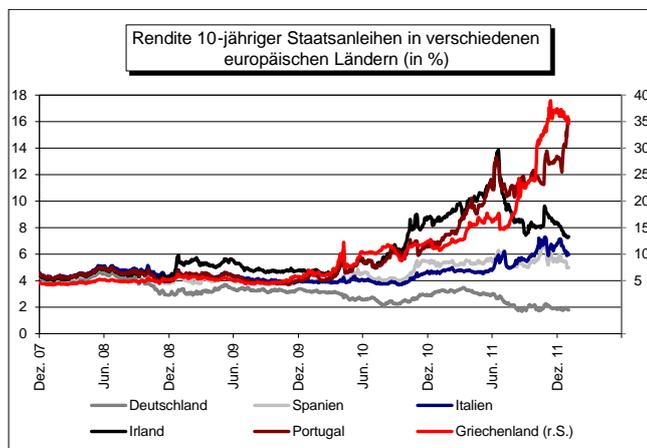


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Portugal: Drohen griechische Verhältnisse?

Ende letzten Jahres fällte der Internationale Währungsfonds das Urteil, dass die Konsolidierung Portugals insgesamt nach Plan verläuft. Damit erhält die portugiesische Regierung Zugang zu weiteren Hilfgeldern des Fonds. In den Prognosen, die im Abschlussbericht der Prüfer enthalten sind, wird von einem Anstieg der Verschuldung von 93% im Jahr 2010 bis auf 118% im Jahr 2013 ausgegangen, in den Folgejahren erwartet der IWF ein rückläufiges Verhältnis von Schulden zur Wirtschaftsleistung. Folgt man dieser Einschätzung, dann sind die Staatsschulden Portugals tragfähig.



An den Finanzmärkten scheint das Pendel dagegen zuletzt zu Ungunsten Portugals ausgeschlagen zu sein: So rentierten Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit jüngst mit mehr als 16%. Dies ist ein neuer Rekordwert und ein Niveau, das als Misstrauensvotum der Investoren gegenüber portugiesischen Anleihen gewertet werden kann. Die Verhandlungen über Forderungsverzichte bei griechischen Anleihen könnten den Ausschlag dafür gegeben haben, dass die Investoren zunehmend auch von Verlusten bei portugiesischen Anleihen ausgehen. Darüber hinaus liegt dem Rettungsplan für Portugal die Annahme zugrunde, dass sich dessen staatliche Unternehmen am Kapitalmarkt refinanzieren können. Der diesbezügliche Kapitalbedarf wird auf etwa 20 Milliarden Euro angesetzt. Zum Vergleich: Das BIP Portugals beläuft sich auf rund 170 Milliarden Euro. Können die staatlichen Unternehmen diesen Bedarf nicht über den Kapitalmarkt decken, dann droht eine neue Finanzierungslücke.

Angesichts dieser Unsicherheiten dürfte die Tragfähigkeit der portugiesischen Staatsschulden am Kapitalmarkt ein bestimmendes Thema bleiben. Vor diesem Hintergrund wollen wir mehr Klarheit schaffen, wie sich die portugiesischen Staatsschulden in den kommenden Jahren entwickeln könnten. Um dazu Aussagen machen zu können, müssen Annahmen getroffen werden, wie sich das Wachstum, der Primärsaldo (Haushaltssaldo ohne Berücksichtigung der Zinszahlungen auf die ausstehenden Schulden) und die Zinsen bis 2020 entwickeln. Aufgrund des langen Prognosezeitraumes lassen sich diese Werte allerdings kaum hinreichend genau prognostizieren. Wir stellen daher drei

unterschiedliche Szenarien vor. Im Basisszenario wird unterstellt, dass die Verschuldung zum Ende des Prognosezeitraumes auf hohem Niveau stagniert. Die beiden Alternativszenarien zeigen, welche konkreten Auswirkungen es hat, wenn sich das wirtschaftliche Umfeld besser oder schlechter entwickelt. Der wesentliche Mehrwert dieser Vorgehensweise liegt unseres Erachtens darin, dass sich so zeigen lässt, unter welchen rechnerischen Voraussetzungen die portugiesischen Staatsschulden tragfähig sind. Darauf aufbauend kann geprüft werden, wie hoch die Wahrscheinlichkeit ist, dass Portugal diese Bedingungen auch erfüllen wird. Da die Dynamik von staatlichen Verschuldungsprozessen weiten Teilen der Öffentlichkeit und der Politik offenbar bislang rätselhaft geblieben ist, fassen wir diese noch einmal kurz zusammen, bevor wir die drei Szenarien vorstellen.

Um das Ausmaß staatlicher Verschuldung richtig einschätzen zu können, muss die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit berücksichtigt werden. Daher wird der Schuldenstand in der Regel in Beziehung zum Bruttoinlandsprodukt gesetzt, ein Wert von 100% bedeutet dabei, dass die Schulden die Höhe des BIP erreicht haben. Die Schuldendynamik hängt demnach davon ab, wie sich das Bruttoinlandsprodukt und der Schuldenstand verändern.

Das Zins-Wachstums-Differential unter der Annahme eines ausgeglichenen Primärsaldos			
Fall 1: Zinsen von 5% und Wachstum von 5%			
Jahr	Schulden	BIP	Schuldenquote
2011	100	100	100%
2012	105	105	100%
Fall 2: Zinsen von 5% und Wachstum von 0%			
Jahr	Schulden	BIP	Schuldenquote
2011	100	100	100%
2012	105	100	105%
Fall 3: Zinsen von 5% und Wachstum von 10%			
Jahr	Schulden	BIP	Schuldenquote
2011	100	100	100%
2012	105	110	95%

Geht man zunächst einmal davon aus, dass der Primärsaldo null ist (dann entsprechen die Staatseinnahmen den Staatsausgaben ohne Zinszahlungen), dann wächst der Schuldenstand mit der durchschnittlichen Verzinsung der Staatsschulden. Das Bruttoinlandsprodukt wächst dagegen mit der nominalen Wachstumsrate. Bereits an dieser Stelle können sich erhebliche Tragfähigkeitsprobleme für Staatshaushalte ergeben: Selbst wenn unter Ausklammerung der Zinszahlungen gar nicht mehr ausgegeben als eingenom-

men wird, kann der Anteil der Schulden am BIP zunehmen, nämlich dann, wenn die durchschnittliche Verzinsung der Staatsschulden die nominale Wachstumsrate übersteigt (siehe Tabelle Fall 2). Andererseits kann die Verschuldung gemessen am BIP aber auch dann zurückgehen, wenn gar nicht gespart wird, sofern das Wirtschaftswachstum höher ausfällt als der durchschnittliche Zins (siehe Tabelle Fall 3).

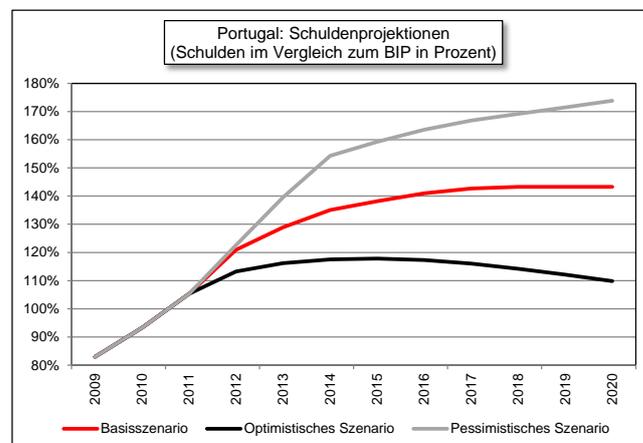
Zu diesem so genannten Zins-Wachstums-Differential kommt nun einfache Haushaltsarithmetik hinzu. Bei einem Zins-Wachstums-Differential von Null steigt die Schuldenquote, wenn die Ausgaben ohne Zinszahlungen höher liegen als die Einnahmen, der Primärsaldo also negativ ausfällt. Umgekehrt fällt die Schuldenquote, wenn die Einnahmen die Ausgaben ohne Zinszahlungen übersteigen, der Primärsaldo also positiv ausfällt.

Im Falle Portugals ist nicht nur die aktuelle Verzinsung höher als die Wachstumsrate, sondern auch der Primärsaldo negativ. Letztlich kann ein negatives Zins-Wachstums-Differential zwar über einen positiven Primärsaldo ausgeglichen werden, wie dies Italien Ende der 90er Jahre getan hat, doch bei den derzeit negativen Wachstumsraten erscheint dies für Portugal ein hoffnungsloses Unterfangen. Unter den aktuellen Bedingungen müsste der Primärsaldo 6,5% übersteigen, damit der Schuldenstand am BIP stabilisiert werden kann. Angesichts des derzeit negativen Primärsaldos ist das nicht erreichbar. Insofern verfolgen die Portugiesen aktuell einen dreigliedrigen Ansatz: Der Primärsaldo soll über Sparmaßnahmen und zusätzliche Steuern erhöht werden, das Wachstum über Strukturreformen angekurbelt, und der Anstieg der Zinslast durch die Hilfen des Internationalen Währungsfonds und der Europäischen Union sowie die EZB gebremst. Um zu einem Urteil zu gelangen, ob dies letztlich ausreichen wird, stellen wir im Folgenden unsere drei Szenarien für die portugiesische Staatsverschuldung vor.

In allen drei Szenarien haben wir unterstellt, dass die Zinslast tatsächlich durch die Unterstützung von EU, IWF und EZB stabilisiert und etwas gesenkt werden kann. Insbesondere erwarten wir, dass die Hilfen über den gesamten Zeitraum bis 2020 andauern, wenn die Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt nicht substanziell besser werden. Sollte Portugal dagegen die aktuell am Markt geforderten Zinsen zahlen müssen, dann würde die Zinsbelastung sukzessive ansteigen, und ein Zahlungsausfall ließe sich nicht mehr verhindern. Bereits ein Anstieg der durchschnittlichen Verzinsung um wenige Prozentpunkte würde den Ausblick für Portugal wesentlich verschlechtern. Ein nicht von uns modelliertes Risiko besteht insofern, wenn sich die Finanzierungsbedingungen für die Rettungsfonds verschlechtern, weil dieser Nachteil letztlich an Portugal weitergegeben werden müsste.

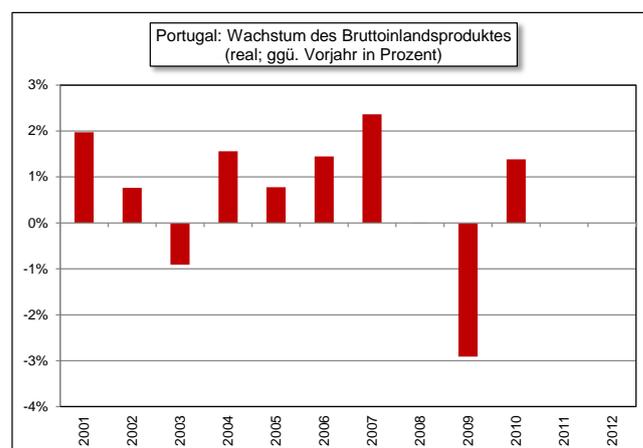
Die Unterschiede zwischen den drei Szenarien liegen im Wesentlichen in abweichenden Wachstumsannahmen und unterschiedlichen Erfolgen bei der Senkung der Ausgaben und der Erhöhung der Einnahmen. Zudem haben wir in unserem Basisszenario und im pessimistischen Szenario unterstellt, dass Belastungen durch die Finanzierung von staatlichen Unternehmen für Portugal entstehen, im opti-

mistischen Szenario fallen dagegen keine Zahlungen an. Im Folgenden werden die einzelnen Szenarien detailliert dargestellt.



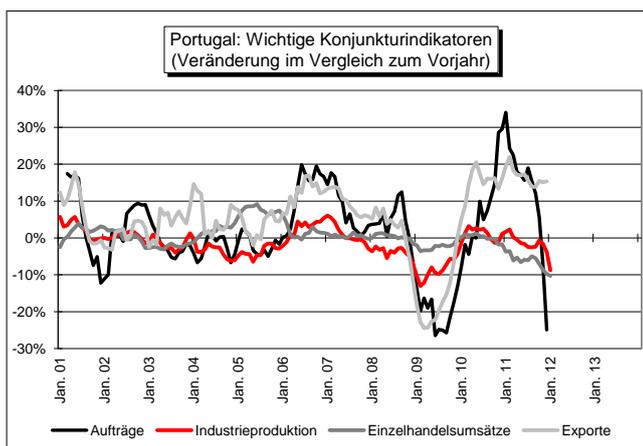
In unserem *optimistischen Szenario* erreicht die portugiesische Schuldenquote 2015 ihren Höhepunkt bei rund 118% und fällt in den Folgejahren wieder langsam. Damit sind wir selbst in diesem Szenario pessimistischer als der IWF, der bereits ab 2014 von einer rückläufigen Verschuldung ausgeht.¹ Eine wesentliche Annahme ist, dass Portugal tatsächlich einen Primärüberschuss von 3,4% erreichen und halten kann, eine Größenordnung, die auch der IWF erwartet. Die Haushaltsdisziplin, die im optimistischen Szenario und vom IWF unterstellt wird halten wir für sehr ambitioniert.

Beim Wachstum haben wir unterstellt, dass die Rezession 2013 überwunden wird und die portugiesische Wirtschaft auf einen zunächst moderaten Wachstumskurs umschwenkt. Ab 2015 machen sich zunehmend die Erfolge der Strukturreformen bemerkbar, die Portugal derzeit anstößt und die bereits teilweise umgesetzt wurden, und das nominale Wachstum erreicht 3,4%.



¹ Eine leichte Abweichung ergibt sich in allen drei Szenarien, weil wir 2011 von einer weniger starken Rezession als der IWF ausgehen. Der Rückgang des realen Bruttoinlandsproduktes von 2,2%, die der Währungsfonds für die portugiesische Wirtschaft prognostiziert, impliziert einen dramatischen Einbruch im vierten Quartal, den wir in dieser Größenordnung nicht für realistisch halten.

Dies wäre gleich aus mehreren Gründen ein beachtlicher Erfolg: So ist das portugiesische Bruttoinlandsprodukt in den vergangenen zehn Jahren im Durchschnitt zwar nominal um 3,1% gewachsen. Das reale Wachstum lag mit nur 0,6% allerdings deutlich darunter, die vergleichsweise hohen nominalen Wachstumsraten waren vor allem auf steigende Preise zurückzuführen. Die Preissteigerungsraten (gemessen am BIP-Deflator) sind in Portugal in den letzten Jahren gefallen, so dass das nominale Wachstum nicht mehr so deutlich über dem realen Wachstum lag. 2011 dürfte der Deflator zum Beispiel nur 1,3% betragen. In einem rezessiven Umfeld ist zunächst nicht davon auszugehen, dass die Preise wieder stärker anziehen werden. Zudem ist unklar, ob die massiven Wettbewerbsnachteile der portugiesischen Wirtschaft ausreichend abgebaut werden können. Dennoch zeigt das deutsche Beispiel, dass Strukturformen nach einigen Jahren einen beachtlichen Wachstumsschub zur Folge haben können. Die für das optimistische Szenario unterstellten Wachstumsraten für Portugal sind unseres Erachtens zwar ambitioniert, aber nicht unerreichbar. Erreicht Portugal diese Ziele alle, dann wäre die aktuelle Schuldensituation tragfähig.



Die Wachstumsraten und Primärsalden in unserem *Basisszenario* sind – anders als im optimistischen Szenario – an Größenordnungen angelehnt, die bereits in der Vergangenheit erreichte wurden. Wir haben zudem teilweise Belastungen berücksichtigt, die sich aus der Finanzierung staatlicher Unternehmen ergeben könnten. Unter diesen Voraussetzungen stabilisiert sich die Schuldenquote zwischen 140% und 145%, sie fällt aber selbst zum Ende des Projektionszeitraumes nicht. Dieser Verlauf erscheint zwar ökonomisch durchaus plausibel, unseres Erachtens ist es aber fraglich, ob das Basisszenario auch politisch plausibel ist: Trotz schwerwiegender Anstrengungen von Portugal, den Partnerländern, dem IWF und der EZB steigen die Schulden noch sechs weitere Jahre an, und auch dann wird „nur“ eine Stabilisierung der Schulden erreicht. Die Forderungen nach einem Schuldenschnitt – besonders nachdem mit Griechenland ein Präzedenzfall geschaffen worden ist – dürften sich von der politischen Seite zunehmend weniger ignorieren lassen.

In unserem *pessimistischen Szenario* haben wir im Gegensatz zum Basisszenario unterstellt, dass Portugal in eine tiefe Rezession rutscht, die erst 2014 überwunden werden

kann. In den Folgejahren wächst die portugiesische Wirtschaft dann sukzessive wieder mit der Wachstumsgeschwindigkeit der Vorkrisenzeit, eine substanzielle Wachstumsbeschleunigung bleibt jedoch aus. Zudem sind Belastungen aus der Finanzierung von staatlichen Unternehmen im pessimistischen Szenario voll berücksichtigt. Etwas vorsichtiger haben wir auch den Primärsaldo modelliert, dennoch gehen wir davon aus, dass die Einnahmen Portugals mittelfristig die Ausgaben moderat übersteigen. Sollten diese Annahmen zutreffen, dann wäre die Verschuldung Portugals nicht tragfähig, und trotz der Unterstützung durch EU, IWF und EZB wäre ein Zahlungsausfall unausweichlich.

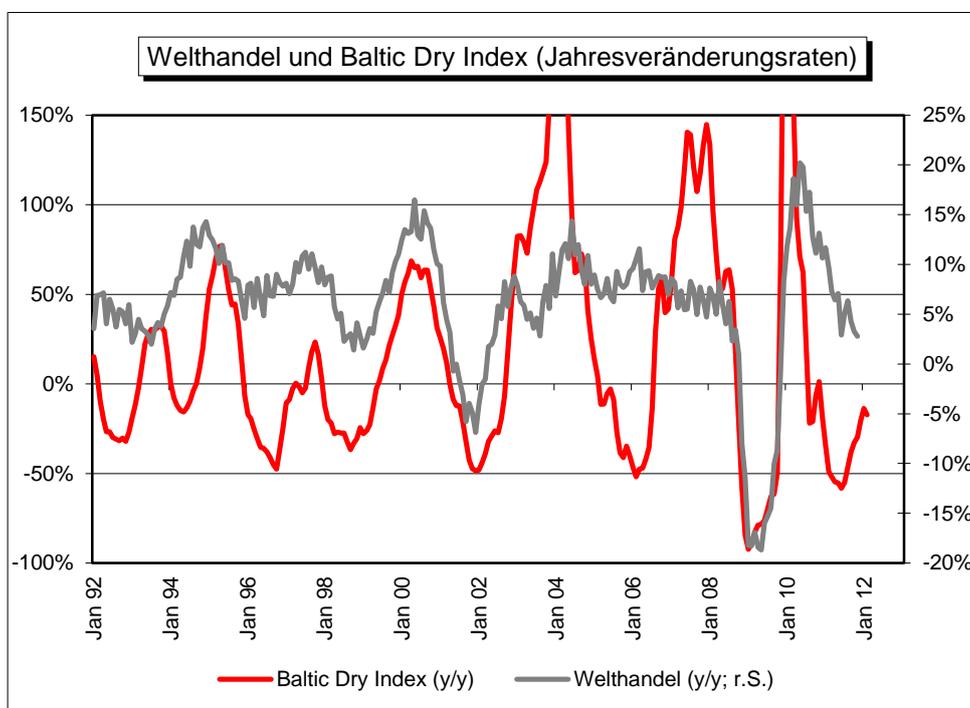
Die drei hier dargestellten Szenarien zeigen, dass es auf der ökonomischen Seite vor allem darauf ankommt, dass die portugiesische Regierung ihren Sparkurs beibehält und Portugal mittelfristig wieder wächst. Dauerhafte Hilfe aus dem Ausland und von der EZB, gegebenenfalls über 2013 hinaus, ist in allen drei Szenarien die Voraussetzung dafür, dass eine Konsolidierung überhaupt gelingen kann. Bereits dieser Punkt birgt Risiken. So ist es heute kaum absehbar, ob der Wille und die Fähigkeit bestehen, die hier modellierten Finanzierungsbedingungen für Portugal über diesen langen Zeitraum hinweg zu gewährleisten. Entscheidend wird es auch sein, ob Portugal seine Wachstumsschwäche der vergangenen Jahre ablegen kann. Wir betrachten dies als eine große Herausforderung, die auch nur bei einem vergleichsweise positiven weltwirtschaftlichen Umfeld gemeistert werden kann. Letztlich könnten auch politische Erwägungen entscheiden, ob die Schulden Portugals tragfähig sind. Unseres Erachtens ist es plausibel, dass erst eine Rückführung der Schulden wirklich als nachhaltiger Konsolidierungserfolg gewertet wird. Schafft es Portugal nicht, diese Trendwende einzuleiten, könnte trotz einer Stabilisierung der Schuldenquote auf hohem Niveau ein Schuldenschnitt erfolgen. Vor diesem Hintergrund ist es unseres Erachtens verständlich, dass Investoren bereits heute eine vorsichtiger Haltung gegenüber portugiesischen Anleihen mit mittleren und langen Restlaufzeiten an den Tag legen. Angesichts der großen Herausforderungen, die vor dem Land liegen, raten wir von einem Kauf portugiesischer Staatsanleihen ausdrücklich ab.

Wochenausblick für die Zeit vom 6. bis 10. Februar 2012

	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	Jan	Veröffentlichung
D: Auftragseingang, m/m	-1,4%	-4,6%	5,0%	-4,8%	2,8%		6. Februar
D: Auftragseingang, y/y	3,9%	2,1%	5,4%	-4,3%	1,3%		6. Februar
D: Industrieproduktion, m/m	-0,4%	-2,8%	0,8%	-0,6%	0,9%		7. Februar
D: Industrieproduktion, y/y	8,6%	5,4%	4,1%	3,6%	5,5%		7. Februar
D: Exporte, m/m	3,2%	0,8%	-2,9%	2,6%	1,5%		8. Februar
D: Exporte, y/y	12,3%	10,5%	6,9%	8,5%	11,2%		8. Februar
D: Handelsbilanzsaldo, in Mrd €	13,8	15,3	12,5	14,9	14,7		8. Februar
D: Konsumentenpreise, m/m	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,7%	-0,4%	10. Februar
D: Konsumentenpreise, y/y	2,4%	2,6%	2,5%	2,4%	2,1%	2,0%	10. Februar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Der Kollaps des Baltic Dry Index



Der Baltic Dry ist ein Index für Frachtraten von Schiffen, die Schüttgut transportieren, das nicht in Containern verladen wird. Viele Volkswirte und Marktteilnehmer verwenden diesen Index, der von der Baltic Exchange in London seit 1985 jeden Tag veröffentlicht wird, als Indikator für den internationalen Güterhandel und ziehen aus dessen Entwicklung Rückschlüsse für die Entwicklung der Weltwirtschaft. Seit einiger Zeit sorgt der Baltic Dry Index (BDI) für Schlagzeilen, weil er sich seit Mitte Oktober vergangenen Jahres fast Tag für Tag abgeschwächt hat. Allein seit Jahresbeginn ist der BDI um über 60% gefallen und zuletzt erreichte er den niedrigsten Stand seit 25 Jahren. Dennoch gehen wir nicht davon aus, dass der rapide Verfall der Frachtraten eins zu eins auf den Welthandel übertragen werden kann, weil einige Sonderfaktoren den jüngsten Rückgang erklären können. So zeigt sich beispielsweise beim Blick auf die Jahresveränderungsraten des BDI und des Welthandels, dass beide Zeitreihen zwar einen guten, aber keinesfalls perfekten Gleichlauf aufweisen.

Unverkennbar ist, dass sich die Dynamik des Welthandels bereits seit geraumer Zeit abschwächt. Die zu transportierenden Gütermengen nehmen zwar noch zu, aber nicht mehr so stark, wie es noch im Jahr 2010 oder zu Beginn des Jahres 2011 zu beobachten war. Gleichzeitig werden jedoch immer mehr neue Schiffe in Dienst gestellt, so dass das Angebot an Schiffsraum überdurchschnittlich stark wächst. Viele Schiffsneubauten wurden nämlich noch vor der Krise 2008/2009 in Auftrag gegeben, aber sie werden erst jetzt ausgeliefert. Gleichzeitig ist es vermutlich wegen des chinesischen Neujahrsfestes zu einem (temporären) Rückgang der Nachfrage nach Schiffsraum gekommen; dieser Effekt ließ sich auch im vergangenen Jahr beobachten. Insofern sollte sich der BDI in den nächsten Wochen langsam stabilisieren. Das Wachstum des Welthandels wird jedoch in den nächsten Monaten zu schwach sein, um eine wirkliche Trendwende beim Baltic Dry Index auszulösen.

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum			
	02.02.2012 17:53	26.01.2012 -1 Woche	30.12.2011 -1 Monat	01.11.2011 -3 Monate	30.12.2011 YTD
Dow Jones	12707	-0,2%	4,0%	9,0%	4,0%
S&P 500	1327	0,6%	5,5%	8,9%	5,5%
Nasdaq	2859	1,9%	9,8%	9,7%	9,8%
Wilshire 5000	13922	0,8%	6,2%	9,2%	6,2%
DAX	6656	1,8%	12,8%	14,1%	12,8%
MDAX	10212	2,4%	14,8%	17,0%	14,8%
TecDAX	761	2,1%	11,1%	13,0%	11,1%
EuroStoxx 50	2478	0,7%	7,0%	9,7%	7,0%
Stoxx 50	2462	0,3%	3,9%	9,3%	3,9%
Nikkei 225	8877	0,3%	5,0%	0,5%	5,0%
Topix	762	-0,3%	4,6%	1,1%	4,6%
Brasilien BOVESPA	64598	2,6%	13,8%	12,7%	13,8%
Russland RTS	1604	2,0%	16,1%	8,0%	16,1%
Indien BSE 30	17432	2,1%	12,8%	-0,3%	12,8%
China Shanghai Composite	2313	-0,3%	5,1%	-6,4%	5,1%
MSCI Welt (in €)	1258	0,4%	4,5%	10,8%	4,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	1030	1,3%	10,5%	10,1%	10,5%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	139,19	50	15	104	15
Bobl-Future	125,33	18	22	188	22
Schatz-Future	110,35	-3	0	39	0
3 Monats Euribor	1,11	-3	-25	-48	-25
3M Euribor Future, Juni 2012	0,77	-6	-17	-55	0
3 Monats \$ Libor	0,53	-2	-5	10	-5
Fed Funds Future, Juni 2012	0,11	1	0	3	0
10-jährige US Treasuries	1,84	-10	-4	-16	-4
10-jährige Bunds	1,85	-5	2	4	2
10-jährige JGB	0,95	-3	-4	-7	-4
US Treas 10Y Performance	524,97	0,8%	0,4%	2,1%	0,4%
Bund 10Y Performance	474,24	0,8%	0,3%	1,0%	0,3%
REX Performance Index	423,94	0,5%	0,2%	1,1%	0,2%
Hypothekenzinsen USA	3,98	0	3	-12	3
IBOXX AAA, €	2,55	-30	-73	-59	-73
IBOXX BBB, €	5,34	-19	-78	-28	-78
ML US High Yield	7,90	-7	-76	-80	-76
JPM EMBI+, Index	614	0,9%	2,0%	2,9%	2,0%
Wandelanleihen Exane 25	4781	0,7%	5,3%	1,9%	5,3%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	588,93	-1,0%	4,6%	-1,2%	4,6%
MG Base Metal Index	381,32	-2,1%	14,1%	8,9%	14,1%
Rohöl Brent	111,55	1,5%	3,7%	2,1%	3,7%
Gold	1757,40	1,9%	11,6%	3,3%	11,6%
Silber	33,80	1,3%	19,9%	2,5%	19,9%
Aluminium	2228,50	-0,7%	11,7%	6,8%	11,7%
Kupfer	8418,25	-1,9%	10,9%	9,1%	10,9%
Frachtraten Baltic Dry Index	651	-13,5%	-62,5%	-66,0%	-62,5%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,3161	0,1%	1,7%	-3,4%	1,7%
EUR/ GBP	0,8317	-0,8%	-0,4%	-3,0%	-0,4%
EUR/ JPY	100,22	-1,7%	0,0%	-6,0%	0,0%
EUR/ CHF	1,2040	-0,3%	-1,0%	-1,1%	-1,0%
USD/ JPY	76,15	-1,7%	-1,1%	-2,8%	-1,1%

Carsten Klude +49 40 3282-2572
 Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
 Matthias Thiel +49 40 3282-2401
 Martin Hasse +49 40 3282-2411

cklude@mmwarburg.com
 cjasperneite@mmwarburg.com
 mthiel@mmwarburg.com
 mhasse@mmwarburg.com