Independent Credit View

the view behind the rating

9th Swiss Bond Congress – Auszüge I-CV Länderstudie 2018: Anhaltender Schuldenrausch trotz fundamental positivem Umfeld

September 2018

Schweizergasse 21
8001 Zürich
info@i-cv.ch
www.i-cv.ch
+41 43 204 19 19
MwSt Nr. CHE-109.887.445

René Hermann, Independent Credit View AG

René Hermann ist Senior Partner und verantwortlich für den Bereich Research bei Independent Credit View (I-CV). Bevor er 2009 zum Unternehmen stiess war er als Senior Analyst für die Credit Suisse Group und unter anderem im Bereich Mergers & Acquisitions für Zurich Financial Services tätig. René hat fundierte Kenntnisse der Finanzdienstleistungsindustrie und mehrjährige internationale Erfahrung in der Unternehmensbewertung.

René verfügt über ein Masters in Politik- und Wirtschaftswissenschaften der University of Kent (UK) und einen Abschluss in der Vertiefungsrichtung Corporate Finance. Abgestützt auf seinem bisherigen Werdegang befasst sich René vorwiegend mit der Analyse von Länderbonitäten sowie der Einschätzung von Versicherungsunternehmen. Zusätzlich zu seiner Analysetätigkeit ist René designierter Hauptkontakt für Medienanfragen in Bezug auf Analysen, Studien oder generell I-CV als Unternehmung.

Inhaltsverzeichnis

1 **Rückblick & globale Brennpunkte**

2 **Treiber der Kreditqualität**

3 **Brennpunkt: China**

4 **Brennpunkt: Italien**

5 **Fazit & Ratingübersicht**

6 **Fragen & Diskussion**

7 Beilagen: Ländermodell

Rückblick: Tops & Flops

I-CV Aussagen und Thesen

«EM ≠ EM: Emerging Markets stellen keine homogene Gruppe dar und erfordern eine differenzierte Beurteilung»

I-CV Länderstudie (September 2013)

«Der Abbau von Überkapazitäten wird durch die tiefen Zinsen herausgezögert. Wir erwarten insbesondere bei schwach diversifizierten, rohstofflastigen Ländern einen erhöhten Druck auf den Haushalt»

I-CV Länderstudie (September 2015)

«Der Graben zwischen wirtschaftskräftigen und wirtschaftsschwachen Nationen tut sich weiter auf, belastet internationale Beziehungen und birgt politischen Zündstoff (Populismus; Gefahr von Staatsstreichen)»

I-CV Länderstudie (September 2016)

«Schwellenländer im Banne des billigen Geldes. Folgende Länder sind besonders gefährdet: China, Hong Kong, Türkei, Thailand und Malaysia.»

I-CV Länderstudie (September 2016)

Was ist seither geschehen?

- «America First» führt zu Handelsdisput mit China; Dollarstärke bringt Schwellenländer unter Druck
- Argentinien kehrt fulminant an den Kapitalmarkt zurück (100-jährige Anleihe) und beantragt 14 Monate darauf IWF-Hilfe; Türkei wohl nächster Kandidat
- Neue Regierung in Italien verunsichert Märkte und kämpft mit steigenden Risikoprämien

Wo lagen wir richtig mit unseren Einstufungen (Tops):

- Downgrades seitens Agenturen für Türkei, Hong Kong, China, Chile
- Upgrades für Irland, Indonesien

Wo lagen wir falsch mit unseren Einschätzungen (Flops):

- Upgrade Spanien, Griechenland (Fitch: +3 Ratingstufen in 12 Monaten)

Globale Brennpunkte

USA
- USA hebt die Zinsen 4x an
- Konfrontative Handelspolitik
- Steuerreform und Ausgabenpolitik lässt Verschuldung ansteigen

Grossbritannien
- Brexit: die Deadline naht – Einigung in letzter Minute?
- Hohe Inflation und schwaches Pfund
- Robuster Arbeitsmarkt

Italien
- Langlebigkeit und Kurs der populistischen Regierung
- Eurokritische Regierung setzt auf expansive Haushaltspolitik
- Schuldenerlass (ESM→EMF?)

Brasilien
- Politische Polarisierung beherrscht Präsidentschafts-wahlen im Oktober
- Systemische Korruption

Eurozone
- Robustes Wachstum und Arbeitsmärkte
- Ende der monetären Stimulierungsmassnahmen
- Ungelöste Spaltungskonflikte

China
- Revision der Wachstumspläne – Wendepunkt erreicht?
- Schwelender Handelskonflikt mit den USA
- Kreditwachstum hält an

Türkei
- Erdogan führt die Türkei in die Autokratie
- Wirtschaftliche Isolierung
- Ohne Fremdhilfe (IWF) keine Lösung

Russland
- Zusätzliche US-Sanktionen?
- Ausschluss vom Kapitalmarkt
- Trotz höherem Ölpreis schwaches Wachstum
- Fehlende Reformen

Mittlerer Osten
- Geopolitische Risiken aus Konflikten in Syrien, Iran, Saudi-Arabien, Jemen und Katar

Treiber der Kreditqualität

Konjunktur

- Wirtschaftswachstum ermöglicht eine Stabilisierung der Schulden und Normalisierung der Haushalte
- Erholung der Arbeitsmärkte als Stütze des Konsums und der Bankenbonitäten
- Schreckgespenst: Inflation

Fiskaldisziplin

- Entwicklung der Defizite und Schuldenstände, Tragbarkeit der Schulden
- Einfluss der Zinsentwicklung auf Tragbarkeit der Schulden
- Dynamik der Gesamtverschuldung

Zentralbanken & Banken

- Zentralbankenbilanzen und Auswirkungen einer restriktiveren Geldpolitik
- Gesundheit der nationalen Bankensysteme
- Kreditvergabe als Schmiermittel der Wirtschaft

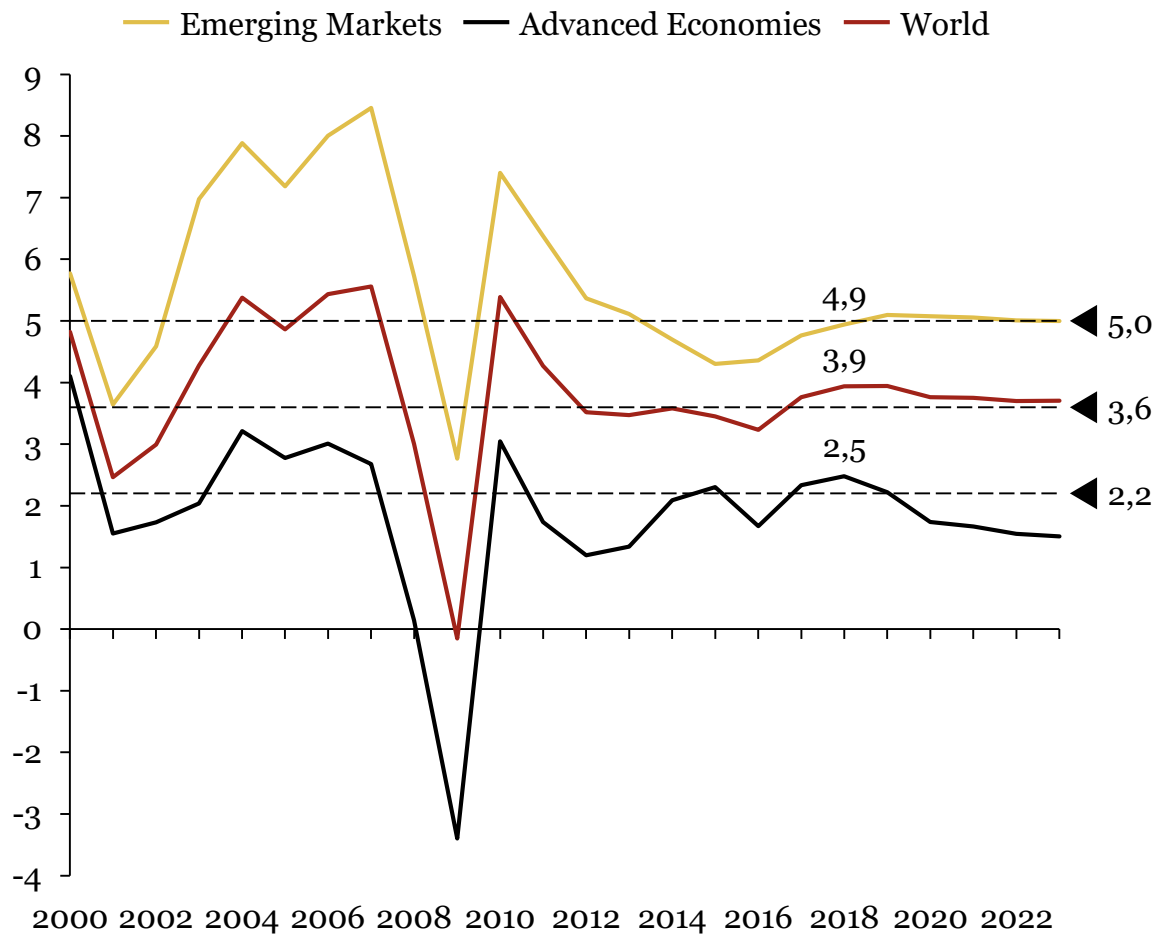
Governance

- Beurteilung der Reife und Stabilität der staatlichen Institutionen
- Zuverlässigkeit der Rahmenbedingungen für Menschen und Unternehmen
- Nachhaltigkeitsaspekte (ESG)

Wachstumsprognosen

Wachstumsprognosen (2018-2023) in %

▶ = Ø Wachstum 1990-2017



Quelle: IWF, 2018

Kommentare:

- Die seit 2016 eingesetzte Wirtschaftserholung hält an
- Anhaltende Handelskonflikte, Dollarstärke, steigende Rohstoffpreise und ein verändertes Refinanzierungsumfeld sorgen aber für eine Entschleunigung in exportlastigen, energie-importierenden Märkten
- Die USA koppelt sich ab, befeuert durch Investitionen, Steuererleichterungen, Staatsausgaben und Konsum
- Starke Diskrepanzen innerhalb der heterogenen Schwellenländer; China als Haupttreiber mit schwächerer Binnennachfrage

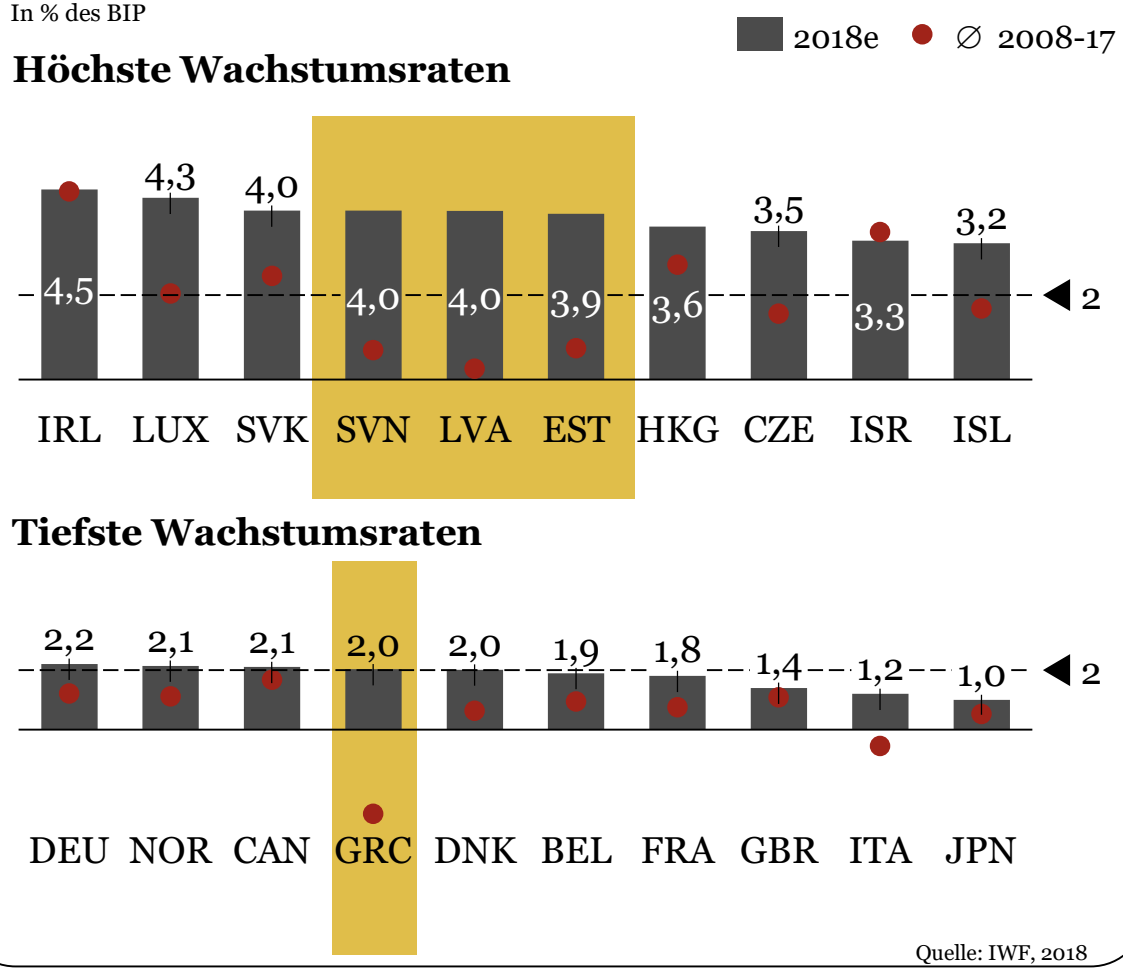
Fazit:

- Der US Konsument beflügelt einmal mehr das Wachstum während sich China und Europa eher abschwächen
- Positive Wirtschaftsdynamik stützt die Bonitäten

Industrienationen: Robustes Wachstum

BIP-Wachstum 2018e versus langfristigem Durchschnitt

In % des BIP



Quelle: IWF, 2018

Kommentare:

- Wachstum getrieben durch lockere Geldpolitik, Erholung im Arbeitsmarkt, bessere Haushaltszahlen, erstarkende Exporte und euphorische Häusermärkte setzt sich fort
- Tiefere Ölpreise und expansive Zentralbanken ermöglichten Schuldenabbau bei Haushalten, was Konsumlaune anhebt
- Regionale Ungleichgewichte bestehen weiterhin
- Wachstum vielerorts über 2% während die hochverschuldeten Staaten (JPN, GRC, FRA, ITA) der Entwicklung noch hinterherhinken

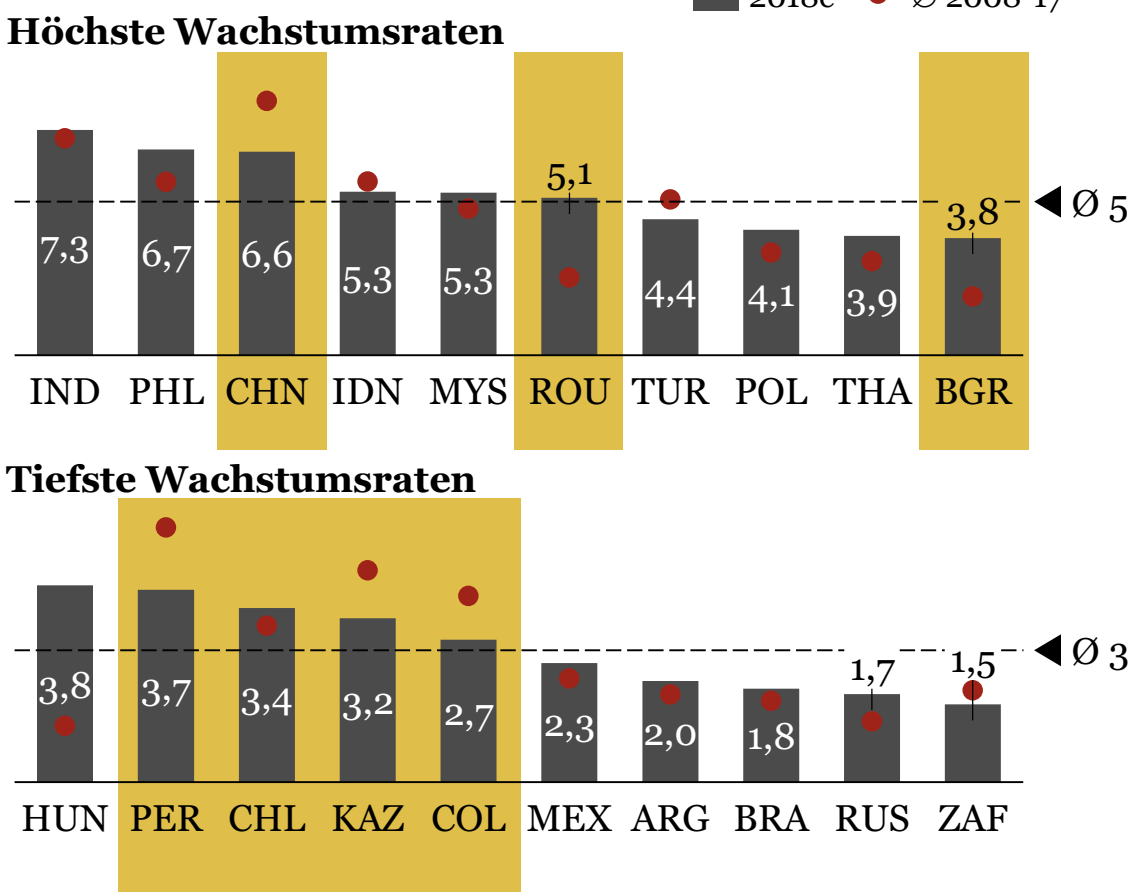
Fazit:

- Grosse Diskrepanzen zwischen den Ländern unterstreichen unterschiedliche und begrenzte Wirkungsweise von Geld- und Fiskalpolitik

Schwellenländer: Heterogenes Bild

BIP-Wachstum 2018e versus langfristigem Durchschnitt

In % des BIP



Quelle: IWF, 2017

Kommentare:

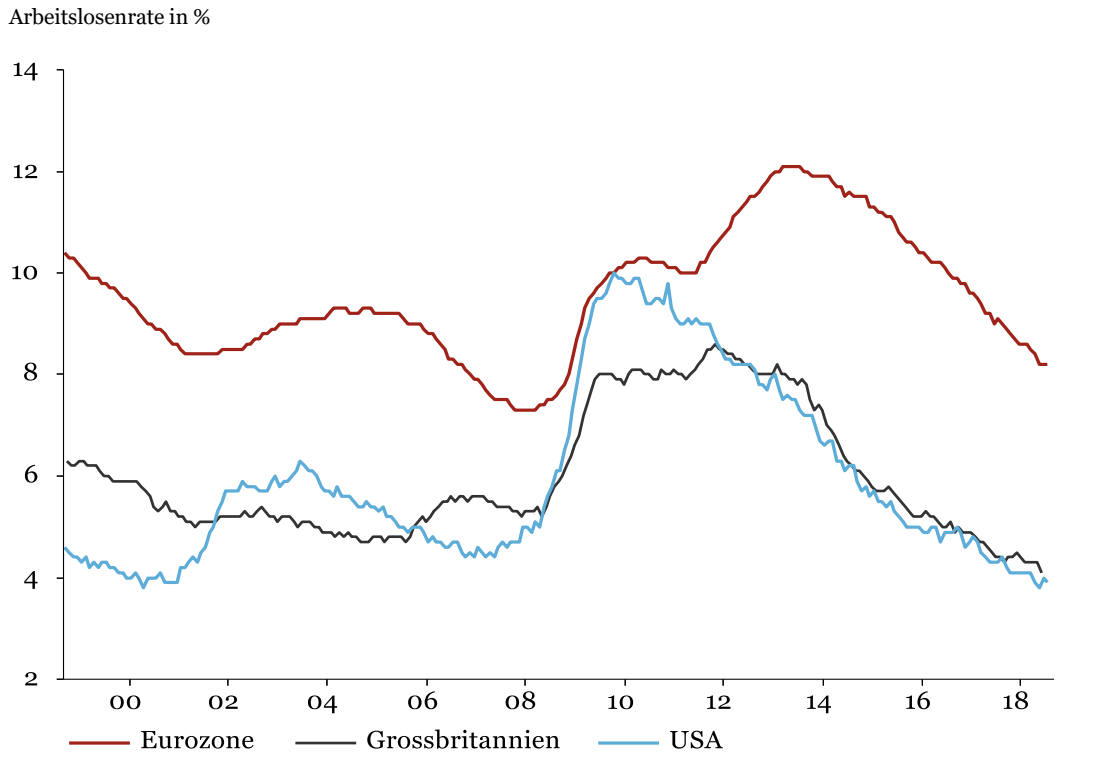
- Wachstumsentwicklung in den Schwellenländern zeigt weiterhin ein sehr heterogenes Bild
- Mittel- und Osteuropa mit historisch starkem Wachstum (auch Dank EU Subventionen), während die Rohstoffnationen (Peru, Kasachstan, Kolumbien) schwächer dastehen
- China mit Anzeichen für einen anhaltenden Wachstumsrückgang bedingt durch schwächere Fundamentaldaten (Einkommenswachstum, steigende Haushaltsschulden, Korrektur der Märkte)
- CEE Märkte (ROU, BGR) mit positiver Dynamik

Fazit:

- Die protektionistische Haltung der USA lastet auf den Aussichten für China und der Weltwirtschaft

Arbeitsmärkte mit vereinzelten Überhitzungstendenzen…

Arbeitslosenrate: Punktuell Überhitzungsgefahr



Quelle: Thomson Reuters

Kommentare:

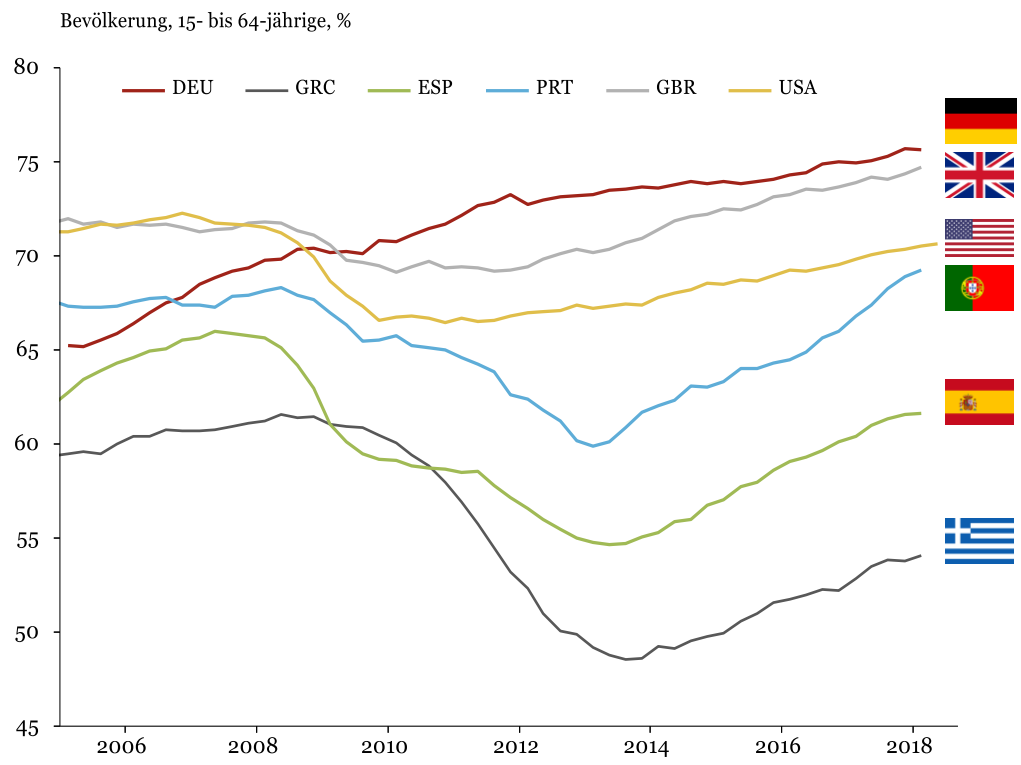
- Anhaltend robustes Wachstum schlägt sich in tiefer und weiter rückläufiger Arbeitslosigkeit nieder
- USA: Arbeitslosenquote mit 3.9% (Juli 2018) unter Vorkrisenniveau (2006)
- GBR: Arbeitslosenrate mit 4.1% (Mai 2018) trotz Brexit-Gespenst nahe der Vollbeschäftigung
- Eurozone (EA19): im Juni 2018 mit 8.3% (13.6 Mio.) der tiefsten Arbeitslosenrate seit Dezember 2008 bedingt durch rückläufige Quoten in allen Mitgliedstaaten

Fazit:

- ! Positive Dynamik der Arbeitsmärkte unterstützt Konsum, Investitionen und Nachfrage nach Krediten
- ! Erste Anzeichen für einen Anstieg des Lohnniveaus in der Eurozone im 2Q18 (DEU: +3.2%; ITA: +2.2%)

Beschäftigungsquote relativiert Erholung

Beschäftigungsquote signalisiert Aufholbedarf



Definition Beschäftigungsquote:

$$\frac{\text{Erwerbstätige}}{\text{Bevölkerung 15– bis 64–jährige}}$$

- Die Beschäftigungsquote vergleicht die Erwerbstätigen zur Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (15- bis 64-jährige)

Kommentare:

- Trotz Fortschritten im Hinblick auf schnell sinkende Arbeitslosenquoten vermittelt die Beschäftigungsquote in der Peripherie ein differenzierteres Bild
- Spanien und Griechenland haben immer noch Aufholbedarf
- Aber: Emigration in Portugal (2013-17: rund 0.5 Mio. ausgewandert, ~5% der Bevölkerung)

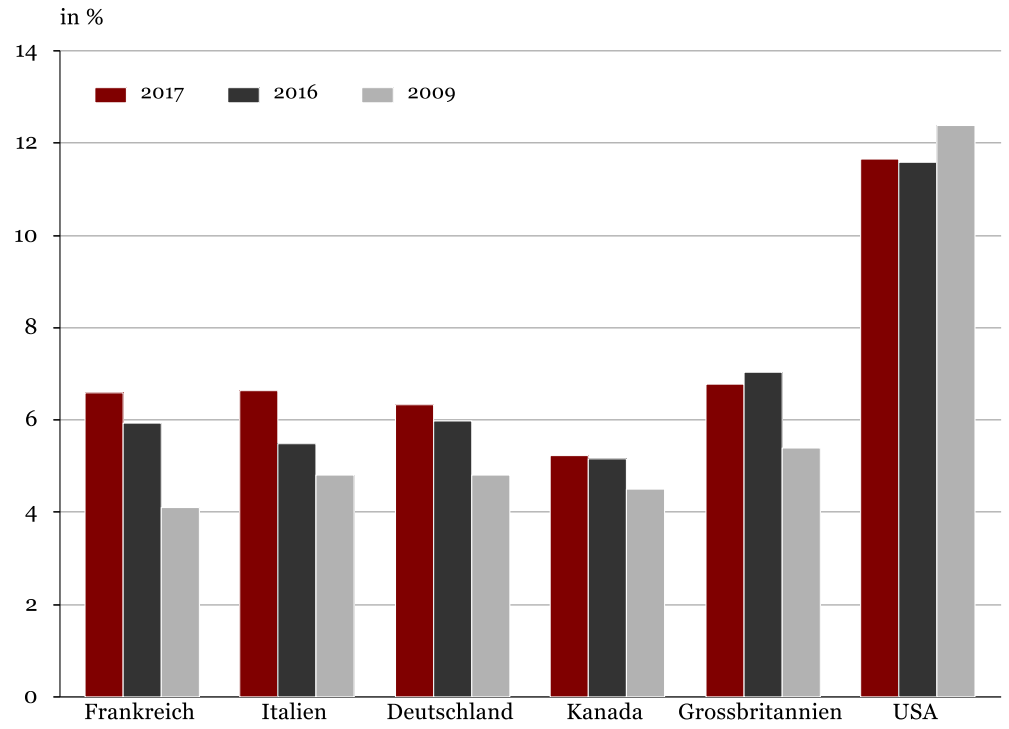
Fazit:

! Der Blick auf die Beschäftigungsquote zeigt, dass in Griechenland und Spanien vielen Menschen die Rückkehr in den Arbeitsprozess verwehrt bleibt (innenpolitisches Pulverfass)

! Nach Normalisierung der Quote dürfte sich der Lohndruck weiter akzentuieren

Banken: Mehrheitlich stabil und funktionstüchtig

Gesundheit der Banken: Leverage (Kapital/Aktiven)



Quelle: IWF

Kommentare:

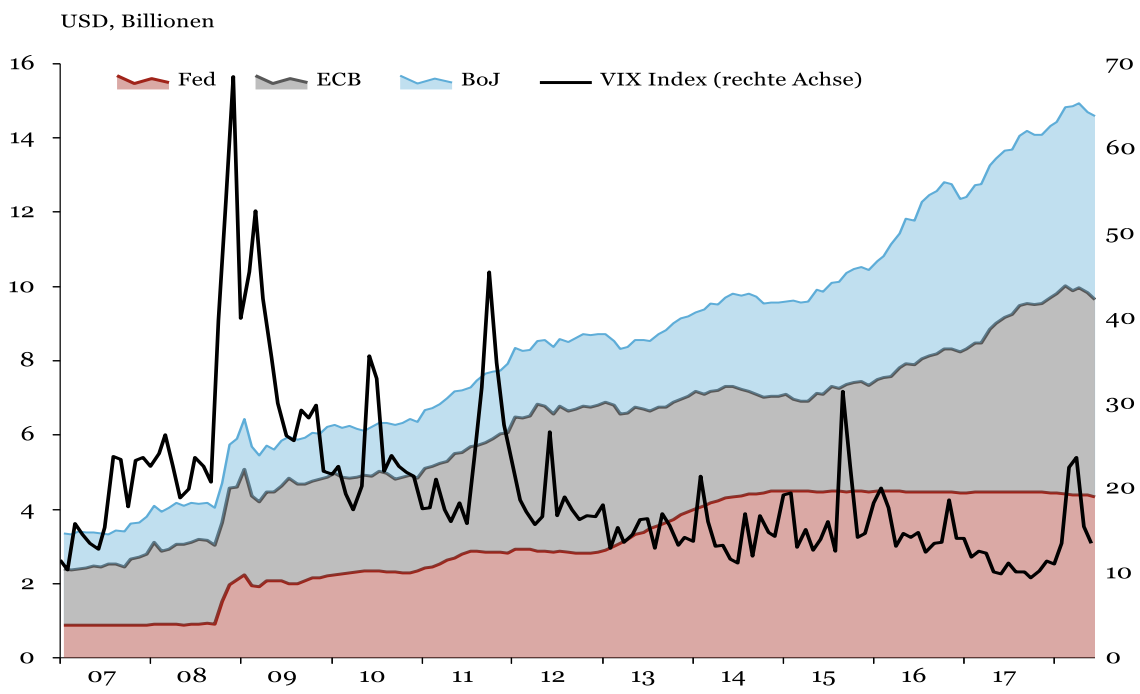
- Institutionelle Reformen und regulatorische Eingriffe mit dem Ziel, den Bankensektor widerstandsfähiger zu machen – auf Kosten der Profitabilität
- Banken sind besser kapitalisiert; Aktivaqualität hat sich stabilisiert und die steigenden Zinsen wirken stützend; die Kapitalkosten werden in Europa aber kaum verdient

Fazit:

- ! System stabiler, was aber nicht vor Ausfällen individueller Banken schützt
- ! Bereinigung der Bankenlandschaft hat (noch) nicht stattgefunden
- ! Verbindung Staat Banken noch nicht überall unterbrochen (Italien)
- ! Verlagerung an den Kapitalmarkt

Zentralbanken: Quo Vadis?

Expansive Geldpolitik vermochte die Märkte zu «deckeln»



Quelle: Datastream

Kommentare:

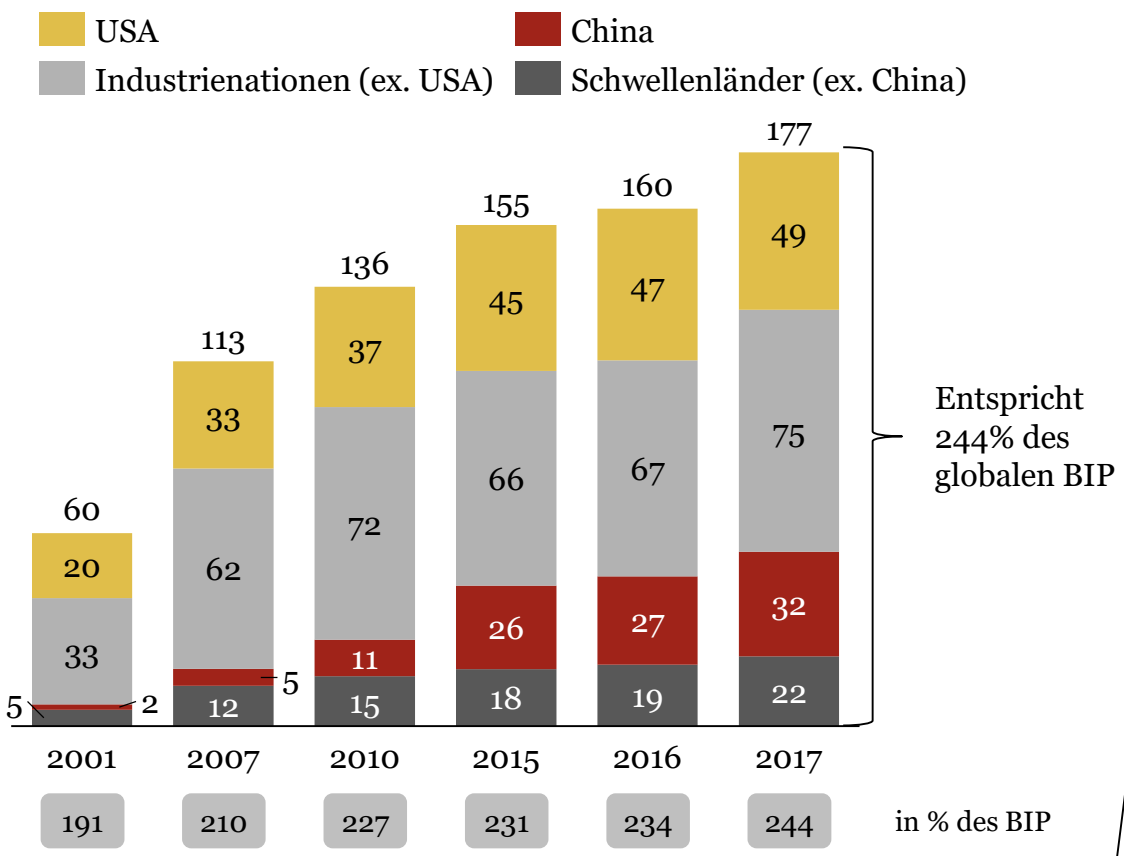
- Die expansive Geldpolitik der vergangenen Jahre hat zwar die Märkte beruhigt, resultierte aber in massiv aufgeblähten Zentralbankbilanzen
- Die Zentralbanken bemühen sich nun durch schrittweise Zinsanpassungen eine «schockfreie» Normalisierung herbeizuführen
- Back-to-Basics: Gefahr, dass sich Investoren die Fundamentaldaten wieder bewusster ansehen und zum Schluss kommen, dass eine hohe Schuldenquote eine höhere Risikoprämie erfordert
- Die Risikoprämie sollte die Fähigkeit und Bereitschaft zum pünktlichen Schuldendienst reflektieren (Realitätsnähe der Fiskalpolitik)

Fazit:

! Wir erwarten, dass die Volatilität an den Märkten zunehmen wird

Entwicklung der globalen Gesamtverschuldung

Entwicklung globale Gesamtverschuldung* (in USD Billionen)



Quelle: BIS, 2018

Kommentare:

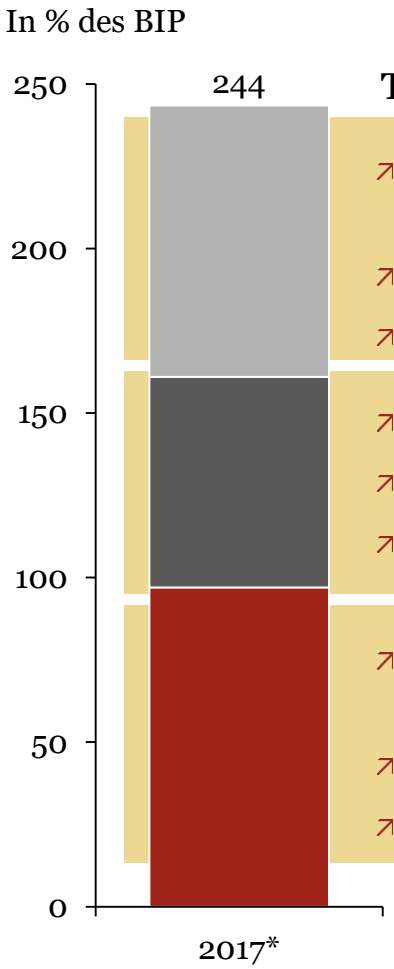
- Die Gesamtverschuldung lag Ende 2017 deutlich über dem Spitzenwert von 2010 mit China und der USA als treibende Faktoren
- Die Verschuldung der öffentlichen Hand hat zum Anstieg der globalen Verschuldung wesentlich beigetragen (109% des BIP in den Industrienationen; 50% in den Schwellenländern)
- Zum Anstieg haben konjunkturelle Schwächephasen, Konjunkturprogramme, Bankenrettungen, ausbleibende Steuereinnahmen, ausufernde Staatsausgaben und Preisschocks (Rohstoffe, Häusermärkte) beigetragen

Fazit:

- ! In «normalen» Zeiten wäre es angebracht, Schulden in Vorbereitung auf zukünftige Krisen zu reduzieren
- ! Der Schuldenanstieg kann bei einem Zinssprung schnell zum Problem werden und die wirtschaftliche und politische Stabilität gefährden

* Aggregierte Werte über 50 Industrienationen und Schwellenländer

Zusammensetzung und Treiber der Gesamtverschuldung



Staat | Haushalte | Unternehmen

Treiber

- Finanzierung der laufenden Ausgaben (soziale Wohlfahrt, Gesundheit, Bildung, etc.)
- Finanzierung von Infrastrukturvorhaben
- Garantien für staatsnahe Betriebe oder Banken in Notlage

- Fremdfinanzierte Immobilien (Eigenheim)
- Kredite für Fahrzeuge, Konsumkredite, Kreditkartenschulden
- Kredit für Ausbildungen (z.B. Studentenkredite)

- Finanzierungen für Investitionen (Kapazitätsausbau, Modernisierungen, etc.)
- Finanzierung des Umschlagkapital (Inventar)
- Finanzierung von Übernahmen (M&A) und Aktionärspflege

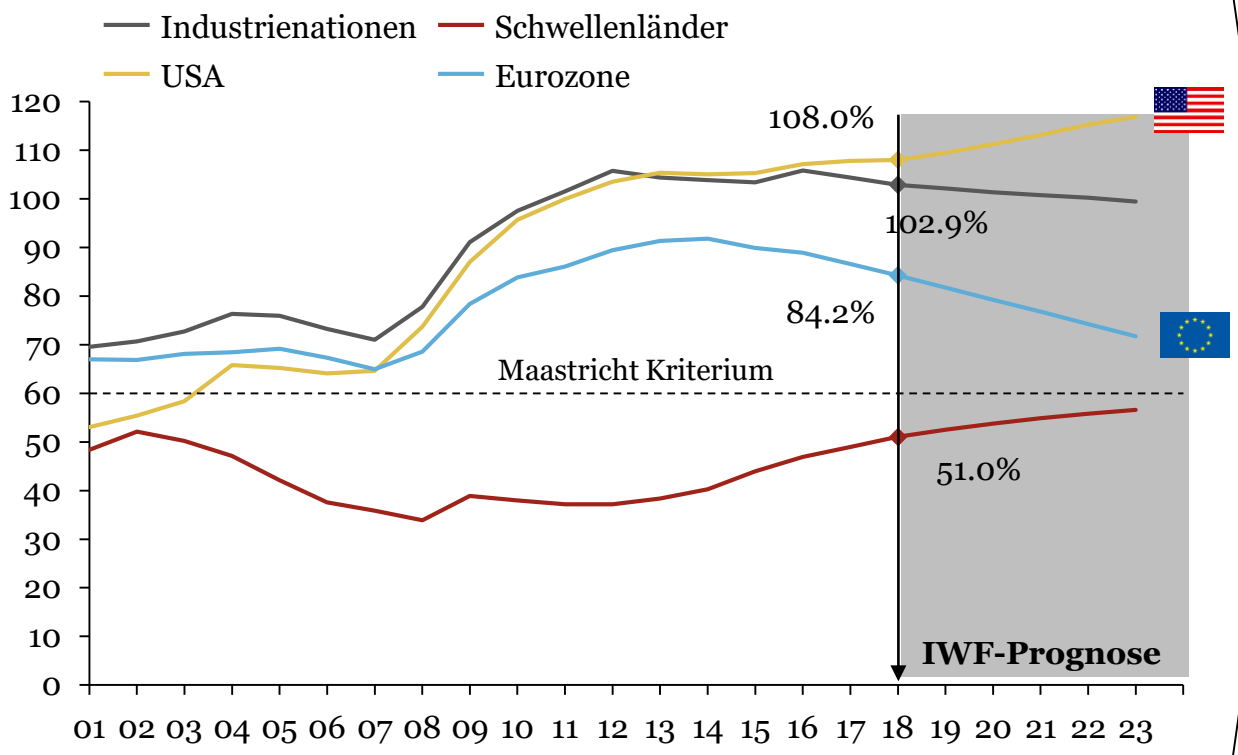
* Aggregierte Werte über 50 Industrienationen und Schwellenländer

Quelle: BIS, I-CV, 2018

Staatsverschuldung: Schwellenländer holen auf

Entwicklung der Schuldenratios (2001-2023)

Alle Angaben in % des BIP



Quelle: IWF WEO 2018, I-CV

Kommentare:

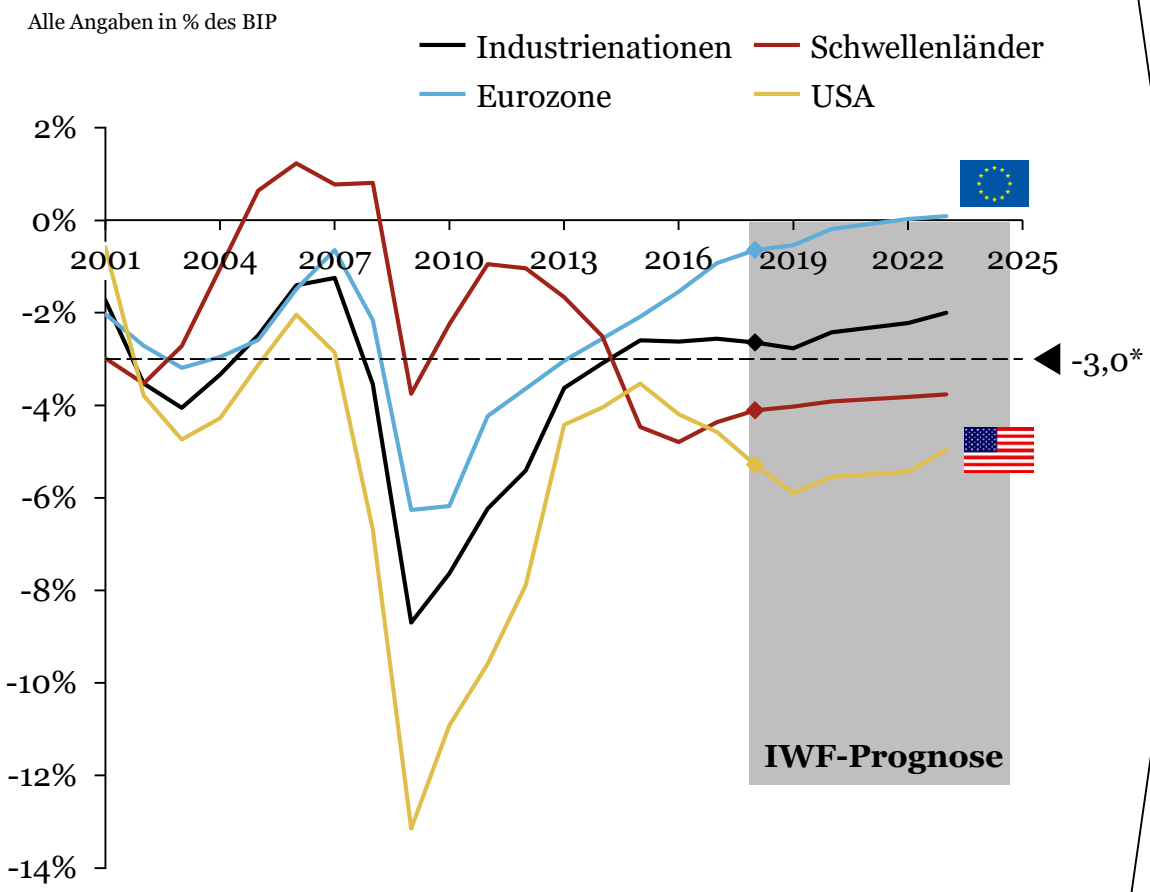
- Bei den Industrienationen ist seit 2012 eine Stabilisierung auf hohem Niveau festzustellen (103% des BIP)
- Ausnahme USA: ungebrochenes Schuldenwachstum (hohe Konsumneigung, prozyklische Haushaltspolitik)
- Eurozone: positiver Trend; mit guten Fortschritten seit Höchstständen (2013/14)
- Schwellenländer: anhaltender Schuldenanstieg getrieben durch rekordhohe Primärdefizite, welche die Länderbonitäten zunehmend belasten

Fazit:

- ! Gefahr: aktuelles Ausgabeverhalten und Schuldenstände lassen wenig Spielraum bei Zinsanstieg, für Sonderlasten (z.B. Sanierung von Banken & Rentensystemen) oder konjunkturelle Schwächen
- ! Prognosen des IWF oft zu optimistisch

Staatsverschuldung: Ausgabenpolitik belastet Haushalte

Entwicklung der Staatshaushalte (2001-2023)

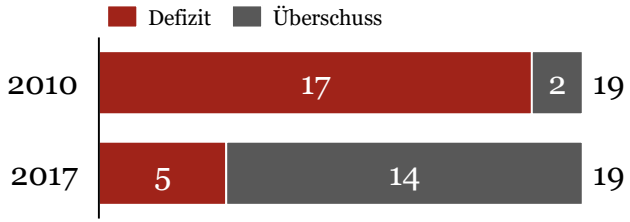


Quelle: IWF WEO 2018, I-CV

* Maastricht-Kriterium: 3.0% des BIP als Defizituntergrenze

Kommentare:

- Erfolgreiche Haushaltskonsolidierung in der Eurozone (z.B. PRT mit tiefstem Wert seit 1974)



- Nach 2015 kam in den Industrienationen die Konsolidierung des Haushalts (Reduktion der Primärbilanz) jedoch ins Stocken
- USA mit expansiver Haushaltspolitik
- Schwellenländer nach guter Phase 2005-08 mit hohen Defiziten, welche sich bei einem Zinsanstieg noch ausweiten dürften

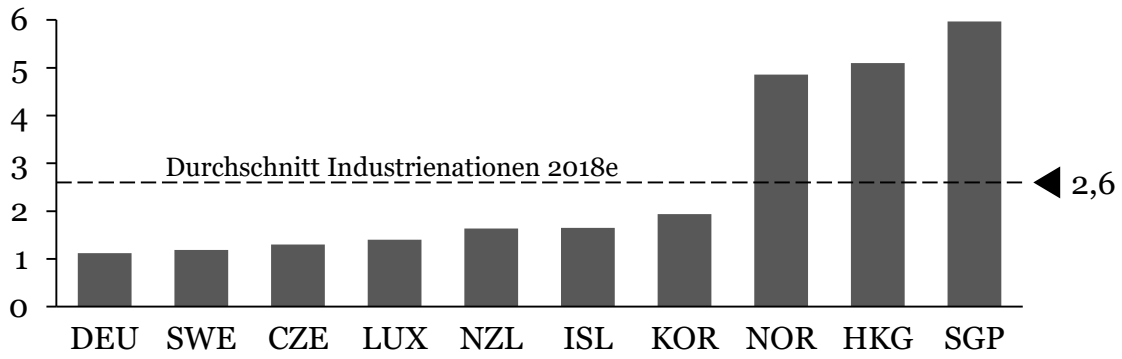
Fazit:

! Laxe Fiskalpolitik (hohe Schulden und Defizite) birgt Gefahren, wenn das Wachstum nachlässt, die Refinanzierung erschwert wird oder sich die Stimmung der Investoren umschlägt (Verlust des Marktzugangs)

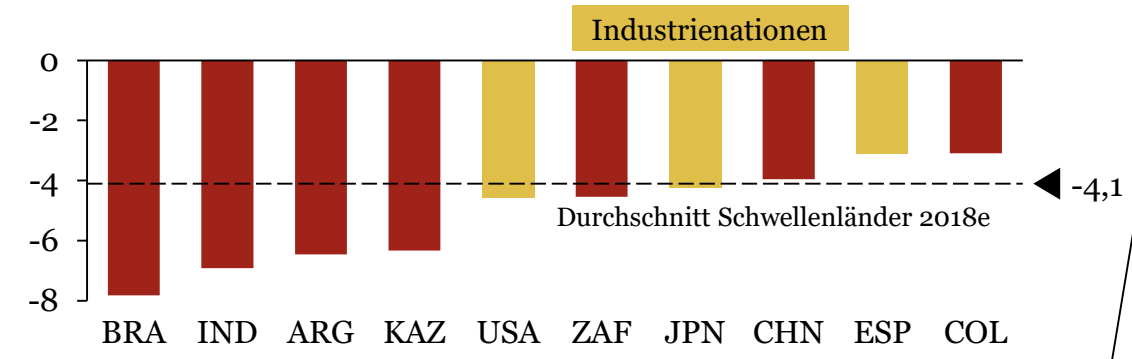
Staatsverschuldung: Mangelnde Haushaltsdisziplin

Top10 – Höchste Haushaltsüberschüsse 2017

In % des BIP



Flop10 – Höchste Haushaltsdefizite 2017



Quelle: IWF, I-CV

Kommentare:

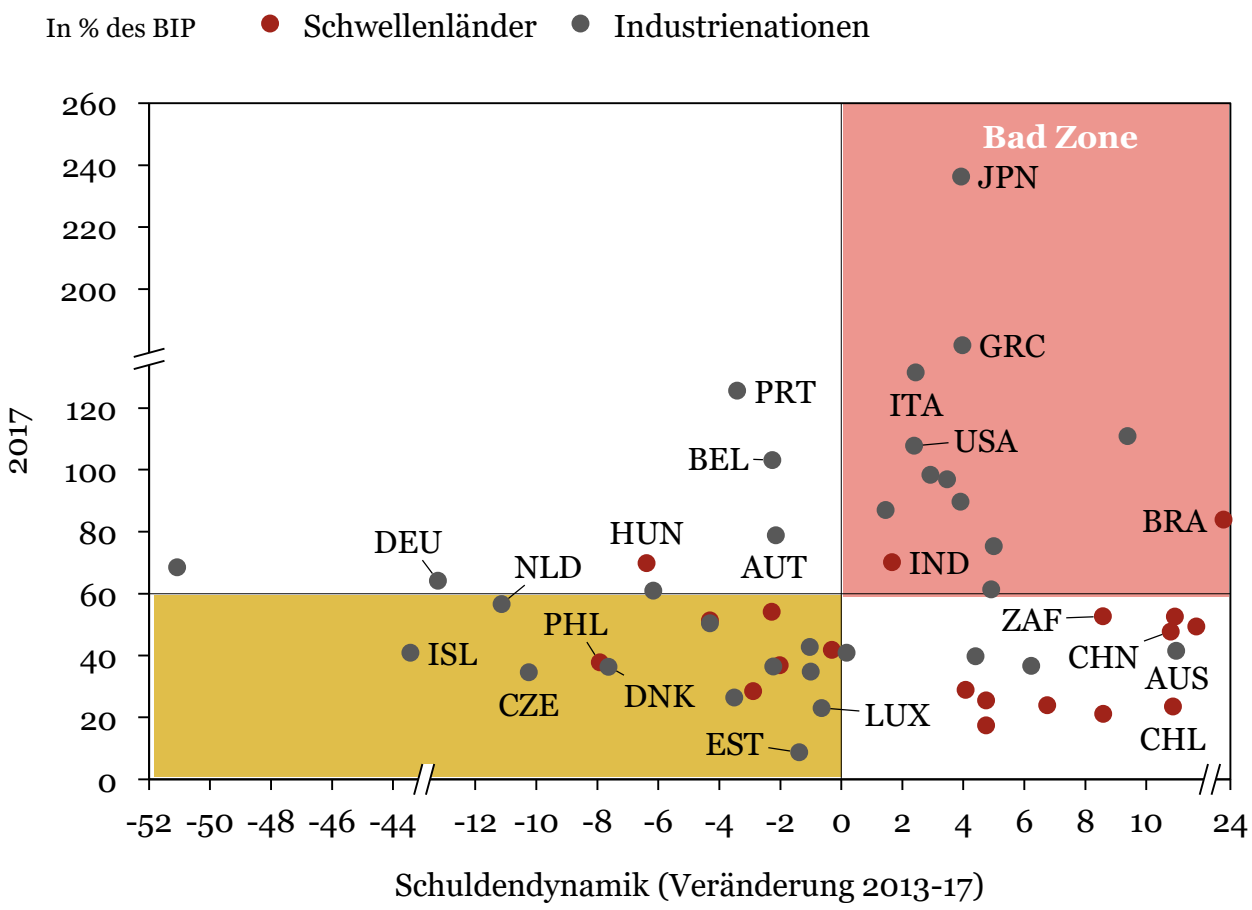
- Die Staatshaushalte präsentieren sich in den Industrienationen mehrheitlich gesund mit Überschüssen oder moderaten, vertretbaren Defiziten
- Die Ausnahmen sind die USA sowie JPN, ESP, FRA und GBR
- Institutionelle Rahmenbedingungen in Europa (EZB, Banking Union, ESM, Fiscal Compact) haben zur Stabilisierung beigetragen
- Bei den Schwellenländern sind die Haushalte vielerorts stark belastet (Investitionen in Infrastruktur, Urbanisierung, wachsender Staatsapparat)

Fazit:

- Bei rohstoffreichen Ländern dürfte sich bei stabiler Preisentwicklung der Hauptexportgüter eine Erholung abzeichnen
- Probleme orten wir in Brasilien, Argentinien, Südafrika, Indonesien und der Türkei, wo die Fremdwährungs-zinskosten zur Belastung werden

Staatsverschuldung: Schuldenstände und Dynamik

Staatsverschuldung: Punktuell im Entschuldungs-Modus



Quelle: IWF, I-CV

Kommentare:

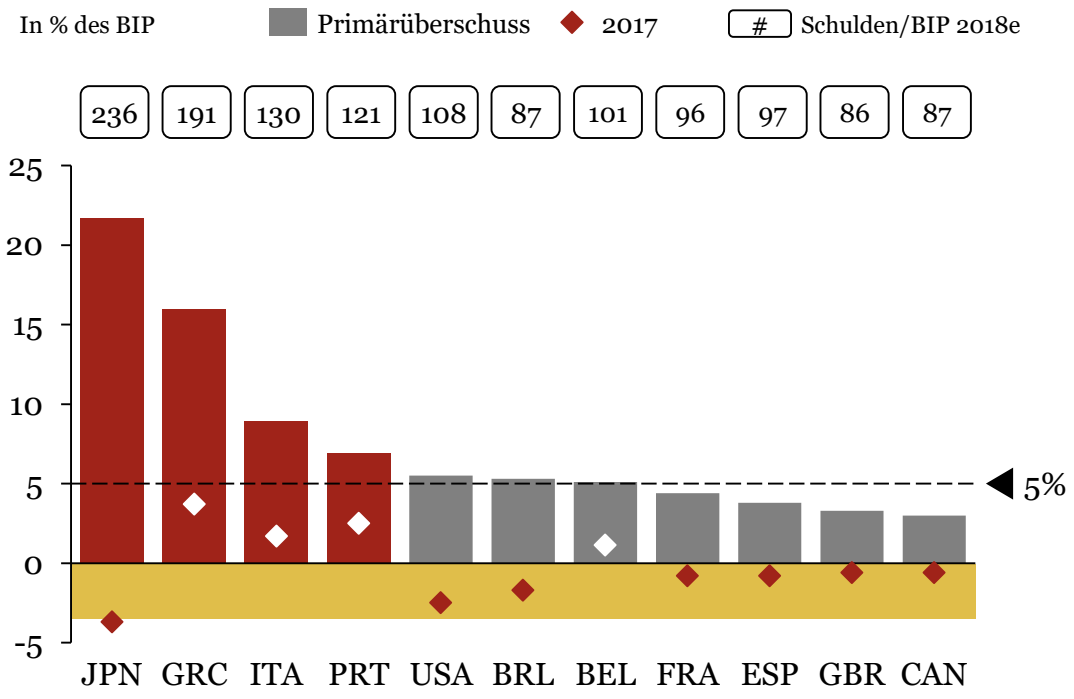
- In den Industrienationen (DM) sind vielerorts sinkende Schuldenratios auszumachen
- Negativ: grosse Volkswirtschaften wie Frankreich, Japan, Italien und Spanien mit hoher Verschuldung und einer Verlangsamung des Wachstums
- USA: steigende Schulden trotz ansprechendem Wachstum
- Rohstoffsensitive Länder (AUS, BRA, CHL): Steigende Staatsverschuldung (von tiefem Niveau) kompensiert zyklisch volatile Rohstoffpreise und -erlöse

Fazit:

- ! Länder mit hohen Schulden der öffentlichen Hand und des Privatsektors sind gemäss empirischen Studien länger in der Rezession
- ! Staaten sind daher gut beraten, die Verschuldung bei guter Konjunkturlage zu reduzieren

Schuldenabbau: Zielgrössen ausser Reichweite

Welcher Primärüberschuss ist erforderlich, um bei konstantem Wachstum, Zinsen und Inflation innerhalb von 10 Jahren (Start 2018) eine Schuldenratio von 60% zu erreichen?



Annahmen:
Wachstum entspricht langjährigem Durchschnitt, Zinsen DM 2% und EM 4%

Quellen: I-CV, 2018

Kommentare:

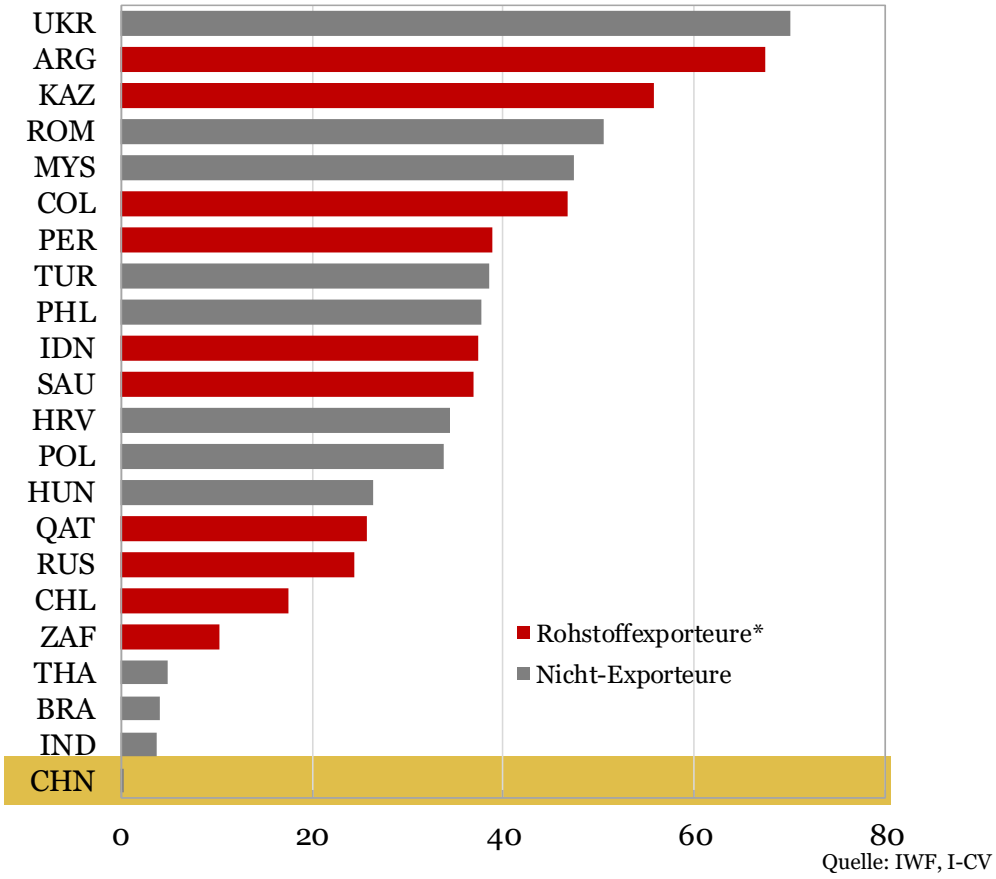
- Die Staaten mit den höchsten Schuldenständen sind fast ausschliesslich Industrienationen
- Viele Staaten benötigen konsistente Primärüberschüsse von >5% p.a.
- Politisch wie ökonomisch weder realistisch noch glaubwürdig – nötige Zielwerte bleiben meist unerreichbar
- Budgetdefizit und Schuldenquote reagieren sensitiv auf Zinsanstieg – je kürzer die Duration staatlicher Anleihen und je internationaler die Investorenbasis

Fazit:

- ! Mässiges Wachstum und lückenhafte Budgetdisziplin reichen nicht für Schuldenabbau
- ! Schuldenabbau oft nur durch deutlich höhere Inflation oder Schuldenschnitt möglich
- ! Höhere Zinsen kaum verkraftbar

Staatsverschuldung: Fremdwährungsschulden

Anteil Fremdwährungsschulden in % der Staatsschulden



Quelle: IWF, I-CV

* Definiert als Länder mit mehr als 20% der Exporte in nichterneuerbaren Rohstoffen

Kommentare:

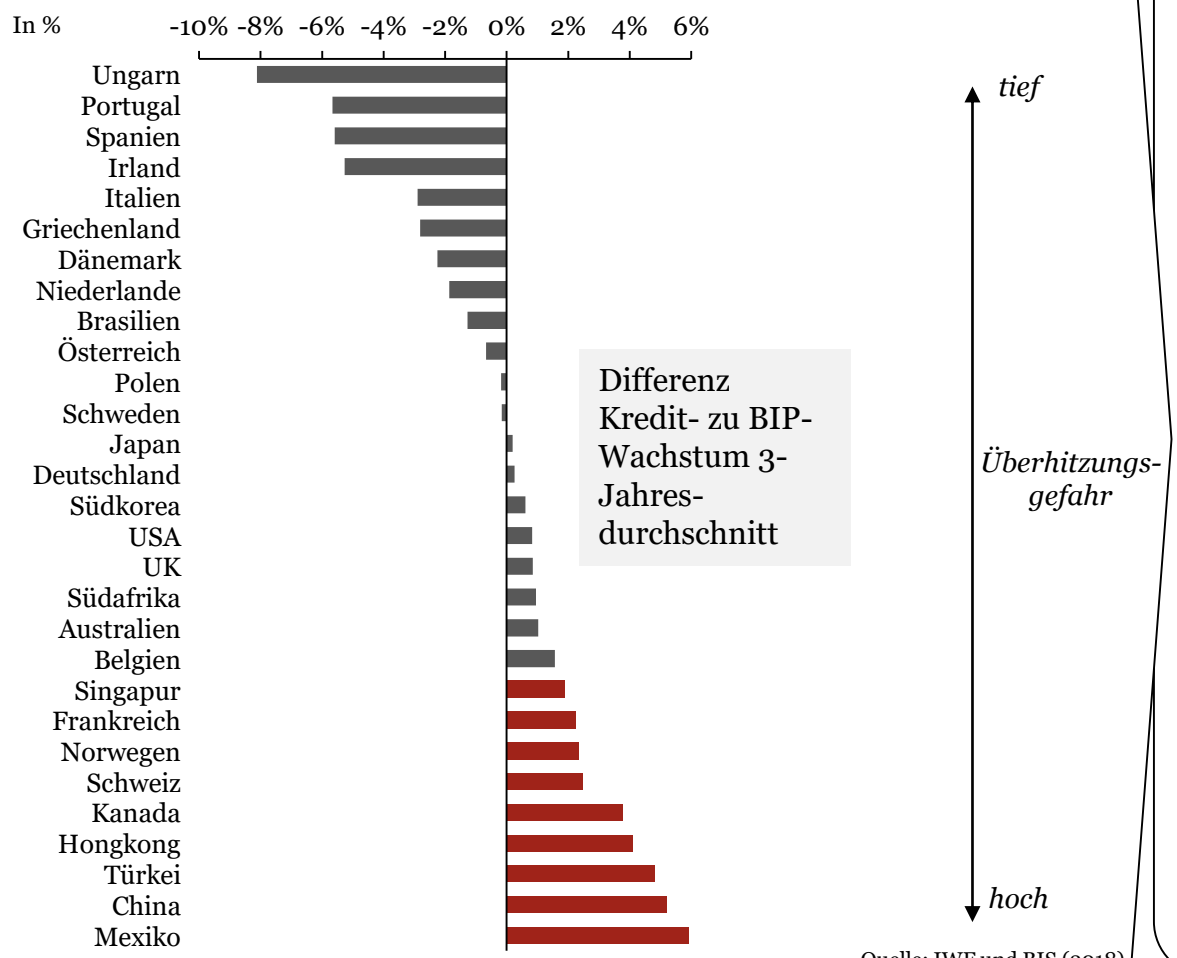
- Die aktuellen Probleme der Türkei und Argentiniens illustrieren das Gefahrenpotential einer hohen Abhängigkeit von ausländischem Kapital
- Viele Schwellenländer profitierten von Kapitalflüssen während der Finanzkrise – die Umkehr der Dynamik sorgt für Finanzierungsengpässe (sinkende Zinsdifferenz EM/DM) und belastet Wachstumsaussichten
- Dollarstärke verteuert Rohstoffimporte und erhöht Produktionskosten

Fazit:

- ! Rohstoffexportierende Staaten verfügen über eine «Isolation» in Form der USD-Einnahmen
- ! Viele Rohstoffnationen haben aber in den Boomjahren 2000-08 die Ausgaben überproportional erhöht
- ! Aus Bonitätssicht kritisch betrachten wir rohstoffexportierende Länder mit tiefen ESG Scorewerten (vgl. I-CV ESG Scoring)

Dynamik der Haushalts- und Unternehmensschulden

Warnsignal: Kreditwachstum überflügelt Wirtschaftswachstum



Quelle: IWF und BIS (2018)

Kommentare:

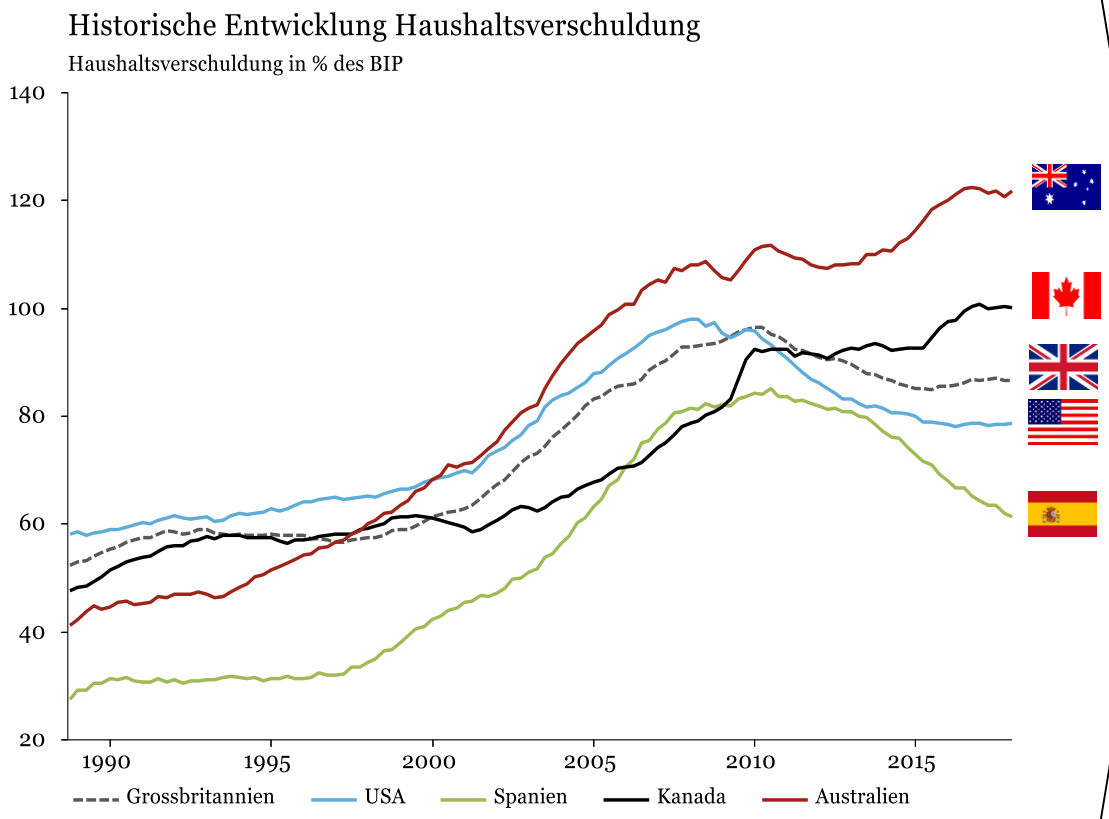
- **Problem 1**: Rückläufiges Kreditwachstum in HUN, PRT, ESP und ITA aus Abschreibungen und Kreditverlusten der Banken, mangelnder Investitionsbereitschaft sowie Kreditnachfrage der Unternehmen; anhaltendes Deleveraging der Haushalte mit Blick auf Immobilien- und Konsumkredite
- **Problem 2**: Übertriebenes Schuldenwachstum in MEX, CHN, TUR & HKG
- **Problem 3:** Kreditfluss schwer steuerbar – Fehlallokationen in unprofitable, nichteffiziente Bereiche, ausbleibende Bereinigung chronischer Überkapazitäten («Zombie Unternehmen») sowie überhitzende Immobilienmärkte
- Übermässiges Kreditwachstum als Vorläufer von Bankenkrisen und konjunkturellen Korrekturphasen

Fazit:

- Verfehlte Geldpolitik (überraschender Zinsanstieg) kann Kredit- und Immobilienblasen platzen lassen

Verschuldung der Haushalte

Verschuldung der Haushalte immer noch auf hohem Niveau



Quelle: IWF und BIS (2018)

Kommentare:

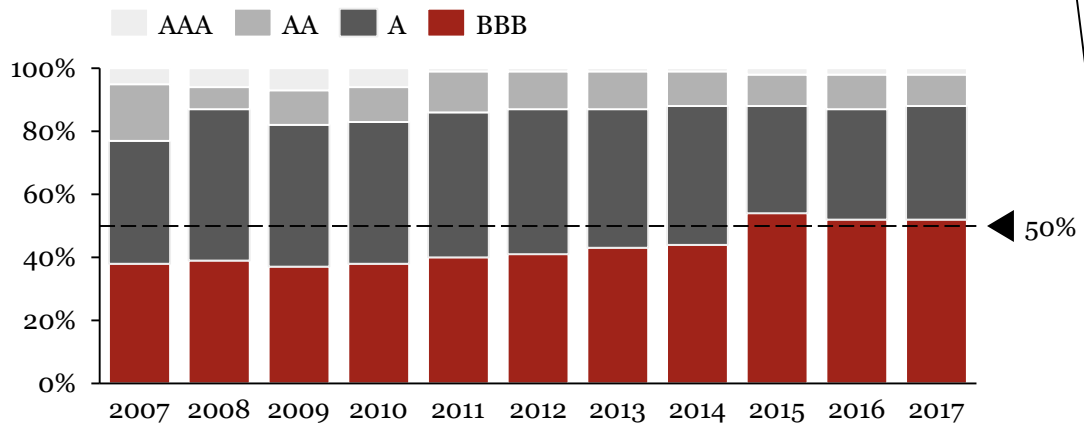
- In den USA sind 70% der Haushaltsschulden dem Häusermarkt und 30% Automobilfinanzierungen, Studentendarlehen sowie Kreditkarten zuzurechnen
- Nach der Korrektur der Häusermärkte in Spanien und den USA begannen die Haushalte die Schulden schrittweise zu reduzieren, was sich negativ auf die Kreditnachfrage und das Wachstum ausgewirkt hat (USA: -18%-Punkte; ESP: -23 %-Punkte)
- In den seit einigen Jahren heisslaufenden Häusermärkten in Australien und Kanada steigt die Haushaltsverschuldung weiter an

Fazit:

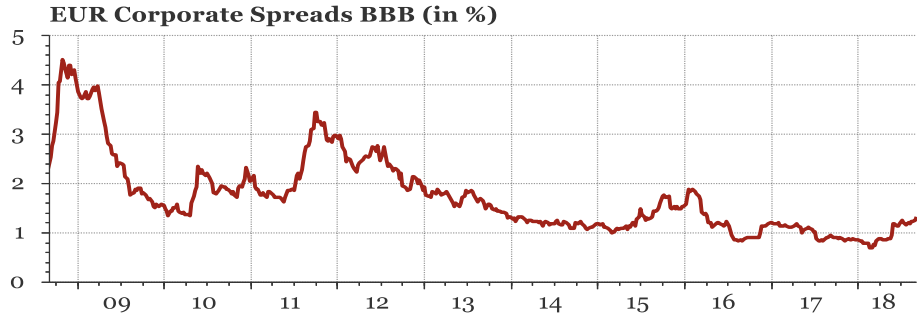
- Steigendes Zinsniveau drückt auf die Konsumentenstimmung und erhöht die Kosten für den Schuldendienst bei Haushalten und Unternehmen
- USA/UK etwas widerstandsfähiger, da die Haushalte Schulden abgebaut haben

Verschuldung der Unternehmen: Tiefere Qualität

Ratingzusammensetzung Investment Grade: Mehr BBBs



Höheres Risiko zu bescheideneren Risikoprämien



Quelle: S&P, Bloomberg

Kommentare:

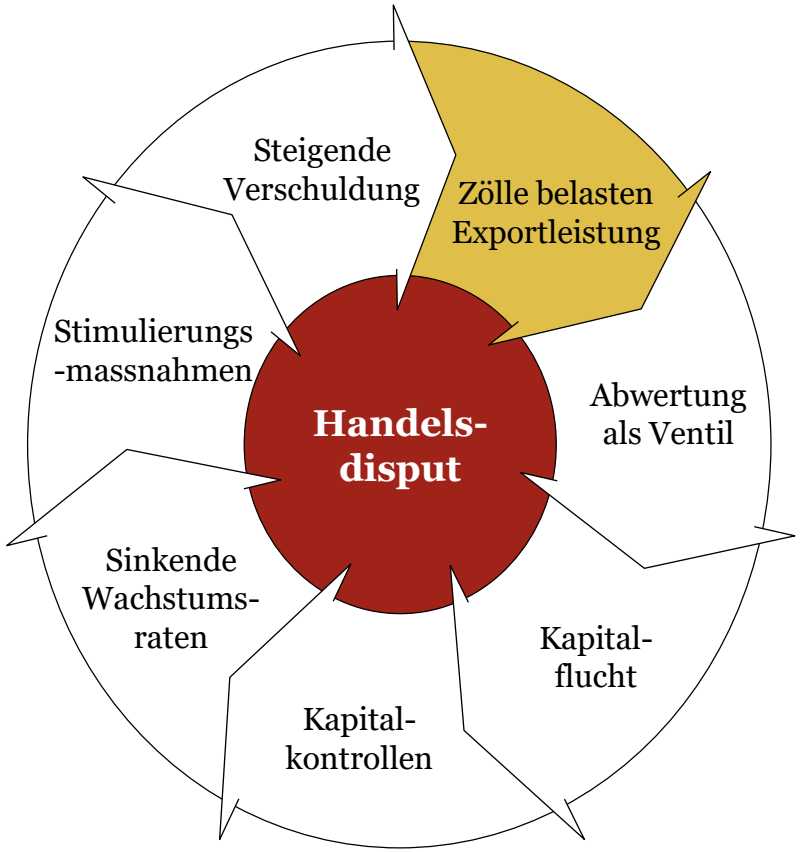
- Lange Phase des «billigen Geldes» erlaubte Unternehmen sich günstig zu verschulden
- Die Banken haben die Bilanzen geschrumpft, was viele Unternehmen an den Kapitalmarkt drängte und neue Finanzierungsformen hervorbrachte (z.B. Private Debt)
- Die Jagd auf Rendite kreierte willige Käufer
- Starke Kreditnachfrage aus Schwellenländern (China & Türkei), wo Mittel in staatsnahe Betriebe sowie den Bau- und Immobiliensektor geflossen sind

Fazit:

- ! Nicht überall, wo BBB draufsteht, dürfte auch heute noch BBB drin sein (Geschäfts- & Finanzprofil)
- ! Steigende Zinsen und mittel- bis langfristiger Refinanzierungsbedarf wird zu vermehrten Kreditausfällen führen

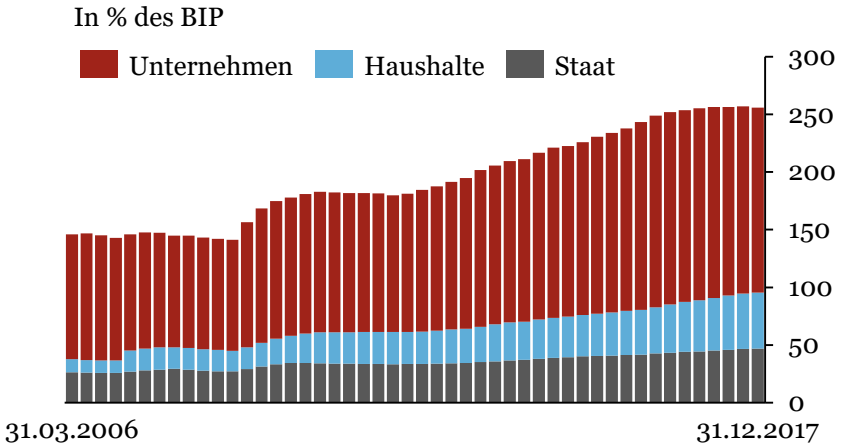
Brennpunkt China: Wendepunkt erreicht

Handelskonflikt offenbart Zielkonflikte



Quelle: I-CV

Verschuldung bereits auf hohem Niveau



Ziel: Anstieg der Hypothekar- und Konsumentenschulden eindämmen (durch Regulation und Geldpolitik)

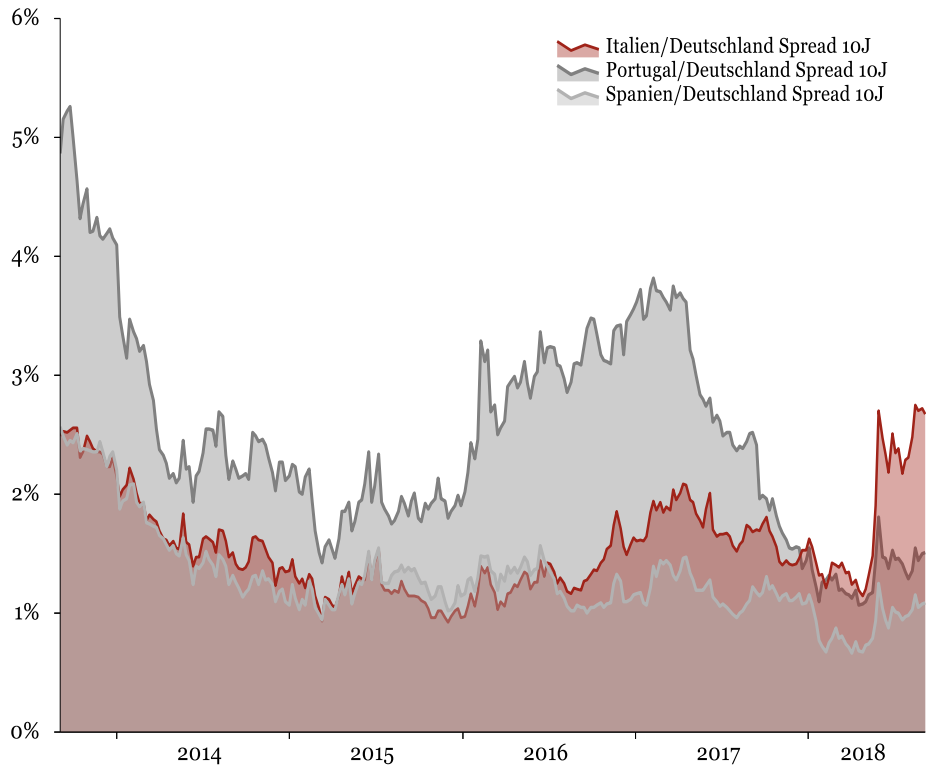
Aber:

- China braucht tiefe Zinsen zur Entlastung der verschuldeten Unternehmen
- Immobilienmarkt überhitzt
- Konsum wird weiter angekurbelt, obwohl sich Haushaltsschulden in den letzten vier Jahren bereits verdoppelt haben

Quelle: BIS

Brennpunkt Italien: Zins als disziplinierender Faktor

Risikoprämien italienischer Staatsanleihen



Quelle: Datastream

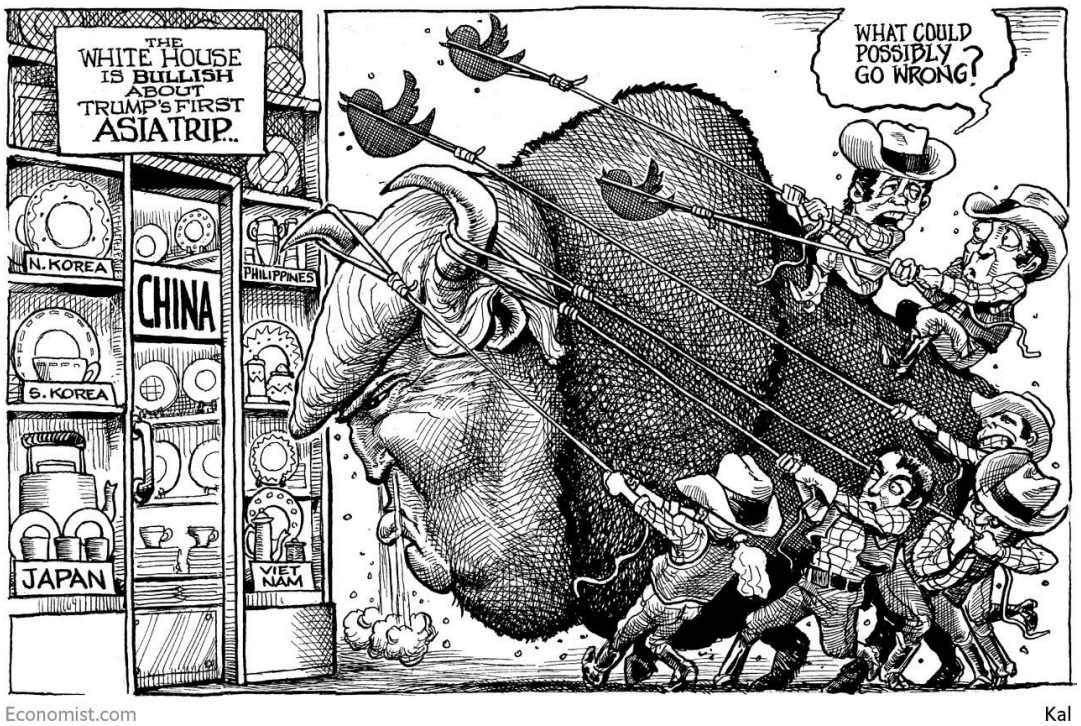
Kommentare:

- Die neue Regierung hat mit gewagten Thesen zu einer Ausweitung der Risikoprämien beigetragen (grösste Ausweitung seit 2012)
- Die politische Situation bleibt heikel und Zweifel an der Schuldentragbarkeit werden anhalten. Die Wirtschaftsentwicklung bleibt träge
- Diskussionen über Budgetkonformität und Eingeständnisse werden mittelfristig zu Forderungen für einen (verdeckten) Schuldenerlass führen
- Finanzierungskosten sind von 5% (2010) auf 3% gefallen und dürften für die nächsten Jahre dort verharren, wenn keine Überraschungen die Kosten in die Höhe treiben

Fazit:

- ! Wir gehen nicht von einem Italexit aus
- ! Da sich die Regierung das Einlösen der Versprechen nicht leisten kann, sind Neuwahlen nicht ausgeschlossen
- ! Der Konfrontationskurs und die Rhetorik wurden in Anbetracht der heftigen Marktreaktion revidiert

Fazit



Quelle: Economist, KAL

Kommentare:

- ↗ Positive Wachstumsdynamik würde grundsätzlich eine Reduktion der Staatsschulden («Sweet Spot») ermöglichen
- ↗ Die Hoffnung vieler Regierungen, durch eine Kombination aus expansiver Geld- und Haushaltspolitik den Schulden «entwachsen» zu können, werten wir aber kritisch
- ↗ Zögerliche Fortschritte: Der Spielraum der Staaten bleibt als Konsequenz eingeschränkt bei Schwächephasen oder Krisen unterstützend einzugreifen
- ↗ China verfügt zwar über ein mächtiges Arsenal die Wirtschaft zu stützen und Krisen abzuwenden bzw. zu mildern, doch eine Abkühlung erfasst die gesamte Weltwirtschaft
- ↗ Die Auswirkungen des Liquiditätsentzugs durch die Zentralbanken werden sich erst langsam abzeichnen – auch Notenbanker machen Fehler
- !! Fakt bleibt, Staatsschulden sind nicht risikolos (expliziter Default, implizite Währungsabwertung oder stark ansteigende Inflation)
- !! Turbulenzen um Italien, die Türkei und Argentinien zeigen eine Rückkehr des Risikobewusstseins der Anleger

Chancen & Risiken

Chancen

- Wachstum im Euroraum setzt sich fort und ermöglicht hochverschuldeten Staaten eine sanfte Haushalts-konsolidierung
- Reformbemühungen halten an und tragen zu nachhaltigen Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit bei
- Anzeichen konjunktureller Schwäche in den Schwellenländern wird durch eine stabile Entwicklung der Industrienationen kompensiert
- Erfolgreiche, schrittweise Neuorientierung des Wirtschaftsmodells China
- Disziplinierende Wirkung des Zinses führt zu Verbesserungen der Governance in Schwellenländern
- Investitionen verlagern sich in produktive Anlagen
- Normalisierung der Geldpolitik läuft in geordneten Bahnen ab
- Brexitverhandlungen enden in konstruktiver Lösung

Risiken

- Globale Rückkoppelungseffekte aus dem Handelsdisput (China/USA) – z.B. Strafzölle auf Fahrzeugen hätte negativen Einfluss auf Wachstum in Osteuropa, DEU, ITA und GBR
- Ausgabefreude des US-Konsumenten erhält einen Dämpfer durch übereilte geldpolitische Massnahmen der Zentralbank
- Wachstumslokomotive China (16% des globalen BIP) kommt ins Stocken – innen- und aussenpolitische Auswirkungen
- Eskalation der Spannungen im Euro-raum (Nord/Süd und Ost/West Gefälle)
- Spekulationsblasen dehnen sich weiter aus
- Normalisierung der Geldpolitik führt zu erhöhter Volatilität, Rating-migration und steigenden Ausfallraten
- Scheitern der Brexit-Verhandlungen führt zu Marktverwerfungen

Implikationen für Bondholder

1) Die Bewertungen in einzelnen Anlageklassen (kommerzielle Immobilien, Unternehmens-anleihen, etc.) erscheinen strapaziert und sind anfällig gegenüber einer Normalisierung der Geldpolitik
2) Wir bevorzugen Staaten mit stabilen politischen Rahmen-bedingungen, hoher Wettbewerbs-fähigkeit, intakten Bankensystemen und vorausschauender Fiskalpolitik (z.B. Deutschland, Niederlande, Dänemark, Slowakei und Finnland)
3) Opportunitäten bieten sich risikobewussten Investoren in Russland, Mexiko aber auch Polen und Ungarn
4) Oberstes Gebot bleibt eine vorsichtige Auswahl nach fundamentalen Kriterien und die laufende Überwachung

I-CV Ratinguniversum: Ratingübersicht

Land	Ticker	ISO 3	I-CV Rating	Fundamentals	Empfehlung Relative Value	Fitch	Moody's	S&P
Argentinien	ARGENT	ARG				B	B2	B+
Australien	AUSTLA	AUS				AAA	Aaa	AAA neg
Österreich	AUST	AUT				AA+ pos	Aa1	AA+
Belgien	BELG	BEL				AA-	Aa3	AA
Bulgarien	BGARIA	BLG				BBB	Baa2	BBB- pos
Brasilien	BRAZIL	BRA				BB-	Ba2	BB-
Kanada	CANPAC	CAN				AAA	Aaa	AAA
Schweiz	SWISS	CHE				AAA	Aaa	AAA
Chile	CHILE	CHL				A	A1	A+
China	CHINA	CHN				A+	A1	A+
Kolumbien	COLOM	COL				BBB	Baa2 neg	BBB-
Tschechien	CZECH	CZE				AA-	A1 pos	AA-
Deutschland	DBR	DEU				AAA	Aaa	AAA
Dänemark	DENK	DNK				AAA	Aaa	AAA
Spanien	SPAIN	ESP				A-	Baa1	A- pos
Estland	ESTONI	EST				A+ pos	A1	AA-
Finnland	FINL	FIN				AA+ pos	Aa1	AA+
Frankreich	FRTR	FRA				AA	Aa2 pos	AA
Grossbritannien	UKT	GBR				AA neg	Aa2	AA neg
Griechenland	GREECE	GRC				BB-	B3 pos	B+ pos
Ungarn	REPHUN	HUN				BBB- pos	Baa3	BBB- pos
Indonesien	INDON	IDN				BBB	Baa2	BBB-
Indien	IGB	IND				BBB-	Baa2	BBB-
Irland	IRISH	IRL				A+	A2	A+
Island	ICELND	ISL				A	A3 pos	A
Israel	ISRAEL	ISR				A+	A1 pos	AA-
Italien	ITALY	ITA				BBB	Baa2 *-	BBB
Japan	JGB	JPN				A	A1	A+ pos
Korea	KOREA	KOR				AA-	Aa2	AA
Litauen	LITHUN	LTU				A- pos	A3	A
Luxembourg	LGB	LUX				AAA	Aaa	AAA
Lettland	LATVIA	LVA				A-	A3	A- pos
Mexiko	MEX	MEX				BBB+	A3	BBB+
Malaysia	MALAYS	MYS				A-	A3	A-
Niederlande	NETHER	NLD				AAA	Aaa	AAA
Norwegen	NGB	NOR				AAA	Aaa	AAA
Neuseeland	NZ	NZL				AA	Aaa	AA+
Panama	PANAMA	PAN				BBB	Baa2 pos	BBB pos
Peru	PERU	PER				BBB+	A3	A-
Philippinen	PHILIP	PHL				BBB	Baa2	BBB pos
Polen	POLAND	POL				A-	A2	A- pos
Portugal	PORTUG	PRT				BBB	Ba1 pos	BBB-
Rumänien	ROMANI	ROM				BBB-	Baa3	BBB-
Russland	RUSSIA	RUS				BBB- pos	Ba1 pos	BBB
Singapur	SIGB	SGP				AAA	Aaa	AAA
Slowakei	SLOVAK	SVK				A+	A2 pos	A+
Slowenien	SLOREP	SVN				A-	Baa1	A+ pos
Schweden	SWED	SWE				AAA	Aaa	AAA
Thailand	THAIGB	THA				BBB+	Baa1	BBB+
Türkei	TURKEY	TUR				BB neg	Ba2 *-	BB-
USA	T	USA				AAA	Aaa	AA+
Südafrika	SOAF	ZAF				BB+	Baa3	BB

I-CV Länderratings sind unseren Kunden vorbehalten. Bei Interesse kontaktieren Sie uns bitte unter info@i-cv.ch

Fazit

- Insgesamt acht Upgrades und drei Downgrades (Brasilien, Kolumbien, Südafrika)
- **Upgrades:** Verbesserung der Verschuldungsquote, stabiles Wachstum und Fortschritte bei Stabilisierung des Staatshaushalts
- **Downgrades:** Abschwächung der Kreditkennzahlen, Anstieg von politischen und geopolitischen Unsicherheitsfaktoren, mangelnde Fortschritte bei der Bewältigung struktureller Probleme (schwache Governance) sowie steigendes Refinanzierungsrisiko

Fragen & Diskussion

Sovereign-Modell: Inputfaktoren

Inputfaktoren		Gewichtung
Wirtschaft Politik	Diversifikation, Volkseinkommen, politische Stabilität, Wettbewerbs-fähigkeit, Ertragsbilanz, Geschäftsklima, Exportfähigkeit, Überhitzungs-anzeichen, Nachhaltigkeit (ESG)	20%
Fiskalpolitik	Budgetbilanz, Investorenbasis, Verschuldungskennzahlen, Zinsaufwand, Tragbarkeit	10%
Monetäre Flexibilität	Inflation, Aussenverschuldung, Währungsreserven und -liquidität	15%
Banken	Einfluss BIP, Finanzierung, Private Kredite, Systemrisiko, I-CV Stresstest	20%
Aussichten 2018-2022	BIP, Exporte, Arbeitslosenquote, Budget, Schuldenanstieg, Schuldenratio	10%
Demografie	Altersquotient, Gesundheitskosten, Rentenzahlungen, Vorsorgegelder, Bildungsniveau	10%
Deleveraging Potential	Steuer- und Sparquote, potentielle Assetverkäufe, Rentenausgaben, Privatverschuldung, Simulationen des notwendigen Anpassungsbedarfs und der Tragbarkeit (Schuldendienst, Tilgung, Neuverschuldung)	15%

the view behind the rating

Independent Credit View AG
Schweizergasse 21
8001 Zürich
Tel. +41 43 204 19 19
E-Mail: info@i-cv.ch
www.i-cv.ch

Disclaimer
Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigung 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.