



Claus Isert  
Sommerweg 6  
27474 Cuxhaven  
www.boersenseminar.info

Tel.: 04721-22131  
Fax: 04721-201708  
Mobil: 0170-93 53 128  
eMail: claus.isert@t-online.de

28. Januar 2012

## Griechenland – Anleihen nach der Umschuldung 2012.

Welche Rendite wird *der Markt* bei den neuen Griechenlandbonds fordern? Oder anders gefragt: welchen Kurs könnten die neuen Bonds im späteren Börsenhandel ab Mai 2012 aufweisen?

Gern wird bei Antworten auf diese Frage lehrbuchmäßig auf Finanzmathematik und Errechnung eines Barwertes verwiesen. Im Folgenden verfolge ich diesen Ansatz nicht. Angesichts der noch nicht mathematisch präzise zu fassenden Bedingungen des/der kommenden Griechenbonds ist Mathematik noch wenig zielführend. Deshalb halte ich es für angebracht, die Frage mit empirischen Beobachtungen und fundamentalen Überlegungen zu beantworten.

### Führt eine (Teil)Entschuldung zur nachhaltigen wirtschaftlichen, insbesondere außenwirtschaftlichen, Leistungsfähigkeit eines Staates?

Das Institut für Weltwirtschaft (IFW) in Kiel glaubt, dass selbst dann, wenn die griechischen staatlichen Schulden zu 50 Prozent gestrichen werden, die verbleibende Verschuldung mit der griechischen Leistungsfähigkeit nicht bezahlt werden kann. Grundlage der Einschätzung des IFW ist die *gesicherte Erfahrung*, dass ein Staat seine Schulden bezahlen kann, wenn der sog. Primärüberschuss im Nationalhaushalt über 5 Prozent des Bruttoinlandprodukts liegt<sup>1</sup>. Dieser Primärüberschuss ist wesentlich vom BIP-Wachstum, von Steuereinnahmen und Ausgabensenkungen abhängig. Eine Rolle spielt auch ein außenwirtschaftlicher Überschuss zwischen Exporten und Importen. Wesentliches Wachstum und Zahlungsbilanzüberschüsse werden von Griechenland aber zukünftig schwer zu erzielen sein.

Historische Erfahrung ist auch, dass Griechenland seit Eintritt in den Euroraum die sog. Maastricht-Kriterien regelmäßig verletzte<sup>2</sup>: es hätte daraufhin siebenmal die im Maastricht-Vertrag vorgesehenen „Strafzahlungen“ leisten müssen. Dies wurde aber seitens der anderen Euroländer nie eingefordert.

### Warum haben frühere EU-Transferleistungen (Strukturverbesserungsgelder) nicht zu wirtschaftlichen Investitionsanreizen in Griechenland geführt?

Griechenland konnte für Projekte- und Infrastrukturverbesserungen seit Jahren auf großzügige EU-Gelder zugreifen. Das ist seitens Griechenlands offenbar nicht vollumfänglich erfolgt. Es fehlt dem Staat an „Staatlichkeit“. Dies ist die freundliche Umschreibung dafür, dass ein mit Deutschland selbst nur ansatzweise vergleichbares Aufsichts- und Regulierungssystem in den Bereichen Steuern, Kataster, Existenzgründung, Industrie-Erweiterungsgenehmigungen, entweder fehlt oder „schwerfällig“ ist. Es wird Jahre brauchen bis dieses aufgebaut sein wird.

International tätige Unternehmen haben auf Grund der fehlenden günstigen Standortbedingungen Griechenland im letzten Jahrzehnt nicht als geeignet für Ansiedlungen oder Erweiterungen angesehen. Leider wird Griechenland auch zukünftig kein „Sprungbrett“ international tätiger Unternehmen in Richtung Europa sein. Diese Rolle hatte bisher Irland inne und wird dieses auch behalten.



Claus Isert  
Sommerweg 6  
27474 Cuxhaven  
www.boersenseminar.info

Tel.: 04721-22131  
Fax: 04721-201708  
Mobil: 0170-93 53 128  
eMail: claus.isert@t-online.de

28. Januar 2012

## Kommen wir jetzt zurück zur Frage, welche Rendite könnte der Markt für die neue(n) Anleihe(n) Griechenlands in kommende Kurse „einpreisen“?

Staatsanleihen von Ländern mit schlechter Staatsführung und/oder einer kürzlich erfolgten Staatspleite sind für die Beantwortung der obigen Frage (m)ein Ansatz.

Gehandelt werden von diesen Staaten u.a. diese langlaufenden Anleihen Argentiniens, Ungarns und Venezuelas:

Land	ISIN	Zins	Laufzeit	Kurs + Rendite	Rating/Bemerkung
Argentinien	XS0205537581	2,26 %	31.12.2038	32 % = etwa 9 %	Fitch: B
Ungarn	XS0625388136	6,00 %	11.01.2019	87 % = etwa 9 %	S&P: BB+
Venezuela	XS0214851874	7,00 %	16.03.2015	92 % = etwa 10 %	S&P: B+
Venezuela	US922646BL74	9,375%	13.01.2034	74 % = etwa 13 %	Anleihe auf USD

Griechenland wird nach Streichung eines Großteils seiner verbrieften Staatsschulden eine sehr niedrige Bonitätseinstufung seitens der Ratingagenturen erhalten. Standard & Poor's hat bereits angekündigt, dass deren Rating dann SD = selective default = Zahlungsausfall auf einen Teil der Staatsschuld lauten wird. Aus politischen Gründen wird Griechenland aber weiterhin Hilfgelder seitens der Europäischen Gemeinschaft erhalten. Dennoch erwarte ich, dass der Markt für griechische Staatsanleihen nach dem jetzigen Schuldenerlass eine Rendite von weit über 10 % p.a. in die Kurse eines kommenden unabgesicherten Neu-Bonds „einpreisen“ wird. Entsprechend kann ich mir maximal Kurse von bis zu 33 % vorstellen.

<sup>1, 2</sup> Börsen-Zeitung 25.01.2012

Isert-Consult ist Mitglied in  
Handelskammer-Initiative



Isert-Consult ist Mitglied der

