



Dr. Daniel Hartmann
Fundamentale Analyse

Hintergrundanalyse zur Bonität irischer Staatsanleihen

21. Juli 2010

www.bantleon.com

Das »Downgrade« von Irland

Am Montag, 19. Juli 2010, stuft die Ratingagentur *Moody's* die Bonitätsnote irischer Staatsanleihen um eine Stufe von Aa1 auf Aa2 herab. Gleichzeitig wurde der bislang negative Ausblick auf neutral gesetzt. *Moody's* vollzog damit den Schritt nach, den die beiden anderen grossen Agenturen bereits im Herbst 2009 gegangen sind: So hatte *S&P* das Rating im Oktober auf AA (negativer Ausblick) und *Fitch* im November auf AA- (stabiler Ausblick) gesenkt. Das Composite-Rating aller drei Ratingagenturen beträgt damit AA-, bei stabilem Ausblick.

Die Marktreaktion auf die Ratingveränderung war ausgesprochen verhalten. Die Risikoprämie 5-jähriger irischer Staatsanleihen gegenüber ihren deutschen Pendanten nahm zwar unmittelbar nach Veröffentlichung um 5 Bp (auf 255 Bp) zu, am Handelsschluss waren hiervon indes nur noch 2 Bp übrig. Am Dienstagabend notierte der Spread mit 247 Bp sogar 3 Bp unter dem Eröffnungsniveau vom Montag.

Dennoch stellt sich nach den Erfahrungen der letzten Monate die Frage, ob die jüngste Herabstufung nur den Auftakt für eine weitere Welle an Ratingverschlechterungen und damit neuen Spreadausweitungen darstellt.

Moody's Begründung

Die Rating-Herabstufung durch *Moody's* wurde mit den folgenden drei Punkten begründet:

- dem signifikanten Verlust an »finanzieller Stärke« des irischen Staates, der sich vor allem im markanten Anstieg der Schuldenstandsquote (Staatsschulden/BIP) widerspiegelt
- den rückläufigen Wachstumsperspektiven Irlands
- den Risiken aus den »faulen Krediten/Wertpapieren« bei irischen Banken

Entwicklung der Staatsverschuldung

Ausgangslage

Irland war mit Blick auf die Staatsverschuldung lange Zeit der Musterschüler der Währungsunion und erzielte zwischen 1997 und 2007 fast durchweg Budgetüberschüsse. Dies hatte zur Folge, dass sich die Schuldenstandsquote von 95 % im Jahr 1997 auf 25 % 2007 verringerte. Irland wies damit (nach Luxemburg und Slowenien) den drittniedrigsten Schuldenstand unter den Euroländern auf und lag deutlich unter dem Durchschnitt der Eurozone (66 %).

Mit der Finanzkrise änderte sich die Situation dramatisch. Vor allem die Steuereinnahmen, die stark auf dem Immobiliensektor fussten (z.B. Steuer auf Veräusserungsgewinne), sind eingebrochen.

- Als Folge davon lag das laufende Haushaltsdefizit im Jahr 2009 bei 11,8 % des BIP. Nach Hinzurechnung einer Kapitalspritze an die *Anglo Irish Bank* betrug der offizielle Wert sogar 14,2 %. Irland wies damit das höchste Budgetdefizit unter allen Euroländern auf (noch vor Griechenland mit 13,6 %).
- Auch 2010/2011 wird Irland beim laufenden Budgetdefizit an der Spitze der Euroländer liegen. 2010 wird ein Wert von 10,3 % (Haushaltsdefizit/BIP) angestrebt (Griechenland peilt 8,1 % an, Spanien 6,0 %). Es ist wiederum nicht klar, ob in diesem Jahr gewährte Kapitalspritzen an zwei Banken in Höhe von 13 Mrd. EUR zum Budgetdefizit hinzugerechnet werden müssen oder nicht. Wenn dies der Fall sein sollte, wovon das irische *Economic & Social Research Institute* (ESRI) ausgeht, würde das Haushaltsdefizit gar auf 19,8 % ansteigen. Die endgültige Entscheidung über die Hinzurechnung fällt Ende September, wenn sämtliche Haushaltsdaten an Eurostat übermittelt werden.

Unsere Bewertung

- Die Schuldenstandsquote Irlands wird in den nächsten Jahren kräftig ansteigen. 2009 lag sie bereits bei 64 %. Nach unseren Berechnungen wird sie in den nächsten drei Jahren noch bis auf ca. 100 % zulegen.
- Allerdings hat Irland als Erstes (Anfang 2009) unter allen Peripherieländern mit der Konsolidierung seiner Staatsfinanzen begonnen. Unter anderem wurden bereits 2009 die Lohnausgaben im öffentlichen Dienst um 7,0 % gekürzt. Nicht zuletzt deshalb besitzt Irland eine hohe Glaubwürdigkeit beim Schuldenabbau, wozu auch die hohe Akzeptanz der Sparpolitik in der Bevölkerung beiträgt.
- Das Land verfolgt eine konservative Schuldenpolitik – lange Laufzeiten bei den Staatsanleihen dominieren. Entsprechend ist auch der Refinanzierungsbedarf in den kommenden drei Jahren relativ niedrig. Wir rechnen bis 2014 mit einer Kapitalaufnahme von jährlich ca. 25 Mrd. EUR. In Griechenland ist sie mit ca. 60 Mrd. EUR mehr als doppelt so hoch.
- Trotz der aktuellen Schuldendynamik profitiert Irland nach wie vor vom niedrigen Ausgangsniveau der Staatsschuldenquote. Selbst wenn Letztere bis 2013/2014 auf 100 % ansteigt, läge sie immer noch deutlich unter derjenigen Griechenlands, die nach EU/IMF-Prognosen auf 150 % klettern wird. Auch die Quoten von Italien, Belgien und Portugal dürften das Niveau von Irland weiterhin erkennbar überschreiten.
- Bei den Kapitalhilfen für die Banken, welche das Budgetdefizit 2009/2010 und wahrscheinlich auch noch 2011 belasten, handelt es sich um Einmaleffekte. Das strukturelle Budgetdefizit ist davon nicht betroffen.

Wirtschaftliches Umfeld

Ausgangslage

Irland gehörte zwischen 1998 und 2007 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 6,7 % zu den Spitzenreitern der Währungsunion. Wichtige Triebkräfte waren dabei der Immobilien- und Bankensektor. Die Finanzkrise hat jedoch nicht zuletzt diese beiden Sektoren hart getroffen. Dementsprechend schrumpfte das BIP nirgendwo stärker als in Irland (zwischen Anfang 2008 und Ende 2009 um 14,2 %).

Unsere Bewertung

Wir gehen davon aus, dass vom Banken- und Immobiliensektor auch in den kommenden Jahren kaum Impulse ausgehen. Der Wachstumspfad dürfte daher nicht zum früheren Niveau von über 5,0 % zurückkehren, sondern zwischen 2,0 % und

3,0 % liegen. Damit stellen sich die Wachstumsperspektiven aber immer noch besser dar als in allen anderen Peripherieländern. Irland hebt sich vor allem in den folgenden Punkten positiv ab:

- Das Land weist einen der höchsten Offenheitsgrade in der Eurozone auf. Die Exportquote (Exporte/BIP) liegt bei über 100 % des BIPs (in Griechenland, Portugal und Spanien beträgt sie 20 % bis 30 %). Irland wird daher auch am meisten von der weltwirtschaftlichen Erholung profitieren. Dieser Effekt wird zusätzlich durch die jüngste Euro-Abwertung verstärkt, die Irland aufgrund seiner herausgehobenen Stellung im Handel mit Nichteuroländern (Grossbritannien und USA) besonders zugute kommt.
- In sämtlichen Rankings zur Wettbewerbsfähigkeit der Industrie (z.B. vom *World Economic Forum* oder der *Weltbank*) schneidet Irland deutlich besser ab als alle anderen Peripherieländer. Zur Attraktivität des Standorts tragen unter anderem die niedrigen Unternehmenssteuern bei, die von den Sparmassnahmen nicht betroffen sind.
- Die jüngsten Daten lassen darauf schliessen, dass sich die irische Wirtschaft im Aufwind befindet. Im 1. Quartal 2010 legte das BIP erstmals wieder zu (+2,7 % im Vergleich zu Q4/2009). Die Exporte und Einzelhandelsumsätze haben sich zuletzt stabilisiert und das Verbrauchervertrauen steigt kontinuierlich an. Wir sind daher zuversichtlich, dass Irland 2010 einen leichten BIP-Zuwachs erzielt.

National Asset Management Agency (NAMA)

Ausgangslage

Die NAMA ist eine Zweckgesellschaft, die gegründet wurde, um die Bilanzen der fünf grössten Finanzinstitute (*Anglo Irish Bank, Allied Irish Bank, Bank of Ireland, Irish Nation Wide Building Society, EBS Building Society*) von faulen Krediten zu befreien. Geplant ist ein Ankauf von 83 Mrd. EUR an Krediten, der bis Anfang 2011 abgeschlossen werden soll (bisher abgewickelt: 20 Mrd. EUR).

Die NAMA erwirbt die Kredite mit einem Abschlag, der im Durchschnitt bei knapp 50 % liegen dürfte. Mit anderen Worten, die Banken werden Buchverluste in Höhe von ca. 40 Mrd. EUR realisieren. Um diese Verluste zu stemmen, benötigen die Banken im Gegenzug staatliche Kapitalhilfen. Die irische Regierung schätzt den Gesamtbedarf auf 32 Mrd. EUR. Bislang hat sie bereits 25 Mrd. EUR an Staatshilfen gewährt. Das Budgetdefizit dürfte daher 2010 bzw. 2011 noch mit mindestens weiteren 7 Mrd. EUR belastet werden (= 4,0 % des BIP).

Unsere Bewertung

Die Kapitalhilfen stellen sicherlich eines der grössten Risiken im Falle Irlands dar. Unter Umständen muss die irische Regierung einen noch höheren Betrag zuführen als gedacht. Dennoch sei nochmals darauf hingewiesen, dass es sich hierbei um einmalige Belastungen für den Staatshaushalt handelt. Darüber hinaus dürfte die Sanierung der Banken Ende 2010 weitgehend abgeschlossen sein. Positiv zu werten ist schliesslich, dass die irische Regierung auch in diesem Bereich sehr konsequent vorgeht. Das Verlustrisiko der NAMA selbst schätzen wir angesichts der hohen Abschläge auf die angekauften Kredite als gering ein.

Fazit: Irland befindet sich auf gutem Weg

Wie *Moody's* ausführt, ist der stabile Ausblick dahingehend zu werten, dass sich Chancen und Risiken mit Blick auf den künftigen Ratingtrend die Waage halten. Mit einem Zahlungsausfall rechnen die Analysten von *Moody's* explizit nicht. Mehr noch, wörtlich heisst es, Irland hätte »die Wende zum Besseren vollzogen« und sei »auf einem guten Weg«.

Damit bestätigt die Ratingagentur die Ergebnisse unserer eigenen Einschätzungen. Danach werden die finanziellen Folgen der Finanzmarktkrise den irischen Staat zweifelsohne noch längere Zeit vor Herausforderungen stellen. Allerdings sind die hieraus resultierenden Belastungen absehbar und vor allem tragbar.

Deshalb richtet sich der Blick künftig primär darauf, das enorme Haushaltsdefizit zu verringern und in Einklang mit den Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspaktes zu bringen. Die solide Grundverfassung der irischen Wirtschaft im Verbund mit den positiven Erfahrungen früherer Haushaltskonsolidierungen sind in unseren Augen sehr gute Voraussetzungen für einen auch in der längeren Frist erfolgreichen Schuldenabbau.

Hinzu kommt, dass der irische Staat wegen der in der Vergangenheit praktizierten längerfristigen Mittelaufnahme weit weniger von den Launen der Märkte abhängig ist als die südeuropäischen Peripheriestaaten. Der Erfolg, der am Dienstag durchgeführten Auktion 6- bis 10-jähriger Staatsanleihen (3,6-fach überzeichnet) zeigt in diesem Zusammenhang, dass die Marktteilnehmer das Vertrauen in die Solvenz Irlands nicht verloren haben.