

## Update: Länderrisiken in der Euro-Zone 2010

Seit die Ratingagentur S&P Griechenland im Dezember 2009 herabgestuft hat, bestimmen die Risiken von Staatsanleihen in der Euro-Zone die Schlagzeilen. In den Blickpunkt des Interesses rückten damit auch die ausufernden staatlichen Defizite, die gedämpften Konjunkturperspektiven, eine laxe Fiskalpolitik sowie Hürden für strukturelle Reformen.

Die unmittelbare Folge war ein massiver Anstieg der Risikoprämien griechischer Staatsanleihen im Vergleich zu den deutschen Bundesanleihen. Zudem stiegen die Kosten für Absicherungen gegen Kreditausfälle (CDS). Diskussionen über einen Zahlungsausfall Griechenlands und einen Ausstieg aus der Euro-Zone kamen hinzu.

Das Augenmerk richtet sich auch auf andere Länder des Euro-Raums, vor allem auf Portugal, Irland, Italien und Spanien. Deren Probleme ähneln denen Griechenlands. Auch die Anleihen dieser Staaten verzeichneten in den vergangenen Monaten Spread-Ausweitungen – wenn auch nicht in solch einem Ausmaß wie griechische Staatsanleihen.

Im Fokus dieses Updates – das von Halbis Capital Management (France) („Halbis“), dem fundamentalen Investmentspezialisten der HSBC-Gruppe, erstellt wurde – steht die Schuldenstruktur der Euro-Länder sowie Großbritanniens. Für jedes Land werden zwei Szenarien entworfen, wobei das Hauptaugenmerk auf Griechenland liegt.

### Analyse der Schuldenquoten im Verhältnis zum BIP

Halbis geht von zwei Szenarien aus, wie sich die Verschuldungsquoten der Euro-Länder und Großbritanniens im Verhältnis zum BIP bis 2020 entwickeln könnten. Das „Worst-Case-Szenario“ ist zwar unwahrscheinlich, lässt aber erahnen, wie weit die öffentlichen Finanzen „ausufer“ dürften, bis in Europa „japanische Verhältnisse“ (niedrige Wachstumsraten und keine größeren fiskalischen Änderungen in den kommenden zehn Jahren) Einzug halten.

Das „Konsolidierungsszenario“ geht von nominalen Wachstumsraten um die fünf Prozent sowie von bedeutenden Haushaltseinschnitten (zwischen einem und drei BIP-Punkten) ab 2012 aus.

Auch unter diesem Szenario sieht es für **Griechenland und Irland** am schlechtesten aus. Die Staatsverschuldung stabilisiert sich bis 2020 allenfalls auf etwas über 100 Prozent, nachdem sie bis auf rund 140 Prozent gestiegen ist. Griechenland befindet sich in der schwächsten Position: hohes Leistungsbilanzdefizit, hohe Auslandsschulden, schwache Industrie- und Exportbasis sowie geringe Wettbewerbsfähigkeit.

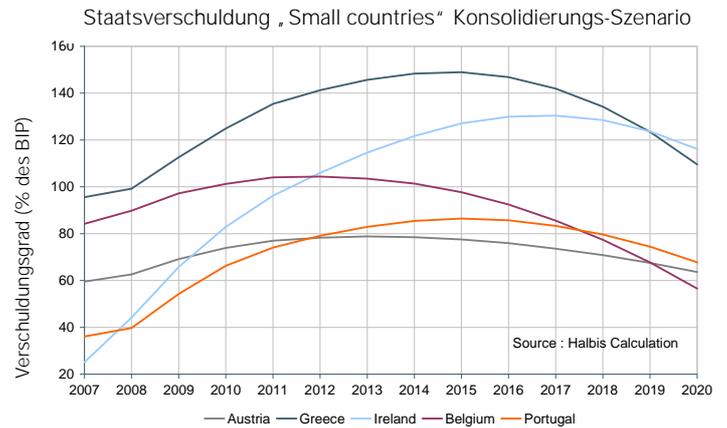
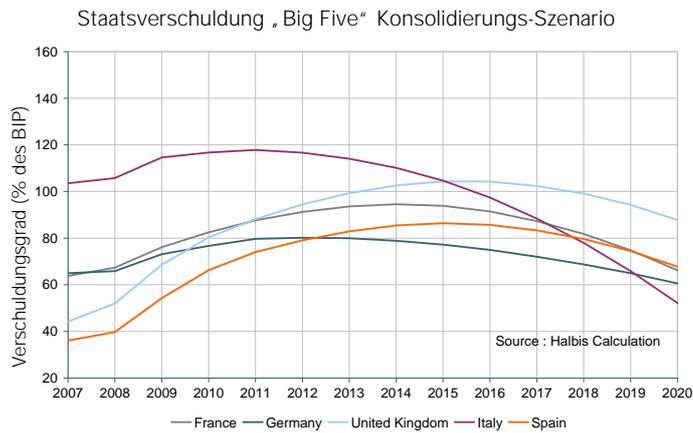
**Frankreich, Großbritannien** und in geringerem Ausmaß **Italien, Belgien, Spanien und Portugal** scheinen anfällig gegen weitere negative fiskalpolitische „Schocks“.

Dabei ist eine Abwertung der Währung eine Option für **Großbritannien**. Dieses Land ist von den größeren Ländern dasjenige, das in beiden Szenarien am deutlichsten betroffen ist.

Dagegen stehen **Österreich, Deutschland, die Niederlande und Finnland** als am wenigsten gefährdet dar, denn dort brachen die öffentlichen Ausgaben nicht so stark ein. Zudem weisen diese Länder keine größeren strukturellen Ungleichgewichte auf. Im Gegenteil, sie warten mit Leistungsbilanzüberschüssen und gesünderen Haushaltsstrukturen auf. Sie können sich begrenzte Haushaltseinschnitte eher leisten.

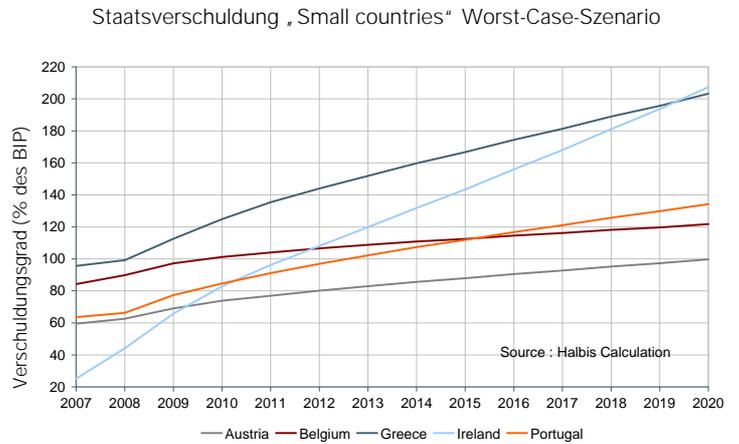
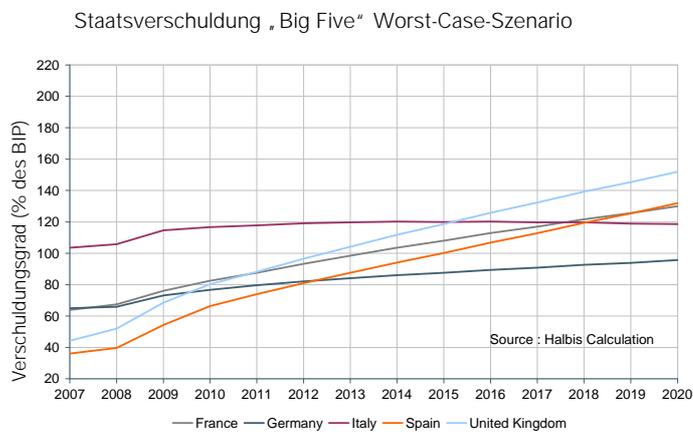
Im Folgenden eine Übersicht über die Staatsverschuldung der großen und kleinen Euro-Länder für beide Szenarien.

**Grafik 1:** Verschuldungsdynamik im Konsolidierungs- oder Best-Case-Szenario. Die Staatsverschuldung sinkt bis 2020 wieder auf unter 100 Prozent des BIP – mit Ausnahme Griechenlands und Irlands.



Quelle: Halbis, Datastream

**Grafik 2:** Schuldendynamik im „Worst-Case-Szenario“. Die Staatsverschuldung steigt in fast jedem Land über 100 Prozent des BIP.



Quelle: Halbis, Datastream

## Griechenland im Fokus

Griechenlands Staatsschulden belaufen sich auf rund 280 Mrd. Euro. Die größten Gläubiger sind Banken, Investmentfonds und Pensionsfonds. Rund 60 Mrd. Euro davon halten inländische Gläubiger. 32,5 Mrd. Euro davon liegen wiederum bei griechischen Banken.

Vor dem Hintergrund, dass in Griechenland kaum ausländische Banken vertreten sind, signalisiert dieser hohe Wert, welche negativen Folgen weitere Herabstufungen für das griechische Bankensystem haben dürften.

Frankreich und Deutschland halten 112 Mrd. Euro oder 40 Prozent der griechischen Staatsanleihen, was wiederum die „Ansteckungsrisiken“ illustriert. Die Probleme Griechenlands können zum Problem für die gesamte Euro-Zone werden. Dies erklärt auch, warum die europäischen Länder Griechenland zu Reformen drängen und über Hilfsmöglichkeiten für das Land diskutieren.

Das griechische Finanzministerium schätzt, dass Griechenland 2010 rund 54 Mrd. Euro zusätzlich aufnehmen muss. Das entspricht rund 23 Prozent des griechischen Bruttoinlandsprodukts (BIP). Das Land verfolgt einen ehrgeizigen Plan und will das Haushaltsdefizit von 12,7 Prozent im vergangenen Jahr bis 2013 auf 2,0 Prozent verringern. Dafür sollen Steuerschlupflöcher geschlossen und Steuerhinterziehung bekämpft werden; die Steuern auf Alkohol, Tabak und Benzin sollen steigen, im öffentlichen Dienst soll gespart und das Budget jedes Ministeriums um 10 Prozent gekürzt werden. Griechenland hat zudem Strukturreformen zugesagt, unter anderem des Rentensystems. Mit diesen Maßnahmen soll die Wettbewerbsfähigkeit und die Produktivität der Wirtschaft gestärkt werden.

Die europäischen Regierungen haben die Sparmaßnahmen begrüßt, hegen aber Zweifel an deren Umsetzbarkeit. Andere Euroländer, hauptsächlich unter Führung Deutschlands, haben erklärt, dass die Mitglieder der Währungsunion Griechenland bei der Bewältigung seiner Probleme helfen wollen. Bislang sind keine konkreten Details an die Öffentlichkeit gedrungen. Somit halten die Spekulationen über die Entwicklung Griechenlands an, die Staatsanleihen-Spreads bleiben weiterhin hoch.

Halbis sieht vier mögliche Szenarien:

***Szenario 1) Den griechischen Behörden gelingt es, die angekündigten Reformen umzusetzen.  
Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit: 35 Prozent***

<i>Pro</i>	<i>Contra</i>
Die griechische Bevölkerung scheint die Notwendigkeit massiver Reformen einzusehen. Der jüngste Streik gegen die Reformen fand in weiten Teilen der Bevölkerung keine Unterstützung.	Die Bevölkerung merkt langsam, wie einschneidend die Sparpläne sind, und beginnt, sich dagegen aufzulehnen. Die Regierung wird die Reformen nur teilweise umsetzen können.
Die gegenwärtige Regierung verfügt über eine Mehrheit im Parlament.	

Sollte dieses Szenario greifen, werden die Risikoprämien für griechische Staatsanleihen sinken, allerdings nur sehr langsam und unter anhaltenden Schwankungen. Die Europäische Union müsste öffentlich immer wieder die Fortschritte Griechenlands hervorheben, um die Volatilität in den Griff zu bekommen.

**Szenario 2) Griechenland erhält finanzielle Hilfe (Bail-out). Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit 48 Prozent – unserer Meinung nach dürfte dies das wahrscheinlichste Szenario sein.**

Griechenland braucht ausländische Hilfe in Form von Krediten europäischer Länder oder sogar vom Internationalen Währungsfonds (IWF). Damit könnte Griechenland sich wieder zu niedrigeren Kosten refinanzieren. Zudem hätte es mehr Flexibilität bei der Umsetzung seiner Reformen.

<i>Pro</i>	<i>Contra</i>
Formelles Engagement der Euroländer, um die Stabilität des Euros zu gewährleisten.	Proteste in der Bevölkerung jener Länder, die Griechenland Geld geben, vor allem aus Deutschland.
Präzedenzfälle Lettland und Rumänien.	Nachahmorgefahr: Andere Länder könnten folgen, so dass die Stabilität des Euros gefährdet würde.

Kurzfristig wäre die Reaktion des Marktes neutral oder negativ. Die Risikoprämien der Kernländer würden steigen. Langfristig würden die Risikoprämien griechischer Staatsanleihen beträchtlich sinken.

**Szenario 3) Umschuldung („Soft Default“). Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit: 15 Prozent**

Die griechischen Behörden können die Märkte nicht von ihrem Sparprogramm überzeugen und sich daher nicht refinanzieren. Griechenland kann seine Verpflichtungen nicht mehr bedienen und müsste entsprechende Umschuldungen aushandeln. Investoren müssten einen leichten Abschlag hinnehmen. In diesem Szenario würden die europäischen Länder die erforderlichen Maßnahmen akzeptieren, Griechenland bliebe in der Euro-Zone.

<i>Pro</i>	<i>Contra</i>
Unterstützung durch die europäischen Länder, Akzeptierung neuer Schuldenkonditionen und/oder Garantien für Griechenland.	Kollateralschaden, Investoren erleiden Kapitalverluste, Schneeballeffekt.

**Szenario 4) Zahlungsausfall. Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit: 2 Prozent – dies dürfte unserer Meinung nach das unwahrscheinlichste Szenario sein.**

Dieses Szenario wäre vergleichbar mit dem Zahlungsausfall Argentiniens 2001. Die Inhaber griechischer Anleihen müssten große Verluste hinnehmen. Die argentinischen Gläubiger erlitten damals Kurzverluste von 65 Prozent. Auf lange Zeit wäre Griechenland der Gang an den Kapitalmarkt versperrt.

<i>Pro</i>	<i>Contra</i>
Nichts	Die weltweite Krise flammt wieder auf. Die Spekulation bzgl. der Entwicklung anderer schwacher Euro-Länder nimmt zu. Griechenland gleitet in die Rezession ab. Griechenland verlässt die Euro-Zone und muss seine Staatsanleihen in einer neuen Währung emittieren.



Dieses Worst-Case-Szenario wäre eine Katastrophe für die Besitzer griechischer Staatsanleihen, weil diese regelrecht ausverkauft würden. Die Risikoprämien der Euro-Länder würden auf das Niveau vor der Gründung der Währungsunion zurückkehren.

Verglichen mit anderen Euroländern ist die Lage in Griechenland im negativen Sinne einzigartig. Gleichwohl hat die öffentliche Berichterstattung in Portugal, Spanien, Irland und Italien ähnliche Probleme ausgemacht – wenn auch das Ausmaß als deutlich geringer eingeschätzt wird.

## Portugal, Spanien, Irland und Italien im Fokus

### *Portugal*

Zwar ist das Haushaltsdefizit des Landes vergleichsweise hoch, die gesamte Staatsverschuldung fällt allerdings nicht aus dem Rahmen. Das Wachstum dürfte eher verhalten ausfallen, allerdings besteht Spielraum für Verbesserungen. Portugal setzt Strukturreformen um, vor allem im Rentensystem. Dies alles dürfte sich positiv in puncto Verschuldung auswirken. Allerdings hat auch Portugal Schulden verschleiert und eine laxe Haushaltspolitik betrieben. Auch kann sich die Regierung nicht auf eine parlamentarische Mehrheit stützen, was die Umsetzung der Reformen behindern könnte.

### *Spanien*

Spanien hat die weltweite Rezession nach mehreren Jahren überhitzter Konjunktur hart getroffen. Nun werden große Ungleichgewichte in den Staatsfinanzen sichtbar. Die Konjunkturerholung dürfte viel langsamer vonstatten gehen als in anderen Euroländern. Gleichzeitig sind die Staatsdefizite sowie die private Verschuldung höher als in den übrigen Ländern. Spanien hat es schwer, die Staatsfinanzen rasch in Ordnung zu bringen und Sozialreformen durchzusetzen – vor allem Arbeitsmarktreformen, um die hohe Arbeitslosigkeit von über 20 Prozent zu überwinden. Deflationsdruck könnte die Neuausrichtung der Wirtschaft zusätzlich erschweren. Zudem dürfte die Staatsverschuldungsquote nach einer Prognose von S&P von 40 Prozent in 2008 auf 90 Prozent bis zur Mitte dieser Dekade wachsen.

### *Irland*

Die irische Regierung hat im jüngsten Haushaltsentwurf glaubwürdige und nachhaltige Sparmaßnahmen implementiert (Gehaltsreduktionen für öffentlich Bedienstete und Sozialreformen). 2012 dürfte das Haushaltsdefizit 7,4 Prozent des BIP betragen. Die irische Wirtschaft hat Wachstumspotenzial, ist aber weitgehend von den Wachstumsaussichten ihrer Partnerländer abhängig. Die Probleme Irlands unterscheiden sich beträchtlich von denen Griechenlands, Portugals, Spaniens und Italiens. Denn die irische Regierung muss für die notleidenden Vermögenswerte der heimischen Banken „geradestehen“. 77 Mrd. Euro müssen zum Preis von 54 Mrd. Euro in einen Sonderfonds überführt werden. Die Erholung der irischen Finanzwirtschaft hängt wesentlich davon ab, zu welchem Preis diese Vermögenswerte letztlich liquidiert werden können.

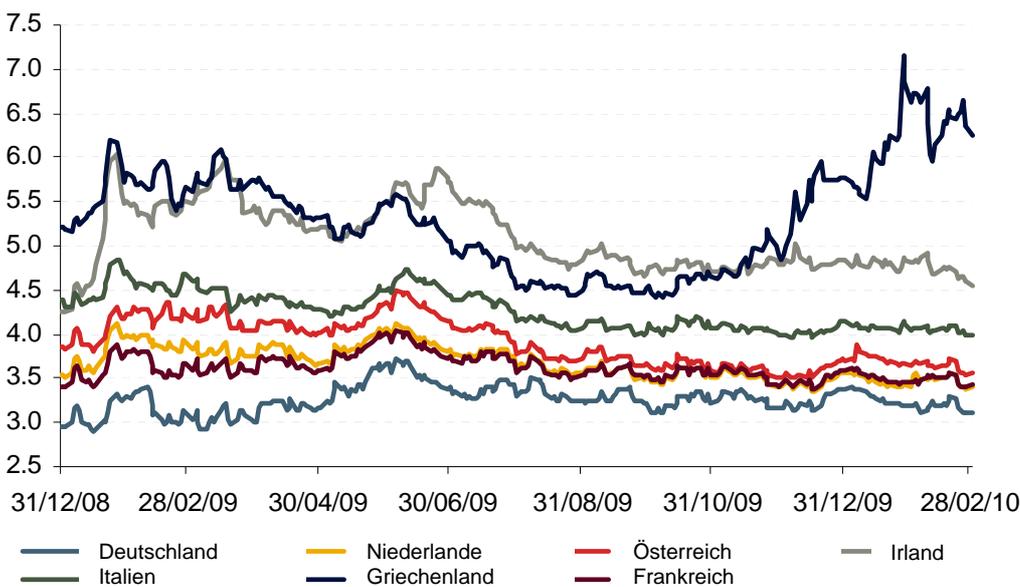
### *Italien*

Italiens Wirtschaft ist von der Krise hart getroffen worden. Die Staatsverschuldung ist mit 119 Prozent gemessen am BIP (2009) eine der höchsten in der Euro-Zone. Allerdings erscheint das Schuldenniveau tragbar. Im historischen Vergleich hatte Italien immer eine höhere Verschuldungsquote und konnte seine Wirtschaft unter normalen Umständen stets refinanzieren. Zudem erscheint der Konsolidierungsplan überzeugend, vor allem seit Italien im Dezember 2009 ein Gesetz zur Haushaltskontrolle verabschiedet hat. Die Herausforderung für Italien besteht darin, die Steuerhinterziehung besser zu bekämpfen und den öffentlichen Dienstleistungssektor effizienter zu gestalten.

## Fazit:

Halbis geht zwar nicht davon aus, dass ein Land der Währungsunion ausfällt oder die Euro-Zone verlässt. Allerdings wird die Volatilität bei den Staatsanleihen der Peripherie-Staaten 2010 weiterhin hoch sein (siehe Grafik). Halbis zieht es gegenwärtig vor, den Großteil der Portfolios auf die „sicheren Häfen“, wie Deutschland, die Niederlande, Belgien, Finnland und Österreich, zu allokatieren. Allerdings sollte es die Volatilität in den Peripherie-Staaten ermöglichen, kurzfristige taktische Positionen einzugehen. Wichtig ist hierbei, geeignete Fälligkeiten und Gewinnziele auf der Basis fundamentaler Einschätzungen zu identifizieren.

*Grafik: Renditen zehnjähriger Staatsanleihen der Euroländer*



Quelle: Bloomberg, Halbis

## Wichtige Informationen

Dieser Bericht basiert auf den Marktbeobachtungen von Halbis Capital Management (France) Limited, Teil der HSBC-Gruppe. Er dient als Marketinginstrument und stellt weder ein Angebot oder eine Einladung zum Erwerb oder zur Zeichnung eines Finanzinstruments, eine Anlageberatung oder –empfehlung noch eine unabhängige Finanzanalyse dar. Er kann eine individuelle, fachkundige Anlageberatung durch Ihre Hausbank nicht ersetzen. Dieser Strategiebericht richtet sich nur an Personen, die ihren dauerhaften Wohnsitz in der Bundesrepublik Deutschland haben. Er ist nicht für Empfänger in anderen Jurisdiktionen, insbesondere nicht für US-Bürger bestimmt und darf in anderen Ländern nicht verbreitet werden. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die in diesem Dokument gegebenen Informationen beruhen auf externen Quellen, die wir für zuverlässig halten, jedoch keiner neutralen Prüfung unterzogen haben; wir übernehmen keine Gewähr und keine Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit derartiger Informationen. Die in diesem Dokument vertretenen Meinungen stellen ausschließlich die Auffassungen von Halbis Capital Management (France) Limited dar und können sich jederzeit ändern; solche Meinungsänderungen müssen nicht publiziert werden. Weitere Informationen können Sie gerne auf unserer Internetseite [www.assetmanagement.hsbc.com/de](http://www.assetmanagement.hsbc.com/de) abrufen.

Herausgeber: HSBC Global Asset Management (Deutschland) GmbH, Königsallee 21/23, 40212 Düsseldorf, Deutschland, Stand: 11.03.2010.