MONEY FOCUS

In Kooperation mit DEUTSCHE BÖRSE GROUP

ETF Magazin

DIE NEUE GENERATION DER GELDANLAGE

Ausgabe 02 29. März 2010 5 €

GEFÄHRLICHE NÄHE

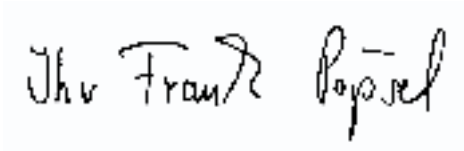
Nur 6 Staaten bieten noch wirklich sichere Anleihen

Seltene Sicherheit

Frank Pöpsel,
FOCUS-MONEY

Geht es um die Bonität von Anleihen, gleichen die Noten von Standard & Poor's, Moody's und Fitch einem Gottesurteil. Selbst die Europäische Zentralbank muss sich dem Diktat der amerikanischen Rating-Agenturen unterwerfen. Während die US-Notenbank kauft, was sie für richtig hält, darf unsere Zentralbank bei ihren Refinanzierungsgeschäften nur Anleihen als Sicherheit akzeptieren, die von den US-Agenturen als Investment-Qualität klassifiziert werden. Eine seltsame Regelung: Wie wenig die Noten der drei großen Rating-Agenturen manchmal wert sind, wurde schließlich in der Finanzkrise deutlich. Ewald Nowotny, Mitglied des EZB-Rats und Chef der Österreichischen Nationalbank, schimpft denn auch öffentlich über diese „unhaltbare Situation".

Asset-Manager bekommen meist ebenfalls von den Rating-Agenturen diktiert, welche Anleihen zum Investment-Universum gehören und welche nicht. Doch es gibt einen feinen Unterschied: Während die Europäische Zentralbank offensichtlich auch Anleihen zweifelhafter Bonität (Griechenland) ins Depot nehmen will, bevorzugen Portfolio-Manager eher beste Qualität. Doch wer kann sie noch bieten? Die kritische Schweizer Agentur Independent Credit View hat für uns die Bonität der wichtigsten Anlegerländer neu beurteilt (s. S. 14). Die Urteile der Schweizer Anleihe-Experten sind alarmierend. Immerhin: Noch gibt es sichere Häfen. Übrigens nicht nur bei Zinspapieren, sondern auch im Immobilienbereich. Warum das Betongold jetzt als Alternative zu Anleihen attraktiv ist und wo die größten Chancen liegen, das erläutert ab Seite 20 Wolfgang Kubatzki, Leiter des Immobilienresearchs bei Feri EuroRating.



Impressum

Redaktion | Uli Kühn
Gestaltung | Ludger Vorfeld
Chef vom Dienst | Ellen Hombach, Tel.: 089/9250-3654
Verlag | Das ETF Magazin erscheint in der FOCUS Magazin Verlag GmbH, Arabellastr. 23, 81925 München.
Verantwortlich für den redaktionellen Inhalt | Frank Pöpsel
Schlussredaktion | FOCUS-MONEY-Schlussredaktion
Verantwortlich für den Anzeigenteil | Marlene Gunesch, Tel.: 089/9250-2950, Fax: 089/9250-2952
Es gilt die Anzeigenpreisliste Nr. 1a, gültig seit 1. Januar 2009.
Nachdruck ist nur mit schriftlicher Genehmigung des Verlags gestattet.
Druck | Vogel Druck und Medienservice GmbH & Co. KG, Leibnizstraße 5, 97204 Höchberg
Stand | 03/2010

GLOBALE TRAGÖDIE

Neutrale Studie zeigt:

Griechischer Tempel: Die Krise auf dem Peloponnes wirft einen langen Schatten auf die gesamte Euro-Zone

Foto: Dreamstime

Nur ganz wenige Staatsanleihen verdienen wirklich Top-Ratings

Staaten können nicht pleitegehen – dieser Glaubenssatz wurde bereits zweimal widerlegt: 1998 erklärte sich Russland für zahlungsunfähig, 2002 Argentinien. Das waren Ausnahmen, hieß es damals. Dann fiel Island. Schlagartig wurde klar, dass Staaten am Ende ihrer Möglichkeiten ankommen, wenn sie etwa Banken zu einer Größe wachsen lassen, die ihre eigene Finanzkraft übersteigt. Hedge-Fonds hatten das erkannt und spekulierten gegen die Krone. Island wehrte sich mit Leitzinserhöhungen auf bis zu 18 Prozent. Dennoch kollabierten 2008 die großen Banken des Landes, der Internationale Währungsfonds griff ein. Das Beben war bis nach Litauen, in die Ukraine, nach Ungarn und Österreich zu spüren.

Ende 2009 wiederholte sich das Spiel; diesmal in der Euro-Zone. Spekulanten entdeckten den hohen Refinanzierungsbedarf Griechenlands und begannen, Wetten auf den Ausfall seiner Staatsanleihen einzugehen. Szenarien vom Zerfall der Euro-Zone machten die Runde, da auch Portugal, Irland, Italien und Spanien nicht mehr Herr ihrer Staatshaushalte seien. Der Kurs des Euro stürzte ab. Erst nachdem Griechenlands Finanzminister Georgios Papaconstantinou Anfang März neue Anleihen über fünf Milliarden Euro an den Mann bringen konnte, scheint sich die Lage zu beruhigen. Doch Narben bleiben: Papaconstantinou muss noch immer drei Prozent mehr Zinsen bieten als Wolfgang Schäuble.

Dominoeffekt. Wer kippt als Nächstes? „Fallen Spanien oder gar Italien um, hätten starke Euro-Länder wie Deutschland ebenfalls große Probleme“, warnt Thomas Mayer, Chefvolkswirt der Deutschen Bank, im Interview (s. S. 18). Welche Staatsanleihen heute noch das Prädikat „ausfallsicher“ verdienen, hat die Schweizer Rating-Agentur Independent Credit View (ICV) untersucht. Ihre Ergebnisse geben zu denken: Nur sechs Staaten verdienen nach Ansicht der Schweizer wirklich die Top-Note AAA: Deutschland, Frankreich, die Schweiz sowie Finnland, Dänemark und Schweden. Die USA, Großbritannien und Japan rangieren zwei bis drei Etagen tiefer. Australien und Kanada wurden nicht ausgewertet. „Wir haben uns an den Portfolios unserer Kunden orientiert“, sagt ICV-Partner Christian Fischer.

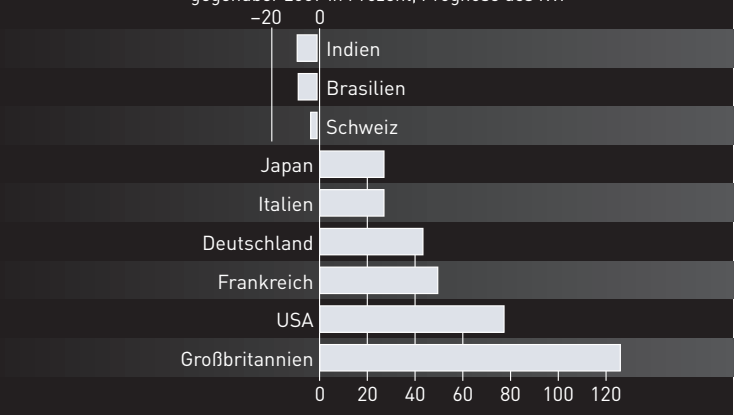
Noch immer geben nur drei große angelsächsische Rating-Agenturen mit ihren Bonitätsnoten den Takt am Bond-Markt vor. Doch in der Krise wachsen die Zweifel an ihrer Urteilskraft. Erst als Griechenland das wahre Ausmaß seines Haushaltsdefizits publik machte, stuften Standard & Poor's, Fitch und Moody's den Mittelmeerstaat herab. Eine unmittelbare Gefahr von Zahlungsausfällen sehen die Agenturen auch heute noch nicht. Die Analyse aus Zürich kommt zu ganz anderen Schlüssen. Nach den strengen ICV-Maßstäben, die 30 einzelne Kriterien abbilden, bleibt die Lage in Griechenland beängstigend. Zwar wachse die griechische Wirtschaft laut IWF schneller als der Euro-Durchschnitt. Doch das reiche nicht, um den chronisch defizitären Staatshaushalt und mehr als 300 Milliarden Euro Schulden in der Balance zu halten. Bei einer Verschuldung von 100 Prozent des BIP und einem Zins von vier Prozent müsste Griechenlands Wirtschaft jährlich um vier Prozent wachsen, um allein die Zinsen bedienen zu können.

Auch die USA sind nach Einschätzung von ICV kein sicherer Hafen mehr. Die Supermacht bekommt deshalb nicht mehr die Top-Note AAA, sondern nur noch ein bescheidenes AA–. Damit landet die weltgrößte Volkswirtschaft im Ranking hinter China, genauso wie Japan, die Nummer zwei der Welt. Mit Italien, ›››

Schulden ohne Grenzen

Unter den 20 größten Staaten der Erde werden nach OECD-Prognosen bis 2014 nur drei ihre Schulden reduzieren können: Indien, Brasilien und die Schweiz. Dagegen soll sich der Schuldenberg Großbritanniens bis 2014 gegenüber dem Basisjahr 2007 mehr als verdoppeln, in den USA wächst er um 80 Prozent.

Veränderung der Staatsschulden bis 2014
gegenüber 2007 in Prozent, Prognose des IWF

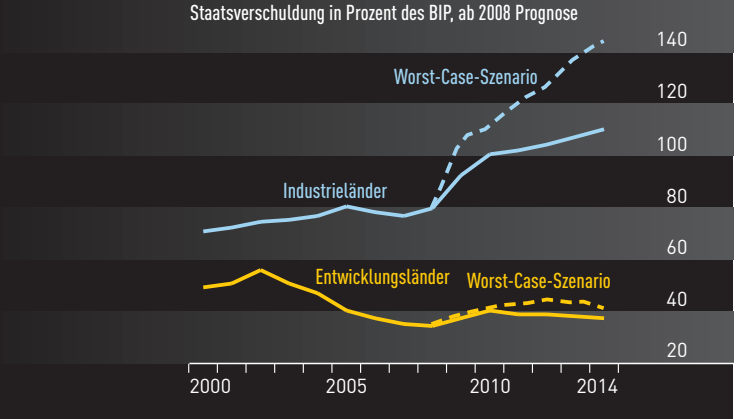


Quellen: OECD, ICV

Umgekehrte Vorzeichen

In den kommenden Jahren öffnet sich die Schere zwischen Industriestaaten und Schwellenländern – mit umgekehrten Vorzeichen. Während die Schwellenländer ihre Staatshaushalte, gestützt vom hohen Wirtschaftswachstum, in den Griff kriegen, wächst die Verschuldung der entwickelten Industriestaaten weiter an.

Schulden der Industrie- und Entwicklungsländer %
Staatsverschuldung in Prozent des BIP, ab 2008 Prognose



Quellen: OECD, ICV

Spanien, Belgien und Österreich liegen auch vier Euro-Mitglieder unterhalb der Triple-A-Note. Österreich schafft es dabei noch knapp auf einen Platz vor den USA und China, Italien und Spanien schaffen nur ein A beziehungsweise A+ (s.Grafik S. 17).

Schlecht steht es auch um Großbritannien: Durch die Rettungsmaßnahmen im Bankensektor explodierten die britischen Staatsschulden. Jetzt fragen sich viele, wie das Vereinigte Königreich die Milliarden jemals zurückzahlen will. Denn dazu müssten sich vor allem die britischen Finanzinstitute rasch erholen. Andere Branchen können die Lücke nicht schließen, eine Exportindustrie wie in Deutschland gibt es auf der Insel nicht mehr. Die Schwellenländer kommen dagegen in der Studie gut weg: Südkorea rangiert im sicheren AA-Mittelfeld, Brasilien ist auf dem Weg dorthin, Indien steht noch vor den Griechen, die sich knapp ins Investment-Grade retten. Schlusslichter sind Ungarn, Russland und Rumänien: Dort ist die Ausfallwahrscheinlichkeit nach Meinung der Schweizer Experten am höchsten.

Goldklumpen für Italien. Nach Ansicht von Wilhelm Nölling, Wirtschaftsprofessor und ehemaliges Mitglied des Zentralbankrats der Deutschen Bundesbank, hätten Griechenland, Italien, Spanien, Portugal und Irland nie Euro-Mitglied werden dürfen. „Für diese Länder war die Währungsunion ein Goldklumpen!“, sagt Nölling, der 1998 mit weiteren Professoren vor dem Bundesverfassungsgericht gegen die Einführung des Euro klagte. Allein Italien habe durch den Euro Jahr für Jahr bis zu 100 Milliarden Euro Zinsen gespart.

Umso wichtiger ist es, die Leistungsfähigkeit der Länder einzeln zu betrachten. In die ICV-Auswertung fließen deshalb nicht nur Budgetdefizite und Verschuldungsgrade ein. Ob ein Staat Zins und Tilgung bedienen kann, hängt auch vom Wirtschaftswachstum, der Arbeitslosenrate oder Währungsreserven ab. Konjunkturprogramme, Privatisierungserlöse oder das Steueraufkommen spielen ebenfalls eine Rolle. Der Bankensektor bildet eine eigene Kategorie. Damit ziehen die Schweizer Experten Lehren aus der Finanzkrise, die selbst Großbritannien in die Bredouille brachte. Besonders groß ist das Missverhältnis in der Schweiz: Ihre Banken bilanzieren 650 Prozent oder rund siebenmal mehr Vermögenswerte als das jährliche BIP. Im Fall eines Zusammenbruchs ihres Bankensystems könnten die Eidgenossen vermutlich nicht dagegenhalten. Auch Österreich kassiert wegen hoher Eventualverbindlichkeiten gegenüber seinen Banken Abzüge. Dass dieser Malus gerechtfertigt ist, hat sich mit der Verstaatlichung der Hypo Alpe Adria bestätigt. In Deutschland verbucht ICV die wettbewerbsfähige Exportwirtschaft und die monetäre Flexibilität des Staates auf der Ha-

benseite. Negativ schlagen die hohe Arbeitslosigkeit, hohe Steuern sowie ungelöste Probleme bei den Landesbanken und in der Automobilindustrie zu Buche.

Neue Gefahren. Es fällt auf, dass die ICV-Noten für die Industrieländer deutlich unter den offiziellen Ratings liegen. Halten Moody's & Co. ihre Ratings bewusst hoch, um einen Dominoeffekt zu verhindern? Es gibt Indizien dafür, dass sie zumindest einzelne Kriterien aufweichen. „In Großbritannien wird die Schuldenquote nach den Prognosen des IWF bis 2012 stark zunehmen", sagt ICV-Experte Fischer. „Wieso sollte das Rating dann gleich bleiben?" In einem Report vom Oktober 2009 schrieb Moody's, man sehe bis 2012 keinen Druck auf die Note, es sei denn, dass „sich das Wachstum nicht so verbessert, wie wir erwarten, und die Zinsen nicht steigen". Zumindest Letzteres dürfte Wunschdenken bleiben. „Wir erwarten, dass die Zinsen steigen. Dann können die Ratings unter Druck geraten", stellt Fischer klar. Vier Länder stehen ganz oben auf der Liste der potenziellen Downgrade-Kandidaten: Griechenland, Spanien, Großbritannien und die USA.

Die Experten gehen noch weiter: Sie belegen Länder mit Abzügen, deren Haushalte dank florierender Rohstoffexporte derzeit ausgeglichen sind. Die Erfahrung zeige, dass bei steigenden Rohstoffpreisen und -erlösen dort Investitionen in die verarbeitende Industrie zurückgestellt werden, erklärt Fischer. Das räche sich im Abschwung. „Diese Länder verlieren unmerklich ihre Industrie-Infrastruktur und werden abhängiger vom Rohstoffzyklus", stellt der ICV-Experte fest.

Länder, deren Anleihen im Ranking vorn rangieren, bieten Investoren die größte Sicherheit, aber nicht unbedingt das beste Rendite-Risiko-Verhältnis. Ertragsperlen finden sich eher im mittleren Segment: Wer im Juni 2009 den Mut hatte, in österreichische Staatsanleihen zu investieren, erzielte Kursgewinne bis zu sechs Prozentpunkten. Upgrade-Kandidaten sind Brasilien, Indien, China, Polen und Korea. Der eigenen Kundschaft legte ICV schon früh Anleihen aus aufstrebenden Schwellenländern ans Herz. Brasilianische Treasuries standen schon auf der Kaufliste, als das Land offiziell noch gar nicht im Investment-Grade-Bereich rangierte.

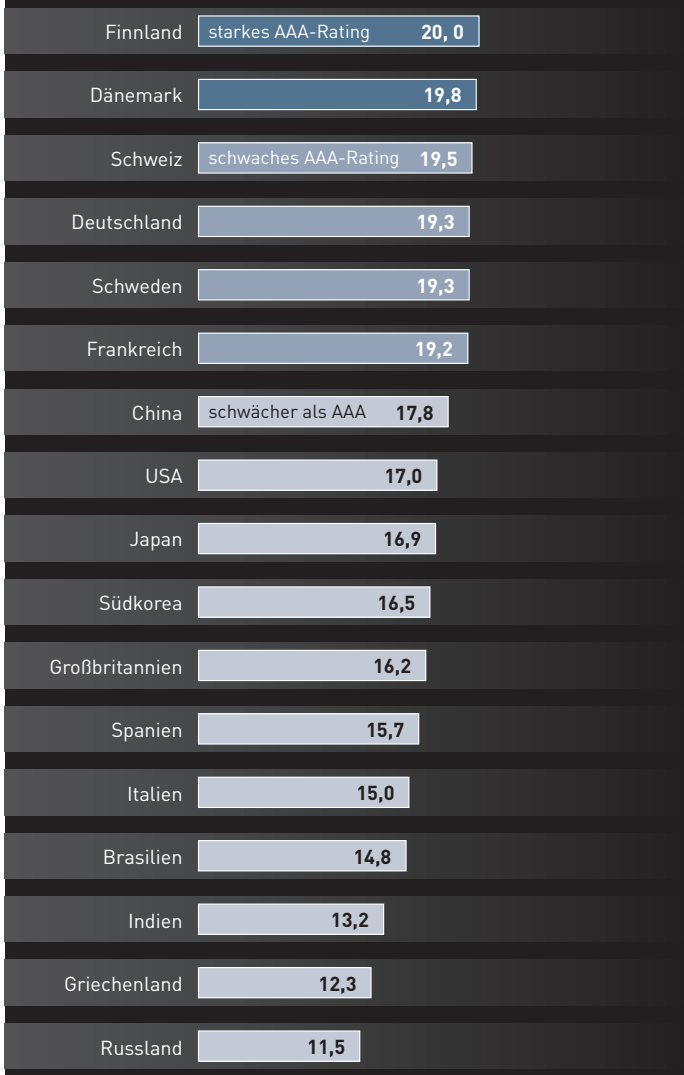
Ohnehin müssen Portfolio-Manager, die sichere Anlagen suchen, nicht zwingend in Staatsanleihen investieren, findet Fischer. „Die Rating-Agenturen dürfen ein Unternehmen nicht besser raten als den Staat, aus dem es kommt", sagt der Experte. Mitunter sei aber die Finanzlage des Unternehmens besser als die seines Heimatlands.

MARKUS VOSS

Wo Geld noch sicher ist

Independent Credit View (ICV) ermittelte die Bonität anhand eines mehrstufigen Modells. Zunächst wurden in den Kategorien Wirtschaftsprofil, Fiskalpolitik, Geldpolitik, Banken und Zukunftsaussichten anhand von IWF-Daten 30 Einzelkriterien benotet, dann mögliche Einnahmen aus Steuererhöhungen und Asset-Verkäufen ermittelt und die Ergebnisse mit den offiziellen sowie marktimpliziten Ratings (CDS-Spreads) in das ICV-Rating überführt. **Das Ergebnis:** Nach den strengen ICV-Kriterien gibt es nur noch sechs echte AAA-Länder. Dahinter rangiert China (offizielle Rating-Note: A+) vor den USA, Japan und Großbritannien.

Ranking
in Punkten



Quelle: Independent Credit View (ICV)