

Trends im Visier

Treasury Research Analyse

22. April 2010

▶ Griechenland: Phobos herrscht

- ▶ **Aktivierung des Rettungspakets immer wahrscheinlicher**
- ▶ **Mittel stellen kurzfristige Finanzierung sicher**
- ▶ **Staatsanleihen bleiben nach Moody's-Downgrade EZB-fähig**

Disclaimer

Der Disclaimer und die wesentlichen Disclosures sind wichtige Bestandteile dieser Publikation - siehe Seite 7.

Die Finanzminister der Staaten der Eurozone haben sich am 11. April zusammen mit dem Internationalen Währungsfonds (IWF) auf ein finanzielles Hilfspaket für Griechenland geeinigt, das auf 3 Jahre und maximal 45 Mrd. EUR im ersten Jahr angelegt ist. Dabei ist nicht das Kalenderjahr 2010 gemeint, sondern der Zeitraum von zwölf Monaten ab dem Start des Pakets. 30 Mrd. EUR davon werden von den Ländern der Eurozone beigesteuert. Die Beteiligungsquote der einzelnen Staaten richtet sich nach den Anteilen des eingezahlten Kapitals bei der EZB. Die restlichen 15 Mrd. EUR sind vom IWF zu erwarten. Über die Maximalhöhe der Hilfe in den Folgejahren ist noch zu entscheiden. Griechenland kann dann Kredite in Anspruch nehmen, wenn eine Mittelaufnahme am Kapitalmarkt nicht mehr möglich ist.

Die von Griechenland zu zahlenden Zinsen orientieren sich im Fall von variabel verzinslichen Krediten am 3-Monats-Euribor und bei festverzinslichen Darlehen am Euribor-Swapsatz mit entsprechender Laufzeit. Hinzu kommt jeweils ein Aufschlag von 300 BP für Kredite mit maximal 3-jähriger Laufzeit. Bei längerer Fristigkeit werden 400 BP berechnet. Zusätzlich können die kreditgebenden Staaten eine Gebühr von maximal 50 BP erheben, um die entstehenden Kosten zu decken. Die Zinsen für einen 3-jährigen Kredit würden sich – je nachdem, zu welchem Grad der Spielraum der kostendeckenden Gebühr ausgeschöpft wird – derzeit auf 4,78 % bis 5,28 % belaufen. Das sind rund 400 BP bis 450 BP weniger als die Rendite der GGB 4,6 % 5/13 (Stand: 22. April, 16 Uhr) und mindestens 160 BP weniger als die Schlussrendite vom Freitag, den 9. April, also vor Bekanntgabe der Hilfsmaßnahmen.

Die Emissionsrenditen von Griechenland sind seit 2005 kontinuierlich angestiegen. Vor fünf Jahren lagen diese laufzeitübergreifend bei durchschnittlich 3,14 %. Für 4- bis 6-jährige Laufzeiten verlangten die Investoren damals im Schnitt weniger als 3 %. In diesem Jahr liegt der laufzeitübergreifende Durchschnitt bei 6,15 % und damit mehr als 100 BP oberhalb des Vorjahresniveaus. Neben

der Reduzierung des kurzfristigen Ausfallrisikos würde sich eine Nutzung des Hilfspaketes dämpfend auf die Zinslast auswirken.

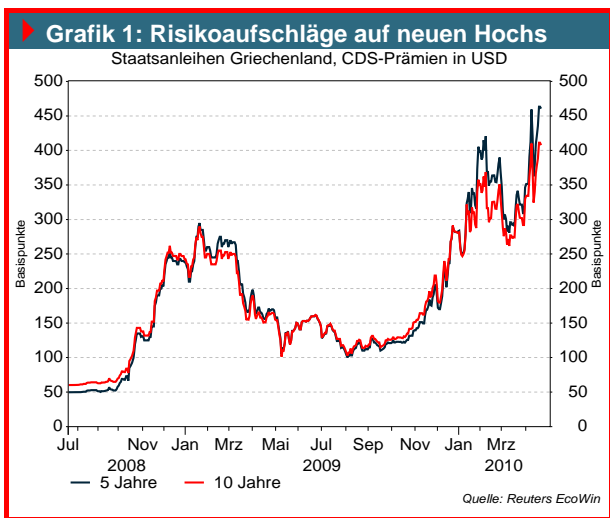
So viel zu den Fakten, aber wie ist das ganze Paket zu bewerten? Generell erachten wir die Lösung unter Einbeziehung des IWF als gelungen. Herauszuheben ist dabei die Rolle des Währungsfonds als externer Berater, der die notwendigen Erfahrungen mit der Bekämpfung von Haushaltskrisen hat. Zudem dürfte es dem IWF leichter als der Europäischen Kommission fallen, harte Sanierungsmaßnahmen einzufordern und auf deren Umsetzung zu pochen. Eine Delegation des IWF ist seit Mitte April zur Sondierung der Lage in Griechenland. Ziel des Besuchs ist die genauere Analyse der Situation und eine Beratung, die darauf abzielt, die Staatsfinanzen wieder auf Vordermann zu bringen. Eine konstruktive Zusammenarbeit von Griechenland mit dem IWF ist Voraussetzung dafür, dass auf die Mittel des IWF zugegriffen werden kann.

Die griechische Regierung hat bereits einen umfassenden Maßnahmenkatalog bekanntgegeben. Nachdem das Defizit 2009 bei 13,6 % des BIP lag, wird für dieses Jahr ein Fehlbetrag von 8,7 % angestrebt, der sich bis 2013 auf 2,0 % reduzieren soll. Während ein Erreichen der kurzfristigen Ziele durchaus wahrscheinlich ist, scheint die Verminderung auf 2,0 % innerhalb von 3 Jahren nicht erreichbar. Aufgrund der bisher beschlossenen Maßnahmen drohen der griechischen Wirtschaft eine längere Rezession und wegbrechende Steuereinnahmen. Je länger die Schwäche der Wirtschaft anhält und der Unmut der Bevölkerung entsprechend steigt, umso schwie-

Analysten

Stefan Schilbe	0211 910 3137	Lothar Heßler	0211 910 2906
Thomas Amend	0211 910 2642	Sebastian von Koss	0211 910 3391
Bernhard Esser	0211 910 2698	Johannes Rudolph	0211 910 2157
Jana Meier	0211 910 3515	Rainer Sartoris, CFA	0211 910 2470
Jörg Scherer	0211 910 3500	vorname.nachname@hsbctrinkaus.de	

Trends im Visier



riger wird es, dem eigenen Sparkurs treu zu bleiben.

Ein zentraler Bestandteil des auf den Weg gebrachten Konsolidierungspaketes ist die Erhöhung der Mehrwertsteuer von 19 % auf 21 %, die jährlich 1,3 Mrd. EUR einspielen soll. Möglichkeiten, die Einnahmen zu steigern, ergeben sich zudem durch eine Verbreiterung der Steuerbasis. Laut Finanzministerium „entgehen“ 30 % bis 40 % des BIP der Besteuerung. Auf der Ausgaben-seite trifft es besonders die Angestellten im öffentlichen Dienst, die Lohnkürzungen hinnehmen müssen. Die hier erhofften Einsparungen belaufen sich auf 1,7 Mrd. EUR, was in etwa 0,65 % des BIP entspricht. Informationen zu weiteren Maßnahmen finden Sie unter folgendem Link: http://www.mnec.gr/en/economics/growth_programme_2005-8/Hellenic_SGP_Newsletter_April_2010.pdf

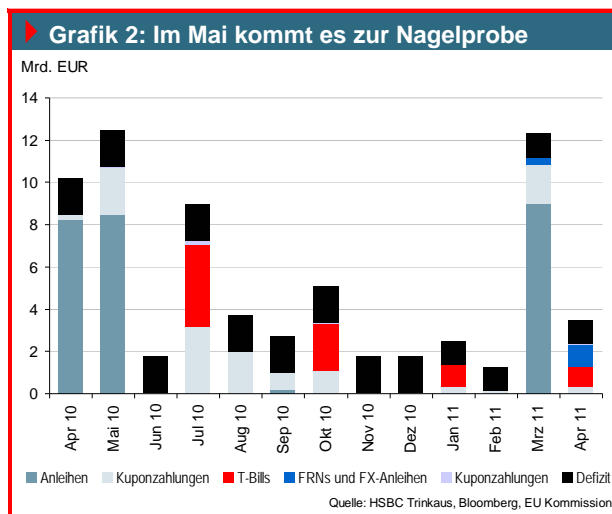
Wir gehen nicht davon aus, dass der IWF für 2010 noch weitere wesentliche Maßnahmen verlangen wird, sondern sich zunächst darauf beschränkt, deren Umsetzung zu überwachen bzw. maximal auf eine Beschleunigung zu drängen. Insofern steht einer Hilfszahlung von dieser Seite derzeit wenig im Weg. In die Hände Griechenlands spielt in diesem Zusammenhang, dass nach Angabe des griechischen Finanzministeriums eine Reduzierung des Defizits um 39,2 % im 1. Quartal 2010 im Vergleich zur gleichen Periode ein Jahr vorher gelungen ist. Maßnahmen wie die Erhöhung der Mehrwertsteuer werden sich zudem auf der Einnahmenseite ab dem 2. Quartal positiv bemerkbar machen.

Auch wenn sich die Staats- und Regierungschefs der Eurozone im Grundsatz einig über die Gewährung von finanziellen Hilfen im Notfall sind, gilt es noch einige Hürden zu überspringen. So ist in einer Reihe von Ländern die Genehmigung durch das Parlament notwendig.

Auch in Deutschland soll ein eigenes Gesetz zu diesem Zweck verabschiedet werden. In diesem Zusammenhang kommt zum einen den Landtagswahlen im Nordrhein-Westfalen eine besondere Rolle zu. Bei einer Niederlage verlore die CDU/FDP-Koalition ihre Mehrheit im Bundesrat. Deshalb ist eine Entscheidung für die Hilfe erst nach der Wahl das wahrscheinliche Szenario, da Stützungsmaßnahmen für Griechenland bei der deutschen Wahlbevölkerung nicht auf große Zustimmung treffen. Zum anderen scheint sich der Gesetzgebungsprozess in die Länge zu ziehen, da für eine beschleunigte Vorgehensweise nicht nur die Zustimmung der Koalitionsparteien notwendig ist. Eine Einigung der Parteien zeichnet sich bisher nicht ab.

Letztlich dürfte aber in allen großen Volkswirtschaften die parlamentarische Hürde genommen werden. Zu groß wäre der Schock, der von einem Zahlungsausfall Griechenlands ausgehen würde. In einem solchen Szenario droht nicht nur ein Zusammenbruch des griechischen Bankenmarktes, sondern auch anderer Finanzinstitute in der Eurozone. Die dann notwendigen Stützungsmaßnahmen der nationalen Regierungen würden eine zusätzliche Belastung für deren Haushalte darstellen. In einem solchen Szenario dürften sich die Spekulationen intensivieren, ob der Zahlungsausfall eines weiteren Mitglieds der Währungsunion droht.

Ende 2009 hielten auf Basis der Zahlungsbilanzstatistik der deutschen Bundesbank alleine deutsche Banken 31,3 Mrd. EUR, ihre ausländischen Filialen 4,4 Mrd. EUR und ihre Tochterbanken 3,9 Mrd. EUR an griechischen Forderungen. Unterstellt man, dass diese zu dem durchschnittlichen iBoxx Kurs der Periode 2005 bis 2008 erworben wurden, dann ergibt sich auf Basis des heutigen Preisindex (d. h. Kuponzahlungen werden nicht berücksichtigt) ein Rückgang von rund 19 %, was



Trends im Visier

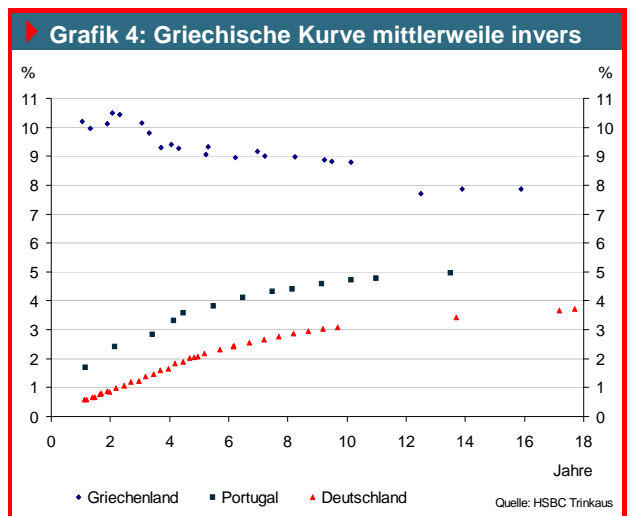
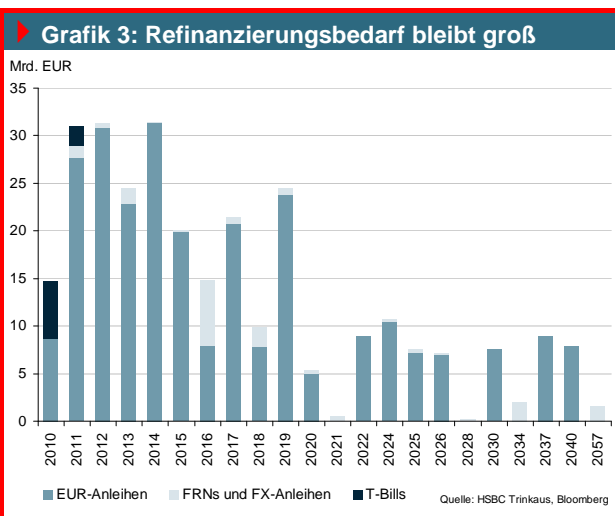
einem Verlust von 7,5 Mrd. EUR entspricht.

Die Unsicherheiten an den Märkten hatten sich zuletzt u. a. dadurch erhöht (siehe Grafik 1), dass die konkrete Höhe des Paketes für die Jahre 2011/12 noch nicht feststeht. Mit Blick auf die soeben aufgezeigte Bedeutung einer Rettung Griechenlands gehen wir auch für diese beiden Jahre von einer Bereitstellung von Hilfsmitteln in ausreichender Höhe aus. Kurzfristig ist die Deckung gewährleistet: Während der April laut griechischem Finanzministerium schon vorfinanziert ist, kommt im Mai mit einem zu finanzierenden Volumen (auslaufende Anleihen bzw. Geldmarktpapiere, Kuponzahlungen und Defizit) von rund 12 Mrd. EUR die Nagelprobe. Über den Rest des Jahres stehen dann noch weitere 20 Mrd. EUR zur Finanzierung an (siehe Grafik 2). Die Gesamtsumme des Rettungspaketes von 45 Mrd. EUR für die nächsten 12 Monate sollte reichen, um diese Finanzierung sicherzustellen. So gelang es Griechenland bisher erfolgreich, seine Geldmarktverschuldung zu rollen. Bis April 2011 benötigt Griechenland zur Refinanzierung von Anleihen und zur Deckung des Defizits rund 47 Mrd. EUR. Insgesamt belaufen sich die Geld- und Kapitalmarktschulden (inkl. Fremdwährungsanleihen) Griechenlands derzeit auf 291,1 Mrd. EUR. Der Schwerpunkt der Emissionstätigkeit am Anleihemarkt liegt traditionsgemäß in der 1. Jahreshälfte. Bis zum Jahr 2014 werden jeweils zwischen 24,4 Mrd. EUR und 31,4 Mrd. EUR fällig (siehe Grafik 3). Dabei konzentrieren sich die Fälligkeitszeitpunkte jedoch nicht ganz so stark auf das 1. Halbjahr, wie dies noch 2010 der Fall ist.

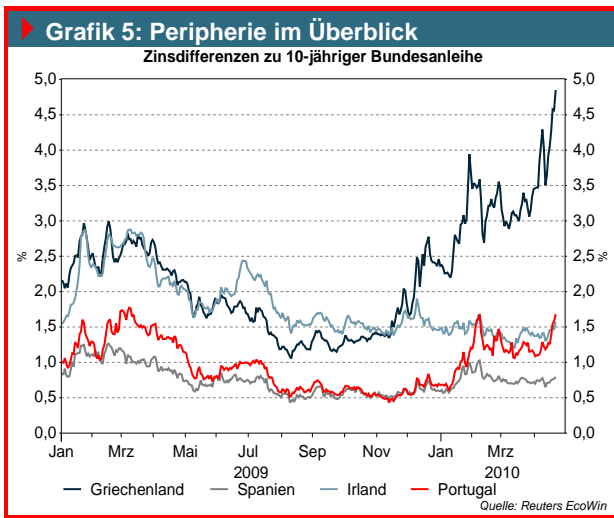
Da das griechische Finanzministerium nach eigener Aussage nicht bis auf die letzte Sekunde mit der notwendigen Schuldenaufnahme warten möchte, müsste es in den nächsten Tagen wieder zu einer anziehenden Emissionstätigkeit kommen. Ob die Finanzierung über

Platzierung von neuen Anleihen gelingen wird, ist jedoch fraglich. So liegt der Handel mit griechischen Anleihen aktuell danieder. Dies liegt nicht nur an der unsicheren Lage über die vollständigen oder pünktlichen Rück- und Kuponzahlungen. Vielmehr verursachen auch die starken Preisbewegungen der Anleihen selbst einen geringeren Handel. Dies liegt daran, dass vor allem Banken die Anleihen handeln und diese auch „über Nacht“ auf die Bücher nehmen. Die Handelstische für europäische Staatsanleihen und natürlich auch die Gesamtbank haben Limite, die z. B. durch Kennzahlen wie den „Value at Risk“ bestimmt werden. Die im Juli 2017 fällige griechische Anleihe hatte in den letzten 12 Monaten eine tägliche Preis-Standardabweichung von 0,74 %, während es z. B. bei einer österreichischen Anleihe gleicher Restlaufzeit nur 0,28 % waren. Die maximalen Verlustereignisse am Tag lagen bei der griechischen Anleihe im Bereich von 3,5 % bis 3,75 %, während es bei der Staatsanleihe Österreichs nur 0,75 % bis 1 % waren. Wir vermuten, dass die „täglichen Maximalverluste“ die Risikosysteme der Broker lange speisen werden und damit der Handel noch eine ganze Weile braucht, bis er wieder angemessene Geld-Brief-Spannen gibt.

Von den aktuell etwa 291 Mrd. EUR griechischen Staatsschulden wurden früher etwa 255 Mrd. EUR in die Kategorie „liquide“ kategorisiert. Sie werden potentiell am Markt angeboten. Wenn aber die Handelslinien auch aufgrund gestiegener Volatilitäten zurückgehen, dominieren die Abwehrpreise auf elektronischen Plattformen. Dies führte dazu, dass z. B. Griechenland am 13. April 2010 T-Bills über mehr als 1 Mrd. EUR mit einer Rendite unter 5 % verkaufen konnte, während die Schirmpreise der im Mai 2011 fälligen Anleihe bei 7 % (Geldkurs) und 5,9 % (Briefkurs) lagen. Am 20. April 2010 verkaufte Griechenland immerhin 1,95 Mrd. EUR 3-Monats-T-Bills bei „nur“ 3,65 %, Gebote lagen über 6,9 Mrd. EUR vor.



Trends im Visier



Die Renditeunterschiede zwischen Primärmarkt und Sekundärmarkt zeigen, wie unzureichend die Preisbildung funktioniert. Die Marktteilnehmer scheinen Griechenland zur Inanspruchnahme des Hilfspaketes zwingen zu wollen.

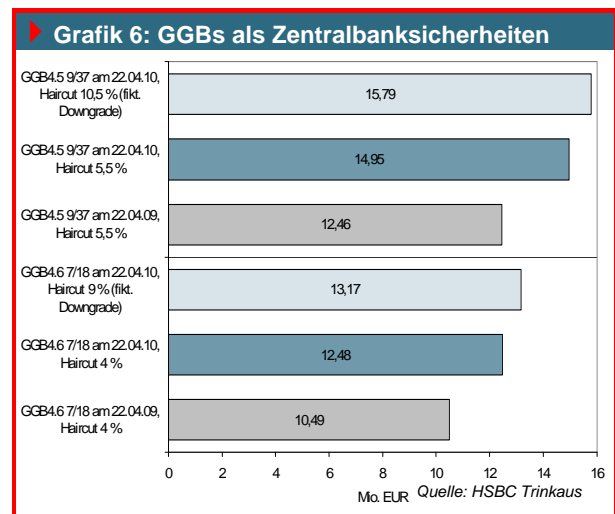
Ein Indiz für eine baldige Inanspruchnahme des Rettungspaketes ist ein jüngst vom griechischen Finanzminister geschriebener Brief an die Europäische Kommission, die EZB und den IWF: *“In accordance with the statement of 11 April 2010 on the support to Greece by Euro-area Member States, the Greek authorities are requesting discussions with the European Commission, the ECB and the IMF on a multi-year programme of economic policies building on the Ecofin conclusions of February that could be supported with financial assistance from the Euro-area Member States and the IMF, if the Greek authorities were to decide to request such assistance.”*

Eine erfolgreiche Inanspruchnahme des Paketes dürfte einen positiven Impuls gerade auf kürzere Laufzeiten generieren, da sich das kurzfristige Ausfallrisiko dadurch deutlich reduziert. Dies würde in unseren Augen zu einer Versteilung der Kurve führen. Die derzeit flache Kurve (siehe Grafik 4) spiegelt nicht die unterschiedlichen Risiken zwischen kurzen und längeren Laufzeiten wider. Der Grund für die Flachheit der Kurve liegt darin, dass der Markt die Möglichkeit einer nur teilweisen Rückzahlung des Nominals einpreist. Darunter leiden insbesondere die Kurse kurzlaufender Anleihen. Eine Umschuldung, die Abschläge auf die Nominalwerte beinhaltet, erscheint uns kurzfristig unwahrscheinlich, da sie zu zusätzlicher Unruhe an den Staatsanleihenmärkten der Eurozone führen würde. Eine Beruhigung der Lage in Griechenland gewinnt schon jetzt mit Blick auf die Refinanzierungssituation anderer Staaten der Währungsunion an

Bedeutung. Beschränkten sich die Unsicherheiten lange Zeit auf griechische Anleihen, kamen jüngst insbesondere portugiesische und irische Anleihen wieder unter Druck (siehe Grafik 5).

Ein weiterer zentraler Punkt im Hinblick auf die Stabilisierung der Lage in Griechenland ist die Möglichkeit, griechische Staatsanleihen weiter als Sicherheiten bei der EZB einzureichen. Generell gilt, dass alle Banken der Eurozone Sicherheiten stellen müssen, wenn sie Liquidität bei der Europäischen Zentralbank suchen. Nicht nur die Liquidität aus den Haupt- und Langfristendern ist zu besichern, sondern auch die Liquidität aus der Spitzenrefinanzierung und den Intraday-Krediten im Zahlungsverkehr mit der Notenbank.

Die Sicherheiten werden zumeist bei einem Pfandkonto der nationalen Notenbank hinterlegt, echte Repos sind ebenfalls möglich. Der übergroße Teil der Sicherheiten, den die Banken stellen, sind Schuldtitel in EUR, die über ein Rating verfügen, welches bis Ende 2008 im Bereich des „AAA“- bis „A“-Ratings liegen musste. Damit sollte sichergestellt werden, dass nur hochwertige Forderungen als Zentralbanksicherheiten dienen. Der hohe Liquiditätsbedarf der Banken im Verlauf der Kreditkrise machte es notwendig, dass für etwa zwei Jahre befristet, auch Schuldtitel mit einem schwächeren Rating („BBB“) zugelassen wurden. Dies hat u. a. zur Folge, dass Staatsanleihen aus Ungarn und Litauen bei der EZB als Sicherheiten hinterlegt werden. Aber es befinden sich selbst Sicherheiten mit einem Mischrating aus „BB“ und „BBB-“ unter den aktuellen Sicherheiten der EZB-Datenbank, die aktuell 43.700 Einzeltitel umfasst. So sind Anleihen Rumäniens zugelassen, während die EUR-Anleihe der Stadt Bukarest, die nur „BB“ ist, nicht zugelassen ist. Insgesamt akzeptiert die EZB temporär Schuldtitel mit mittlerer Qualität.



Trends im Visier

Beim Beitritt Griechenlands zum Euro und auch später lag das Rating des Landes stets im „A-Bereich“. Dies galt auch für die anderen Mitgliedsländer der Eurozone. Da die EZB jedoch einen allgemeinen Sicherheiten-Ansatz pflegt, und kein Land einem anderen bevorzugt, musste überlegt werden, was passiert, wenn ein Mitgliedsland nicht mehr „A“ ist.

Griechenlands Rating liegt mittlerweile bei „BBB-“ bei Fitch, „BBB+“ bei S&P und seit heute „A3“ bei Moody’s. Hätte die EZB ihre bisherigen Kriterien belassen, dann wären griechische Staatsanleihen ab Anfang 2011 nicht mehr EZB-fähig gewesen, wenn auch Moody’s bis dahin herabgestuft hätte. Am 5. April kündigte die EZB an, generell auch Staatsanleihen mit „BBB“-Ratings zuzulassen, und den temporären Sicherheitenabschlag von zusätzlich 5 % zu belassen. Auch andere Schuldtitel (außer ABS) mit „BBB“-Ratings sollen permanent zulässige Sicherheiten bleiben. Für diese werden neue und höhere Abschläge im Juli veröffentlicht.

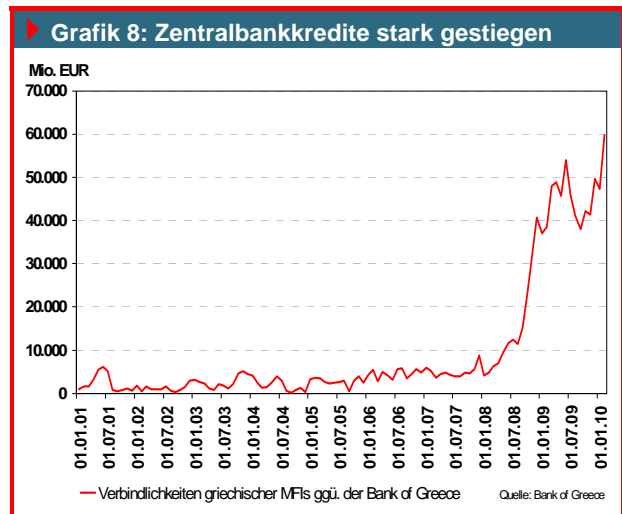
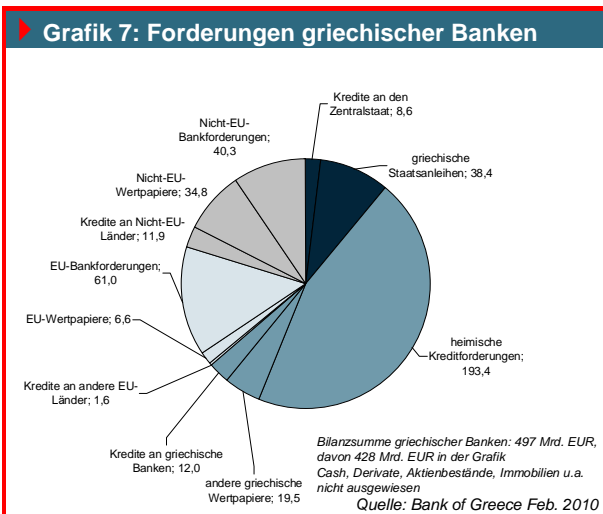
Grafik 6 zeigt, wie viel Nominaleinheiten eine Bank an griechischen Staatsanleihen als Sicherheiten stellen muss, wenn eine Bank 10 Mio. EUR an Zentralbankliquidität sucht. Wir haben dazu zwei Anleihen (4,6 %, fällig im Juli 2018 und 4,5 %, fällig im September 2037) ausgewählt, und ihre Börsenpreise vom 22.04.2009 und 22.04.2010 mit den Stückzinsen den „Haircuts“ von 4 % resp. 5,5 % unterworfen. Zusätzlich haben wir angegeben, welche Sicherheiten nach einem Moody’s-Downgrade zu hinterlegen wären. Bei der 8-jährigen Anleihe wären vor einem Jahr noch 10,49 Mio. EUR an Sicherheiten notwendig geworden. Aktuell sind es 12,48 Mio. EUR (da der Börsenpreis von 94,89 auf 79,90 gefallen ist). Bei einem Downgrade müssten Sicherheiten über 0,69 Mio. EUR nachgeschossen werden, da 13,17 Mio. EUR notwendig wären. Ähnlich sind die Aus-

wirkungen für die 2037 fällige Anleihe, bei der aber aktuell schon 14,95 Mio. EUR für 10 Mio. EUR an Sicherheiten zu stellen sind.

Griechische Banken haben den Hauptteil ihrer Kredite und Wertpapiieranlagen im Inland. Prozentual sind es 83 % der Nichtbankenforderungen per Februar 2010 und (inklusive Bankforderungen) 63,5 % (siehe Grafik 7). Wenn griechische Banken in der Zukunft Teilnehmer am Eurosystem sein sollen, dann müssen sie die Möglichkeit haben, zumindest irgendeinen nationalen Kredit als Sicherheit zu stellen. Immerhin haben die griechischen Banken per Februar 2010 knapp 60 Mrd. EUR Zentralbankverbindlichkeiten (siehe Grafik 8), während ihre Wertpapierforderungen an die EU sich nur auf 12 Mrd. EUR belaufen.

Wären die Sicherheiten-Regeln nicht modifiziert worden, hätte dies folgende Konsequenzen für griechische Banken ab Januar 2011 gehabt:

- 1) Griechische Banken könnten nach einem Moody’s-Downgrade keine heimischen Staatsanleihen stellen.
- 2) Griechische Banken könnten mit Ausnahme einer Kreditkarten-Transaktion ab März 2011 keine eigenen Verbriefungen mehr einstellen, da die EZB zumindest zwei „AAA“ verlangt, während zwei Ratingagenturen allen ABS das höchste Rating entzogen haben.
- 3) Griechische Banken könnten keine griechischen Bankanleihen anderer Institute mehr als Sicherheiten stellen, da alle großen Banken nur noch „BBB“ geratet sind.
- 4) Griechische Banken könnten keine größeren Unternehmensanleihen als Sicherheiten stellen, denn z. B.



► Trends im Visier

auch die griechische Telekommunikationsgesellschaft hat schon seit 2 Jahren kein „A“-Rating mehr.

5) Griechische Banken könnten weiterhin griechische Covered Bonds als Sicherheiten stellen.

6) Griechische Banken könnten ausländische Sicherheiten stellen.

Ein Festhalten an den bisherigen Regeln hätte zu einem „De-facto“-Ausschluss des griechischen Bankensystems aus dem Eurosystem geführt. Durch die Änderung der Regeln sind (zumindest so lange das Land „Investment-grade“ bleibt) ausreichende Sicherheiten vorhanden. Lediglich neu aufgelegte RMBS wären ab März 2011 ausgeschlossen.

Der an die Ratingagenturen geäußerte Vorwurf, den EZB-Rauswurf mit einem Pinselstrich auszulösen, kann nur ins Leere gehen. Ein Risikomanagement, das sich, egal von wem, bei Schuldner nur an den Beurteilungen der externen Agenturen verlässt, ist alles andere als optimal. Das Dilemma für die Notenbank ist aber, dass sie a) keine Obergrenzen für Schuldner einzieht und b) mit objektiven Kriterien wie einem Rating subjektive Kreditentscheidungen zu vermeiden versucht. Das gesamte Thema „Griechenland“ und EZB-Fähigkeit wird aber wieder auf die Tagesordnung kommen, wenn das „BBB“-Rating in Griechenland wackelt. Die ATE-Bank wurde bereits von Fitch auf „BB+“ herabgestuft.

Der Entzug der „EZB-Fähigkeit“ für ein ganzes Land betrifft aber nicht nur massiv das Innenverhältnis zwischen der liquiditätssuchenden Geschäftsbank und der Zentralbank. Sehr häufig sind auch Anlagerichtlinien zwischen Anleger und Fondsgesellschaft so formuliert, dass Wertpapiere nur dann in ein Depot dürfen, wenn sie „EZB-fähig“ sind. Griechische Anleihen müssten dann vertragsgemäß verkauft werden, da wahrscheinlich die meisten Vertragspartner nicht sofort neue Anlagerichtlinien abschließen. Zudem ist die EZB-Fähigkeit von Wertpapieren Bestandteil in einigen Gesetzen und Verordnungen. Wir denken zum Beispiel an das Pfandbriefgesetz, bei dem der Teil liquider Mittel diesem Kriterium genügen muss. Diese Beispiele zeigen, wie mittlerweile Vorschriften und Verträge mit den Entscheidungen eines Dritten (dem EZB-Rat) verknüpft sind, der hier für das Eurosystems eine verantwortungsvolle Entscheidung treffen muss, ob griechische Schuldtitel EZB-fähig bleiben oder nicht.

In diesem Zusammenhang sollte aber erwähnt werden, dass die Unterlegung mit Eigenkapital unverändert nicht notwendig ist, wenn Banken griechische Staatsanleihen

kaufen. Die CRD-Richtlinie und ihre deutsche Umsetzung erlauben, dass Schuldtitel anrechnungsfrei bleiben, wenn sie von einem Sovereign der EU geschuldet sind und in der eigenen Währung ausstehen. Folglich sind lettische Anleihen in Lats ebenso anrechnungsfrei wie griechische Anleihen in EUR, während griechische Anleihen in USD oder lettische Anleihen in EUR mit Eigenkapital zu unterlegen sind.

Fazit: Durch die Bereitstellung des Hilfspaketes haben die Mitgliedsstaaten der Eurozone und der IWF ein Fangnetz konzipiert, das stark genug ist, in der nächsten Zeit einen Zahlungsausfall abzuwenden. Auch die verlängerte Lockerung der Anforderungen an EZB-fähige Papiere durch die Notenbank trägt zur Stabilisierung des griechischen Bankensystems bei, war aber fast unerlässlich. Ein Zugriff auf den Rettungsplan durch Griechenland ist aufgrund der jüngsten Ausweitung der Risikoaufläufe unausweichlich, da der Sekundärmarkt der Anleihen auf Zinskosten für neue Schulden von über 8 % hindeutet. Eine Inanspruchnahme des Programms sollte in kurzen Laufzeiten zu deutlichen Renditerückgängen führen. Im günstigsten Falle würden die Kurzfrist-Zinsen das Niveau der „Rettungspaket-Zinsen“ erreichen.

Sebastian von Koss, Johannes Rudolph, Rainer Sartoris

Allgemeine Angaben zum möglichen Bestehen von Interessenkonflikten (Disclosures):

HSBC unterhält Systeme zur Erkennung und Regelung möglicher Interessenskonflikte im Zusammenhang mit den Research-Aktivitäten der Bank. Die Analysten und sonstigen für die Erstellung und Verbreitung von Analysen zuständigen Mitarbeiter von HSBC agieren unabhängig vom Investment-Banking-Geschäft der Bank und sind in eine unabhängige Führungsstruktur eingebunden. Durch eine strikte Trennung der Bereiche Investment-Banking und Research (Chinese Wall) wird ein angemessener Umgang mit vertraulichen und kursrelevanten Informationen sichergestellt. Die Bezahlung der Analysten richtet sich teilweise nach dem Ertrag von HSBC, in den auch Einnahmen aus dem Investment-Banking einfließen.

- HSBC Trinkaus & Burkhardt oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war in den letzten 12 Monaten an einem Konsortium für Anleihen Griechenlands 5,3 % 2026 und 6,25 % Juni 2020 beteiligt und hat in diesem Rahmen das Absatzrisiko oder vergleichbare Garantien übernommen.
- HSBC Trinkaus & Burkhardt und die mit ihr verbundenen Unternehmen handeln regelmäßig griechische Staatsanleihen.
- HSBC Trinkaus & Burkhardt oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist als Primärhändler an der Emission der analysierten Anleihen Griechenlands beteiligt und hat in diesem Rahmen das Absatzrisiko oder vergleichbare Garantien für die analysierte Anleihe übernommen.

Der/die Researchanalyst/en, der/die diese Studie erstellt hat/haben, bestätigt/bestätigen, dass die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen exakt die persönliche Meinung des/der Analysten zu dem/den betreffenden Wertpapier/en und Emittenten widerspiegeln und dass kein Teil seiner/ihrer Vergütung in direktem oder indirektem Zusammenhang mit bestimmten in dieser Studie enthaltenen Empfehlungen oder Ansichten stand oder stehen wird.

Für Anleihen, die wir im Rahmen der Analyse untersuchen, verwenden wir einen Relative-Value-Ansatz. Dabei bewerten wir Anleihen anhand von Präferenzen und im Vergleich zu ihrer eigenen Historie. Unsere Handlungsempfehlungen haben einen Performancehorizont von zwei bis sechs Monaten. Die Grundlagen des unserer Anleihenbewertung sind unter <http://www.der-markt-heute.de> erläutert.

Die Anzahl der in den drei letzten Monaten abgegebenen Kauf- und Verkaufsempfehlungen für Anleihen ist auf der Webseite <http://www.der-markt-heute.de> (unten) aufgeführt.

Herausgeber der Publikation:

HSBC Trinkaus & Burkhardt AG
Königsallee 21/23
D-40212 Düsseldorf
Deutschland
Telefon: +49 211 910-0
Fax: +49 211 910 33 20
Website:
www.hsbctrinkaus-markets.de

Disclaimer: Diese Studie wurde von HSBC Trinkaus & Burkhardt AG ("HSBC") erstellt, sie dient ausschließlich der Information unserer Kunden. Falls der Empfänger dieser Studie ein Kunde eines mit HSBC verbundenen Unternehmens ist, unterliegt die Weiterleitung an den Empfänger den zwischen dem Empfänger und dem verbundenen Unternehmen geltenden Geschäftsbedingungen.

Mit dieser Studie wird weder ein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung eines Anlagetitels unterbreitet. So weit nicht ausdrückliche Kauf-, Verkaufs- oder Halteempfehlungen ausgesprochen werden, stellen die hierin mitgeteilten Einschätzungen zu den Wertpapieren und sonstigen Titeln keine Anlageempfehlungen dar. Die von HSBC in dieser Studie gegebenen Informationen beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, jedoch keiner neutralen Prüfung unterzogen haben; HSBC übernimmt keine Gewähr und keine Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen. Die in dieser Studie vertretenen Meinungen stellen ausschließlich die Auffassungen der Research-Abteilung von HSBC dar und können sich jederzeit ändern; solche Meinungsänderungen müssen nicht publiziert werden.

Die in den Studien enthaltenen Informationen und Meinungen basieren auf öffentlich zugänglichen Quellen, die jedoch zeitweiligen Veränderungen unterliegen. Die Kursdaten auf Seite 1 stammen von Reuters. Die technischen Marken auf Seite 2 sind das Ergebnis eigener Analysen. Die vergangene Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Performance. Der Wert jedes Investments oder der Ertrag kann sowohl sinken als auch steigen, und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Gesamtbetrag zurück. Der Wert eines Anleiheinvestments kann durch innewohnende Kreditrisiken schwanken. Dort, wo ein Investment in einer anderen Währung als der lokalen Währung des Empfängers der Studie denominiert ist, könnten Veränderungen des Devisenkurses eine Negativwirkung auf Wert, Kurs oder Ertrag dieses Investments haben. Bei Investments, für die es keinen anerkannten Markt gibt, könnten die Investoren Schwierigkeiten haben, diese zu veräußern oder zuverlässige Informationen über den Wert oder das Ausmaß des Risikos, dem ein Investment unterliegt, zu erhalten.

Diese Studie darf in Großbritannien ausschließlich dem in Artikel 19(5) des Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 (in der jeweils geltenden Fassung) bestimmten Personenkreis zur Verfügung gestellt werden. Die durch das britische Rechtssystem gewährten Schutzmechanismen gelten nur für diejenigen, die geschäftliche Transaktionen mit einem Bevollmächtigten der HSBC Bank plc in Großbritannien tätigen. Diese Studie darf in den USA ausschließlich "major US institutional investors" (im Sinne von Rule 15a-6 des US Securities Exchange Act of 1934 (in der jeweils geltenden Fassung)) zur Verfügung gestellt werden; wir machen diese Empfänger darauf aufmerksam, dass alle Transaktionen für ihre Rechnung durch HSBC Securities (USA) Inc. in den USA abgewickelt werden. In Australien wurde diese Publikation durch HSBC Stockbroking (Australia) Pty Limited (ABN 60 007 114 605) zur allgemeinen Information seiner Großkunden (laut Definition des Corporations Act 2001) zur Verfügung gestellt. Es wird keine Gewähr übernommen, dass die in dieser Studie erwähnten Produkte oder Dienstleistungen Einzelpersonen in Australien zur Verfügung stehen oder gemäß der örtlichen Rechtsvorschriften unbedingt für bestimmte Personen geeignet oder angemessen sind. Die individuellen Anlageziele, die Finanzlage oder die besonderen Bedürfnisse einzelner Empfänger wurden nicht berücksichtigt. In Japan wurde diese Publikation durch HSBC Securities (Japan) Limited zur Verfügung gestellt. In Hongkong wurde diese Studie durch The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited im Zuge ihres laufenden Hongkong-Geschäfts zum Zweck der Information ihrer institutionellen und gewerblichen Kunden zur Verfügung gestellt. Sie ist nicht für Privatkunden bestimmt und darf nicht an diese verteilt werden. HSBC Securities (Asia) übernimmt keine Gewähr, dass die in dieser Studie erwähnten Produkte oder Dienstleistungen Einzelpersonen in Hongkong zur Verfügung stehen oder gemäß der örtlichen Rechtsvorschriften unbedingt für bestimmte Personen geeignet oder angemessen sind. Alle Anfragen derartiger Empfänger sind an The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited zu richten. Die Weiterverbreitung, auch auszugsweise, ist untersagt. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG wird beaufsichtigt durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("BaFin"). (121105)

© Copyright. HSBC Trinkaus & Burkhardt AG 2008, ALLE RECHTE VORBEHALTEN. Diese Publikation darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch HSBC Trinkaus & Burkhardt AG. MICA (P) 185/08/2006