



# Allein geht es nicht mehr

Griechenland ersucht offiziell um Finanzhilfe der Eurostaaten und des IWF – Gefahr einer Ansteckung besteht fort

ANDREAS NEINHAUS

Griechenland glich diese Woche einem Boxer, der in die Ecke des Rings gedrängt die unerwartet harten Schläge des Gegners einsteckt, ohne Chance, die Runde zu überstehen. Am Freitagmittag warf Premierminister Giorgos Papandreu das Handtuch. Er fragte offiziell die Finanzmittel nach, die die Staaten der Eurozone und der Internationale Währungsfonds (IWF) vor zwei Wochen für diesen Fall zugesagt hatten.

«Die Zeit, die die Märkte uns nicht zugestehen, erhalten wir nun über den internationalen Finanzierungsmechanismus», kommentierte der Regierungschef und machte damit den Schuldigen der Misere aus. Am Kapitalmarkt wurden diese Woche Preisabschläge verlangt, die vor kurzem noch unmöglich schienen. Die dreijährige Staatsanleihe rentierte Freitagmorgen 10,9%! Offenbar war niemand bereit, griechische Anleihen zu kaufen, auch wenn die Tresorerie zuletzt mehrwöchige Bills erfolgreich plazierte hatte.

Im Mai muss das Land 12 Mrd. € aufbringen, um auslaufende Anleihen sowie Coupons und Defizite zu bezahlen; danach bis Ende Jahr weitere 20 Mrd. €. Es wäre zu riskant gewesen, zu versuchen, diese Summen allein am Markt aufzunehmen. Die Finanzhilfe aus Brüssel und Washington sieht 45 Mrd. € zu einem Strafsatz von 3,5 Prozentpunkten über dem Euribor für kurzfristige Kredite bzw. über dem jeweiligen Swapsatz für bis zu dreijährige Finanzierungen vor. Die Details werden nun abgesprochen, aber die Regierungen haben die Mittel bereitgelegt, und die fünfzehn Eurostaaten, die zustimmen müssen, werden kein Veto einreichen, nachdem aus Deutschland am Freitag zustimmende Kommentare eingetroffen sind.

## Langfristiger Schaden

Ein Zahlungsausfall ist damit vom Tisch. Die Renditen sind etwas gesunken, aber nicht viel. Die Bewertungsschwankungen und Kursverluste, denen griechische Papiere am Markt zuletzt unterlagen, haben gemäss den Bankökonomern von HSBC Trinkaus langfristig Schaden ange-

richtet. In den Handelsmodellen bleiben sie lange enthalten. Viele Investoren, die in der Auswahl von Anlagevehikeln strengen Auflagen punkto Kursrisiko und Maximalverlust unterliegen, werden diese Anleihen künftig nicht mehr oder nur in geringem Volumen kaufen – selbst wenn die Renditen künftig stärker fallen sollten.

Darüber hinaus bleibt der Vertrauensverlust. Am Donnerstag revidierte die Europäische Union die Hochrechnung des Staatsdefizits 2009 nochmals fast 2 Mrd. € nach oben. Es betrug demnach 13,6 statt 12,9% des Bruttoinlandsprodukts (BIP, vgl. Tabelle). Ausserdem versah sie griechische Statistiken als Einzige in der 27 Mitglieder zählenden EU mit dem Vorbehalt «nicht zu trauen». Die Ratingagentur Moody's, die als Letzte dem Staatsschuldner noch die Stange gehalten hatte, zog daraufhin ihre Unterstützung zurück. Sie senkte das Rating von A2 auf A3 und warnte vor einer Herabstufung in das Triple-B-Segment, in dem die Konkurrenten Standard & Poor's und Fitch das Land schon längst angesiedelt haben.

Erstaunlicherweise erholte sich der Euro am Freitagnachmittag kaum und notierte nur knapp über seinem bisherigen Jahrestief von 1.32 \$/€. Portugiesische Staatsanleihen hatten diese Woche auffällig an Wert verloren. Wird sich, was derzeit in Griechenland geschieht, in den anderen PIIGS-Problemländern – Portugal, Irland, Italien und Spanien – wiederholen? Sie alle sind hoch verschuldet und weisen Ertragsbilanzdefizite mit dem Ausland aus. Allerdings ist Griechenland stärker exponiert als andere. Wegen der äusserst geringen Sparquote ist das Land auf ausländisches Kapital angewiesen wie kein anderes, rechnet der Ökonom Daniel Gros vom Centre for European Policy Studies nach (vgl. Grafik). Die hohen Risikoprämien auf Staatsanleihen belasten daher die Wirtschaft des Landes bis in jeden Winkel, vermutet er.

## Portugal am anfälligsten

Will man Vergleiche ziehen, dann weist Portugal die meisten Ähnlichkeiten mit Hellas auf. Die Auslandverschuldung, die

letzlich über Exporte oder, falls öffentlicher Natur, über Steuern finanziert werden muss, ist in beiden Ländern untragbar gross. Sie erreichte 2009 das Achtfache des Ausfuhrerlöses, ein Jahr zuvor das Sechsfache. Das ist mehr, als Argentinien 1999 auswies, bevor es sich für zahlungsunfähig erklärte.

Portugals Auslandverschuldung übersteigt sogar die Griechenlands. Aber nicht der Staat ist der grösste Schuldner (wie in Hellas), sondern private Kreditoren, vor allem Banken. Das bietet einen gewissen Schutz vor den Auswirkungen einer Panik am Staatsanleihenmarkt, folgert Gros. Andererseits macht es Portugal verletzlich, falls portugiesische Banken vom Interbankenmarkt ausgeschlossen werden sollten. Wie für Griechenland werden auch für Portugal im Mai die meisten Coupon- und Rückzahlungen fällig.

Spanien und Irland sind vor allem durch die finanziellen Übertreibungen, speziell am Immobilienmarkt, exponiert. Ein Solvenzproblem stellt sich angesichts der ausreichenden Sparquote nicht. Allerdings haben der Nachfrageausfall und der Abbau von Überkapazitäten beide Länder in eine schwere Rezession gestürzt, verbunden mit fallendem Preisniveau und sprunghaft gestiegener Arbeitslosigkeit. Spaniens Regierung setzt auf einen graduellen Abbau des Staatsdefizits, der gemäss Morgan Stanley erst nächstes Jahr sichtbare Ausgabeneinschnitte zur Folge hat. Ob das Tempo den Märkten genügt, wird sich im Sommer zeigen. Spanien wird im Juli rund 30 Mrd. € an Verbindlichkeiten finanzieren müssen.

Italien lebt seit zwei Jahrzehnten mit einem enormen Schuldenberg. Ironischerweise macht diese Erfahrung das Land krisenresistenter. Es hat seine Haushaltspolitik schon vor Jahren konsolidiert und fuhr lange einen Primärüberschuss, d. h., wenn die Zinskosten ausgeklammert werden. Moody's spricht von einem solide strukturierten Budget. Die PIIGS-Länder dürfen also nicht in den gleichen Topf geworfen werden. Solange sich die Marktstimmung aber nicht entspannt, bleiben ihre Finanzmärkte trotzdem alle anfällig für Kursverluste.



# Und das Risiko der Schweiz?

Die Statistik der Bank für Internationalen Zahlungsbilanz (BIZ) weckte Besorgnis: **Schweizer Banken gehörten mit Ausständen von fast 80 Mrd. \$ zu den grössten ausländischen Gläubigern** griechischer Gegenparteien. Bereits früh hatte **Thomas Jordan**, als Nationalbankvize für die Stabilität des Schweizer Finanzsystems verantwortlich, Entwarnung gegeben (vgl. Interview in FuW Nr. 11 vom 10. Februar): «Die Zahlen sind durch Sondereffekte aufgebläht. Das **direkte Netto-Exposure der Schweizer Banken gegenüber Griechenland ist deutlich kleiner.**»

**Am 8. März beantwortete Bundesrat Hans-Rudolf Merz eine entsprechende Anfrage des SVP-Nationalrats Lukas Rei-**

**mann**, der durch einen Artikel im «Wall Street Journal» alarmiert worden war. Merz bezifferte die Forderungen der Schweizer Banken gegenüber den PIIGS-Zentralstaaten bzw. Grossbritannien per Ende Dezember 2009 auf 12,2 Mrd. bzw. 17,5 Mrd. Fr., wobei er sich auf die Nationalbank berief. In der BIZ-Statistik per Ende September 2009 seien über 90% einer griechischen Bank in Genf zuzurechnen, die ihren Sitz inzwischen nach Luxemburg verlegt habe. Die zwei Schweizer Grossbanken hätten Ende September Forderungen von (nur) 1,9 Mrd. Fr. gegenüber Griechenland gehabt.

Diese Woche hat die NZZ in Erfahrung gebracht, dass es sich bei dem griechischen Institut um **EFG Group** handelt. Merz nannte in seiner von den Medien seinerzeit nicht beachteten Antwort keinen Namen. EFG Group ist Hauptaktionärin der Schweizer Bank EFG International. **PK**

# IWF zeigt sich zuversichtlicher

Mit einer zuversichtlichen und einer warnenden Note präsentierte der Internationale Währungsfonds (IWF) am Mittwoch seine Frühjahrsprognosen. «Die Weltwirtschaft hat sich schneller erholt, als wir erwartet hatten», gestand Olivier Blanchard, einer der weltweit führenden Wirtschaftswissenschaftler und IWF-Chefökonom. **Das Weltinlandprodukt werde dieses Jahr 4,2 statt 3,9%, nächstes 4,3% expandieren.** Eine globale Depression sei abgewendet worden, aber der Weg zu einem starken und ausgewogenen Wirtschaftswachstum sei nicht einfach. In den Industrieländern seien die Staatshaushalte zu konsolidieren, in den Schwellenländern die Wechselkurse anzupassen – gemeint ist China.

Die Erholung an den Finanzmärkten und die Aufstockung der Lager bezeichnet der IWF als wichtigste Faktoren, die dieses Jahr die Erholung sichern, selbst wenn die Konjunkturpakete auslaufen. Davon **profitieren die USA stärker als Europa und Japan**, zum einen weil in Europa Bankkredite von grösserer Bedeutung für die Unternehmensfinanzierung sind als in den USA. Dort dominiert der Anleihenmarkt, der früh Fuss fasste. Ausserdem trüben die wirtschafts-

politischen Anpassungen in Süd- und Osteuropa vorerst die Wachstumsaussichten auf dem Kontinent.

Die Vorhersagen für die Schwellenländer fallen viel günstiger aus. Seit der Welthandel an Fahrt gewinnt, müssen die Lager aufgestockt werden, was kurzfristig hilft. Darüber hinaus verbessern sich die Nachfrageperspektiven regional und weltweit, wovon die Schwellenländer wirtschaftlich besonders profitierten. Das zeigt sich gemäss IWF in **Brasilien, China, Indien und Indonesien:** Diese Länder registrieren bereits Kapitalzuflüsse aus der übrigen Welt. **AN**

## Frühjahrsprognose für die Welt

|                 | Wirtschaftswachstum (real) |      |      |      |
|-----------------|----------------------------|------|------|------|
|                 | 2008                       | 2009 | 2010 | 2011 |
| Welt            | 3                          | -0,6 | 4,2  | 4,3  |
| USA             | 0,4                        | -2,4 | 3,1  | 2,6  |
| Eurozone        | 0,6                        | -4,1 | 1    | 1,5  |
| - Deutschland   | 1,2                        | -5   | 1,2  | 1,7  |
| - Frankreich    | 0,3                        | -2,2 | 1,5  | 1,8  |
| - Italien       | -1,3                       | -5   | 0,8  | 1,2  |
| Grossbritannien | 0,5                        | -4,9 | 1,3  | 2,5  |
| Schweiz         | 1,8                        | -1,5 | 1,5  | 1,8  |
| Japan           | -1,2                       | -5,2 | 1,9  | 2    |
| Russland        | 5,6                        | -7,9 | 4    | 3,3  |
| China           | 9,6                        | 8,7  | 10   | 9,9  |
| Indien          | 7,3                        | 5,7  | 8,8  | 8,4  |
| Brasilien       | 5,1                        | -0,2 | 5,5  | 4,1  |

Quelle: IWF World Economic Outlook

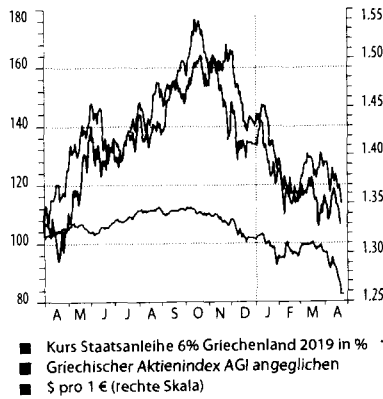


**PIIGS im Vergleich: Griechenland ist am meisten verschuldet**

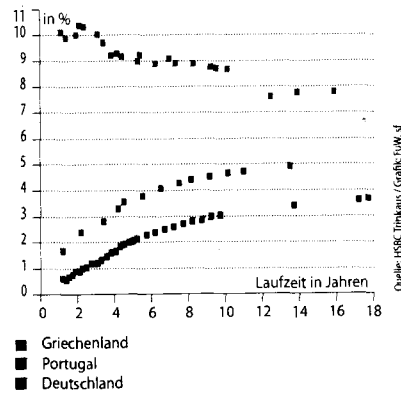
|  | Griechenland |       |       | Portugal |       |       | Spanien |       |       | Irland |       |       | Italien |        |        |
|--|--------------|-------|-------|----------|-------|-------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|---------|--------|--------|
|  | 2008         | 2009  | 2010  | 2008     | 2009  | 2010  | 2008    | 2009  | 2010  | 2008   | 2009  | 2010  | 2008    | 2009   | 2010   |
| BIP (real), Veränd. in %                         | 2            | -2    | -2    | 0        | -2,8  | 0,3   | 0,9     | -3,6  | -0,4  | -3     | -7,1  | -1,5  | -1,3    | -5     | 0,8    |
| Arbeitslosenquote in %                           | 7,6          | 9,4   | 12    | 7,6      | 9,5   | 11    | 11,3    | 18    | 19,4  | 6,1    | 11,8  | 13,5  | 6,8     | 7,8    | 8,7    |
| Inflation in %                                   | 4,2          | 1,4   | 1,9   | 2,7      | -0,9  | 0,8   | 4,1     | -0,3  | 1,2   | 3,1    | -1,7  | -2    | 3,5     | 0,8    | 1,4    |
| Ertragsbilanz in % des BIP                       | -14,5        | -11,2 | -9,7  | -12,1    | -10,1 | -9    | -9,6    | -5,1  | -5,3  | -5,2   | -2,9  | 0,4   | -3,4    | -3,4   | -2,8   |
| Staatsdefizit in % des BIP                       | -7,7         | -13,6 | -8,7  | -2,8     | -9,4  | -8,7  | -4,1    | -11,2 | -10,4 | -7,3   | -14,3 | n. v. | -2,7    | -5,3   | -5,2   |
| Staatsschuld in Mrd. €                           | 237,3        | 273,4 | 293,6 | 110,7    | 125,9 | 142,6 | 432,2   | 559,7 | 694   | 79,8   | 104,7 | 134,9 | 1663,5  | 1760,8 | 1838,6 |
| - in % des BIP                                   | 99,2         | 115,1 | 123,2 | 66,3     | 76,8  | 86,1  | 39,7    | 53,2  | 66,4  | 43,9   | 64    | 85,2  | 106,1   | 115,8  | 118,2  |
| finanziert mit (in %):                           |              |       |       |          |       |       |         |       |       |        |       |       |         |        |        |
| - kurzfristigen Schuldtiteln                     | 2            | 4     |       | 14       | 16    |       | 12      | 15    |       | 32     | 20    |       | 9       | 8      |        |
| - langfristigen Schuldtiteln                     | 89           | 89    |       | 69       | 68    |       | 70      | 69    |       | 53     | 68    |       | 74      | 76     |        |
| - Krediten                                       | 9            | 7     |       | 6        | 6     |       | 17      | 15    |       | 4      | 3     |       | 8       | 8      |        |
| Zinskosten im Verhältnis zum Staatsdefizit in %  | 60           | 37    |       | 103      | 30    | 39    | 39      | 16    | 22    | 19     | 15    | 25    | 190     | 88     | 98     |
| Anteil der Zinskosten an den Staatsausgaben in % | 10           | 10    |       | 6        | 6     |       | 4       | 4     |       | 3      | 4     |       | 11      | 9      |        |

Quellen: IWF World Economic Outlook, EU Budgetschätzungen und EDP Notification Tables

**Kein Vertrauen**



**Inverse Zinsstruktur**



**Abhängig vom Ausland**

