

Eurozone

Die Schuldenkrise ist noch nicht zu Ende

Beitrag einer relativen Risikomasszahl der Staatsanleihenemittenten

Das Schlimmste kommt noch

- **Griechenland:** überaus bedeutendes Ungleichgewicht der Staatsfinanzen, begrenzte Verbesserungsaussichten. **Umstrukturierung der Schulden 2013 wahrscheinlich**
- **Irland:** überzogenes Gewicht des Bankensektors in Bezug auf die Staatsfinanzen, Verbesserungspotenzial, wenn dieses Risiko an den Privatsektor übertragen werden kann. **Voraussichtliche Inanspruchnahme des europäischen Finanzstabilitätsfonds – erst 2013 wird eine Umstrukturierung fällig, wenn die Regierung weiterhin den Finanzsektor stützt**
- **Portugal:** ursprünglich weniger beunruhigende Situation als in Griechenland und Irland, aber geringere Entschlossenheit zur Anwendung der nötigen Austeritätsmassnahmen. **Je nach Entwicklung des Defizits ist eine Inanspruchnahme des europäischen Stabilitätsfonds 2011 möglich**

Die europäische Schuldenkrise ist noch nicht zu Ende. Im Sommer verdrängten Ängste über die Wachstumsaussichten der amerikanischen und der chinesischen Wirtschaft jene in Verbindung mit der Verschuldung der Peripherieländer Europas (ohne dass dies eine weitere Verschlechterung ihrer Kreditbedingungen verhinderte). Diese Thematik ist jedoch in den vergangenen Wochen wieder in den Vordergrund gerückt. Drei Faktoren haben neben anderen die Spannungen wegen der Schulden Griechenlands, Irlands und Portugals neu aufleben lassen:

- Die Probleme dieser Länder bei der Umsetzung von einige Monate früher angekündigten Austeritätsplänen, oder gar eine erneute Verschlechterung ihrer Lage (z.B. in Irland)
- Die Berücksichtigung durch den Markt der Grenzen des europäischen Finanzstabilisierungsfonds (EFSF), dessen definitive Struktur keiner Vollkaskoversicherung gegen eine Welle von Ausfällen bei Staatsanleihen entspricht. Seine Effizienz hängt unter anderem vom Erhalt des Ratings von AAA dieser Hilfsstruktur ab
- Der Wille Deutschlands, ein geordnetes, institutionalisiertes und in die europäischen Verträge übernommenes Verfahren für den Fall der Zahlungsunfähigkeit eines Landes zu definieren, das seinen Verpflichtungen nicht mehr nachkommen kann

Als Folge davon haben die irischen und portugiesischen Renditen ebenso wie deren Renditeunterschiede zu deutschen Sätzen Rekordniveaus seit Schaffung der Eurozone erreicht.

SPREAD 10-JÄHRIGER RENDITEN ZU DEUTSCHLAND SEIT JAHRESBEGINN



Die Problematik der europäischen Staatsverschuldung steht wieder im Rampenlicht. Dies rechtfertigt einen Überblick über die jüngsten Entwicklungen Griechenlands, Irlands und Portugals. Wir stellen hier zusätzlich eine relative Risikokennziffer europäischer staatlicher Emittenten vor, die es ermöglicht einzuschätzen, inwieweit der Rendite-Spread zu Deutschland angesichts der eingegangenen Risiken relevant ist.

Veröffentlichung des *Research & Analyse*
Banque SYZ & CO SA
Tel. +41 (0)22 819 09 09
info@syzbank.ch

Verfasser:
Adrien Pichoud

Griechenland

Überaus bedeutendes Ungleichgewicht der Staatsfinanzen, begrenzte Besserungsaussichten. Umstrukturierung der Schulden 2013 wahrscheinlich

Die griechische Regierung hat im Frühjahr einen drastischen Austeritätsplan verabschiedet, der ab 2010 das Haushaltsdefizit auf 9% des BIP zurückbringen soll (und auf 7% im Jahr 2011), nachdem es 2009 noch mehr als 15% erreichte. Zu diesem Zweck hat sie zugleich starke Einschnitte bei den Ausgaben (Senkung der Beamtenlöhne und der Renten) und eine Erhöhung der Steuereinnahmen durch eine Steuererhöhung sowie eine strengere Verfolgung von Steuerhinterziehung beschlossen. Das Problem, vor dem Griechenland heute steht, sind niedriger als erwartet ausgefallene Steuereinnahmen, ausgelöst durch die rückläufige Wirtschaftstätigkeit infolge des Haushaltskonsolidierungsplans. Nachdem das BIP im 2. Quartal um 1,7% abgenommen hatte, verringerte es sich im 3. Quartal erneut um 1,1%, der 8. Rückgang in Folge! Diese Schwierigkeiten verdeutlichen die Grösse der Herausforderung, der sich Griechenland stellen muss: Der wegen des hohen Haushaltsdefizits unvermeidlich gewordene aggressive Ansatz belastet das Wachstum schwer, was die Rückkehr zum Gleichgewicht der Finanzen erschwert...

Die Situation Griechenlands ist umso schwerer, als sich das Land nicht (oder kaum) auf Auslandsnachfrage stützen kann, um die Inlandstätigkeit zu beleben. Der BIP-Anteil der Exporte ist gering (weniger als 15% für Exporte ausserhalb der Eurozone), was ihm die Teilhabe am Weltwachstum verwehrt (Portugal und Spanien ergeht es ähnlich). Und da die Zugehörigkeit zur Eurozone bedeutet, dass es seine Währung nicht abwerten kann, um seine Wettbewerbsfähigkeit zu steigern, bleiben die Wachstumsaussichten schwach.

Die von der europäischen Union und dem IWF gegebene Finanzierungsgarantie bis 2012 lässt Griechenland zwei Jahre, um seine Staatsfinanzen ausreichend zu ordnen, um sich am Markt zu erträglichen Zinsen zu finanzieren. Angesichts der Folgen der Sparmassnahmen für das Wachstum scheint diese Aufgabe schwierig. Während die Notwendigkeit zur Sanierung der Staatsfinanzen bisher von der Bevölkerung offenbar noch akzeptiert wird, könnte ihre Unterstützung mit der Zeit nachlassen. Bei Berücksichtigung der Grösse der zu erfüllenden Aufgabe, des Vertrauensverlustes in Bezug auf die Führung der Staatsfinanzen und des Niveaus, das die Verschuldung bis Ende 2012 erreichen wird, scheint eine Umstrukturierung der Schulden unvermeidlich,

sobald ein europäischer Mechanismus für diese Art von Möglichkeit ab 2013 besteht. Bei griechischen Staatsanleihen ist somit höchste Vorsicht geboten.

Irland

Überzogenes Gewicht des Bankensektors in Bezug auf die Staatsfinanzen, Besserungspotenzial, wenn dieses Risiko an den Privatsektor übertragen werden kann. Voraussichtliche Inanspruchnahme von EFSF – 2013 wird Umstrukturierung nötig, wenn die Regierung weiterhin den Finanzsektor stützt

Die Problematik der Staatsverschuldung Irlands weist Ähnlichkeiten mit Griechenland auf, aber auch einige wichtige Unterschiede. Wie in Griechenland ist das heute erreichte Niveau der Staatsverschuldung unnachhaltig und macht die Inanspruchnahme einer Hilfe Europas 2011 sehr wahrscheinlich. Allerdings sind die Gründe für diese Verschlechterung der Staatsfinanzen klar identifiziert: Die vom Staat dem Finanzsektor gegebene Garantie, um dessen Zusammenbruch zu vermeiden, ist offensichtlich eine zu grosse Belastung für den Haushalt des Landes. Als Folge der neuen Kapitalspritzen für die Banken dürfte das Haushaltsdefizit 2010 32% des BIP und die Verschuldung 2010 100% des BIP erreichen.

Zwar muss sich das irische Finanzministerium erst wieder im kommenden Frühjahr am Markt neu finanzieren, aber eine Besserung der Staatsfinanzen scheint selbst bei neuen Sparmassnahmen ohne eine Verringerung der Schwierigkeiten des Finanzsektors kaum vorstellbar. Die irischen Behörden haben sich jüngst bereit erklärt, gewisse Anlagen an ausländische Anleger abzutreten, was ein Mittel zur Risikoübertragung an Privatakteure wäre, die es besser verwalten können. Eine andere radikalere Lösung wäre es, einen Teil der durch die Krise in den vergangenen Jahren angefallenen Verluste an die Besitzer von Anleihen der betroffenen Banken weiterzugeben, also die Schulden der Banken mit den Privatanlegern neu zu verhandeln. Mit anderen Worten würde man eine Insolvenz der Banken zulassen, um eine Insolvenz des Staates zu vermeiden...

Wenn es Irland gelingt, das Risiko in Verbindung mit dem Finanzsystem irgendwie an Privatakteure zu übertragen, wäre die Lage in Irland weniger problematisch als diejenige in Griechenland. Im Unterschied zu den Ländern Südeuropas ist hier nämlich das Gewicht der Exporte im Vergleich zum BIP hoch (das höchste in der Eurozone). Wenn sich also das Weltwachstum fortsetzt, kann Irland auf Unterstützung durch die Auslandsnachfrage zählen, vor allem wenn der Euro nachgibt, um die Wirtschaftstätigkeit zu beleben und so die nötigen Anpassungen im Inland zu erleichtern. Allerdings ist ein solches Szenario noch lange

sicher, und eine Umstrukturierung der Schulden der Banken brächte ebenfalls Risiken mit sich.

Portugal

Ursprünglich weniger beunruhigende Situation als in Griechenland und Irland, aber geringere Entschlossenheit zur Anwendung der nötigen Austeritätsmassnahmen. Je nach Entwicklung des Defizits ist eine Inanspruchnahme des europäischen Stabilitätsfonds 2011 möglich

Die Lage Portugals ist zwar keineswegs beruhigend, scheint aber etwas weniger Besorgnis erregend als in Griechenland und Irland. Zu allererst sind die Niveaus des Haushaltsdefizits und der Verschuldung gemessen am BIP niedriger als in diesen beiden Ländern, was eine zwar erhebliche aber doch weniger umfangreiche Anpassung erfordert. Portugiesische Anleihen sind deshalb von Auslandsanlegern gemieden worden, weil der politische Willen, das Problem anzugehen, geringer ist und die Regierung bei der Annahme eines glaubwürdigen ausreichenden Sparplans, um die Staatsfinanzen wieder nachhaltig zu machen, nicht schnell genug handelte. Diesbezüglich scheint der neue Anfang November verabschiedete Sparplan endlich anspruchsvoll genug, um bei den Anlegern eine Entwicklung ihrer Wahrnehmung des Länderrisikos zu erlauben. Er soll das Defizit 2010 auf 7,3% und 2011 auf 4,6% senken.

Allerdings weist die portugiesische Wirtschaft auch gewisse Schwächen auf, die diesen Plan der Haushaltskonsolidierung bedrohen könnten.

Zuallererst kann Portugal wie Griechenland angesichts des geringen Gewichts seiner Exporte am BIP nicht auf die Auslandsnachfrage zählen, um eine austeritätsgeschwächte Inlandsnachfrage auszugleichen. Im Übrigen ist das Gewicht der Verschuldung des Privatsektors sehr hoch (240% des BIP), was dessen Fähigkeit, die Folgen der Einsparungen im öffentlichen Sektor aufzufangen/auszugleichen, einschränkt. Zum Fehlen eines Wachstumsmodells für die Zukunft kommt die bisher unzureichende Entschlossenheit der politischen Klasse, was dazu beiträgt, die portugiesischen Schulden nach wie vor mit einem erhöhten Risiko in Verbindung zu bringen. Die Verabschiedung im Parlament des Plans für Sparmassnahmen mit Unterstützung der Opposition war ein günstiges Signal, und er muss nun umgesetzt werden. Die im Januar 2011 anstehenden Präsidentenwahlen könnten die Entschiedenheit der Regierung, unpopuläre Massnahmen anzuwenden, beeinflussen.

Während also die Lage aus fundamentaler Sicht zunächst weniger Besorgnis erregend scheint als in Griechenland und Irland, beschwört gerade der Umstand, dass Portugal in einer weniger bedrängten Situation ist als diese beiden Länder, das Risiko eines gewissen politischen Laxismus bei der Umsetzung der Sparmassnahmen. Sollte dies geschehen, dürfte der Druck auf portugiesischen Anleihen am Markt nicht nachlassen und Portugal wäre wahrscheinlich gezwungen, sich 2011 für seinen Finanzierungsbedarf an den europäischen Stabilitätsfonds zu wenden.

Beitrag einer relativen Risikomasszahl der Staatsanleihenemittenten

Traditionelle Risikomessung

Die Staatsverschuldungskrise, die seit Jahresanfang die Europäische Union erschüttert, macht die Schwäche der Verbindung zwischen von Agenturen gewährten Bonitätsnoten und der Einschätzung des Emittentenrisikos am Markt gemessen an den Rendite-Spreads deutlich. So wurde erst Ende 2009 damit begonnen, die Bonitätsnote von griechischen Staatsanleihen effektiv zu senken, während die griechischen Staatsanleiherenditen bereits nach den Turbulenzen wegen des Konkurses von Lehman Brothers Ende 2008 angefangen hatten zu steigen. Noch markanter ist, dass sich die Markteinschätzung in Bezug auf Griechenlands Rückzahlungsfähigkeit in den ersten Monaten 2010 zwar weiter verschlechterte, aber die Krise erst ein kritisches Stadium erreichen musste, damit die Ratingagenturen die Lage zur Kenntnis nahmen. Standard & Poor's stufte die Bonität des griechischen Staates Ende April auf spekulativ herab und Moody's erst Mitte Juni.

GRIECHENLAND: ENTWICKLUNG DES SPREADS VON 10-JAHRESRENDITEN ZU DEUTSCHLAND UND DURCHSCHNITTliche BONITÄTSNOTE



Die Ratingagenturen vermittelten den Eindruck, eher auf die Entwicklungen der griechischen Schuldenkrise zu reagieren. Die Rendite-Spreads zu Deutschland weiteten sich eindeutig vor der Herabstufung durch Moody's, S&P und Fitch angesichts der Finanzlage des Staates aus.

Diese Feststellung bedeutet nicht, dass die Beurteilung der Ratingagenturen als Risikokennziffer unnütz ist, auch nicht dass sie keinen Einfluss auf die Zinsentwicklung hat. Sie zeigt allerdings, dass diese Risikokennziffer die Faktoren nicht vollständig erfasst, die die Entwicklung der Renditen prägen. So entwickelten sich die Staatsanleiherenditen der Mitgliedsländer der Eurozone zu Beginn der Europäischen Währungsunion auf sehr ähnlichen Niveaus, obwohl die Emittenten unterschiedliche Bonitätsnoten aufwiesen. Seit 2009 eilten der Anstieg der griechischen Staatsanleiherenditen und die daraus resultierende Ausweitung der Renditeunterschiede zu Deutschland den Herabstufungen des griechischen Staates durch die Kreditratingagenturen voraus.

Die schwache Verbindung zwischen dem von den Ratingagenturen veröffentlichten traditionellen Risikomass und der Entwicklung der Renditen seit Ende 2009 lassen vermuten, dass es Risikoelemente gibt, die zwar vom Markt, nicht aber von den Ratingagenturen berücksichtigt werden.

Messung des relativen Risikos

Die Entwicklung der Renditen von Emittenten der Eurozone scheint in Wirklichkeit viel stärker an die Entwicklung der nationalen Haushaltspolitik gebunden zu sein. Im Kontext der Europäischen Währungsunion (EWU) profitiert Deutschland zugleich von seinem wirtschaftlichen und demografischen Gewicht: Es belegt bei BIP wie Bevölkerungszahl Platz eins in der Zone und ist auch wichtigster Handelspartner jedes Landes der Zone. Ausserdem ist Deutschland die europäische Referenz der Nachkriegszeit, was orthodoxe Haushalts- und Geldpolitik betrifft, und hat die weitgehende Übernahme seiner Grundsätze in die EWU-Institutionen durchgesetzt. So ist das Hauptziel der EZB die Inflationsbekämpfung, wie es schon bis 1999 bei der Bundesbank war. Die Staatsausgaben werden durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt geregelt, der die Konvergenz der nationalen Haushaltspolitik der Länder anstrebt.

Die Märkte berücksichtigen all dies und verleihen Deutschland den Status eines Referenzemittenten für die Euro-Zone, was bedeutet, dass die Renditen für deutsche Staatsanleihen die Untergrenze für die für die anderen Emittenten der Zone bilden (mit seltenen und vorübergehenden Ausnahmen). Da die Wechselkurs- und die Geldpolitik seit Schaffung der EWU 1999 vollständig zentralisiert sind, ist das Risiko in Verbindung mit der Währung und der Entwicklung der Geldmarktzinsen für alle Mitgliedstaaten identisch. So gehen sämtliche Risiken in Verbindung mit dem Euro und der Geldpolitik der EZB, aber auch die Wachstumsaussichten für die Zone insgesamt entsprechend dem Gewicht Deutschlands am BIP der

Zone (27%) und seiner Verbindungen mit den anderen Mitgliedsländern in die deutschen Anleiherenditen ein.

De facto können die deutschen Anleiherenditen als risikofreie Rendite der Eurozone gelten und die einzige zusätzliche Risikoquelle für ein EWU-Mitgliedsland als Emittent von Staatsanleihen rührt von einer abweichenden Haushaltspolitik her, dem einzigen Bereich der Wirtschaftspolitik, für den die Staaten noch selbst verantwortlich sind. Die Höhe der nationalen Risikoprämie im Vergleich zu den deutschen Renditen ergibt sich also aus der Grösse des zusätzlichen Risikos infolge einer kostspieligeren Haushaltspolitik als in Deutschland.

Nicht das Mass des absoluten Risikos, wie es die Einschätzung der Ratingagenturen spiegelt, sondern das relative Risiko infolge einer Abweichung der Verschuldung und/oder des Haushaltsdefizits im Vergleich zu Deutschland erklärt am besten die Entwicklung der Staatsanleiherenditeunterschiede innerhalb der Eurozone. Länder also, deren Verschuldung oder Haushaltsdefizit niedriger ist als in Deutschland (wie Finnland, die Niederlande oder Luxemburg) weisen eine sehr geringe Risikoprämie gegenüber Deutschland auf, was nur durch die Tiefe der Märkte und den Status deutscher Staatsanleihen als Referenz gerechtfertigt ist. Für Länder, deren Verschuldung und/oder Haushaltsdefizit höher sind als in Deutschland, ergibt sich die Höhe der Risikoprämie aus der Grösse des Unterschieds zum Referenzemittenten.

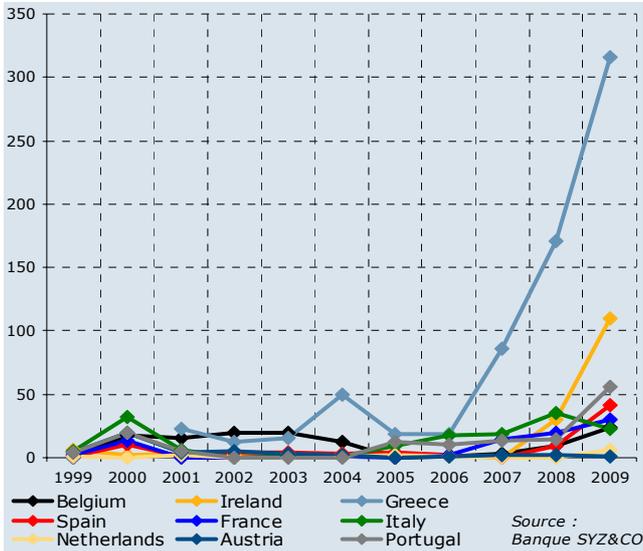
Ein relativer Risikoindikator

Um daher das zusätzliche Risiko jedes Staates der Eurozone als Emittent im Vergleich zu Deutschland abzuschätzen, haben wir einen Indikator entwickelt, der auf den relativen Verschuldungs- und Haushaltsdefizitniveaus beruht. Das Niveau der bestehenden Schulden im Vergleich zu Deutschland gibt Aufschluss über das strukturelle Risiko in Verbindung mit der Verschuldung, und der Unterschied beim Haushaltsdefizit oder -überschuss ermöglicht die Messung des Entwicklungstrends des Risikos. So besteht in einem Land mit weniger Verschuldung, aber mehr Defizit als Deutschland (Beispiel: Spanien) ein Risiko in Verbindung mit der Dynamik seiner Staatsfinanzen, das eine positive Risikoprämie rechtfertigt. Ein Land mit geringerem Defizit aber höherer Verschuldung weist ebenfalls ein ausgeprägteres Risikoprofil auf, was eine Risikoprämie rechtfertigt. Übrigens wird eine dauerhafte negative Risikoprämie durch den Status Deutschlands als Referenz praktisch unmöglich.

Dieser Indikator gibt das Mass des möglichen Stresses infolge des Zustands der Staatsfinanzen eines Landes als Emittent an und erlaubt die Vorwegnahme der Entwicklung der Risikoprämie

(gemessen am Renditeunterschied) im Vergleich zu Deutschland.

RELATIVER STRESSINDIKATOR SEIT 1999



Das Ungleichgewicht der griechischen Staatsfinanzen hat schon 2007 einen Anstieg des relativen Risikos bewirkt, der bis zur Krise vom Frühjahr 2010 anhielt. Die angespannte Lage bei den anderen PIIGS-Ländern und in einem geringeren Mass in Frankreich und Belgien sind jüngeren Datums, aber durchaus reell.

Der hier vorgestellte relative Risikomesswert erlaubt es, die Besonderheiten der Europäischen Währungsunion und der Konzentration des jeweiligen Risikos jedes Staates als Emittent allein auf den Aspekt der Haushaltspolitik zu berücksichtigen, da die Wechselkurs- und die Geldpolitik für die gesamte Zone gleich sind. Politische Aspekte (Belgien) und stärkere Unterschiede bei den Wachstumsaussichten infolge eines exogenen Schocks (Abhängigkeit Österreichs von den Ländern Osteuropas) werden ebenfalls nicht integriert.

Risiko pro Emittent in der Eurozone

Zwar begrenzt die geringe Häufigkeit nutzbarer Daten die Feinheit der hier vorgestellten relativen Risikomasszahl, aber sie bietet zusätzliche Hinweise auf das jeweilige Risiko pro Emittent in der Eurozone. Dieser Messwert scheint sogar geeigneter als jeder der Ratingagenturen, zumindest in Bezug auf die Vorwegnahme der Entwicklung von Risikoprämien im Vergleich zu Deutschland.

So ist es möglich, je nach Entwicklung der seit einigen Monaten eingeleiteten Pläne zur Senkung der Haushaltsdefizite ein Bild vom Länderrisiko der Peripherie der Eurozone zu gewinnen. Es überrascht nicht, dass Irland das höchste Risikoniveau 2010 (und auch 2011) ausweist, wegen der staatlichen Garantie für den Finanzsektor. Ebenso wenig

erstaunt der zweite Platz Griechenlands. Überraschend ist dagegen, dass Frankreich noch vor Spanien und Portugal Platz drei belegt. Diese relative Risikomasszahl unterstreicht die deutliche Divergenz der Haushaltspolitik in Deutschland und Frankreich: Deutschland konnte sich 2010 auf ein stärker als erwartet ausgefallenes Wachstum stützen, das seine Steuereinnahmen erhöhte, und es hat bereits einen umfassenden Sparplan verabschiedet, der 2011 in Kraft tritt. Frankreich kann dagegen nicht auf ein derart nachhaltiges Wachstum zählen und hat übrigens Mühe wie schon seit mehreren Jahrzehnten sich auf ein ausreichendes Programm zur Senkung der Staatsausgaben zu einigen. Diese Situation erklärt, warum der Erhalt der Note AAA der zweitgrössten Volkswirtschaft der Eurozone im Laufe des Sommers in Frage gestellt wurde. Dies gibt auch Anlass zu einer gewissen Vorsicht gegenüber französischen Emittenten, selbst wenn man durchaus glauben kann, dass das Risiko einer Rating-Herabstufung für Frankreich schon allein durch die Erschütterung europäischen Finanzmärkten bewirken könnte (Gefährdung des europäischen Finanzstabilitätsfonds, Folgen für Banken,...).

RANGFOLGE DER WICHTIGSTEN STAATSANLEIHENEMITTENTEN DER EUROZONE NACH RISIKO IM VERGLEICH ZU DEUTSCHLAND UND SPREAD DER 10-JAHRESRENDITEN ZU DEUTSCHLAND PER 11.11.10

Land	2010	10-Jahres-Spread zu D
Irland	1255	646 bp
Griechenland	58	916 bp
Frankreich	25	46 bp
Spanien	24	220 bp
Portugal	18	460 bp
Italien	6	180 bp
Niederlande	5	24 bp
Belgien	3	94 bp
Österreich	2	47 bp

Quelle: Banque SYZ&CO, Bloomberg

Dagegen stellt man fest, dass das Risiko in Verbindung mit Portugal geringer ist als der Rendite-Spread zu Deutschland vermuten lässt. Diese Situation ergibt sich aus dem Entstehen einer politischen Risikoprämie in Verbindung mit der tatsächlichen Entschlossenheit der Regierung, die nötigen Entscheidungen zur Sanierung der Staatsfinanzen zu treffen, während die fundamentale Lage weniger nachteilig ist als in Griechenland oder Irland. Schliesslich sei darauf hingewiesen, dass das Risiko in Bezug auf Italien gering ist, weil mehrere Regierungen nacheinander es schafften, bis 2008 jeweils einen primären Haushaltsüberschuss zu erzielen (vor Schuldzinszahlung), was zum Beispiel den Regierungen Frankreichs nicht gelang.