden. Letzteres ist aber nur möglich, wenn sich auch die Wettbewerbsfähigkeit deutlich verbessert, was für einen Austritt aus dem Euro spricht.

Bis Ende 2012 muss Griechenland noch 86 Mrd. € fällige Anleihen und weitere 40 Mrd. € für die zu erwartenden Haushaltsdefizite refinanzieren. Sollte dies zu ähnlich ungünstigen Konditionen wie zuletzt geschehen, wird der Schuldendienst das Land aufzehren.



Grafik 8 (Quelle: Bloomberg, Daten per 31. März 2010)

Dass es überhaupt Käufer für griechische Staatsanleihen gibt, liegt am Kalkül der Investoren. Sie rechnen fest damit, dass andere EU-Staaten oder der IWF Griechenland im Zweifelsfall retten werden. Die Banken haben aus der letzten Finanzkrise gelernt, wie man den Staat mit der „too big to fail“ Doktrin unter Druck setzen kann. „Wenn ihr Griechenland nicht rettet, dann müsst ihr uns retten“. Die Strategie, Investitionen in hochverzinsliche Griechenlandanleihen oder lukrative Verkäufe von Anleihenversicherungen (Credit Default Swaps) durch einen erzwungenen Rettungspakt anderer Staaten abzusichern, ist analog zu der „empfohlenen“ Rettung von AIG durch die US-Regierung moralisch verwerflich. Moral Hazard hat sich in der letzten Finanzkrise als lukrative Investitionsstrategie erwiesen. Diesmal sollten die potenziellen Retter aber gewarnt sein, denn sie würden versuchen ein Fass ohne Boden zu stopfen.

Dies scheint auch die griechische Regierung zu ahnen, denn sie versucht alles, um den Risikoaufschlag gegenüber Bundesanleihen „runter zu reden“. So versucht der Direktor der öffentlichen Schuldenverwaltung, Petros Christodoulou, mit einem Hinweis auf voraussichtlich fallende Risikoaufschläge für griechische Staatsanleihen das Vertrauen der Investoren zu gewinnen. Wenn es ums Ganze geht, wird der Wunsch zum Vater des Gedankens. Eine Cashflow-Rechnung für die nächsten beiden Monate zeigt den Ernst der Lage.

Cashflow-Planung bis Ende Mai 2010	Mio. Euro
Kreditaufnahme im 1. Quartal	18.400
Fällige Anleihen im 1. Quartal	-6.126
Haushaltsdefizit Jan bis Mai (*)	-8.600
Verbleibende Liquidität	3.674
Fällige Anleihen und Zinsen bis Ende Mai 2010	-21.200
Refinanzierungsbedarf bis Ende Mai 2010	-17.526
(*) Jahresdefizitplanung 21,6 Mrd.; davon bis Mai erfahrungsgemäß ca. 40%	

Tabelle 3 (Quelle: Flossbach & von Storch, Eigene Berechnungen)

Im ersten Quartal hat Griechenland 18,4 Mrd. € frische Mittel aufgenommen, von denen 6,1 Mrd. € zur Tilgung fälliger Anleihen verwendet wurden. Bis Ende Mai muss Griechenland ca. 40 Prozent des geplanten Jahresdefizits von 21,6 Mrd. € finanzieren, also 8,6 Mrd. €. Es verbleiben 3,7 Mrd. € Liquidität. Zieht man hiervon die im April und Mai fälligen Anleihen von 21,2 Mrd. € (inkl. Zinsen) ab, ergibt sich ein Refinanzierungsbedarf von 17,5 Mrd. €. Vorausgesetzt Griechenland ist nicht mit einem großen finanziellen Polster in das Jahr 2010 gestartet, müssen also bis Ende Mai neue Anleihen mit einem Volumen von 17,5 Mrd. € platziert werden, sonst droht die Insolvenz.

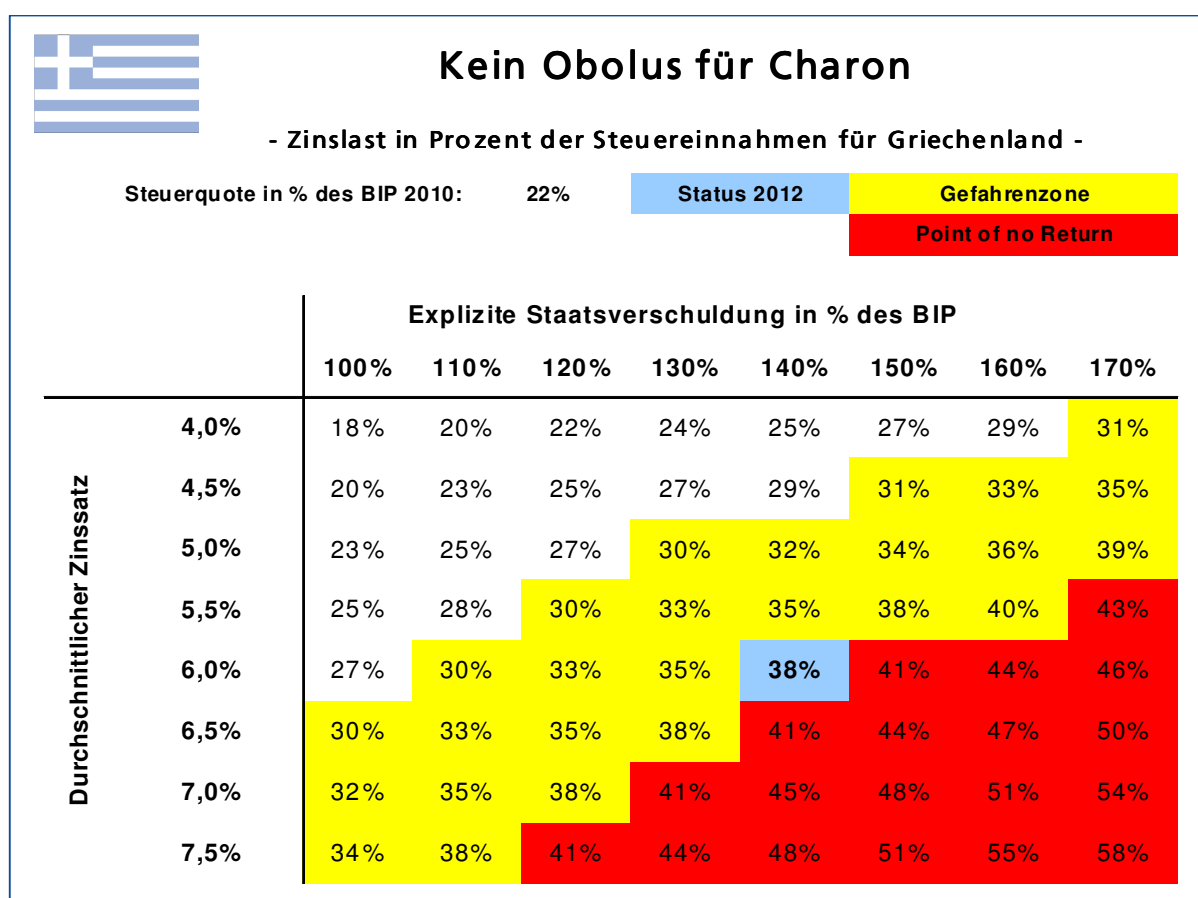
Fällige Anleihen	Kupon	Fälligkeit	Fälliger Betrag inkl. Zinsen - in Mio. Euro -
Hellenic Republic Treasury Bill	Zero	13.4.2010	985,0
Hellenic Republic Treasury Bill	Zero	16.4.2010	1.280,0
Hellenic Republic Government Bond	3,1%	20.4.2010	8.474,8
Hellenic Republic Treasury Bill	Zero	23.4.2010	1.585,0
Hellenic Republic Government Bond	6%	19.5.2010	8.571,5
Hellenic Republic Government Bond	6%	31.5.2010	376,7
		Summe	21,2 Mrd. EUR
			(davon 760 Mio. Zinsen)

Tabelle 4 (Quelle: General Accounting Office Griechenland)

Vor diesem Hintergrund wird verständlich, warum Christodoulou öffentlich von sinkenden Zinsaufschlägen für Griechenland spricht. Er muss die Investoren mit der Hoffnung auf Kursgewinne aus der Reserve locken. Nur so schafft es Griechenland die nächsten Wochen zu überstehen. Da es ums nackte Überleben geht, würde Griechenland sicherlich auch einen höheren Zins als die zuletzt gebotenen 6 Prozent

offerieren. Angesichts der zuletzt wenig erfolgreichen Emission (am 31. März fanden sich bei der Aufstockung einer bestehenden 12-jährigen Anleihe nur Käufer für 390 Mio. € statt der erhofften 1 Mrd. €) plant Griechenland in großem Stile US-Dollar Anleihen zu begeben, um den US-Kapitalmarkt anzuzapfen. Das dürfte aber teuer werden, denn die Zinsen von US-Treasuries liegen über denen von Bundesanleihen. Hinzu käme das Risiko eines steigenden Dollarkurses. Eine „erfolgreiche“ Platzierung würde zwar die kurzfristig drohende Illiquidität abwenden, das Problem aber nur ins nächste Jahr verschieben. Es wäre also ein Pyrrhus Sieg (König Pyrrhus von Epirus nach dem Sieg über die Römer 279 v. Chr.: „**Noch so ein Sieg, und wir sind verloren**“).

Was die Finanzmärkte Mitte März noch als Entwarnung feierten, ist also keine Lösung des Problems, sondern verschlimmert es nur noch. Zinskupons von 6 Prozent und mehr sind Sargnägel für die langfristige Zahlungsfähigkeit Griechenlands, wie die folgende Grafik nochmals verdeutlicht.



Grafik 9 (Quelle: Flossbach & von Storch, Griechisches Finanzministerium)

Wir erwarten Ende 2012 ein Schuldenniveau von 140 Prozent des BIP. Bis dahin wird sich der durchschnittliche Zinssatz durch die teurere Ablösung alter Niedrigkuponanleihen auf fast 6 Prozent erhöht haben. Dann würden allein die Zinszahlungen rund 20 Mrd. € und damit 38 Prozent der Staatseinnahmen verschlingen (vgl. Grafik 9 blauer Kasten). Dies sollte Griechenland sich nicht antun.

Ob das Land überhaupt noch solange zahlungsfähig bleibt, erscheint ohnehin fraglich. Wir sehen zwei kurzfristige Auslöser für eine Insolvenz:

1. Die im April und Mai anstehenden Anleiheemissionen finden nicht genügend Abnehmer.
2. Die Bereitschaft der Bevölkerung, die eingeführten Sparmaßnahmen und Steuererhöhungen zu tragen, nimmt ab. Es kommt zu sozialen Unruhen, die die wirtschaftlichen Probleme des Landes verschärfen und den Zins für griechische Staatsanleihen explodieren lassen würden. Dann käme es im März 2011 zum Showdown, wenn Anleihen und Zinsen in Höhe von fast 10 Mrd. € fällig werden.

Im ersten Fall könnte der IWF einspringen und eine Überbrückungsfinanzierung leisten. Dies wäre aber, wie im Falle Litauen oder Lettlands mit sehr rigorosen Auflagen verbunden, welche die bisherigen Sparmaßnahmen weit übertreffen würden und möglicherweise nicht mehr die Akzeptanz der Bevölkerung fänden.

Jede externe Rettungsmaßnahme, die nicht mit einer nachhaltigen Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit Griechenlands einhergeht, kann eine Insolvenz deshalb nur verschieben. Die Gläubiger Griechenlands sollten sich darauf vorbereiten, dass sie einen Teil ihres Geldes nicht mehr zurück erhalten. Die potenziellen Rettungsstaaten (vor allem Deutschland) tun gut daran, sich nicht von den Gläubigern Griechenlands erpressen zu lassen. Am 4. April war in der FAZ am Sonntag ein unkonventioneller Rettungsvorschlag zweier Finanzwissenschaftler der Universität Fribourg zu lesen. Unter der Überschrift: „*Wir (die deutschen Steuerzahler) retten Griechenland und verdienen Milliarden!*“ wird ein partieller Bonitätstransfer von Deutschland an Griechenland empfohlen. Deutschland garantiert griechische Schulden und kassiert dafür einen Teil des Risikoaufschlags. Die Banken sehen das allerdings anders: „**Der Steuerzahler rettet Griechenland und wir verdienen Milliarden!**“. Die zuletzt harte Haltung der Kanzlerin lässt hoffen, dass es diesmal nicht so kommt.

Damit scheinen auch die Griechen zu rechnen. Ihr Vertrauen in die heimischen Banken bzw. den Staat schwindet. Im Januar und Februar haben Privatpersonen und Unternehmen netto 8 Mrd. € an Einlagen bei heimischen Banken abgezogen. Wenn schon die Griechen ihren Banken bzw. dem Staat nicht mehr trauen, warum sollten wir dann „Euros nach Athen tragen“?

Ende 2009 hielten ausländische Investoren nach Angaben der Bank of Greece rund 215 Mrd. € an Forderungen gegenüber dem griechischen Staat (206 Mrd. € Staatsanleihen, 9 Mrd. € Kredite). Davon entfallen nach unseren Schätzungen nur ca. 80 Mrd. € auf den globalen Bankensektor. Der größte Teil dürfte auf französische, schweizerische und deutsche Banken entfallen, die deshalb besonders an einer Rettung Griechenlands interessiert sind. Bei einer angenommenen Vergleichsquote von 50 Prozent würde dies Abschreibungen im globalen Bankensektor von 40 Mrd. € bedeuten – ein Rundungsfehler im Vergleich zu den Verlusten auf verbrieftete Immobilienkredite in den USA.

Fraglos würde eine Insolvenz Griechenlands auch die Anleihen von Staaten, wie Portugal, Irland oder Spanien unter Druck setzen. Dies würde aber nicht zwangsläufig einen Dominoeffekt auslösen, sondern könnte auch ein heilsamer Schock sein, der Anpassungsmaßnahmen erzwingt, bevor es, wie in Griechenland, zu spät ist.

GRIECHENLAND IST NUR DIE SPITZE DES EISBERGS

Der rapide Anstieg der Staatsverschuldung bei sich gleichzeitig verschlechternden Wachstumsperspektiven reduziert die Bonität vieler westlicher Industrienationen. Die notwendigen Sparmaßnahmen dämpfen das Wirtschaftswachstum, was die Entschuldungsfähigkeit weiter senkt.

Nur noch wenige Staatsanleihen verdienen ein echtes Top-Rating. Die Schweizer Ratingagentur Independent Credit View (ICV), die von Investoren und nicht von den benoteten Emittenten bezahlt wird, erteilt weltweit nur noch sechs Ländern die Bestnote AAA. Die höchste Bonität genießt Finnland, vor Dänemark, der Schweiz, Deutschland, Schweden und Frankreich. Danach kommt schon China als erstes Schwellenland. Brasilien und Indien rangieren nur knapp hinter Italien aber vor Griechenland. Neben den üblichen Defizitbetrachtungen fließen unter anderem auch das Wirtschaftswachstum, die Arbeitslosigkeit, Privatisierungserlöse oder das Steueraufkommen ein. Ähnlich wie die Studie der Deutschen Bank erwartet ICV, dass sich die Bonität der klassischen Industrienationen weiter verschlechtert, während sich die Schwellenländer zu immer solideren Schuldnern entwickeln.

Die Befürchtung, dass ein Staatsbankrott das Ende der Welt bedeutet, scheint sich bei einem Blick in die Historie nicht zu bewahrheiten. Staatspleiten sind eher die Regel und nicht, wie wir heute glauben, die Ausnahme. Allein auf dem Gebiet des Deutschen Reiches ereigneten sich im 18. Jahrhundert fünf Staatspleiten, in Spanien waren es sogar sieben. Interessanterweise bedeutet ein Staatsbankrott nicht das Ende des Staates, wie die jüngsten Beispiele Russland und Argentinien zeigen. Die Gläubiger gehen selten leer aus. Oft werden Schulden gestundet oder umfinanziert und fast immer erhalten sie einen Teil ihrer Forderungen zurück. Die Kreditwürdigkeit der Staaten erholt sich nach einem Bankrott erstaunlich schnell, unter anderem weil sie sich zuvor eines Teiles ihrer Schulden entledigt haben. Deutschland hat dies im letzten Jahrhundert zweimal erfolgreich exerziert. 1923 und 1948 kam es nach einer Hyperinflation zu einem Währungsschnitt. Aus der Reichsmark wurde die Rentenmark und aus der nächsten Reichsmark die D-Mark. Zumeist waren Kriege ausschlaggebend für die Pleite eines Landes.

So waren die USA in Folge des Rüstungswettlaufs mit der Sowjetunion und dem Korea- und Vietnamkrieg 1971 de facto pleite. In den sechziger Jahren betrugen die „Verteidigungsausgaben“ zwischen 40 und 50 Prozent der US-Staatseinnahmen (heute ca. 20 Prozent). Die USA druckten immer mehr Dollarscheine als durch Gold gedeckt waren (Damals gab es noch eine partielle Golddeckung). Ausländer erhielten für 35 Dollar, die sie beim US-Schatzamt ablieferten, eine Unze Gold (Amerikanern war der Goldbesitz verboten). Das Ergebnis war ein ungeheurer Goldabfluss, der den schlecht konstruierten Pseudo-Gold-Standard aufhob. Das Ganze endete am 15. August 1971, als Präsident Nixon das „Goldfenster“ schloss und keine Unze mehr herausrückte. Das kam einer Bankrotterklärung gleich. Innerhalb von nur zwei Jahren verlor der US-Dollar gegenüber der D-Mark 36 Prozent. In Gold gerechnet war die Abwertung noch weitaus größer. Im Juni 1971 bekam man für 1.000 Dollar noch 25 Unzen Gold, drei Jahre später nur noch 6 Unzen. Dies entsprach einer Dollarabwertung von 76 Prozent.

Griechenland und Italien hätten ohne den Euro-Beitritt und die niedrigen Zinsen, die ihnen der Euro beschert hat, längst einige Nullen mehr auf ihren Geldscheinen, falls diese nicht, wie in der Türkei, inzwischen wieder durch eine Währungsreform gestrichen worden wären (Die türkische Lira hat 1990 bis 2001 um 99,9 Prozent abgewertet).

Die Geschichte lehrt uns, dass es eher unwahrscheinlich ist, dass die westlichen Industrieländer ihren ständig wachsenden Schuldenberg ad infinitum ordentlich bedienen oder gar abtragen werden. Waren es früher Kriege, so sind es jetzt die Folgen der Finanzkrise, welche die Staatshaushalte ruinieren.

Es gibt keine empirisch belastbare Schuldenobergrenze, ab der ein Land zwangsläufig zahlungsunfähig werden muss. Solange es seine Zinsen zahlen und seine fälligen Anleihen refinanzieren kann, d. h. das Vertrauen der Investoren genießt oder vom IWF gestützt wird, bleibt es solvent. So könnte Japan bei einem unveränderten Zinsniveau nicht nur den aktuellen Schuldenberg von gut 200 Prozent, sondern doppelt so hohe Schulden bedienen. Voraussetzung ist allerdings, dass die inländischen Anleger weiter Willens und in der Lage sind, japanische Staatspapiere zu kaufen. Hieran bestehen wegen der prekären demographischen Entwicklung langfristig große Zweifel.

Argentinien ging 2001 mit einer Staatsverschuldung von nur 150 Mrd. US-Dollar bzw. 62 Prozent des BIP Pleite, weil ein Großteil der Schulden auf US-Dollar lautete und das Land mangels Wettbewerbsfähigkeit nicht mehr über ausreichende Deviseneinnahmen verfügte.

Litauen konnte schon bei einer Verschuldung von nur 25 Prozent seine Gläubiger ohne die Hilfe des IWF nicht mehr bedienen. Auch hier waren die Schulden vor allem in ausländischer Währung aufgenommen worden und mangels Wettbewerbsfähigkeit nicht mehr durch entsprechende Exporteinnahmen zu bedienen.

In Lettland, das ähnlich wie Litauen auch unter den Folgen eines platzenden Immobilienbooms mit hochverschuldeten Privathaushalten leidet, ist die Situation noch schlimmer. Das Land wurde unter strengen Auflagen von der EU und dem IWF vorläufig gerettet. Die Wirtschaft brach im letzten Jahr um 23 Prozent ein. Das Perfide an dem Rettungsversuch ist, dass die skandinavischen Länder die vom Nobelpreisträger Paul Krugman empfohlene Abwertung des Lettischen Lats nicht mittragen wollten, da dies die Wettbewerbsfähigkeit Lettlands zu ihren eigenen Lasten verbessert hätte. Dafür waren sie bereit, einen besonders hohen Anteil des Rettungspakets zu finanzieren. Wenn der Rettungsversuch Lettlands tatsächlich eine Blaupause für Griechenland sein sollte, dürfte das Engagement Italiens besonders groß ausfallen.

Die Beispiele verdeutlichen, dass die Höhe des Haushaltsdefizits und der Staatsverschuldung nicht die einzigen Kriterien für die Zahlungsunfähigkeit eines Landes sind. Sie sind aber die objektivsten und langfristig wichtigsten Bonitätsindikatoren, weshalb sie auch als Kernkriterien in den Maastrichter Stabilitäts- und Wachstumspakts aufgenommen wurden (Neuverschuldung maximal 3 Prozent und Schuldenstand maximal 60 Prozent des BIP). Von diesen Vorgaben haben sich, von wenigen Ausnahmen abgesehen, praktisch alle Industrienationen verabschiedet.



Foto: Flossbach & von Storch 2. April 2010

Ein fiktiver „Reset“ der Staatsschulden auf die Maastrichtobergrenze von 60 Prozent würde in zahlreichen Industriestaaten schon bald einen Forderungsverzicht von 30 bis 50 Prozent bedeuten. Solange die Zinsen auf dem tiefen Niveau verharren, bleiben solche Überlegungen für die meisten Staaten Fiktion. Am schwächsten stehen Länder wie Griechenland und Portugal da. Sie verfügen über keine eigene Währung, sind hoch verschuldet und nur bedingt wettbewerbsfähig. Irland hat zwar optisch noch eine vergleichsweise niedrige Schuldenquote, ächzt aber unter der Last seiner de facto bankrotten Banken. Die Kosten der Bankenrettung werden auf rund 24 Mrd. € geschätzt, was 80 Prozent der Staatseinnahmen ausmacht. Wenn der Staat diese Summe tatsächlich abschreiben muss, könnte die Verschuldung Irlands von 65 Prozent des BIP Ende 2009 rasch auf deutlich über 100 Prozent ansteigen.

GIBT ES NOCH EINEN ANDEREN AUSWEG?

Daniel Gros und Thomas Mayer (Chefvolkswirt Deutsche Bank) haben im Februar in einem viel beachteten Papier das Konzept eines Europäischen Währungsfonds skizziert (vgl. Centre for European Policy Studies). Der Fonds soll die EU-Staaten durch sinnvolle Anreizmechanismen (Zuckerbrot und Peitsche) zu mehr fiskalischer Disziplin erziehen und hat vor allem präventiven Charakter. Das Konzept adressiert auch das Moral Hazard Problem, indem er Staatspleiten als Möglichkeit der Schuldentilgung bewusst einbezieht und zwar in einer geordneten Form, wie bei einem Unternehmensvergleich (Chapter 11). Anleger müssen damit rechnen, einen Teil ihres Geldes zu verlieren, wenn sie dem falschen Staat Geld leihen.

Auch Gros und Mayer orientieren sich an den Maastrichtkriterien. Demnach muss ein Land für jedes Prozent, das seine Gesamtverschuldung über der Maastrichtgrenze von 60 Prozent liegt, einen Basispunkt (0,01 Prozent) p.a. an Strafe in den EWF-Topf zahlen.

Griechenland müsste also Ende dieses Jahres bei 127 Prozent Verschuldung 67 Basispunkte bzw. 0,67 Prozent Strafe zahlen. Hinzu kommt ein Basispunkt für jedes Prozent, dass das jährliche Haushaltsdefizit bzw. die Neuverschuldung über der Maastrichtgrenze von 3 Prozent liegt. Im Falle Griechenlands wären dies bei rund 9 Prozent Defizit noch einmal 6 Basispunkte, bzw. 0,06 Prozent. Insgesamt müssten die Griechen dann eine Strafe von 0,73 Prozent ihres BIP oder 1,75 Mrd. € in den EWF-Topf einzahlen. Seit Einführung des Euro wären nach Berechnungen von Gros und Mayer so 120 Mrd. € eingesammelt worden. Der tatsächliche Betrag wäre wahrscheinlich weitaus geringer, da der Strafmechanismus einem massiven Schuldenaufbau entgegenwirkt. Der Sanktionsmechanismus funktioniert also nach dem Motto: „Wehret den Anfängen“.

Wird ein Land insolvent, würden seine Schulden gemäß dem oben angesprochenen „Reset“ bedient. Bei Griechenland gäbe es dann 60/127 zurück, also rund 47 Prozent des Nominalwertes einer griechischen Staatsanleihe. Bei einem Land, dass bei einem Schuldenstand von 80 Prozent pleite ginge, erhielten die Gläubiger immerhin 60/80 also 75 Prozent ihrer Forderung zurück. Abgesehen davon, dass ein solcher Plan einen Anreiz für Schuldenschummeln à la Griechenland böte, ist er wohl durchdacht und wesentlich besser als die derzeitige Praxis des Defizitverfahrens, das sich als Papiertiger erwiesen hat. Der EWF-Plan hat – zumindest für Griechenland – nur einen Nachteil: Er kommt zu spät.

FAZIT

Der Schuldenberg der klassischen Industrienationen hat alle in Friedenszeiten jemals erreichten Dimensionen überschritten und die tatsächliche Bonität vieler Länder ein Nachkriegstief erreicht. Griechenland ist nur die Spitze des Eisbergs. Es dürfte das erste Land sein, das entweder an seinen Zinszahlungen erstickt oder schon vorher mangels Vertrauen kein Geld mehr von potenziellen Investoren bekommt. Möglicherweise springt dann der IWF ein, vielleicht auch andere Regierungen. Sie alle würden aber schlechtem Geld nur gutes hinterherwerfen und einen Präzedenzfall für andere Euroländer kreieren. Mit den üblichen Konsolidierungsforderungen des IWF wird es nicht gelingen, Griechenland wieder auf solide Beine zu stellen. Das Land braucht einen Neuanfang mit weniger Schulden und einer besseren Wettbewerbsfähigkeit.

Die Budgetrestriktionen der hochverschuldeten Länder wirken sich negativ auf das zukünftige Wirtschaftswachstum aus. Studien des IWF und der US-Wissenschaftler Reinhart und Rogoff zeigen, dass ab einem Verschuldungsniveau von 60 bis 90 Prozent des BIP mit deutlichen Wachstumseinbußen zu rechnen ist. Deshalb ist es wohl auch naiv zu hoffen, die Schuldenstaaten könnten aus ihrem Schuldenberg „herauswachsen“. Nur in der Portfoliotheorie gilt der Zins von Staatsanleihen als sicher. Die Realität sieht anders aus.

Glücklicherweise ist nur ein Teil der Welt von dieser Misere betroffen, unglücklicherweise der, in dem wir leben. In den Schwellenländern liegen die Schuldenquoten niedriger, die Devisenreserven sind weitaus höher und die Bevölkerung ist zumeist deutlich jünger. Die Schuldenlast und Wachstumsarmut der klassischen Industrienationen beschleunigt die ökonomische und politische Machtverschiebung von West nach Ost. Für Unternehmen aus den Industrienationen werden die Schwellenländer immer wichtigere Absatzmärkte. Damit fließt indirekt ein Teil des globalen Wachstums zu uns zurück.

IMPLIKATIONEN FÜR DIE ANLAGESTRATEGIE

In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass Griechenland spätestens 2013 seine Schulden nicht mehr ordnungsgemäß bedienen kann und auch andere Länder an der Euro-Peripherie ihren Schuldendienst einschränken müssen. Wahrscheinlich werden die Kapitalmärkte ein früheres Ende erzwingen. Im „Best Case“-Szenario schaffen es die betroffenen Staaten durch eine Kombination aus Wirtschaftswachstum und Haushaltskonsolidierung den Bankrott zu vermeiden. Das „Worst Case“-Szenario mit weitreichenden konfiskatorischen Maßnahmen möchten wir an dieser Stelle nicht näher diskutieren.

Eine umsichtige und langfristig orientierte Anlagestrategie legt in diesem Umfeld den Schwerpunkt auf Sachwerte. Hierzu zählen:

- Aktien substanzhaltiger und ertragreicher Unternehmen,
- Wandelanleihen,
- Gold,
- Rohstoffe und
- Wohnimmobilien in demographisch stabilen Lagen.

Hinzu kommen Anleihen erstklassiger Unternehmen, die sicherer als Staatsanleihen der meisten Industrieländer sind, allerdings im Falle einer Staatsentschuldung durch Inflation keinen ausreichenden realen Kapitalschutz bieten. Das Gleiche gilt für Anleihen rohstoffreicher Länder, wie Kanada oder Australien. Anleihen von prosperierenden und devisenreichen Schwellenländern bieten eine hohe Rückzahlungswahrscheinlichkeit, sind aber oft nur bedingt zugänglich (z.B. China) und bieten im Falle von Inflation keinen ausreichenden realen Kapitalschutz. Bei Staatsanleihen der Industrienationen liegt der Schwerpunkt auf Bundesanleihen, die als „Einäugiger unter den Blinden“ für Anleiheinvestoren zunehmend der vermeintlich letzte sichere Hafen sind. Kurzläufer eignen sich als Liquiditätsersatz und bieten im Falle eines Zinsanstiegs durch aufkommende Inflationsängste die größte Sicherheit.

Diese Strategie sollte sowohl in unserem Basisszenario als auch im „Best Case“-Szenario vergleichsweise gute Ergebnisse liefern. Im (hoffentlich) sehr unwahrscheinlichen „Worst Case“ schafft sie zumindest eine überlebensfähige Basis.

Köln, am 7. April 2010



Bert Flossbach