Zum Artikel »Der „Schuldenschnitt“ und das Kleingedruckte« haben uns viele Zuschriften erreicht, in denen wir gebeten wurden, die Fachbegriffe und Mechanismen einmal näher zu erklären. Dem kommen wir gerne nach, da wir es sehr wichtig finden, dass unsere Leser nicht nur unsere Texte verstehen, sondern auch allgemeinverständliche Argumente in der Hand haben, die Propaganda und Meinungsmache der Politik als solche zu durchschauen. Von Jens Berger

Primär- und Sekundärmärkte – wie werden Staatsanleihen eigentlich gehandelt?

Was Einnahmen und Ausgaben angeht, sind die öffentlichen Haushalte – zumindest rechnerisch – gar nicht so verschieden von einem normalen Haushalt. Das Finanzministerium weiß durch die Steuerschätzungen zumindest ungefähr, welche Einnahmen zu welchem Zeitpunkt erzielt werden können. Es weiß aufgrund des vom Parlament verabschiedeten Haushaltsgesetzes und der Anmeldungen der Ministerien auch ungefähr, welche Ausgaben zu welchem Zeitpunkt anfallen. Wie ein normaler Haushalt kann auch der Staat nur dann Ausgaben vornehmen, wenn seine Konten gedeckt sind und das nötige Guthaben aufweisen. Dies ist jedoch nicht immer gegeben – vor allem dann nicht, wenn der Staat mittel- bis langfristig höhere Ausgaben als Einnahmen hat. Um immer ausreichend Geld auf den Konten zu haben, damit die anstehenden Ausgaben pünktlich bedient werden können, stellt das Finanzministerium einen Finanzplan auf, der besagt, zu welchem Zeitpunkt der Staat sich wie viel Geld leihen muss. Zu den Ausgaben, die regelmäßig bedient werden müssen, gehören auch die Tilgung und der Zinsdienst für bereits ausgegebenen Staatsanleihen.

Wenn ein Staat Anleihen herausgibt, so tut er das auf dem sogenannten Primärmarkt. In Deutschland wird die Emission (Ausgabe) von Staatsanleihen von der Finanzagentur durchgeführt. Die eigentliche Emission erfolgt nach dem Prinzip einer umgekehrten Versteigerung, bei der diejenigen den Zuschlag bekommen, die den jeweils niedrigsten Zinssatz bieten. Bei diesen Versteigerungen kann nicht jeder mitbieten, sondern nur ein sehr kleiner und erlauchter Kreis von Banken, der die sogenannte Bietergruppe [PDF – 28.3 KB] bildet. Wenn also beispielsweise ein Hedgefonds deutsche Staatsanleihen erwerben will, so kann er dies nicht auf dem Primärmarkt tun. Für den Staat ist der Primärmarkt von großer Bedeutung, da bei den Versteigerungen der eigentliche Zinssatz für die Staatsanleihen festgelegt wird. Auf dem sog. Sekundärmarkt können dann Staatsanleihen auch zwischen den anderen Marktteilnehmern gehandelt werden. Der jeweilige Handelskurs dieser Anleihen wird – wie auch bei Aktien – durch Angebot und Nachfrage geregelt.

Nennwert, Kurswert, Buchwert – was sind Anleihen wert?

Der Nennwert einer Anleihe ist die Summe, die der Besitzer des Papiers am Ende der Laufzeit vom Staat zurückbekommt. Neben dem Nennwert ist der sogenannte Kupon der einzige Wert, der bereits bei der Ausgabe der Anleihen feststeht. Als Kupon wird die garantierte Zinszahlung pro Jahr bezeichnet. Wenn also Deutschland eine 100-Euro-Anleihe herausgibt, die mit einem Kupon von 3% versehen ist, heißt dies, dass der Besitzer dieser Anleihe jedes Jahr 3 Euro und am Ende der Laufzeit die Kreditsumme von 100 Euro zurückbekommt. Der Kupon ist jedoch nur ein Anhaltspunkt für die eigentliche Verzinsung. Wenn eine Anleihe mit dem Nennwert 100 Euro bei der Versteigerung auf dem Primärmarkt für nur 95 Euro verkauft wird, kriegt der Besitzer der Anleihe dennoch 3 Euro pro Jahr und 100 Euro am Ende der Laufzeit. In diesem Falle liegt der eigentliche Zins über 3%. Wenn spiegelbildlich dazu der Zuschlag bei 105 Euro erteilt wird, liegt der eigentliche Zins bei unter 3%. Wenn ein Staat beispielsweise plant, bei einer Auktion fünf Milliarden Euro einzunehmen, so ist der effektive Erlös abhängig vom Auktionsergebnis und kann auch deutlich höher oder niedriger liegen. Die fällige Zahlung am Ende der Laufzeit ist jedoch durch den Nennwert exakt bekannt.

Der Marktwert einer Anleihe ist der Kurs des betreffenden Papiers an den Börsen. Für die allermeisten Investoren ist dieser Wert besonders wichtig, da er die eigentliche Verzinsung aus Sicht des Investors anzeigt. Liegt der Kurs einer Anleihe mit 100 Euro Nennwert beispielsweise bei 80 Euro, ist die effektive Verzinsung weitaus höher als der Kupon, liegt der Kurs bei 120 Euro, ist die effektive Verzinsung weitaus niedriger. Für den Staat ist dieser Kurs, also der Marktwert, jedoch nicht von direktem Belang. Er zahlt nur den Kupon und den Nennwert am Ende der Laufzeit. Gewinne und Verluste, die auf dem Sekundärmarkt entstehen, sind – ebenso wie die daraus resultierende Veränderung der effektiven Verzinsung – ausschließlich eine Umverteilung unter den verschiedenen Marktteilnehmern.

Im Kontext der Eurokrise und der schwächelnden Banken ist es von Interesse, mit welchem Wert die Banken bestimmte Anleihen, die in ihrem Besitz sind, bilanziert haben. Hierbei gibt es unterschiedliche Regeln: US-Großbanken müssen Anleihen zum jeweiligen Marktpreis bilanzieren, während europäische Banken hier weitaus mehr Freiheiten haben. Es ist hierzulande – vereinfacht gesagt – Sache der Bank, mit welchem Wert sie eine Anleihe bilanziert. So kann eine Bank eine 100-Euro-Griechenlandanleihe, die einen Marktwert von nur noch 30 Euro hat, beispielsweise zum Nennwert von 100 Euro bilanzieren, sie kann aber auch beliebige Abschreibungen vornehmen und die Anleihe mit 80 Euro (20% Abschreibung), 50 Euro (50% Abschreibung) oder auch zum Marktwert von 30 Euro in der Bilanz ausweisen.

Die Eurokrise und ihre Folgen

Ein Staat, der in seiner eigenen Währung verschuldet ist und eine souveräne Notenbankpolitik betreiben kann, kann nicht Bankrott gehen. Wenn ein solcher Staat im Notfall Geld braucht und es nicht an den Finanzmärkten bekommt, kann er sich dieses Geld von seiner eigenen Notenbank schöpfen lassen – man könnte hier auch von „Geld drucken“ sprechen. Die Staatsanleihen der USA, Großbritanniens oder Japans haben daher auch kein wirkliches Ausfallrisiko – sie haben allenfalls ein Inflationsrisiko, das in den Kursen abgebildet wird. Möglich ist allerdings, dass die betreffende Währung gegenüber anderen an Wert verliert. Die Eurozone ist jedoch eine Währungsgemeinschaft. Kein Land hat Zugriff auf die EZB und kein Land kann somit eine souveräne Notenbankpolitik betreiben. Länder der Eurozone sind daher – bildlich betrachtet – nicht in ihrer „eigenen“ Währung verschuldet und können sehr wohl Bankrott gehen, also zahlungsunfähig werden, wenn ihnen die Finanzmärkte kein frisches Kapital zur Verfügung stellen. Dies wäre der Fall, wenn bei den Auktionen am Primärmarkt zu wenige oder gar keine Gebote platziert würden.

So etwas war jedoch bislang noch nicht der Fall. Was jedoch geschah, war, dass die Bieter bei den Auktionen Maximalgebote abgegeben haben, die weit unterhalb eines vernünftigen Niveaus lagen. Wenn also beispielsweise Griechenland Anleihen zum Nennwert von 100 Euro versteigert und die Bieter lediglich bereit sind, 50 Euro zu zahlen, steigt dadurch die effektive Verzinsung, da Griechenland ja – unabhängig vom Kupon – am Ende der Laufzeit die vollen 100 Euro Nennwert zurückzahlen muss. . Kein Industrieland der Welt kann dauerhaft Zinsen oberhalb einer kritischen Höhe bedienen.

Der größte Teil der Staatsanleihen, die ausgegeben werden müssen, sind kein Teil der Neuverschuldung. Sie müssen vielmehr ausgegeben werden, um die Verpflichtungen für ältere, auslaufende Anleihen zu bedienen. Wenn man einmal vereinfacht unterstellt, dass die Anleihen eine durchschnittliche Laufzeit von 10 Jahren haben, heißt dies, dass jedes Jahr rund ein Zehntel der Gesamtverschuldung durch neue Anleihen abgelöst werden muss. Höhere Zinsen können so ziemlich schnell einen gefährlichen Effekt auf den Staatshaushalt ausüben.

Wenn Griechenland beispielsweise nur 50 Euro für jede Anleihe mit 100 Euro Nennwert bekommt, muss es doppelt so viele Anleihen ausgeben, um die Zahlungsverpflichtungen der auslaufenden Anleihen bedienen zu können. Das bedeutet, dass sich nicht nur die Zinslast (also die Zahlungen für den Kupon) verdoppelt, sondern auch die Summe, die am Ende der Laufzeit zurückgezahlt werden muss. Wenn man die Zahlen aus diesem Beispiel hochrechnet und eine Laufzeit von 10 Jahren unterstellt, hieße dies, dass Griechenland seine Staatsverschuldung binnen 10 Jahren verdoppeln würde – die ebenfalls verdoppelte Zinslast durch den Kupon ist hierbei noch nicht einmal eingerechnet.

Die EFSF

Um Griechenland und anderen Staaten diesen Teufelskreis zu ersparen, wurde von der EU die EFSF (Europäische Finanzstabilisierungsfazilität) ins Leben gerufen. Die EFSF versteigert – genauso wie die Staaten – Anleihen am Primärmarkt und reicht die Versteigerungserlöse (mit Bearbeitungsgebühren und Aufschlag) an die angeschlagenen Länder weiter. Diese Länder kriegen das Geld freilich nicht geschenkt, sondern müssen jeden Cent, inklusive Zins, an die EFSF zurückzahlen. Der einzige Vorteil für die betroffenen Länder ist der, dass der Zins bei EFSF-Anleihen niedriger ist, als der Zins für ihre eigenen Anleihen. Das heißt konkret, dass die Bieter bei den Versteigerungen der EFSF höhere Gebote abgeben als bei den Versteigerungen der angeschlagenen Länder. Dies wird dadurch möglich, dass bei der EFSF nicht nur die angeschlagenen Länder, sondern alle Eurozonenländer die Rückzahlung garantieren.

Die jüngst beschlossene Hebelung der EFSF heißt nichts anderes, als dass künftig die Eurozonenländer nicht mehr die gesamte Rückzahlung, sondern nur noch die Rückzahlung der ersten 20% garantieren. Dadurch könnte die EFSF auf diesem Wege fünfmal so viele Anleihen garantieren und – wenn genügend Anleger da sind – somit auch fünfmal so viel Kapital mobilisieren, ohne bei den eigenen Parlamenten eine neue Freigabe für höhere Garantien zu erwirken. Der Pferdefuß der Hebelung ist jedoch, dass durch die Ausweitung der garantierten Papiere ein Ausfall wahrscheinlicher wird – was natürlich ihre Sicherheit verringert.

Was ist ein Schuldenschnitt?

Wenn ein Land zahlungsunfähig wird, vereinbart es in der Regel mit seinen Gläubigern einen sogenannten Schuldenschnitt (oder engl. Haircut). Ein Schuldenschnitt von 50% heißt, dass die Gläubiger auf 50% des Nennwertes ihrer Anleihen verzichten. Wer also im Besitz von zwei alten 100-Euro-Anleihen ist, bekommt entweder zwei neue 50-Euro-Anleihen oder eine neue 100-Euro-Anleihe im Tausch. Da bei einem Schuldenschnitt die alten Papiere ungültig werden und die Restforderung in neuen Papieren „ausgezahlt“ wird, spricht man in diesem Zusammenhang auch von einer Umschuldung.

Warum auf dem EU-Gipfel kein Schuldenschnitt beschlossen wurde

Bei einem echten Schuldenschnitt spielt es keine Rolle, wer Inhaber der Anleihen ist. Die verhandelten Abschreibungen betreffen alle Gläubiger in gleichem Maße. Einzig und alleine der IWF wird traditionell von einem Schuldenschnitt ausgenommen. Das Ergebnis des EU-Gipfels besagt jedoch, dass von dem verhandelten Anleihentauschprogramm nur Banken

und Versicherungen betroffen sind. Sämtliche Anleihen, die im staatlichen Besitz oder aber im Besitz der EZB sind, sind vom geplanten Anleihentauschprogramm nicht betroffen. Wie im Artikel »Der „Schuldenschnitt“ und das Kleingedruckte« dargelegt wurde, bezieht sich das Angebot nicht auf 100% der ausstehenden griechischen Staatsschulden, sondern nur auf die 27%, die im Besitz nicht-griechischer Banken und Versicherungen sind. Wenn alle Gläubiger auf das Angebot eingehen und für ihre Griechenlandanleihen im Nennwert von 100 Euro EFSF-Anleihen im Nennwert von 50 Euro akzeptieren würden, würden Griechenland nicht 50%, sondern nur 13,5% seiner ausstehenden Schulden erlassen.

Der Teufel steckt jedoch auch hier im Detail. Diese 13,5% kämen nur dann zustande, wenn die Laufzeit und der Kupon genauso hoch sind, wie bei den alten Anleihen. Und hier besteht sehr viel Verhandlungsspielraum seitens der Banken. Wenn Griechenland beispielsweise eine alte Anleihe mit einer Restlaufzeit von 5 Jahren und einem Kupon von 3% gegen eine EFSF-Anleihe mit einer Laufzeit von 30 Jahren und einem Kupon von 6% eintauschen müsste, wäre dies kein gutes, sondern ein verdammt schlechtes Geschäft für das Land, da sich an der Höhe des Kupons nichts ändern würde (3% von 100 sind genau so viel wie 6% von 50) und die lange Laufzeit wie ein Damoklesschwert über den Staatsfinanzen schweben würde.

Warum die Banken unter Umständen gar keine 50% abschreiben müssen

Der Anleihentausch wird – so sich an der Situation nichts mehr verändert – Ende des Jahres ausgehandelt und soll zu Beginn des nächsten Jahres in Kraft treten. Was konkret verhandelt wird, ist daher auch noch nicht bekannt. Auf Abschreibungen von 50% wird es jedoch aller Voraussicht nach nicht hinauslaufen. Dafür gibt es zwei Gründe:

1. Die Abschreibung bezieht sich auf den Nennwert. Selbst wenn die neuen EFSF-Anleihen, die im Tausch gegen die alten Griechenland-Anleihen ausgegeben werden, wirklich nur 50% des Nennwertes haben sollten, kann dies ein Gewinn für die Banken sein. Der alte Nennwert von 100 Euro ist bei einem angeschlagenen Land wie Griechenland nur ein fiktiver Wert, der nur dann relevant ist, wenn das Land seine Schulden zu 100% bedient. Davon geht jedoch kein Marktteilnehmer aus, weshalb der Marktwert weit unterhalb des Nennwertes liegt. Wenn eine Anleihe aber nur einen Marktwert z.B. von 30 Euro hat und gegen eine erstklassig abgesicherte Anleihe mit einem Nennwert von 50 Euro, die auch einen Marktwert von 50 Euro haben sollte, eingetauscht wird, ist dies de facto kein Verlust von 50 Euro, sondern ein Gewinn von 20 Euro. Die öffentlich dargestellte Version einer 50%-Abschreibung durch den Finanzsektor lässt sich nur dann aufrecht erhalten, wenn man den Marktwert der Anleihen komplett ignoriert und sich ausschließlich auf den Nennwert fokussiert. Das

wäre ungefähr so, als wenn man einen klapprigen, zwanzig Jahre alten Mercedes nicht zum Gebrauchtwagenwert, sondern zum Neupreis bilanzieren würde. Im übertragenen Sinne sitzen die Banken also auf einem uralten griechischen Mercedes, der einen Neupreis von 100.000 Euro hatte und auf dem Gebrauchtwagenmarkt nur noch 30.000 Euro wert wäre und tauschen ihn – dank EU-Gipfel – gegen einen neuen europäischen Mercedes im Wert von 50.000 Euro ein. Ist dies ein Verlust? Ist dies eine substantielle Beteiligung des Privatsektors?

2. Eine Anleihe im Nennwert von 50 Euro kann wesentlich „wertvoller“ sein. Da bei dem Anleihentausch keine Auktion stattfindet, sondern die Banken und Versicherungen die neuen Anleihen zugewiesen bekommen, findet auch keine Preisfindung statt. Für die Banken eröffnet sich bei dem Szenario die Manipulationsmöglichkeit, den Kupon viel zu hoch anzusetzen. Diesen Trick versuchten die Banken bereits im Juli dieses Jahres, als sie einen Abschlag von damals 20% nur unter der Bedingung akzeptieren wollten, dass die EFSF-Anleihen, gegen die sie ihre Griechenland-Anleihen eintauschen wollten, einen Kupon von 6,42% haben sollten. Anleihen mit einem Nennwert von 50 Euro, einem Kupon von 6,42% und einem AAA-Rating durch die erstklassigen Garantien von Eurozonenländern wie Deutschland, sind auf dem Markt aber wesentlich mehr wert als 50 Euro. Es ist daher auch davon auszugehen, dass die Banken die Regierungschefs einmal mehr über den Tisch ziehen werden. Im Mercedes-Beispiel hieße dies, dass die Banken im Endeffekt sogar einen neuen Mercedes bekommen würden, der eigentlich 70.000 Euro wert ist, der aber nur mit 50.000 Euro ausgezeichnet wurde.

Wir hoffen, den Sachverhalt einigermaßen plausibel und sprachlich verständlich dargestellt zu haben. Sollten Sie weitere Fragen haben, scheuen Sie Sich bitte nicht, uns eine Mail zu schreiben.