

Credit Insight: 4. Mai 2020 / HER

Covid-19 bringt Länderbonitäten erneut in Bedrängnis

Einführung

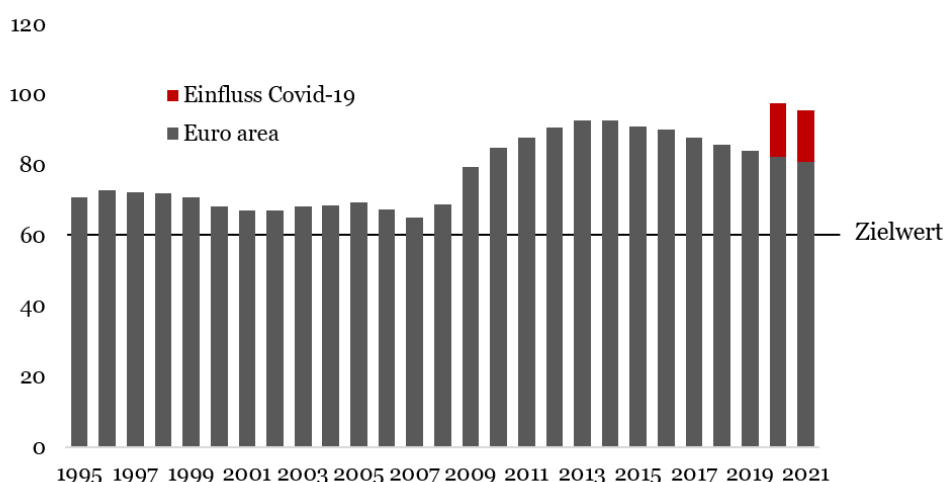
Die Coronakrise (Covid-19) dauert weiter an und ein Grossteil der globalen Wirtschaftsaktivitäten befindet sich in einer staatlich verordneten Schockstarre. In der Schweiz ist aktuell ein Drittel der Arbeitnehmer auf Kurzarbeit. Einkaufsstrassen und Tourismusattraktionen sind seit Wochen wie leergefegt und die Wirtschaft läuft auf Sparflamme. Da es historisch noch nie zu einer global so synchron verlaufenden Krise gekommen ist, versuchen Volkswirte verzweifelt ihre Modelle den neuen Begebenheiten anzupassen, um mögliche Szenarien für die Wirtschaftsentwicklung des laufenden und der kommenden Jahre zu skizzieren. Die Spanne der Prognosen ist entsprechend breit und rührt daher, dass niemand weiss, wie lange das Virus die Wirtschaftsaktivitäten noch einschränken wird und ob mit Rückschlägen zu rechnen ist, bevor an eine graduelle Rückkehr zur Normalität gedacht werden kann. Während viele Menschen die Entschleunigung des täglichen Lebens zu schätzen lernen, hinterlässt der staatlich verordnete Hiatus zum Schutz von Bevölkerung und Gesundheitssystem markante Spuren im Wirtschaftssystem. Die anhaltende Unsicherheit führt zu einem Aufschub von Investitionen bei Unternehmen und Haushalten und drückt auf die Konsumentenstimmung. In der Schweiz rechnet das SECO mit einer Erosion der Wirtschaftsleistung von knapp 7% im Vergleich zum Vorjahr und einem Anstieg der Arbeitslosenquote auf 4% (2019: 2.3%).

Um den wirtschaftlichen Kollateralschaden einzugrenzen und die Folgen für Haushalte und Unternehmen abzumildern, greifen Staaten und Zentralbanken auf ein breites Arsenal an fiskal- und geldpolitischen Massnahmen zurück. Der Staat schultert die Kosten für Kurzarbeit, Stimulierungsmassnahmen und zur Stützung von Unternehmen und Industriebereichen, was den Staatshaushalt belastet und die Staatsverschuldung in die Höhe treibt. Problematisch ist, dass das Virus auf eine Situation trifft, in welcher viele Staaten, Unternehmen und Haushalte bereits hoch verschuldet sind und sich nur dank der grosszügigen Geldpolitik der vergangenen Jahre über Wasser halten konnten. Diverse Staaten haben es nämlich versäumt, während der letzten Erholungsphase den Haushalt auszugleichen, die Schulden abzubauen und mittels struktureller Reformen die Wirtschaft widerstandsfähiger und kompetitiver aufzustellen. Aus politischen Überlegungen wurde vielerorts auf einschneidende Massnahmen verzichtet und moderates Wachstum in Kombination mit einer leicht anziehenden Inflation und sehr tiefen Zinsen sorgten zwar für eine sanfte aber auch nur sehr zaghafte Haushaltskonsolidierung. Konsequenz: Der Spielraum der Staaten bei Krisen beherzt einzugreifen ist beschränkt.

Mit historisch immer noch hohen Schuldenständen in die nächste Krise

Am Beispiel der Eurozone (siehe Grafik 1) ist gut ersichtlich, dass sich die Staatsverschuldung seit der letzten Krise (2009) noch nicht normalisiert hat, sondern trotz positivem Wirtschaftstrend seit 2015 immer noch substantiell über dem Zielwert von 60% des BIP (Maastricht Kriterium) verharrt. Durch die nun dringend erforderlichen und sinnvollen Massnahmen der Staaten zur Bekämpfung der Covid-19 Krise und deren wirtschaftlichen Konsequenzen werden diese bescheidenen Fortschritte aber bereits wieder zunichte gemacht. Die von den einzelnen Staaten geschnürten Hilfspakete zu Bewältigung der Wirtschaftskrise belaufen sich in die Milliarden. So hat alleine Deutschland haushaltswirksame Massnahmen in Höhe von EUR 350 Mia. (~10% des BIP 2019) sowie Garantien von EUR 820 Mia. beschlossen. Die Summe der länderspezifischen Massnahmen führt gemäss dem Internationalen Währungsfonds für das laufende Jahr in der Eurozone zu einem Haushaltsdefizit von rund 11% und einem Anstieg der Schuldenratio auf über 97% des BIP. Staatsschulden sind ein sinnvolles Instrument für langfristige Investitionen zu Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit (z.B. Transportinfrastruktur) und sozialen Ausgleich sowie, wie wir es aktuell beobachten, antizyklischer Kompensation von Nachfragerücken bei Privathaushalten und Unternehmen. Auf moderatem Niveau vermögen Staatsschulden eine wohlstands- und wachstumsfördernde Wirkung zu entfalten. Ab einer Staatsschuldenratio von 85% des BIP beginnen jedoch die negativen Effekte zu überwiegen.

Grafik 1: Schuldenentwicklung (Staatsschulden/BIP) am Beispiel der Eurozone in %



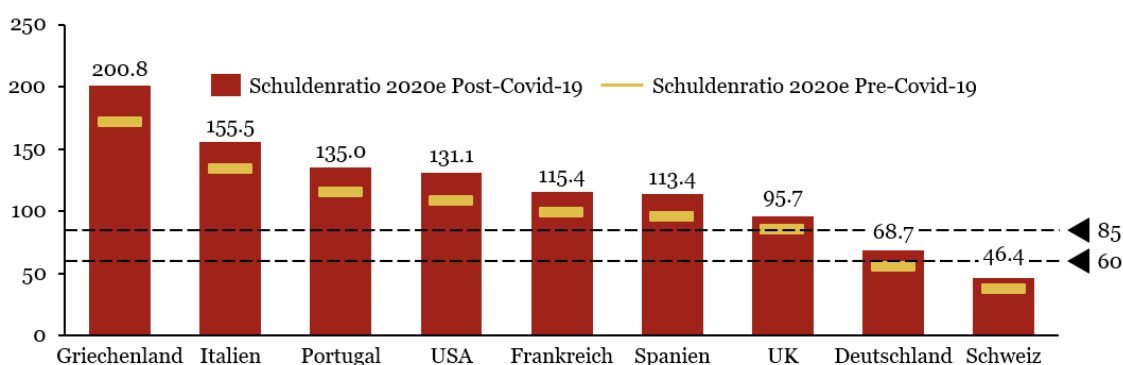
Quelle: IWF 2019 & 2020

Staaten mit strapazierten Bilanzen und einseitigen Volkswirtschaften sind besonders gefährdet – Eurokrise 2.0

Die Erosion der Staatseinnahmen (tieferes Steueraufkommen) in Kombination mit den substantiellen Staatshilfen an Unternehmen und anderen Stimulierungsmassnahmen (höhere Ausgaben) führen in allen Ländern per Ende 2020 zu einer Abschwächung der Kreditkennzahlen. Wir erwarten, dass die Haushaltsdefizite der Staaten sich stark ausweiten, die ausserbilanziellen Verpflichtungen (z.B. Garantien gegenüber KMUs) sich zumindest teilweise materialisieren und somit die Staatsverschuldung punktuell auf neue Rekordwerte ansteigen lässt. In bonitätsstarken Ländern wie Deutschland, den Niederlanden aber auch der Schweiz ist ausreichend Spielraum vorhanden, um einer Covid-19 induzierten Rezession mit antizyklischen Massnahmen entgegenzutreten, ohne das Rating aufs Spiel zu setzen. Dies bleibt Ländern mit einseitigen Volkswirtschaften (Abhängigkeit von Exporten, Rohstoffpreisen oder Tourismus) und insbesondere den Protagonisten der letzten Eurokrise leider mehrheitlich immer noch vergönnt. Denn der weltweite Ausbruch der Covid-19 Pandemie fördert strukturelle Schwächen und Versäumnisse (verschleppte Reformen) erbarmungslos zutage. Die Regierungen dieser Länder sowie die Europäische Union hatten zum einen zu wenig Zeit und waren zum anderen zu wenig entschlossen, um die Länder für einen konjunkturellen Abschwung oder externen Schock zu wappnen. Die weiterverbreitete Politik des «Durchwursteln» und auf bessere Zeiten hoffen, hat sich als Bumerang erwiesen.

Als Konsequenz werden die erwarteten Defizite und der Wachstumseinbruch (Nennereffekt) die Schuldenratios in Griechenland, Italien, Portugal und Spanien auf neue Rekordwerte hochschnellen lassen. Aber auch in den USA und China kennt der Schuldentrend nur eine Richtung. Ähnlich sieht es auch in vielen Staaten am Persischen Golf aus. Die dortigen Regierungen haben ihre Ausgabenpolitik über die letzten Jahre auf Ölpreise ausgerichtet, welche nun nicht mehr realistisch erscheinen. Die Ausgaben und die Erwartungshaltung der Bevölkerung bleiben bestehen, während die Einnahmen aus Ölproduktion, Handel und Tourismus ausbleiben. Abhängig von Länge und Tiefe der Rezession in den jeweiligen Ländern verschärft sich somit nicht nur die Schulden-situation, sondern auch die innenpolitische Lage und gefährdet die langfristige Tragbarkeit der Schulden. Ist es um die Qualität der Institutionen (z.B. Rechtsicherheit) und die politische Stabilität auch noch schlecht bestellt, drohen dem Land neben finanziellen Problemen auch noch Unruhen, Streiks und politische Umstürze. In Italien haben sich seit der Eurokrise unzählige Regierungen bemüht, das Land aus der Krise zu führen, jedoch ohne Erfolg und signifikante Fortschritte im Hinblick auf die Stabilisierung der Schuldensituation. Da sich über die kommenden Monate die Verschuldungssituation bei Staaten, Unternehmen und Haushalten aufgrund Covid-19 verschärfen dürfte, sehen wir die Stabilität des Systems akut gefährdet. Es sei denn, dass die Lehren aus der letzten Krise gezogen und nicht die gleichen Fehler wiederholt werden.

Grafik 2: Schuldenratio 2020e (Staatsschulden/BIP) ausgewählter Länder vor und nach Ausbruch von Covid-19



Quelle: I-CV, IWF Fiscal Monitor

Konklusion

Durch die Covid-19 Pandemie wurde global eine wirtschaftliche Verlangsamung ausgelöst, welche das Zeitfenster für eine politisch verträgliche Reduktion der Schuldenquoten abrupt schliesst. Viele Staaten müssen deshalb trotz strapazierten Bilanzen kostspielige Programme zur Stützung der Wirtschaft auflagen, was die Schulden erhöht, während die Einnahmen wegbrechen. Abhängig von der jeweiligen Konstellation rechnen wir mit negativen Rückkoppelungseffekten in Ländern mit hoch verschuldeten Unternehmen und Haushalten.

Wer während der Phase undifferenzierter Risikoprämien auf Qualität und Liquidität gesetzt hat, ist jetzt in der Lage von der Ausweitung der Spreads zu profitieren. Durch die Hilfspakete der Länder ist mit einem erhöhtem Emissionsvolumen und adäquater Risikokompensation zu rechnen (Deutschland plant EUR 156 Mia. an Fremdkapital aufzunehmen). Wir bevorzugen Länder, welche zusätzlich zu einer vernünftigen, antizyklischen Fiskalpolitik (moderate Defizite, niedriger Schuldenstand) über eine breit abgestützte Wirtschaft und vor allem über stabile politische Verhältnisse und erprobte Institutionen verfügen. Vorsicht ist bei Ländern mit wenig diversifizierten Volkswirtschaften (Slowakei, Island, Zypern, Marokko, Vereinigte Arabische Emirate) sowie strapazierten Fiskalzahlen (Griechenland, Italien, Spanien, Kanada, Brasilien) geboten.

Im Rahmen der jährlich erscheinenden Länderstudie (geplant für September 2020) werden wir diese und weitere Themen vertiefen und die Kreditqualität von über 50 Ländern auf Herz und Nieren prüfen.

Independent Credit View AG (I-CV) fungiert seit 2003 erfolgreich als erste unabhängige Research Boutique für institutionelle Bondinvestoren. In ihrer Funktion als Beraterin analysiert, beurteilt und überwacht I-CV die Kreditqualität von nationalen und internationalen Emittenten und gibt entsprechende Anlageempfehlungen. I-CV ist das einzige Unternehmen im deutschsprachigen Raum, welches für seine Ratingdienstleistungen ausschliesslich von Investoren bezahlt wird. Das Unternehmen verfügt über ein erfahrenes 18-köpfiges Spezialistenteam und robuste Analyseverfahren, welche in einem I-CV Rating und einer Empfehlung resultieren. Das I-CV Rating hat sich im Markt als unabhängige Einschätzung der Kreditqualität etabliert und als akkurater Frühwarnindikator bewährt. I-CV agiert ausschliesslich im Interesse der Investoren (Investor-pay) und generiert durch umfassende Studien unmittelbaren Mehrwert, indem Marktverschiebungen frühzeitig erkannt werden. Die Nähe zum Kunden sowie die Unabhängigkeit zählen zu den wichtigsten Erfolgsfaktoren des Unternehmens.

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.