

GLOBAL INVESTOR | Fachmagazin für globale Wirtschaft, Trends und Investmentfonds > Länder & Regionen > Chile: Umsichtige Haushalts- und Wirtschaftspolitik

21. September 2018

Chile: Umsichtige Haushalts- und Wirtschaftspolitik

Chiles wirtschaftliche Leistung kann sich mit denen großer Industrienationen messen, ist aber stark abhängig vom Kupferpreis. Das kann ein Nachteil sein, muss es aber nicht.



Autor



René Herrmann
Zürich

Der Partner des Bonitäts- und Kreditresearch-Instituts Independent Credit View in Zürich verantwortet den Bereich Research.



Teilen



Teilen



Twittern



E-Mail



Wer in Anleihen von Unternehmen und Staaten investiert, muss sich kritisch mit der Entwicklung der Kreditqualität der Emittenten auseinandersetzen. Das haben vergangene Krisen oft schmerzlich verdeutlicht. Für institutionelle Anleger ist wenig unerfreulicher, als bei Marktverwerfungen und überraschenden Downgrades durch offizielle Ratingagenturen Papiere in fallenden Märkten oder im Tief verkaufen zu müssen, bedingt durch fehlende Spielräume in den internen Anlagerichtlinien.

Finanz- und Geschäftsprofile schwächen sich oft rasant ab, bevor sie heruntergestuft werden. Das kann verschiedene Ursachen haben. Im aktuellen Marktzyklus tendieren viele historisch stabile Emittenten zu immer größeren Akquisitionen (M&A) und fremdfinanzierter Aktionärspflege wie Dividenden und Aktienrückkaufen, die durch neue Schulden finanziert werden und nicht durch die interne Generierung von Cashflows. Der Vorgang wird von tiefen Zinsen und einem schwachen organischen Wachstum angeheizt. Dabei ist empirisch belegt, dass Firmenzusammenschlüsse selten den erwünschten Erfolg haben und die fremdfinanzierte Aktionärspflege dem Unternehmen Substanz zulasten der Gläubiger entzieht.

Titelbild: Sebastián Piñera ist der amtierende Präsident Chiles.

Auch Staatsanleihen tendierten lange in die falsche Richtung. Die Schulden stiegen praktisch überall, während die Wirtschaft vielerorts schwächelte und die Tragbarkeit gefährdete. Die europäischen Staaten ächzen noch immer unter der Schuldenlast, obwohl die zyklische Erholung eine Verschnaufpause brachte und die Kreditkennzahlen sich in diversen Staaten wieder verbesserten. Durch die expansive Geldpolitik diverser Notenbanken mit künstlich tiefen Zinsen mussten sich einige Portfoliomanager auf neues Terrain begeben, um Rendite zu generieren. Oft erschienen so nicht nur tiefer eingestufte Emittenten, etwa BBB-Schuldner, oder illiquidere Papiere, sondern auch Hartwährungsschulden aus Schwellenländern auf dem Radar.

So tauchte die südamerikanische Rohstoffnation Chile sowie dort angesiedelte Unternehmen in den Beständen von Investoren auf, die traditionell kaum außerhalb der Landesgrenze oder Europa nach Anlageopportunitäten Ausschau hielten.

Es gibt mehrere Aspekte, die Chile für Anleiheinvestoren attraktiv machen, doch müssen Investoren dabei die Risiken im Auge behalten. Sie dürfen Staatsanleihen nicht einfach ins Portfolio legen und dann vergessen, das haben die Eurokrise und jüngst auch die Erosion der Kreditqualität bei großen Schwellenländern wie Brasilien und der Türkei einmal mehr gezeigt.

Während in der Aktienanalyse die zukünftigen Umsatz- und Gewinnpotenziale und somit oft bloße Annahmen den Ton angeben, geht der Kreditanalyst skeptisch ans Werk. Schließlich geht es in erster Linie nicht darum, zukünftige Dividendenströme an die Eigenkapitalgeber zu antizipieren und abzudiskontieren, sondern anhand von Tatsachen die Bereitschaft und Fähigkeit eines Emittenten einzuschätzen, ob dieser den Schuldendienst leisten und das Kapital am Ende der Laufzeit pünktlich und vollumfänglich zurückzahlen kann.

Solide Staatsfinanzen und ausgeprägt Rechtssicherheit

Deswegen stützen sich Analysten bei der Bonitätsbeurteilung von Ländern auf viele Faktoren, die ein ausgewogenes Bild der Chancen und Risiken ermöglichen sollen, das im Rating resultiert, dem Gradmesser der erwarteten Ausfallwahrscheinlichkeit. In die Analyse fließen Faktoren ein, wie Stand und Entwicklung von Wirtschaft, Fiskal- und Geldpolitik sowie Demografie, institutionelle Reife und politische Stabilität. Um die Widerstandsfähigkeit einer Volkswirtschaft in adversen Szenarien einzuschätzen – wie Konjunkturerinbrüche, Banken-, Zahlungsbilanz- und Währungskrisen, Korrekturen am Immobilienmarkt oder Naturkatastrophen – wird die monetäre und fiskalische Flexibilität untersucht. Dabei geht es um die Maßnahmen eines Landes, mit denen es die Wirtschaft antizyklisch stützt oder den Staatshaushalt mittelfristig entlastet.

politischer Stabilität in Südamerika. Die Ansicht ist berechtigt: Im Vergleich mit anderen Staaten der Region sticht Chile hervor und kann mit westlichen Industrienationen mithalten, obwohl es noch immer als Schwellenland klassifiziert wird.

Chile schneidet bei vielen Indikatoren, wie einem ESG-Ländermodell, zum Teil besser ab als Argentinien und ordnet sich dadurch im Kreis der Industrienationen ein. In vielen Belangen kann Chile sogar mit Frankreich Schritt halten. Gerade in den für Investoren entscheidenden Kriterien wie Rechtssicherheit, Regulation und Korruption schneidet Chile sehr gut ab, das zeigt die Grafik auf Seite 76. In Kombination mit der offenen und kompetitiven Wirtschaft trägt das dazu bei, dass Chile auch für ausländische Investoren attraktiv ist.

Unter Präsidentin Michelle Bachelet konnte Chile 2010 als erste südamerikanische Nation der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) beitreten, die oft auch als Club der reichen Länder bezeichnet wird. Die Akzeptanz in der OECD war zugleich eine Anerkennung der geleisteten demokratischen Reformen und der soliden Wirtschaftspolitik der vergangenen Jahrzehnte, und eine Verpflichtung an Problemen wie sozialen Ungleichgewichten und institutionellen Schwachpunkten, wie dem Renten- und Bildungssystem, zu arbeiten. Die OECD-Mitglieder werden über ein breites Spektrum an Faktoren periodisch untereinander verglichen. Die Erkenntnisse werden in Studien veröffentlicht und sollen so ein Anreiz zu kontinuierlichen Reformen sein.



In der OECD misst sich Chile bei Fortschritt und Lebensqualität also mit den am besten entwickelten Ländern. Kritikpunkt der OECD an der chilenischen Gesellschaft ist die mangelnde soziale Mobilität. Sie wirkt negativ auf die Entwicklung des Humankapitals aus und gefährdet das Wirtschaftswachstum sowie den sozialen Zusammenhalt. Berechnungen zufolge brauchen Kinder am unteren Ende der Einkommensskala sechs Generationen, um das Durchschnittseinkommen zu erreichen. Industrienationen wie Deutschland und Frankreich weisen in diesem Bereich allerdings den gleichen Wert auf.

Das reale Wirtschaftswachstum in Chile betrug zwischen 2000 und 2013 durchschnittlich 4,5 Prozent, dank des Superzyklus in den Rohstoffmärkten. Die Abhängigkeit von Rohstoffen ist die Achillesferse der nationalen Wirtschaft. Chile profitiert von den größten Kupfervorkommen weltweit, aber dadurch ist das Land abhängig von Kupfer, das 50 Prozent der Exporte ausmacht, und von den globalen Schwankungen von Preis und Nachfrage. Die anderen Hauptexportgüter wie Zellulose, Wein und Meerestiere machen je nur drei bis vier Prozent des Exportvolumens aus.

Der Kupferpreis beeinflusst somit das Wirtschaftswachstum und den Staatshaushalt. Der Verfall des Kupferpreises ließ das Wachstum einbrechen und die Staatsverschuldung steigen. In der Konsequenz sank das Wachstum zwischen 2013 und 2017 auf rund 1,7 Prozent jährlich. Die Staatsverschuldung gemessen an der Bruttoverschuldung zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) lag dem Internationalen Währungsfonds zufolge 2014 noch bei 12,7 Prozent, stieg aber bis Ende 2017 auf 24 Prozent. Damit stieg die Bruttoverschuldung rasant, allerdings von einer tiefen Ausgangslage aus. Für europäische Verhältnisse ist eine Schuldenquote von 24 Prozent mustergültig. Der Durchschnitt der Eurozone lag 2017 bei 86,6 Prozent. Die steigende Verschuldung von Unternehmen ist aus Creditsicht bemerkenswert sowie die damit verbundene Außenverschuldung des Landes.

Chiles Wirtschaftskraft ist auch an Chinas Entwicklung gekoppelt

Ein Großteil des Kupfers wird nach China exportiert, deswegen ist die Wirtschaftsentwicklung Chiles eng mit der Nachfrage der chinesischen Industrie verknüpft. Da Kupfer in zyklischen Produkten wie Elektrotechnik, Gebäuden, Haushaltsgeräten, oder Automobilen verwendet wird, dürfte die Volatilität der globalen Nachfrage unmittelbar den Wirtschaftsverlauf in Chile beeinflussen. Ein zyklischer Hoffnungsträger ist die erwartete Verlagerung von Fahrzeugen mit Verbrennungsmotoren zu Elektroautos. Der Sektor dürfte stark wachsen und Chiles Wirtschaft kann mehrfach davon profitieren. Erstens wird in elektrischen Fahrzeugen etwa dreimal so viel Kupfer eingesetzt wie in konventionellen Fahrzeugen und zweitens sind für die Batterien Lithium und Kobalt notwendig. Chile verfügt auch da über große Reserven und könnte so seine Exportbasis verbreitern. Die Abhängigkeit von Rohstoffexporten und von der globalen Nachfrage wird trotz aller Diversifikationsbemühungen ein Schlüsselattribut der nationalen Wirtschaft bleiben, mit allen Vor- und Nachteilen.

Die soliden Institutionen und robusten makroökonomischen Mechanismen senken dieses Konzentrationsrisiko. Sie machen das Land bei adversen Ereignissen widerstandsfähig, wie dem großen Erdbeben 2010 oder dem Einbruch des Kupferpreises 2013. Einer dieser Mechanismen ist sicher der chilenische Peso, der als natürliches Ventil dient und eng an den Kupferpreis gekoppelt ist.

bewirtschaften zu können. Der Pension Reserve Funds (PRF) ist ein langfristiges Sparvehikel mit dem Ziel, die Kosten künftiger Verpflichtungen aus den Renten- und Sozialsystemen des Landes abzufedern.

Die Rolle des chilenischen Staatsfonds

Der Economic and Social Stability Fund (ESSF) stabilisiert die Schwankungen im Staatshaushalt. Wenn die Staatseinnahmen aus der Kupferförderung einbrechen wie 2013, können dem Fonds Mittel entnommen werden, um den Haushalt zu stützen. Beide Vehikel gingen 2006 aus einem 1985 lancierten Fonds hervor und werden vom chilenischen Finanzministerium betreut.

Der Stabilitätsfonds kann die Abhängigkeit des Staatshaushalts vom Kupferpreis minimieren, welcher durch externe Faktoren bestimmt wird und nicht von der Regierung kontrolliert werden kann. Der Stabilitätsfonds kann auch Defizite finanzieren oder bestehende Verpflichtungen ablösen, sollten die Kapitalmärkte keine guten Konditionen bieten oder temporär geschlossen sein. Die Haushaltsvorschriften definieren, wann der Fonds geöffnet werden darf, um ihm Mittel zu entnehmen. Die größte Entnahme in Höhe von 9,3 Milliarden US-Dollar erfolgte während der globalen Wirtschaftskrise 2009, während die Entnahmen 2014 bis 2016 mit rund 500 Millionen US-Dollar moderater ausfielen. Der PRF und der ESSF verfügten zum ersten Quartal 2018 über ein Vermögen von zehn beziehungsweise 15 Milliarden US-Dollar.

Die reichste Person Chiles ist der Geschäftsmann Sebastián Piñera. Er gewann im Dezember 2017 die Wahlen und wird bis 2022 Präsident sein. Er war bereits von 2010 bis 2014 im Amt und übernimmt als Mitte-Rechts-Politiker von der Mitte-Links-Politikerin Bachelet, die von 2014 bis 2018 und 2006 bis 2010 Präsidentin war. Wahrscheinlich wird Piñera sich auf die Stimulierung der Konjunktur konzentrieren, die unter dem Kupferpreisverfall gelitten hat, und darauf, den Staatshaushalt zu konsolidieren beziehungsweise das Budgetdefizit zu reduzieren. Viele Reformen seiner Vorgängerin zu Steuern, dem Arbeitsmarkt und zur Bildung dürfte er beibehalten und nur leicht anpassen. Piñeras Politik ist unternehmensfreundlich, seine Partei verfügt im Parlament aber über keine Mehrheit, deshalb ist ein fundamentaler Kurswechsel unwahrscheinlich. Der Präsident will die Steuerordnung für kleine und mittelgroße Unternehmen vereinfachen und mit Investitionen die Infrastruktur verbessern, also das Straßennetz, den öffentlichen Verkehr, oder die Telekommunikation. So will er den Grundstein für eine nachhaltige positive Wirtschaftsentwicklung legen. Im Juni 2018 nahm die Regierung die Fiskalkonsolidierung in Angriff, indem Finanzminister Felipe Larraín die Pläne zur Reduktion des Defizits konkretisierte. Während der Amtszeit Piñera soll das Defizit jährlich um 0,2 Prozentpunkte reduziert werden, sodass am Ende der Amtsperiode 2022 noch ein Defizit von einem Prozent besteht.

So soll das Schuldenwachstum beendet werden, das seit dem Einbruch des Kupferpreises gewachsen war. Zudem sollen die Grundlagen für ein Ratingupgrade – Chile verlor 2017 eine Ratingstufe – innerhalb von drei bis vier Jahren geschaffen werden. Das Bekenntnis zu einer effizienten und transparenten Haushaltsführung, die konkrete Zielvorgabe und Maßnahmen wie der Sparkurs der öffentlichen Hand oder die Abkehr von der geplanten Senkung der Unternehmenssteuer sowie die klare Kommunikation entsprechen den Wunschkonzeptionen eines Kreditanalysten. Die Glaubwürdigkeit und Berechenbarkeit der Haushaltspolitik ist wesentlich, aber häufig wenig greifbar bei einer umfassenden Fundamentalanalyse, die in einem robusten Rating resultiert.

Chile blickt auf eine beeindruckende wirtschaftliche Leistung während der vergangenen Jahrzehnte zurück. Die 16 Jahre, während der sich Bachelet und Piñera im Präsidentenamt abgewechselt haben, waren geprägt von steigendem Wohlstand im Land; seit 1990 sank die Armut von 40 Prozent auf 13 Prozent. Das deutet darauf hin, dass alle sozialen Schichten vom wirtschaftlichen Aufstieg profitieren konnten, wenn auch nicht im gleichen Ausmaß.

Das seit 1990 hohe Wirtschaftswachstum und die anhaltenden Reformanstrengungen haben das Land wirtschaftlich und gesellschaftlich weitergebracht. Nach dem Wirtschaftsschock 2009 und der Flaute bei den Rohstoffpreisen zwischen 2013 und 2016 dürfte sich das Wachstum ab 2018 wieder beschleunigen. Optimistische Ökonomen gehen wieder von einem Wachstum von vier Prozent aus. Der graduelle Abbau des Haushaltsdefizits dürfte ausreichen, um die negative Schuldendynamik aufzuhalten, während der Staat noch ausreichend Spielraum hat, um die wichtigen Investitionen in Bildung, Infrastruktur und Gesundheit voranzutreiben.

Chile verdeutlicht, dass es gar nicht so schwierig ist, ein robustes Kreditprofil zu pflegen. Die geordneten Regierungswechsel, die vernünftige Politik sowie die klare Kommunikation der Regierung zum künftigen Fiskalkurs bekräftigt das Vertrauen der Investoren. Ein stärkerer Kupferpreis wirkt sich positiv auf Staatseinnahmen und Investitionen aus, während ein Preisrückgang das Gegenteil bewirkt. Investoren sollten sich über diesen Zusammenhang und die möglichen Risiken bewusst sein, die aus einer Eskalation der Handelsdispute sowie aus einer schnelleren Normalisierung der US-Geldpolitik entstehen können. Generell schneidet Chile entlang der qualitativen und quantitativen Dimensionen sehr gut ab, die in der Kreditanalyse bei Independent Credit View berücksichtigt werden. Entsprechend wird das Land mit einer der höchsten Einstufungen in der Region belohnt, dem I-CV Rating A+. //

CONTENT

GLOBAL INVESTOR
 by Cash.

SEARCH ...



Märkte

Konflikt, Terror und Markt >


Türkei

„Wachstum zu einem angemessenen Preis“ >


Marktausblick

Der US-Aktienmarkt mit Aufwärtspotenzial >
[Mediadaten](#)
[Sitemap](#)
[Disclaimer](#)
[Datenschutz](#)
[Impressum](#)

GLOBALINVESTOR.DE verwendet Cookies, um Ihnen einen besseren Service anbieten zu können. Wenn Sie unsere Seite weiter benutzen, dann stimmen Sie unseren Cookie-Richtlinien zu. [Mehr erfahren ...](#)