



Jetzt Ouzo-Anleihen kaufen?

Dr. Martin W. Hüfner, Telefon +49 89 519966-150, martin.huefner@assenagon.com

- **Griechenland-Anleihen könnten in nächster Zeit zu einem attraktiven Investment werden.**
- **Zuerst muss die Rendite aber noch steigen. Griechenland hat eine lange Geschichte mit Zahlungsschwierigkeiten. Der Höhepunkt der Krise ist noch nicht erreicht.**
- **Risikoaufschläge bei Staatsanleihen sind für die Regierungen ein wichtiges Disziplinierungsinstrument. Sie werden in diesem Jahr weiter steigen.**

Soll man jetzt griechische Anleihen kaufen? Sie geben für eine Laufzeit von zehn Jahren eine Rendite von rund 7 %, mehr als doppelt so viel wie Bundesanleihen. Der Emittent ist als Mitglied der Europäischen Währungsunion in keiner Weise vergleichbar mit Schuldnern wie Argentinien oder Venezuela. Er wird nicht pleitegehen. Griechenland wird auch nicht aus dem Euro oder der Europäischen Union ausscheiden. Wenn alle Stricke reißen und es doch einmal zu temporären Verzögerungen beim Schuldendienst kommen sollte, dann ist dies als "Schmerzengeld" mit den hohen Kupons abgegolten.

Ich halte den Kauf von griechischen Anleihen in der Tat für überlegenswert. Allerdings noch nicht jetzt. Die Rendite hat auch mit dem inzwischen erhöhten Niveau noch nicht den Satz erreicht, der den Risiken entspricht. Die Krise ist noch nicht auf ihrem Höhepunkt. Die Rating-Agentur Moody's hat angekündigt, dass jetzt auch sie eine Herabstufung der Schuldnerqualität Griechenlands prüft (nachdem die anderen Rating-Agenturen schon vor einiger Zeit entsprechende Beschlüsse gefasst haben). Wenn das passiert, wäre das ein weiterer Rückschlag für Ouzo-Anleihen.

Noch wichtiger aber ist, dass die griechische Gesellschaft offenbar den Ernst der Lage noch nicht erkannt hat. Es wird immer noch gestreikt. Es gibt Widerstand gegen die Sparpläne der Regierung. Das, was beispielsweise in Irland geschieht (Kürzung der Gehälter der Beamten) oder was in Kalifornien passierte (massive Einsparungen im öffentlichen Dienst), ist in Griechenland noch nicht denkbar. Solange das aber so ist,

kann man nicht darauf vertrauen, dass sich in dem Land auch wirklich etwas ändert.

In einer demokratischen Gesellschaft ist unabdingbar, dass die Bürger die Notwendigkeit von soliden Staatsfinanzen dauerhaft und aus Überzeugung mittragen. Es kann nicht sein, dass die EU praktisch die Haushaltspolitik der Griechen übernimmt und die Regierung und das Parlament entmachtet. Wir leben nicht mehr in den Zeiten der "Kanonenboot-Diplomatie", in denen sich ausländische Gläubiger ihr Geld mit Gewalt holten. Großbritannien fiel 1876 in Istanbul und 1882 in Ägypten ein, um seine Kredite zu sichern. Die USA taten ähnliches gegenüber Venezuela (um 1895) und ab 1915 gegenüber Haiti. So etwas geht heute – glücklicherweise – nicht mehr.

Die Haltung der griechischen Gesellschaft ist für die Kapitalmärkte auch deshalb bedeutsam, weil das Land eine lange Geschichte mit Zahlungsproblemen hat. In den letzten zweihundert Jahren musste es fünf Mal Bankrott erklären oder eine Umschuldung vornehmen. Insgesamt war es die Hälfte der Zeit in Zahlungsschwierigkeiten. Das muss Anleger vorsichtig machen.

Für Skepsis sorgen schließlich die Konsolidierungspläne der Regierung in Athen. Sie sind zu ehrgeizig. Bereits in vier Jahren soll das öffentliche Defizit von 12,7 auf unter 3 % gesenkt werden. Das würde – bei einer linearen Entwicklung – bedeuten, dass die Regierung mit Sparmaßnahmen jedes Jahr 2,5 Prozentpunkte gesamtwirtschaftliches Wachstum abschöpft. Das bedeutet, dass das Land vier Jahre lang praktisch auf jedes Plus verzichten muss, um die Normen der Gemeinschaft einzuhalten. Das hält keine demokratische Gesellschaft aus. Das Ziel ist unrealistisch. Vertrauen kann erst dann wiederkehren, wenn ein Programm vorliegt, das am Schluss auch wirklich Chancen hat, umgesetzt zu werden.

Anleger sollten also noch warten. Ein Risiko dabei ist freilich, dass China den privaten Kapitalmärkten zuvorkommt und den Griechen aus ihren Liquiditätsschwierigkeiten hilft. Dann würden die Renditen gleich sinken. Auszuschließen ist das nicht. Die Aufregung in der Politik, dass sich ein europäischer Staat doch nicht von China helfen lassen dürfe, ist nicht gerechtfertigt. Auch die USA verlassen sich zu einem großen Teil auf Geld aus Asien, um ihr Budgetdefizit zu finanzieren. Die Chinesen dürften auch eine beträchtliche Summe in deutschen Bundesanleihen investiert haben.



Die Frage ist aber, ob die Chinesen mit der derzeitigen Rendite zufrieden sind. Ich vermute, dass sie hier nicht viel anders denken als die Kapitalmärkte.

Die griechischen Renditen würden auch vorzeitig sinken, wenn die Politik in dem Pokerspiel mit den Griechen die Nerven verliert. Juristisch können einzelne Partnerländer in der Währungsunion dem Land mit bilateralen Krediten zur Seite stehen. Das würde das generelle Bail-out-Verbot der Maastricht-Verträge nicht verletzen. Vermutlich werden Deutschland und andere Staaten das am Ende auch tun. Aber jetzt ist es noch zu früh. Wenn man es jetzt tut, würde Griechenland von dem Zwang enthoben, die notwendigen Konsolidierungsmaßnahmen zu ergreifen. Zudem würden auch andere Länder solche Hilfe beanspruchen, um Dominoeffekte von Griechenland auf sie zu vermeiden. Insbesondere Portugal, Irland, Spanien und – zum Teil Italien – befinden sich derzeit in Schwierigkeiten. Freilich stehen sie besser da, weil es bei ihnen nicht das unangenehme Vertrauensproblem der Fälschung von Statistiken gibt. Sie haben "nur" strukturelle Probleme mit der Leistungsbilanz und mit hohen öffentlichen Defiziten. Niemand hat Grund, an ihren Statistiken zu zweifeln.

Hilfe von anderen Ländern muss in der Eurozone immer Ultima Ratio sein. Sie sollte nur dann gewährt werden, wenn es wirklich keine andere Lösung gibt, wenn ein

Bankrott unmittelbar bevorsteht und wenn das Land bereit ist, die notwendigen Sparmaßnahmen zu ergreifen. Der normale Anpassungsprozess aus Schwierigkeiten muss sich auch in einer Währungsunion durch die Disziplinierung höherer Renditen an den Kapitalmärkten vollziehen. In der Vergangenheit waren die Renditedifferenzen zwischen den einzelnen Staaten meist zu gering.

Für den Anleger

Griechenland-Anleihen sollte man erst kaufen, wenn Rendite noch etwas höher ist. Eine Hausnummer dafür sind 8 % für 10-jährige Papiere. Griechenland ist kein Einzelfall. Generell werden die Renditen von Staatsanleihen gegenüber Benchmark-Anleihen wegen der hohen öffentlichen Verschuldung in diesem Jahr steigen. Das kann bei qualitativ guten Schuldnern interessante Anlagemöglichkeiten bieten. Der Euro wird sich noch ein Stück abwerten. Er ist in seiner Existenz aber in keiner Weise gefährdet. Griechenland macht gerade 3 % der europäischen Wirtschaftsleistung aus. In Währungsunionen gibt es immer mal wieder Schwierigkeiten mit einzelnen Regionen. In Deutschland war das in den 60er und 70er Jahren bei Bremen der Fall. In den USA ist es jetzt Kalifornien. Im Übrigen befindet sich der Euro mit einem Kurs von derzeit knapp 1,40 Dollar keineswegs auf einem besonders niedrigen Niveau.

Anmerkungen oder Anregungen?

Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Theresienhöhe 13 a, D-80339 München

Rechtliche Hinweise

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.