



MAKROANALYSE 26/9/2016

## Portugal auf der Kippe

von AGNIESZKA GERHINGER UND THOMAS MAYER

- Die kanadische Ratingagentur DBRS ist die einzige der von der EZB akzeptierten Ratingagenturen, die portugiesische Staatsanleihen noch nicht als „Schrottanleihen“ eingestuft hat.
- Würde DBRS das Rating Portugals auf „Schrottniveau“ senken, bräuhete das Land wahrscheinlich ein neues Beistandsprogramm und die portugiesischen Banken könnten sich mit den von ihnen gehaltenen Staatsanleihen nicht mehr regulär bei der EZB refinanzieren. Nun ist am 21. Oktober ein neues Rating Portugals durch DBRS fällig.

### „Canadian Connection“

Für die Bewertung von Anleihen sind die drei großen Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch maßgeblich. Die kanadische Ratingagentur DBRS spielt keine große Rolle. Die Agentur wurde 1976 gegründet und 2015 von einem Konsortium von „alternativen“ Vermögensverwaltern (z.B. Private Equity und Hedgefonds) unter Führung der Carlyle Group und Warburg Pincus (zweier Private Equity Gesellschaften) übernommen. Wie die anderen Agenturen auch wird DBRS im Allgemeinen im Auftrag der Emittenten von Wertpapieren tätig und von diesen für das Rating bezahlt.

Eigentlich müsste man DBRS nicht kennen, hinge nicht von ihr das Schicksal Portugals und womöglich die weitere Entwicklung des Euros ab. Denn die kanadische Agentur ist die einzige der von der EZB akzeptierten Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's, Fitch und DBRS, die portugiesische Staatsanleihen noch nicht als „Schrottanleihen“ eingestuft hat (Tabelle 1). Schon kurz nach dem Beginn des portugiesischen Anpassungsprogramms der EU, der EZB und des IWFs im Umfang von EUR 78 Mrd. im Mai 2011 stufte Moody's das Rating portugiesischer Staatsanleihen auf *sub-investment grade* herunter. Vier Monate später folgte Fitch und ungefähr ein halbes Jahr später



**Tabelle 1. Rating der portugiesischen Staatsanleihen**

Rating Agentur	Aktuelles Rating	Minimum EZB Rating	Kommentar
Moody's	Ba1 (stable) seit 27.07.2014	Baa1/Baa2/Baa3	Am <b>05.07.2011</b> stufte Moody's Portugal von Baa1 (negative watch) auf Ba2 (negative) ab; seitdem ist Portugals Rating sub-investment grade
Fitch	BB+ (stable) seit 08.07.2014	BBB+/BBB/BBB-	Am <b>21.11.2011</b> stufte Fitch Portugal von BBB- (negative watch) auf BB+ (positive) ab; seitdem ist Portugals Rating sub-investment grade.
Standard & Poor's	BB+ (stable) seit 18.09.2015	BBB+/BBB/BBB-	Am <b>15.01.2012</b> stufte S&P's Portugal von BBB- (negative watch) auf BB (negative) ab; seitdem ist Portugals Rating sub-investment grade.
DBRS	BBBL (stable)	BBBH/BBB/BBBL	Seit <b>2013</b> unverändertes Rating von investment grade. Erneute Überprüfung am 21.10.2016.

Note: Für eine Übersicht der verschiedenen *investment grade* und *sub-investment grade* Ratings der vier Ratingagenturen siehe Anhang.

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute anhand der Zusammenstellung von Trading Economics, Country Economy

senkte Standard & Poor's das Rating unter die Schwelle von *investment grade*. Trotz Abschluss des Programms im Juni 2014, das von offizieller Seite als großer Erfolg gefeiert wurde, hob keine der drei großen Agenturen ihr Rating wieder an. Wie wir im Folgenden zeigen stehen ökonomische Fakten auf ihrer Seite. Inzwischen dürfte die Politik der im Oktober 2015 ins Amt gekommenen Linksrregierung die negativen Einschätzungen der drei Ratingagenturen bestärkt haben.

DBRS Ratings dürften vor allem für Anleger in private und öffentliche kanadische Anleihen von Interesse sein. Trotzdem deckt die Agentur auch eine ganze Reihe weiterer EU Mitgliedsländer ab. So nahm DBRS das Rating portugiesischer Staatsanleihen im November 2010 auf eigene Initiative auf. Der portugiesische Staat bezahlt die Agentur folglich nicht dafür.

### **Portugals seidener Faden**

Die Europäische Zentralbank verlangt, dass Wertpapiere, die von Banken als Pfand für EZB-Refinanzierungskredite hinterlegt werden, ein

Rating der Stufe „investment grade“ haben. Sie stellt die gleiche Anforderung für Anleihen, die sie im Rahmen ihres Ankaufprogramms für Staatsanleihen (Public Sector Purchasing Programme, PSPP) erwirbt. Gibt es von den von der EZB akzeptierten Agenturen mehr als eine Einschätzung, dann orientiert sich die EZB an der besten. Im Fall Portugals stufen alle Agenturen außer DBRS die Staatsanleihen unter *investment grade*, also als „Junk“ oder „Schrott“ ein.

Damit sichert DBRS den Zugang des portugiesischen Staats zum Ankaufprogramm für Staatsanleihen der EZB und der portugiesischen Banken zu den Refinanzierungsfazilitäten der EZB. Würde DBRS das Rating Portugals auf „Schrottniveau“ senken, wie es die anderen Agenturen längst getan haben, würde der portugiesische Staat wahrscheinlich den Zugang zum Markt verlieren und bräuchte ein neues Beistandsprogramm. Die portugiesischen Banken könnten sich mit den von ihnen gehaltenen Staatsanleihen nicht mehr regulär bei der EZB refinanzieren und müssten mit ELA-Krediten (Emergency Liquidity Assistance) von der EZB über Wasser



**Tabelle 2. Optimistische BIP Prognosen**

BIP-Wachstumsraten auf Jahresbasis		
Prognostiziert 2016	Tatsächlich H1 2016	Benötigt H2 2016
1,8 %	1,0 %	2,6 %

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute; Haver Analytics

gehalten werden. Dieses Szenario würde weder Portugal noch der EZB noch den mit den Wahlen beschäftigten Euro-Mitgliedsstaaten gefallen. Nun ist am 21. Oktober ein neues Rating Portugals durch DBRS fällig.

### Neueinschätzung fällig

In ihrem Bericht vom 29. April 2016 hat DBRS ihr Rating (BBB niedrig) mit einer guten Fälligkeitsstruktur der Staatsschuld und einer Verbesserung der außenwirtschaftlichen Leistungsbilanz des Landes begründet. Die Aussichten für das Rating wurden mit den Begründungen als stabil eingeschätzt, dass sich die Wirtschaft erhole und das Staatsdefizit sowie die Staatsschuldenquote fallen würden. Dagegen könne das Rating sinken, wenn sich die Wirtschaftspolitik der Regierung verschlechtere oder sich das Wachstum so abschwäche, dass sich die Staatsfinanzen ebenfalls verschlechtern würden. In einem Interview mit der Nachrichtenagentur Reuters sagte der Leiter des Ratings für Staaten von DBRS Mitte August 2016 "Friday's Q2 GDP release (which showed growth at just 0.2 percent) raised our concerns about growth prospects, which appear to be slowing into the third quarter. Therefore, the outlook remains stable, but pressures appear to be mounting from these various fronts." ("Pressure mounts on Portugal rating, says DBRS", Reuters, 16. August 2016).

Im ersten Halbjahr 2016 fiel die Jahresrate des Wachstums des Bruttoinlandsprodukts (BIP) auf

1,0 Prozent nach 1,5 Prozent in 2015. Um die Prognose von 1,8 Prozent zu erreichen, müsste das Wachstum im zweiten Halbjahr auf 2,6 Prozent steigen (Tabelle 2). Das ist jedoch sehr unwahrscheinlich. Aller Voraussicht nach dürften sich also die optimistischen Wachstumsprognosen nicht erfüllen.<sup>1</sup> Davon hängt jedoch stark die Einhaltung der Budget-Ziele der portugiesischen Regierung ab.

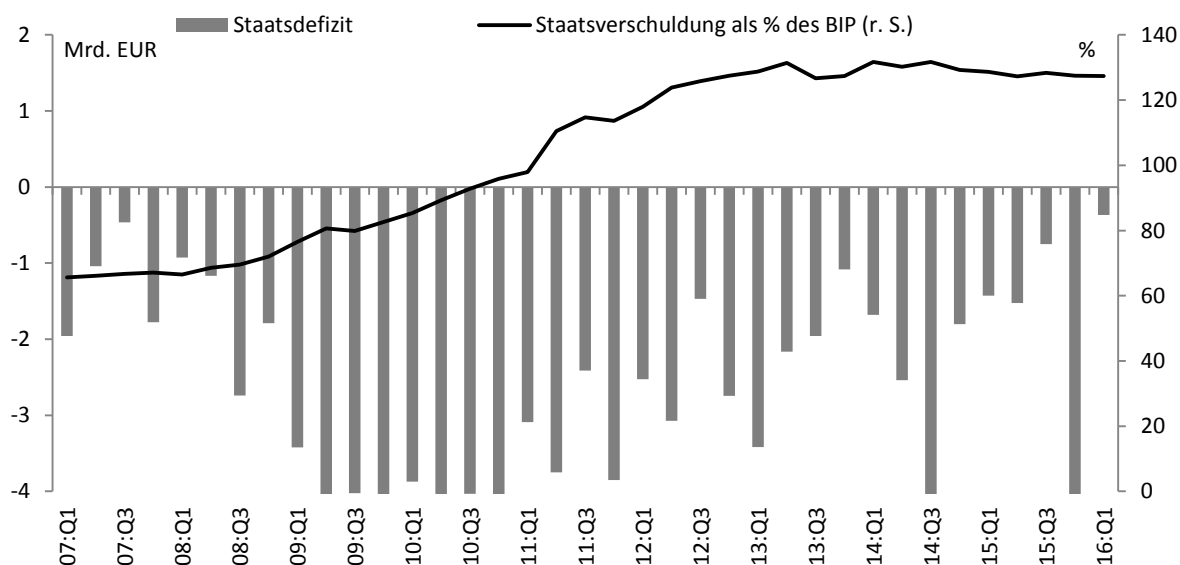
Das Budgetdefizit des Staates soll von 4,4 Prozent des BIP im letzten Jahr auf von der Regierung prognostizierte 2,2 Prozent in diesem Jahr fallen. Laut der weniger optimistischen Schätzung der Europäischen Kommission würde das Budgetdefizit 2,7 Prozent im Jahr 2016 erreichen. Es ist jedoch wahrscheinlich, dass beide Zahlen verfehlt werden. Dafür spricht die unter den Erwartungen liegende Wirtschaftsentwicklung. Wenig hilfreich dürfte auch sein, dass die neue portugiesische Linksregierung zum Jahresbeginn den nationalen Mindestlohn von 505 auf 530 Euro<sup>2</sup> und die Renten erhöht, Lohnkürzungen für den öffentlichen Dienst zurückgenommen und zum 1. Juli eine Verringerung der wöchentlichen Arbeitszeit der Staatsbediensteten auf 35 Stunden beschlossen hat. Auch zum 1. Juli wurde die Mehrwertsteuer für das Gaststättengewerbe von 23 Prozent auf 13 Prozent

<sup>1</sup> Der Internationale Währungsfonds hat in seinem neuesten Länderreport für Portugal vom 22. September 2016 das BIP-Wachstum in diesem Jahr auf 1 % geschätzt.

<sup>2</sup> Bis Ende 2019 soll der Mindestlohn auf 600 Euro erhöht werden.



Grafik 1. Staatsfinanzen in Portugal



Quelle: Haver Analytics

reduziert.<sup>3</sup> Sollte aus diesen Gründen das Staatsdefizit nicht unter 4 Prozent des BIP fallen, wird die Staatsschuldenquote auf dem dritthöchsten Niveau in der Eurozone (nach Griechenland und Italien) von knapp 130 Prozent des BIP verharren (Grafik 1).

DBRS führt als Begründung seiner positiven Einschätzung der Bonität des portugiesischen Staates auch an, dass sich die außenwirtschaftliche Leistungsbilanz des Landes deutlich verbessert hat. Tatsächlich war die Leistungsbilanz nach Jahren hoher Defizite in den Jahren 2013-2015 ausgeglichen oder verzeichnete einen kleinen Überschuss. Im zweiten Quartal dieses Jahres fiel sie jedoch wieder in ein deutliches Defizit (Grafik 2). Möglicherweise spiegelt dies

<sup>3</sup> Ein weiterer Stressfaktor für die Staatsfinanzen könnte durch den Bankensektor entstehen. Die Restrukturierung des angeschlagenen Bankensektors ist als die Toppriorität der portugiesischen Regierung eingestuft (siehe „Fiscal policy commitments and macroeconomic scenarios“, Ministro das Finanças da República Portuguesa, abrufbar unter <http://cdn.impresa.pt/8dc/454/9419589/anexo.pdf>). Demnach könnte ein Scheitern der Privatisierung der unter hohem Bestand an notleidenden Krediten geplagten Caixa Geral de Depósitos und der Novo Banco zusätzliche, nicht eingeplante Ausgaben für die Regierung verursachen.

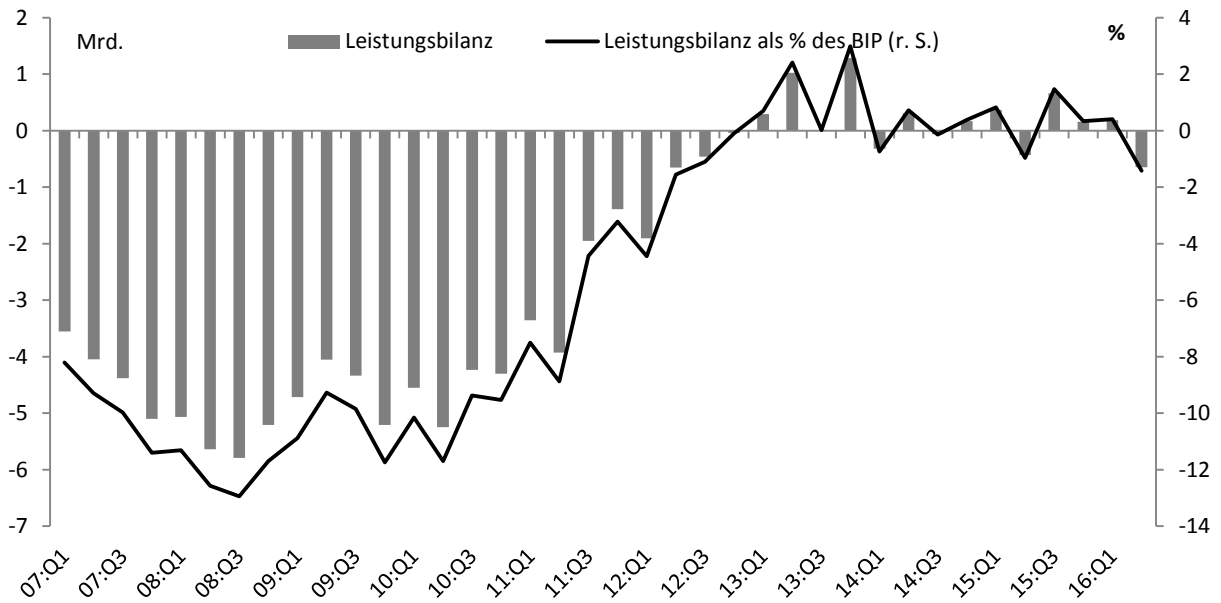
die expansive Wirtschaftspolitik der neuen Regierung und den damit angestoßenen Anstieg des privaten Konsums wider. Sollten sich diese Entwicklungen fortsetzen, wäre mit einer weiteren Schwächung der Leistungsbilanz zu rechnen.

### Reißt der Faden?

Angesichts dieser Umstände und der erklärten „Anti-Austeritätspolitik“ der Linksregierung wäre eigentlich zu erwarten, dass DBRS den anderen Ratingagenturen folgen und portugiesische Staatsanleihen auf Schrottniveau herunterstufen würde. Doch der Druck auf die Analysten von DBRS, dies nicht zu tun, dürfte enorm sein, da dies unweigerlich ein weiteres Rettungsprogramm für Staat und Banken nach sich ziehen würde. Die portugiesischen Banken haben rund 60 Milliarden Euro bzw. 23 Prozent aller Ausleihungen in portugiesische Staatsanleihen investiert. Da notleidende und zweifelhafte Kredite 15 Prozent der Ausleihungen ausmachen, wären insgesamt rund 38 Prozent aller Forderungen der Banken von minderer Qualität (Grafik 3).

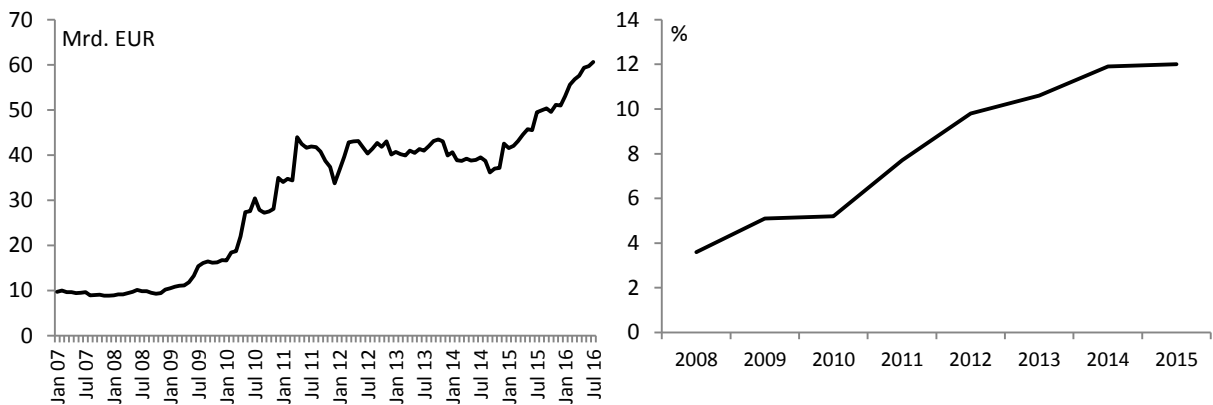


**Grafik 2. Portugals Leistungsbilanz**



Quelle: Haver Analytics

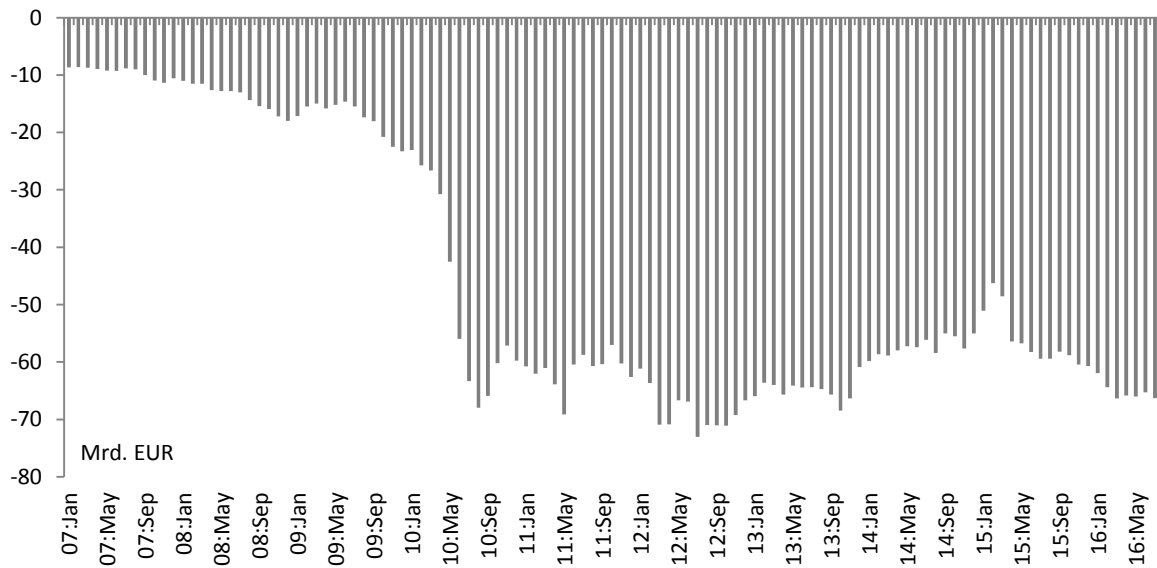
**Grafik 3. Bestand von portugiesischen Staatsanleihen auf den Bilanzen der portugiesischen Banken (links) und notleidende Kredite im Verhältnis zu gesamten Krediten (rechts).**



Quelle: Banco de Portugal (links) und Statistischer Annex zum Financial Stability Report der Banco de Portugal (rechts)



Grafik 4. Portugals Target2 Saldo.



Quelle: Haver Analytics

Dies dürfte die Banken von jedweder Marktfinanzierung abschneiden und die EZB zwingen, mit Notkrediten (ELA) einzuspringen. Die Verbindlichkeiten Portugals im Interbankzahlungssystem des Eurosystems Target2 von zuletzt 66 Milliarden Euro würden dadurch noch schneller wie bisher steigen (Grafik 4).

Zu den Targetverbindlichkeiten kommen 76 Milliarden Euro Altschulden, die Portugal den anderen Euroländern aus seinen früheren Beistandsprogrammen schuldet, und 21 Milliarden

Euro an Staatsanleihen, welche die EZB im Rahmen ihrer Aufkaufprogramme von Staatsanleihen aktuell auf ihrer Bilanz stehen hat.<sup>4</sup> Würde ein erneutes Rettungsprogramm für den Staat und die Banken nötig, dürfte es kaum noch zu verbergen sein, dass die geflossenen Rettungsgelder in den Sand gesetzt wurden und Portugal insolvent ist. Es liegt nun an DBRS, den Schleier zu lüften, oder den Wünschen der portugiesischen Regierung und ihrer EU-Unterstützer zu entsprechen.

<sup>4</sup> Siehe <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>.



## Anhang

**Tabelle A. Ratingsgrade und ihre Bezeichnungen bei den vier Agenturen**

Ratingskategorie	Ratingsgrad			
	Moody's	S&P	Fitch	DBRS
Investment grade	Aaa	AAA	AAA	AAA
	Aa1	AA+	AA+	AAhigh
	Aa2	AA	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-	AAlow
	A1	A+	A+	Ahigh
	A2	A	A	A
	A3	A-	A-	Alow
	Baa1	BBB+	BBB+	BBBhigh
	Baa2	BBB	BBB	BBB
Baa3	BBB-	BBB-	BBBlow	
Sub-investment grade ("Junk"/"Schrott")	Ba1	BB+	BB+	BBhigh
	Ba2	BB	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-	BBlow
	B1	B+	B+	Bhigh
	B2	B	B	B
	B3	B-	B-	Blow
	Caa1	CCC+	CCC	CCC
	Caa2	CCC	CC	CC
	Caa3	CCC-	CC	CC
	Ca	CC	C	C
C	C	C	C	
	SD	RD		
	D	D	C	

Quelle: Country economy



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2016 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autoren* Priv.-Doz. Agnieszka Gehringer, PhD und Prof. Dr. Thomas Mayer; *Redaktionsschluss* 26. September 2016