

Inhaltsverzeichnis

1	Rückblick: Tops & Flops
2	Länderbonitäten im geldpolitischen Spannungsfeld
3	Länder im Bonitätsfokus
4	Ratings & Fazit



Rückblick: Tops & Flops



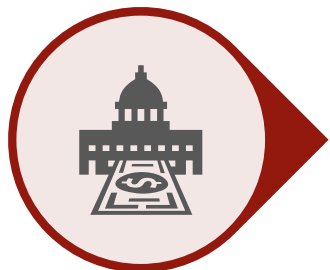
Was ist seit der letzten I-CV Länderstudie 2021 geschehen?

- Pandemie wird zur Endemie mit weniger schlimmen Verläufen, hoher Immunität und folglich Lockerung der Restriktionen
- China bleibt bei Zero-Covid Ansatz mit negativen Auswirkungen auf chinesische und globale Wirtschaft
- Russland marschiert in die Ukraine ein und dreht Europa den Gashahn zu
- Preisdruck auf Energie und Nahrungsmittel verunsichert Unternehmen wie Konsumenten und beherrscht Politik
- EU ruft nach dem NextGenEU Fund das nächste Instrument (TPI) ins Leben; Staaten schnüren Unterstützungspakete, um den Energiepreisanstieg abzufedern
- Erhoffte post-pandemische Erholung wird durch «überraschenden» Inflationsschub jäh ausgebremst
- US-Notenbank vollzieht geldpolitische Kehrtwende mit grösstem Zinsschritt seit 1994 (und doppelt nach)

Wo lagen wir richtig mit unseren Einstufungen:

- **Tops:** Downgrade Türkei, Mexiko, Peru, Kolumbien; Upgrade Irland
- **Flops:** Upgrade Griechenland sowie Zypern

Länderbonitäten im geldpolitischen Spannungsfeld



**Geld- und
Fiskalpolitik**



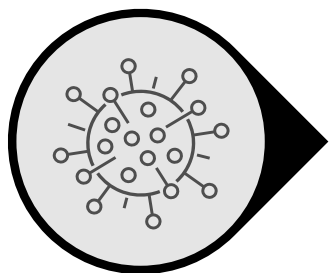
Arbeitsmärkte



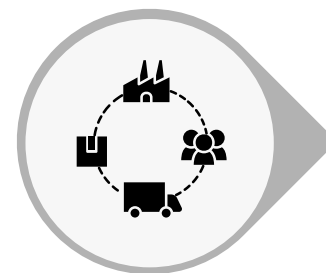
Asset Inflation



Staatsverschuldung



Pandemie



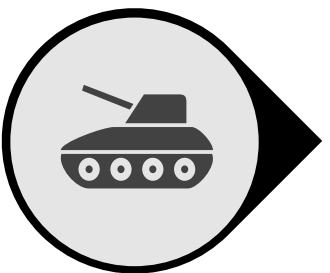
Lieferketten



Konsum



Unternehmen



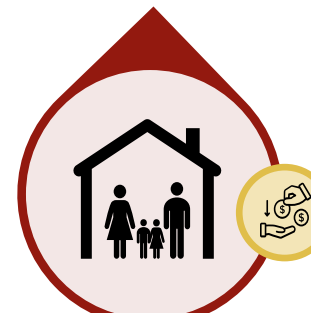
**Russland-Ukraine
Konflikt**



Energie



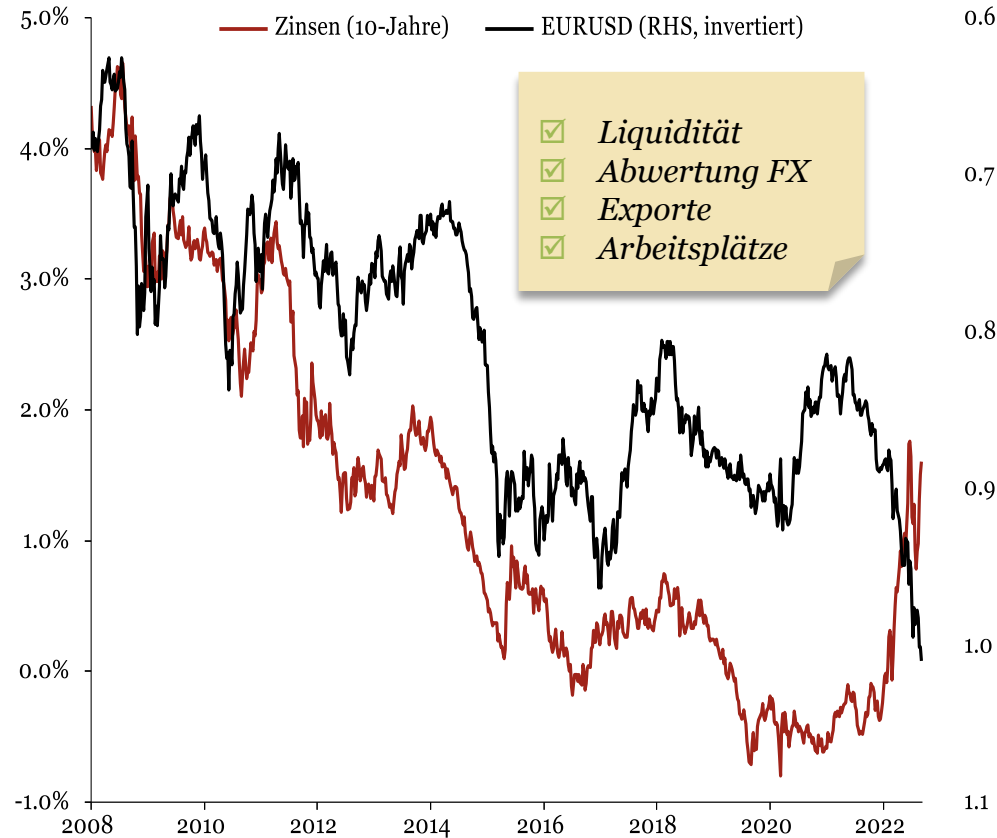
Nahrungsmittel



Haushalte

Geldpolitik: Risiken & Nebenwirkungen

Zins- und Währungsentwicklung in der Eurozone



Quelle: Datastream



Regulierende Marktkräfte und disziplinierende Wirkung des Zinses ausgehebelt



Fehlanreize resultieren in Schuldenexzessen bei Staaten, Haushalten und Unternehmen



Überhitzte Immobilienmärkte



Überschuldete und unrentable Unternehmen (Zombies) können sich günstig refinanzieren

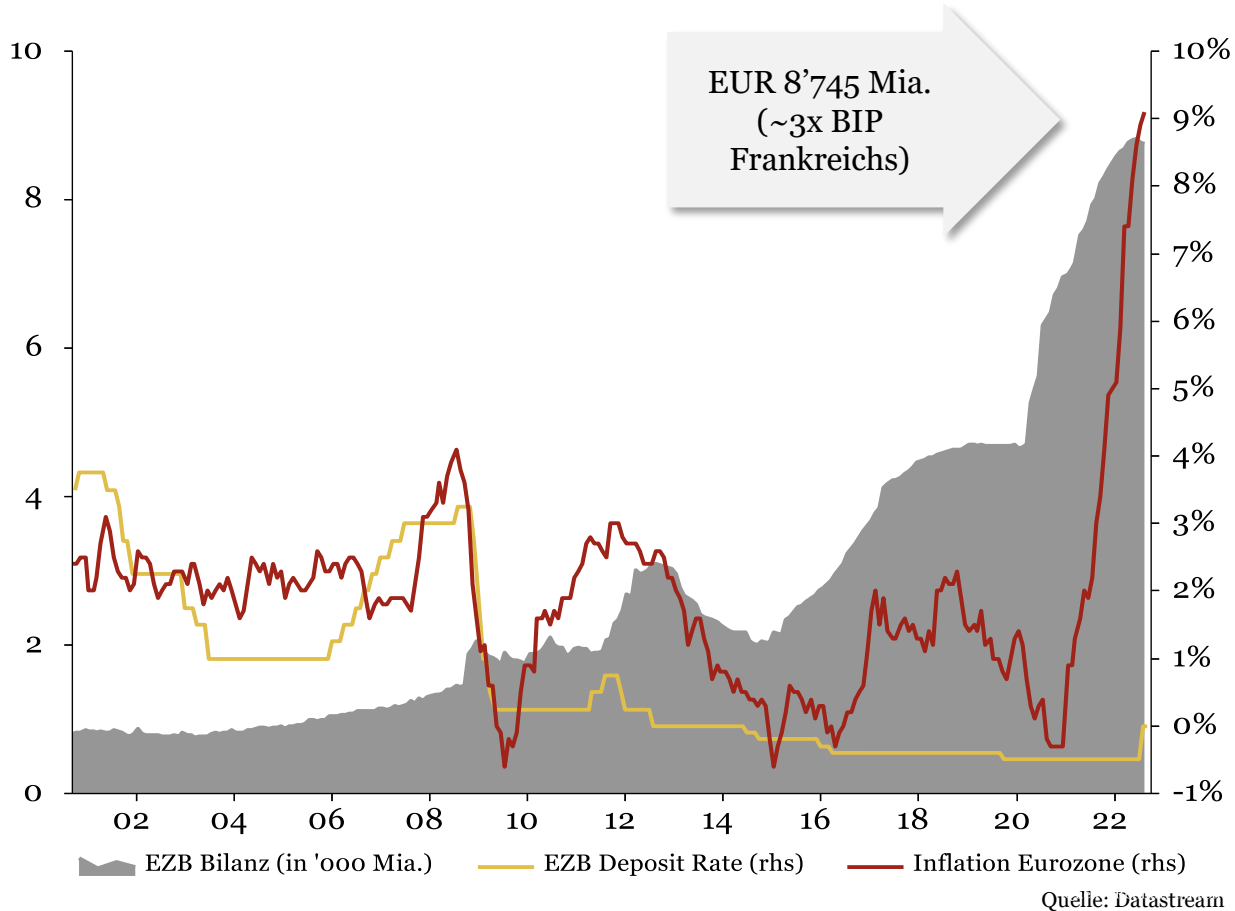


Blasenbildungen in Aktien-, Bond-, Immobilien und Rohstoffmärkten



Geldpolitik: Hektische Rückkehr zur Normalität

Geldpolitik: Zeit den Hahn zuzudrehen



Kommentare

- Billiges Geld: seit 2008 die politisch verträglichste Lösung zur Krisenbewältigung
- Künstlich tiefe Preise und billige Kredite stimulierten Konsum und schützten Arbeitsplätze
- Rezessionen wurden verkürzt und Kreditausfälle verharrten auf tiefem Niveau
- **Aber:** Staat und Notenbanken manipulieren Preise und steuern Nachfrage künstlich
- Tiefe Zinsen und hohe Liquidität sorgen seit der Finanzkrise für Exzesse

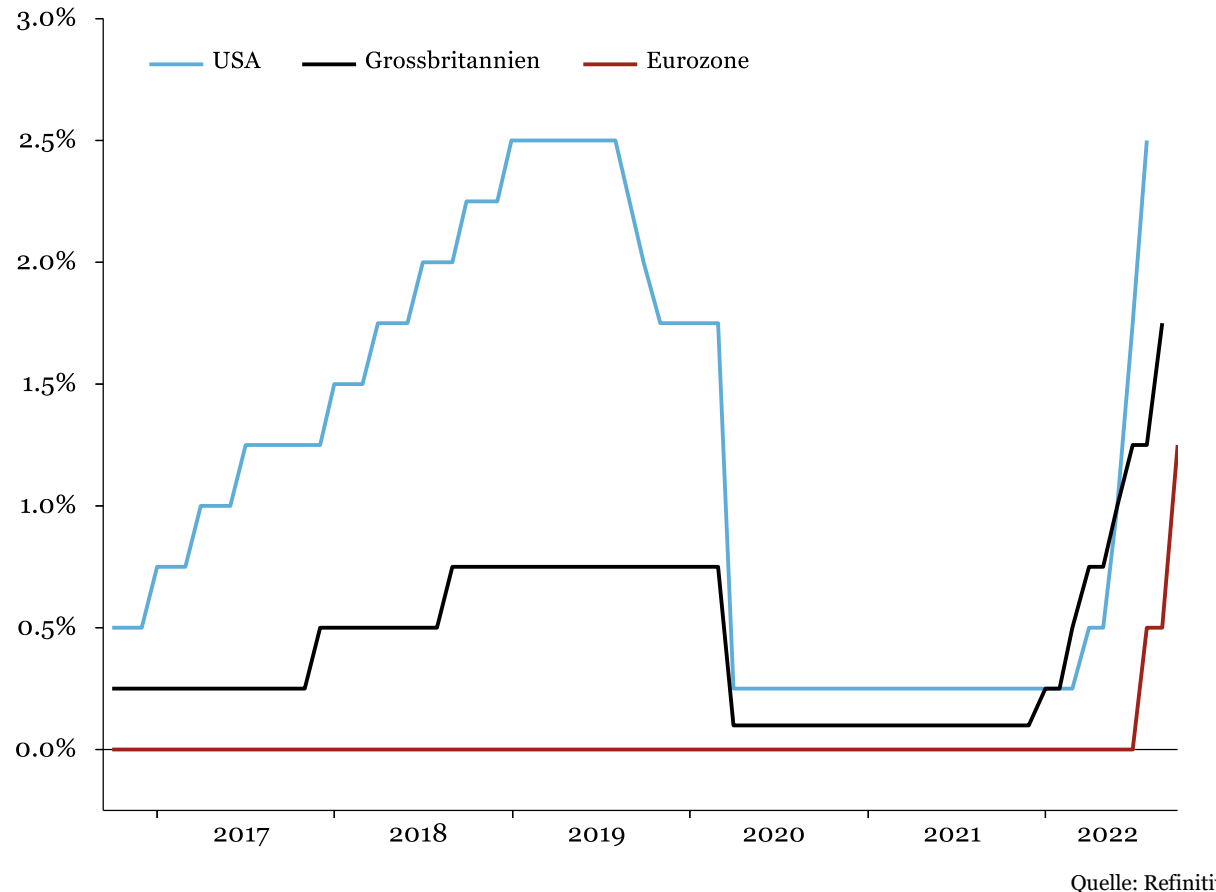
Fazit

- Markanter Anstieg der Inflation zwingt Notenbanken zum schnellen Handeln und zur Rückbesinnung auf traditionelles Mandat (Preisstabilität)
- Geldpolitik verliert ihre Wirkung bzw. befeuert Inflation und soziale Unzufriedenheit (Ersparnis verdunstet)



Industrienationen: Reaktion der Zentralbanken

Leitzinsen: «Überraschungen» erzwingen drastische Schritte



Kommentare

- Die grossen Notenbanken (Fed, EZB, BoE) reagierten zu spät auf die Inflation und waren zu lange mit der Begleitung der post-pandemischen Erholung beschäftigt
- Dies führte zu drastischen Zinsschritten bei BoE und Fed, während die EZB lange zauderte
- Sollte sich die Inflationsspitze wie erhofft abzeichnen (USA), ist mit moderateren Schritten zu rechnen
- Höhere Zinsen = stärkere Währung, was wiederum die importierte Inflation dämmt

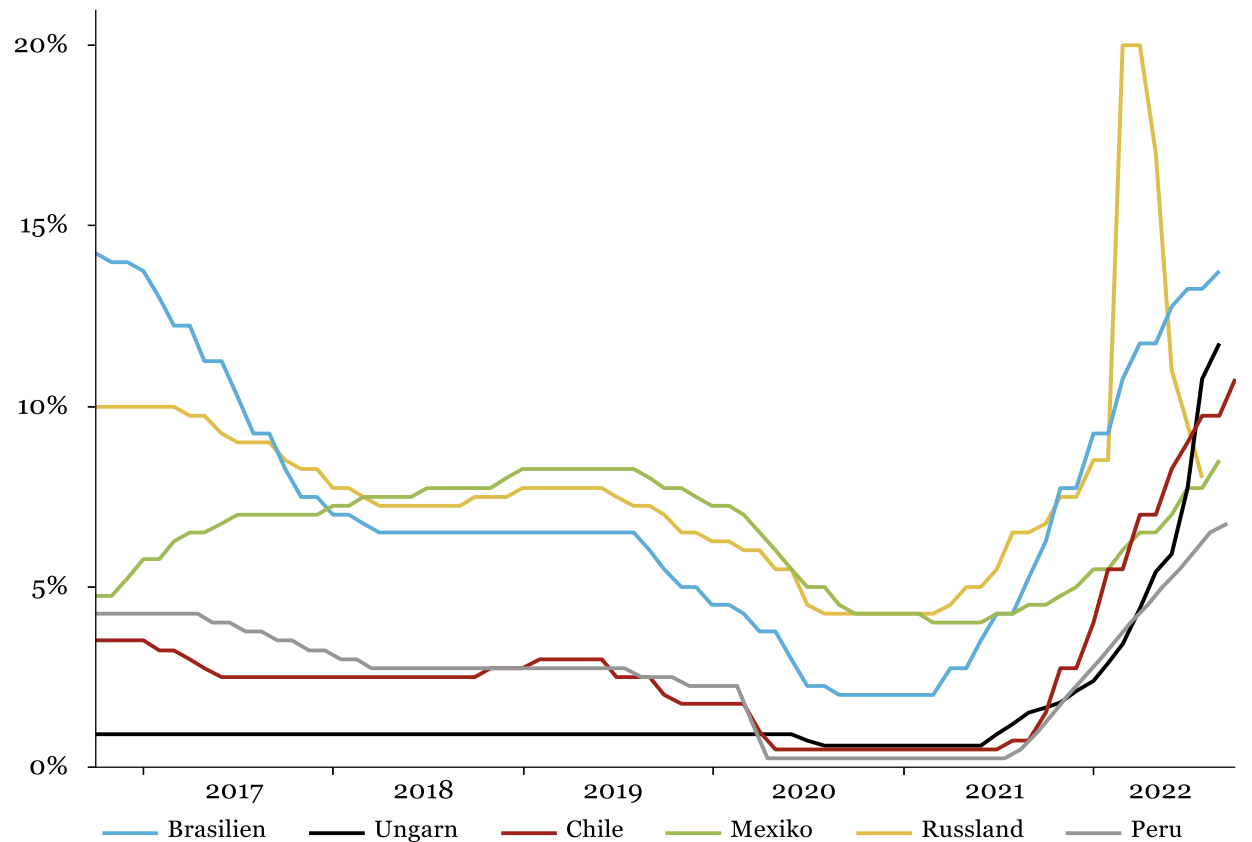
Fazit

- Notenbanken emanzipieren sich und wollen Flexibilität für zukünftige Schocks schaffen
- EZB: Offizielles Mandat (Preisstabilität) versus «Kleister», der die Union zusammenhält
- Zielkonflikt: Inflation senken vs. überschuldete Staaten stützen



Schwellenländer: Reaktion der Zentralbanken

Leitzinsen: Schwellenländer reagierten früher und entschiedener



Quelle: Refinitiv

Kommentare

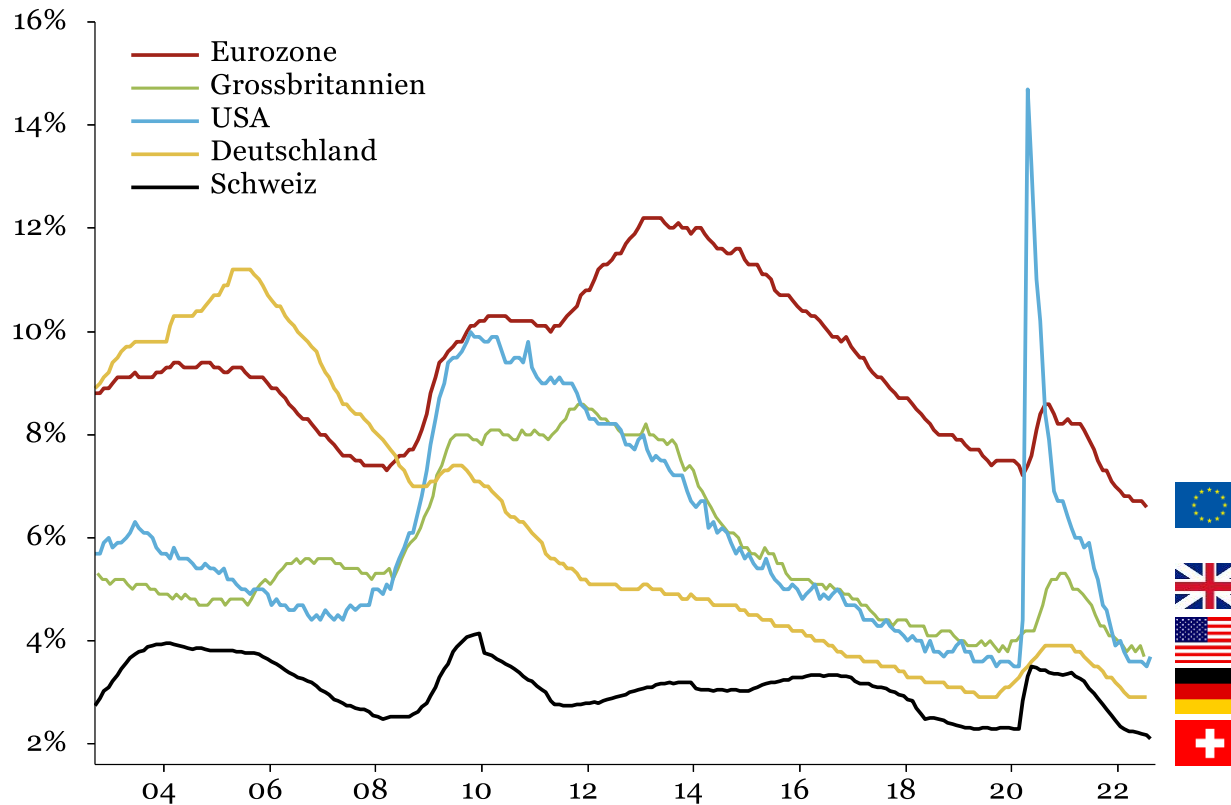
- Ein Grossteil der Zentralbanken der Schwellenländer, welche mit einer höheren Inflation konfrontiert sind, haben im Gegensatz zu den Industrienationen bereits viel früher die Geldpolitik gestrafft
- Brasilien war dem Fed 15 Monate voraus
- Die Glaubwürdigkeit vieler Notenbanken in den Schwellenländern hat sich verbessert
- In Europa koppeln sich Länder mit eigenen Währungen geldpolitisch von der Eurozone ab (Ungarn, Tschechien, Polen)

Fazit

- Proaktiveres und mandatkonformes Vorgehen der Zentralbanken in Schwellenländern
- Geldpolitik kann Probleme in Lieferketten und an Rohstoffmärkten nicht lösen, sondern lediglich die Nachfrage drosseln

Arbeitsmärkte: Wirtschaftszyklus geknackt

Arbeitslosenquote: Überhitzte Arbeitsmärkte befeuern Inflation



Quelle: Datastream, 2022

Kommentare

- Die hohe Nachfrage nach Arbeitskräften hat die Wirtschaft bisher von einer markanten Abschwächung isoliert
- In der langfristigen Betrachtung muten die Arbeitslosenzahlen zu gut an, um wahr zu sein
- Der Umstand, dass in vielen Ländern trotz Pandemie und Rezessionsängsten eine Vollbeschäftigung indiziert ist, werten wir als deutliches Überhitzungsanzeichen
- Diese Anomalie ist entweder auf die offenen Geldschleusen oder «smarte» Politik zurückzuführen
- Vollbeschäftigung und tiefe Zinsen befeuern Assetblasen

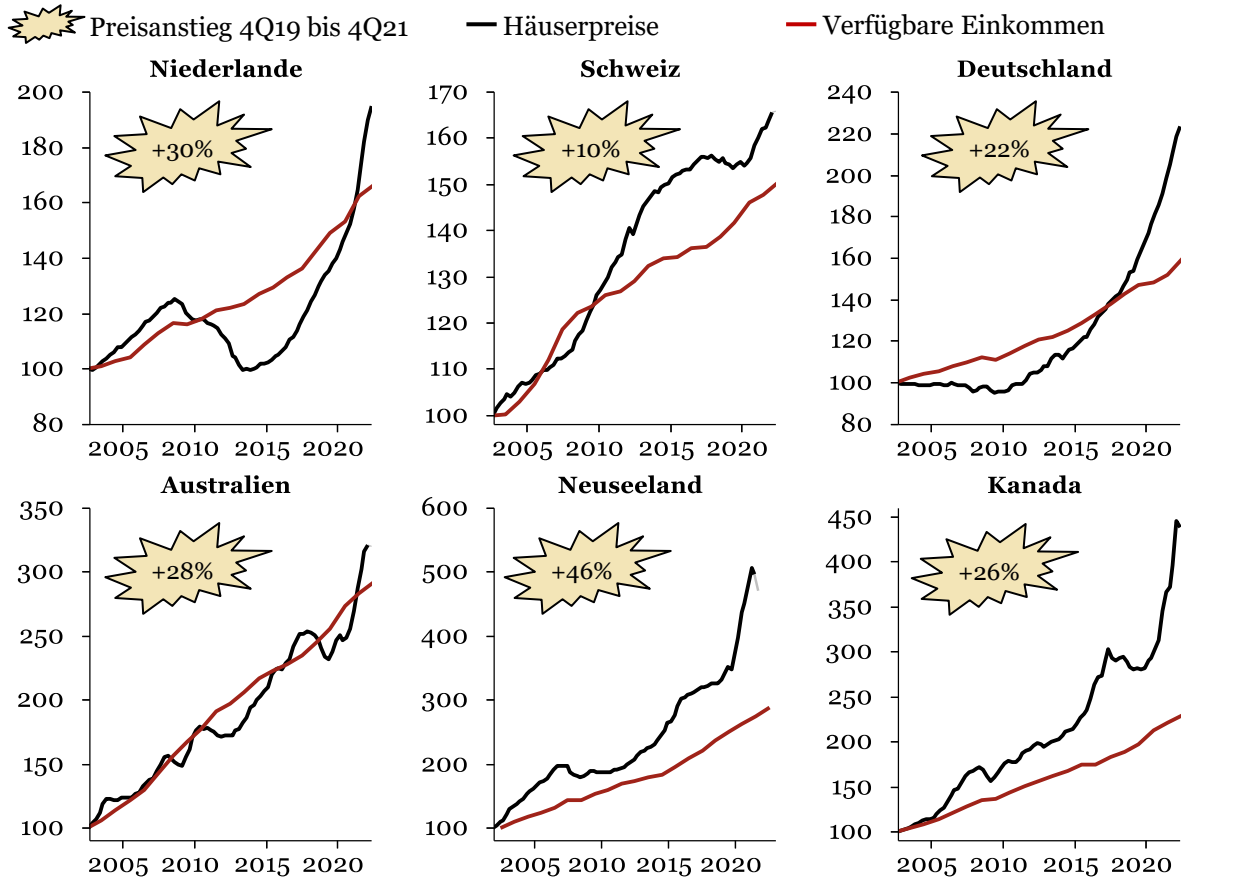
Fazit

- Hohe Inflation und tiefe Arbeitslosigkeit sind zuverlässige Vorboten einer Rezession
- Die Hoffnung der Notenbanken, die Inflation ohne eine Korrektur der Arbeitsmärkte unter Kontrolle zu bringen ist illusorisch



Immobilien: Symptomatisch für geldpolitische Exzesse

Häusermärkte: Beschleunigung des Preisanstiegs trotz Pandemie



Quelle: Datastream, I-CV

Kommentare

- Eigenheimbesitzer profitierten von einem Jahrzehnt ultratiefer Zinsen, was einen globalen Boom bei Häuserpreisen auslöste
- Ungeachtet der Pandemie haben sich Hauspreise und Hypothekarkredite weiter vom Rest der Wirtschaft und der Einkommen abgekoppelt

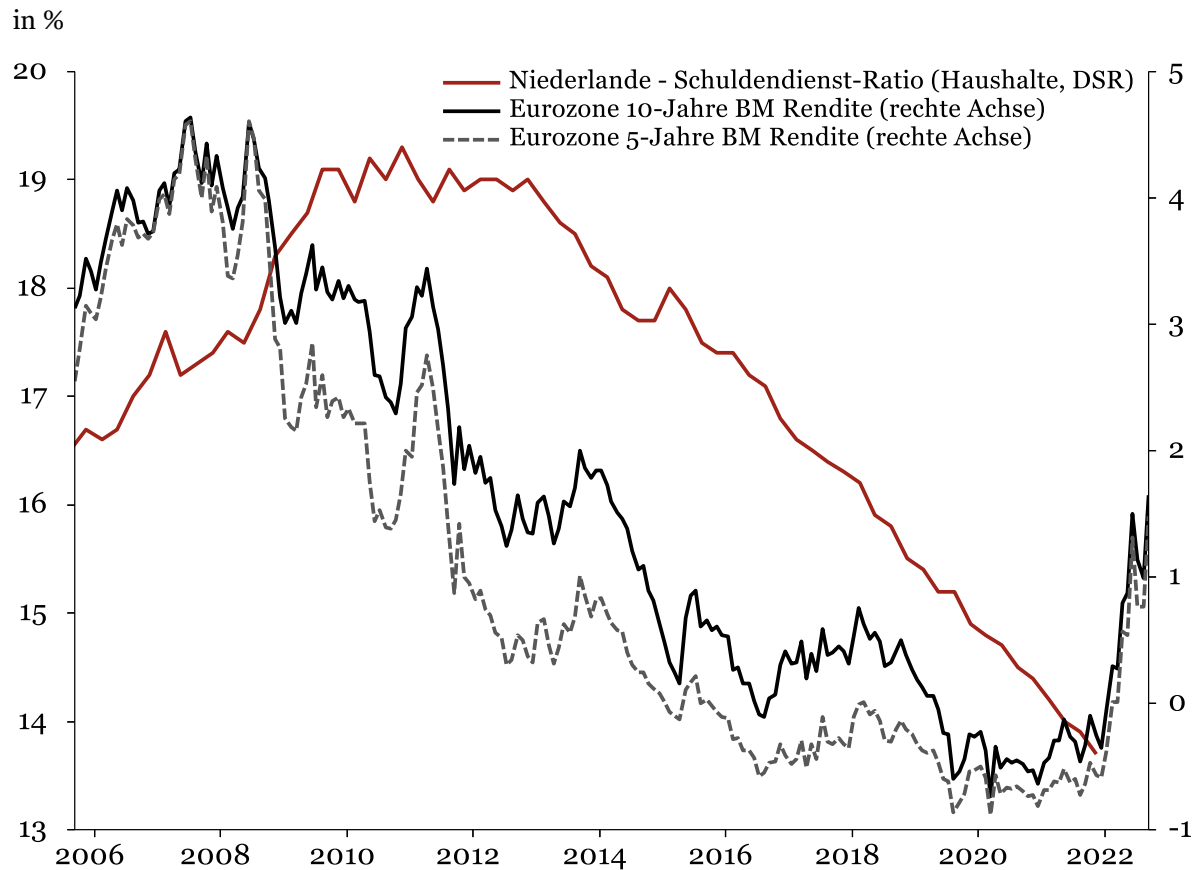
Fazit

- Lange Phase starker Preisanstiege nicht durch Volkswirtschaft und Demografie erklärbar, sondern durch Geldpolitik, Konjunkturpakete und Kreditmoralien begünstigt
- Eine Abkühlung der überhitzten Häusermärkte ist absehbar und wird die Konsumlaune weiter dämpfen



Immobilien: Zinsen & Umfeld läuten Trendwende ein

Fallbeispiel Niederlande: Schuldendienst-Ratio der Haushalte (DSR)



Quelle: BIS, Datastream

Kommentare

- Debt Service Ratio (DSR) misst Zinszahlungen plus Amortisationen im Verhältnis zum Einkommen der Haushalte – also die Tragbarkeit

$$\frac{\text{Schuldzinsen plus Amortisationen}}{\text{Einkommen}}$$

- Am Beispiel der Niederlande ist ersichtlich, dass der Schuldendienst historisch noch nie so tief war

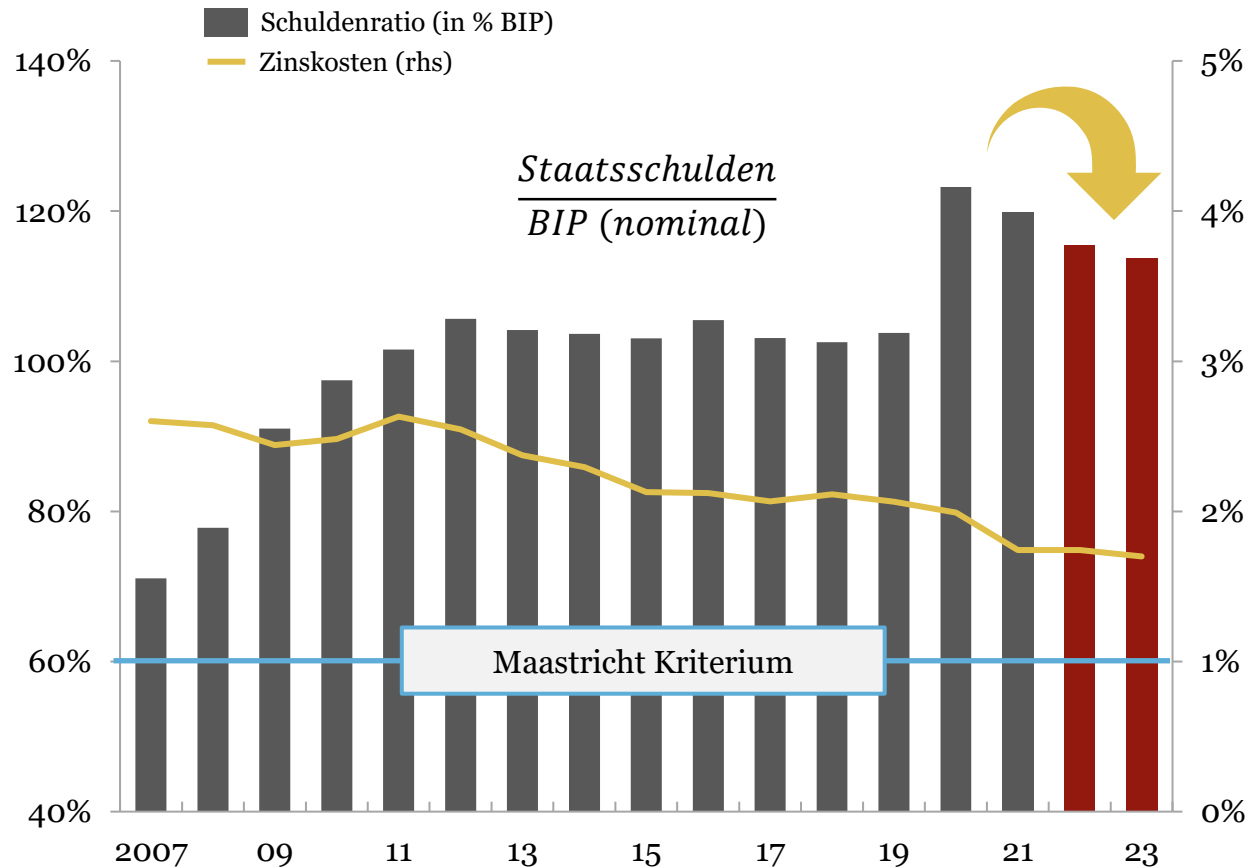
Fazit

- Steigende Zinsen und Amortisationen schlagen sich im Zähler nieder
- Bei Volkswirtschaften mit hohem Anteil variabler Hypotheken überträgt sich der Effekt schneller
- Eine Korrektur der Preise könnte höhere Amortisationen erfordern
- Das inflationäre Umfeld sowie eine mögliche konjunkturelle Abkühlung schmälert das Einkommen (Nenner)



Staatsverschuldung: Inflation verbessert Schuldenratio

Industrienationen: Positive Dynamik dank Inflation



Quelle: IWF FM April 2022; I-CV Schätzungen

Kommentare

- Zinsen wurden langfristig auf historischen Tiefstwerten fixiert
- Die Pandemie katapultierte die Schuldenratios der Staaten auf neue Höchststände
- Die seit 2020 rückläufigen Schuldenquoten widerspiegeln die Erholung von der Pandemie (BIP) sowie (positive) Inflationseffekte
- Kombination von hohem nominalem Wachstum (Inflation) und historisch tiefen Zinskosten führt zu sinkenden Schuldenratios
- Negativer Einfluss von tieferem Realwachstum (verunsicherte Unternehmen und Haushalte) und restriktiverer Geldpolitik (noch) minimal

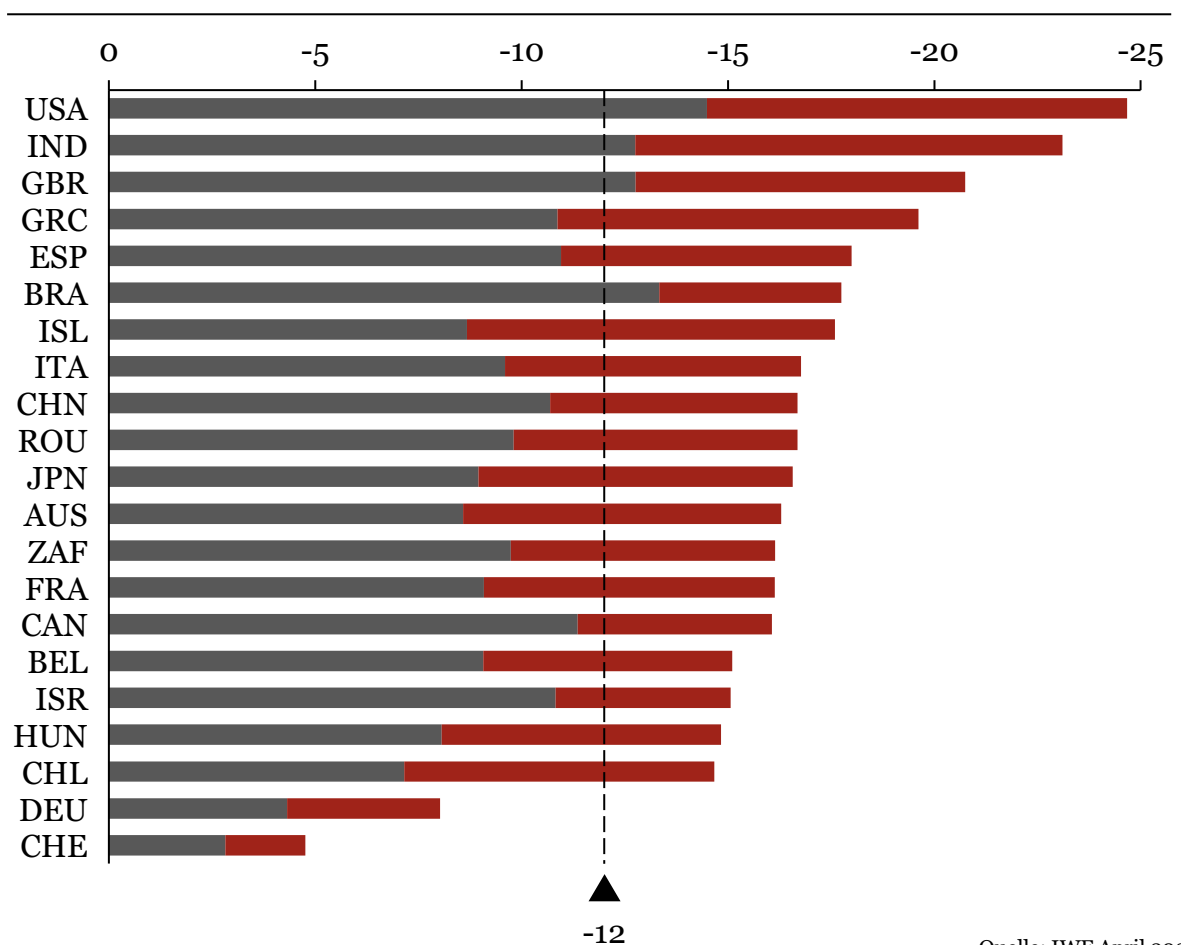
Fazit

- Die hohe Teuerung belastet zwar Haushalte und Unternehmen schrumpft aber kurzfristig Defizite und Schuldenratios der Staaten
- Höhere Finanzierungskosten werden erst mit Verzögerung den Haushalt belasten



Staatshaushalt: Programme entschärfen Pandemie...

Kumulative Staatsdefizite 2020-2021 (in % des BIP)



Quelle: IWF April 2022

Kommentare

- Hohe Transfers an Haushalte und Unternehmen (Kurzarbeit, Soforthilfen, Steuerreduktionen, etc.) und Stimulusmassnahmen schirmten Unternehmen und Haushalte ab, rissen aber grosse Löcher in die Staatshaushalte
- Die Pandemie schlug in Europa allein mit EUR 2'000 Mia. zu Buche und katapultierte die Schuldenratios auf neue Höchststände
- USA: kumulatives Defizit (2020/21) von USD 5'400 Mia.
- Sondermassnahmen tragen zur anhalten Nachfrage der Konsumenten und zur Inflation bei

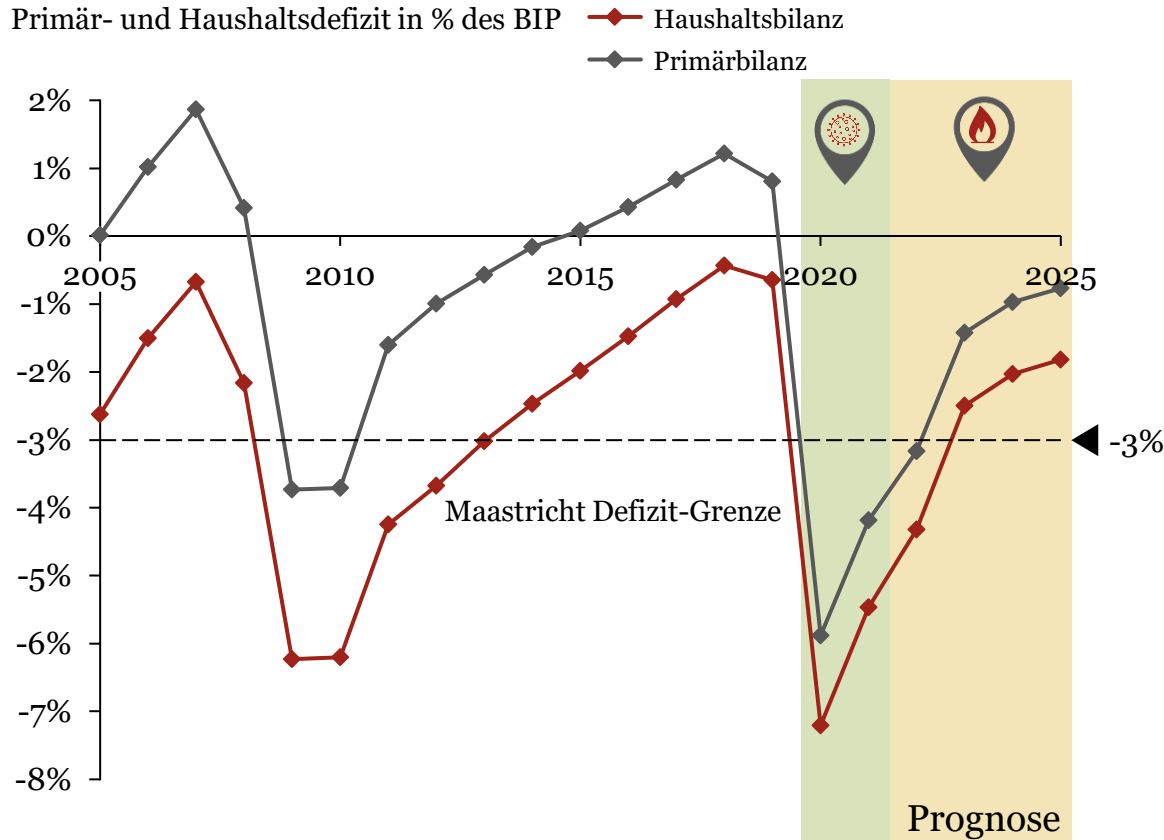
Fazit

- Schulden steigen schneller als Wirtschaftsleistung (BIP)
- Höhere Steuern und Abgaben in der Zukunft
- Schulden müssen prolongiert werden, was die Regierung auf die Probe stellt (Italien)



Staatshaushalt: ...aber werden zur Dauerbelastung

Beispiel Europa: 2020 und 2021 mit hohen Defiziten



Kommentare

- Pandemiemaßnahmen belasteten Staatshaushalte 2020 und 2021
- Die Prognosen zeigen zwar eine graduelle Verbesserung mit rückläufigen Defiziten in Erwartung, dass Massnahmen aufgehoben werden
- Negative Effekte der Inflation machen sich erst verzögert im Staatshaushalt bemerkbar, da Einnahmen zuerst schneller ansteigen als Ausgaben
- Viele Staaten haben wiederum Massnahmen eingeleitet, um Haushalte und Unternehmen von steigenden Preisen abzusichern (Subventionen, tiefere Steuern und Zölle, Mittel für verletzte Haushalte)

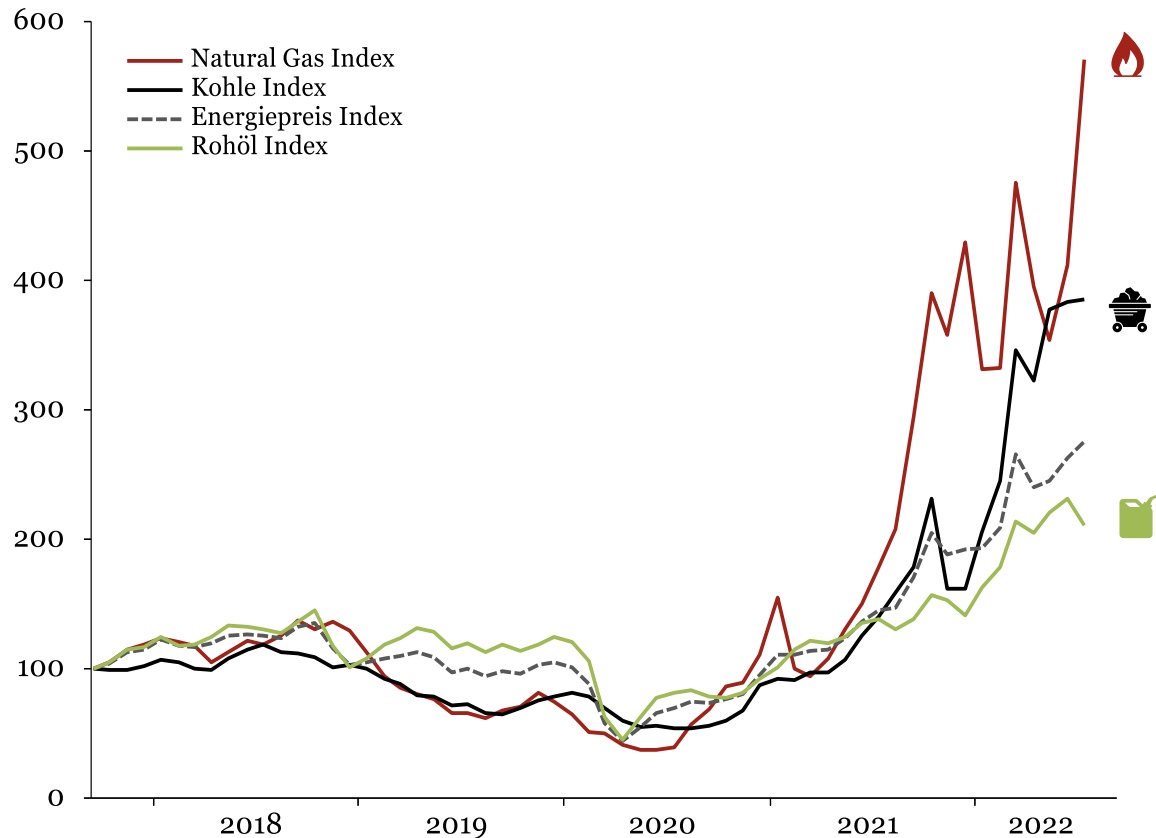
Fazit

- Wir erwarten Belastungen der Staatshaushalte durch diese «temporäre» Sondermassnahmen sowie alte und neue Herausforderungen (Demografie, Rüstung, Energie, Gesundheit, etc.)
- Der Spielraum bleibt gering – die Prognosen sind zu optimistisch



Transmissionsmedium: Energiepreise

Energiepreise als zentraler Inflationstreiber (indexiert; 2017=100)



Quelle: IWF Commodity Database

Kommentar

- Russland ist für 40% der europäischen Gasimporte verantwortlich
- Der Lieferstopp über die Nord Stream 1 Pipeline sorgt für grosse Verunsicherung und treibt Preise für fossile Energieträger und Elektrizität in die Höhe
- Haushalte sehen sich höheren Kosten für Strom und Wärme gegenüber
- Produktionskosten in der Industrie steigen an und belasten Marge
- Transportkosten wirken sich negativ auf Produktionskosten und Mobilität aus

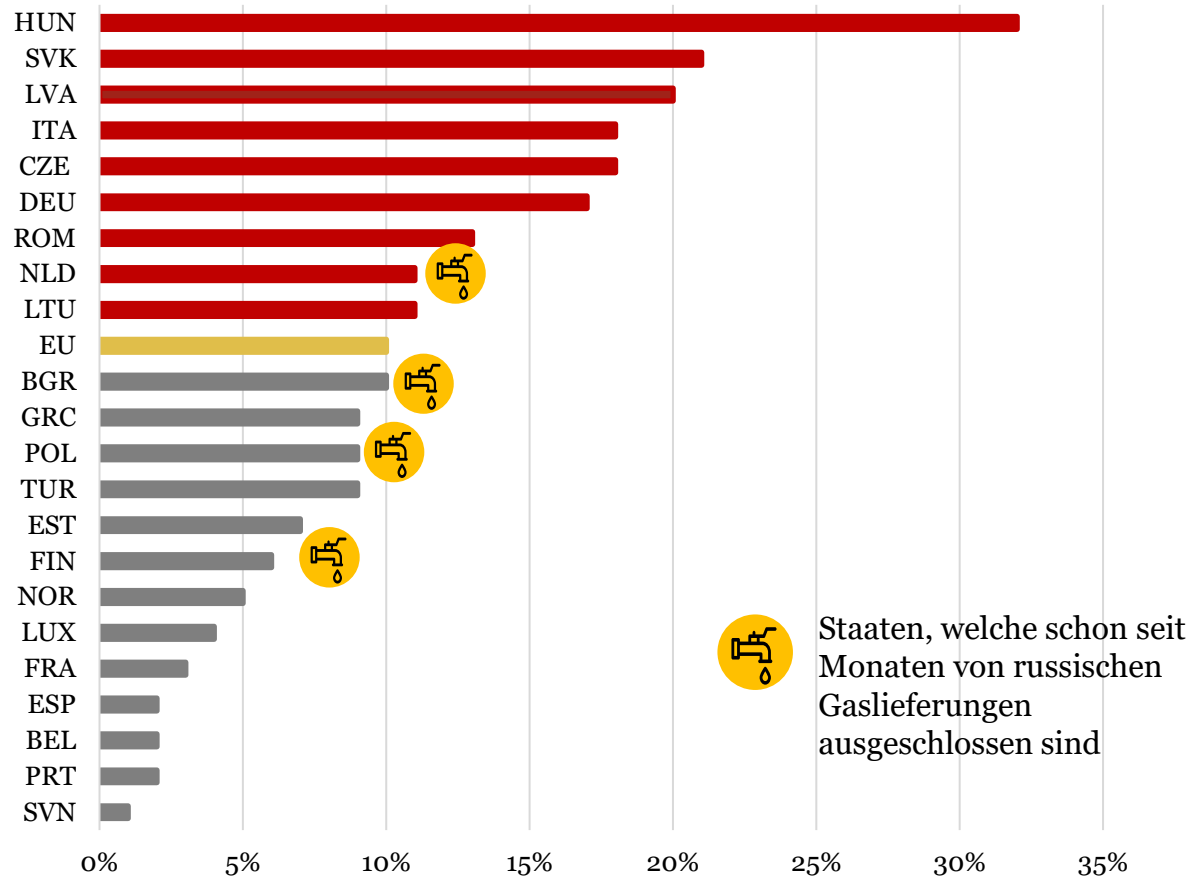
Fazit

- Der anhaltende Konflikt zwischen Russland und der Ukraine überträgt sich mittels Energiepreise auf die Weltwirtschaft
- **Haushalte:** Die verfügbaren Einkommen nehmen ab
- **Unternehmen:** Margendruck steigt an



Energiekrise als Rückkoppelung der Sanktionen

Anteil russisches Gas am Energiemix



Staaten, welche schon seit Monaten von russischen Gaslieferungen ausgeschlossen sind

Quelle: Eurostat, I-CV

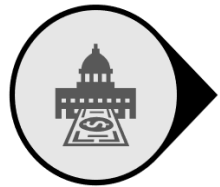
Kommentare

- Die EU bezog bis vor kurzem rund 40% der Erdgasimporte aus Russland
- In den vergangenen Monaten hat Russland die Gaslieferungen an mehrere EU-Staaten (Bulgarien, Finnland, Niederlande, Polen) unterbrochen, weil diese nicht in RUB bezahlten
- Inzwischen ist die Gaslieferung über Nord Stream 1 ganz zum Erliegen gekommen

Fazit

- Stark betroffen von der Einstellung russischer Gaslieferungen sind vor allem Länder mit hoher Industrieproduktion (Deutschland, Italien sowie zentral- und osteuropäische Länder)
- Die Erdgas-Lieferanten Norwegen und die Niederlande können jedoch die Lücke Russlands nicht füllen
- Alternativen (LNG) zu erschliessen kosten Zeit und Geld
- Verlust der Wettbewerbsfähigkeit

Altlasten und Störfaktoren überschatten Länderratings



Geldpolitik



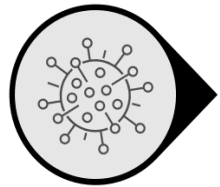
Arbeitsmärkte



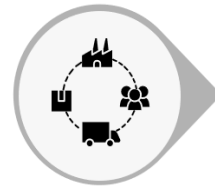
Asset Inflation



Staatsverschuldung



Pandemie



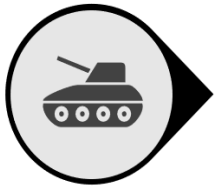
Lieferketten



Konsum



Unternehmen



Russland-Ukraine
Konflikt



Energie



Nahrungsmittel



Haushalte

Wirtschaftswachstum wird gebremst



Insolvenzen & Zahlungsausfälle steigen



Banken gehen gestärkt in die Krise



Politische Instabilitäten nehmen zu



Marktkräfte melden sich zurück

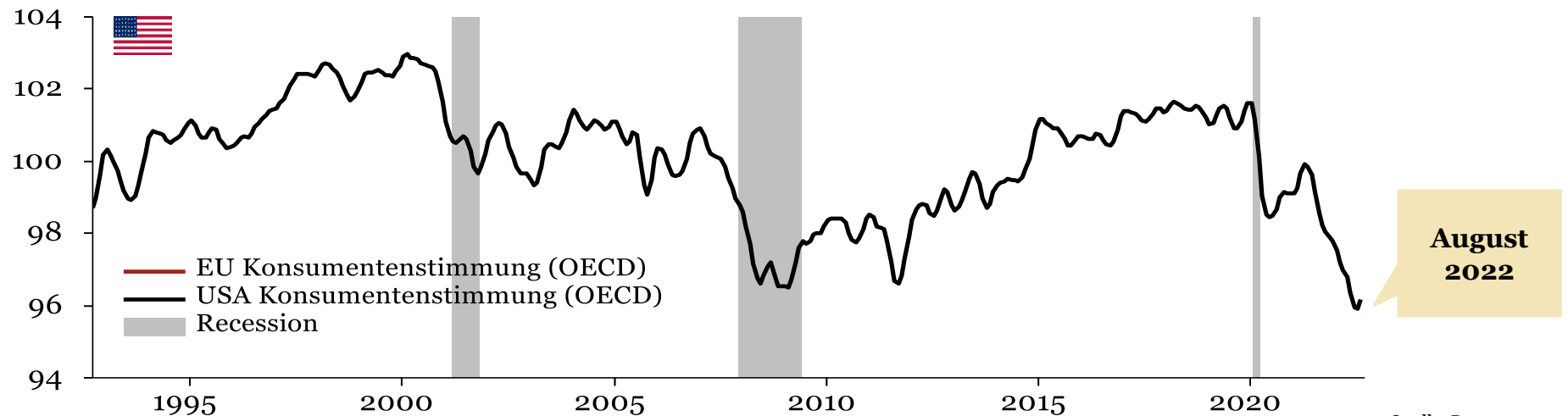
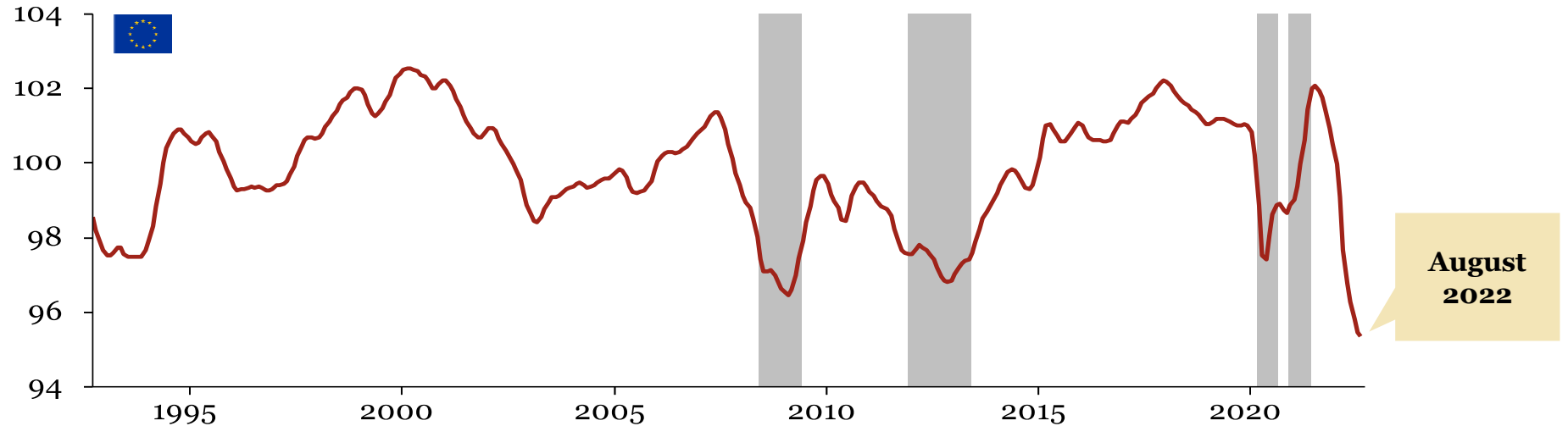


Druck auf Länderbonitäten





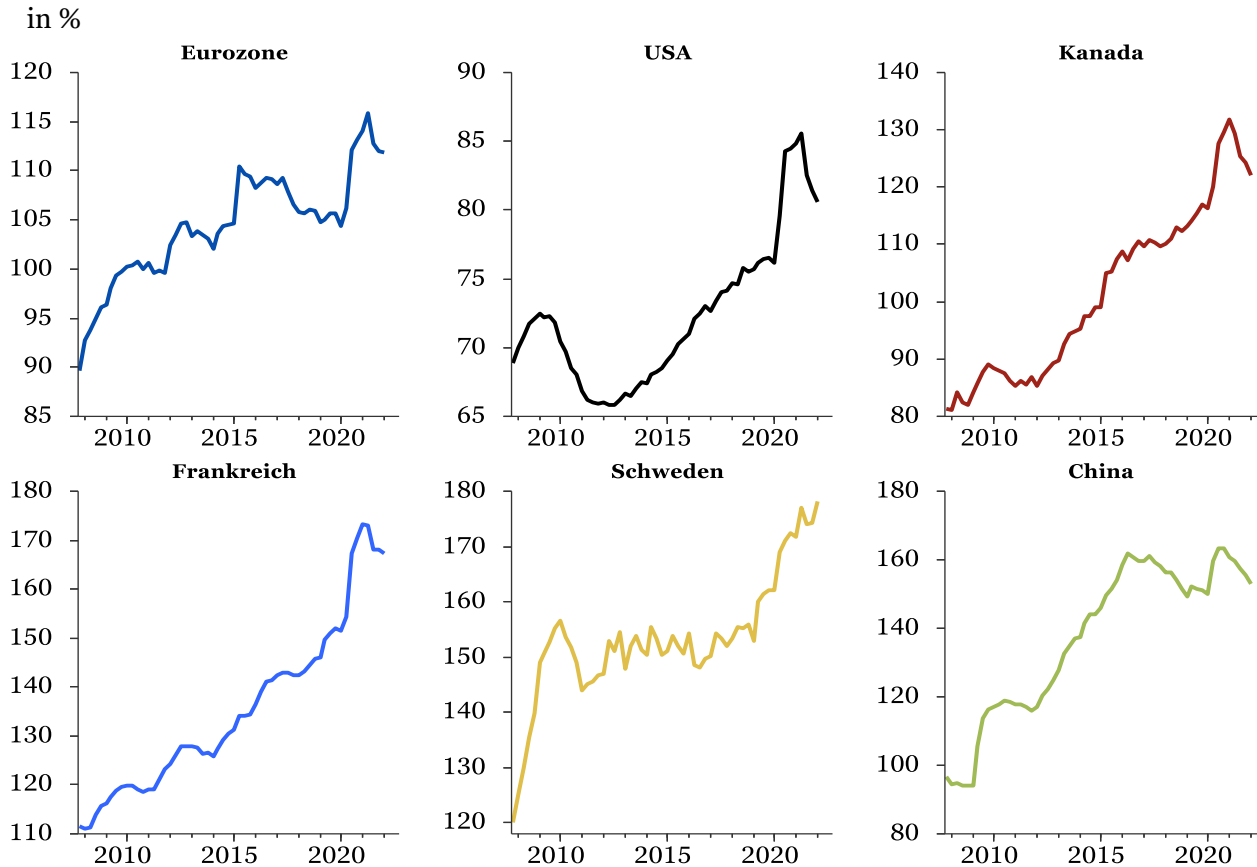
Wachstum: Konsumentenstimmung im Tief



Quelle: Datastream

Unternehmen: Verschuldung auf Höchstständen

Kredite an Unternehmen (ex-Financials) zum BIP



Quelle: BIS

Kommentar

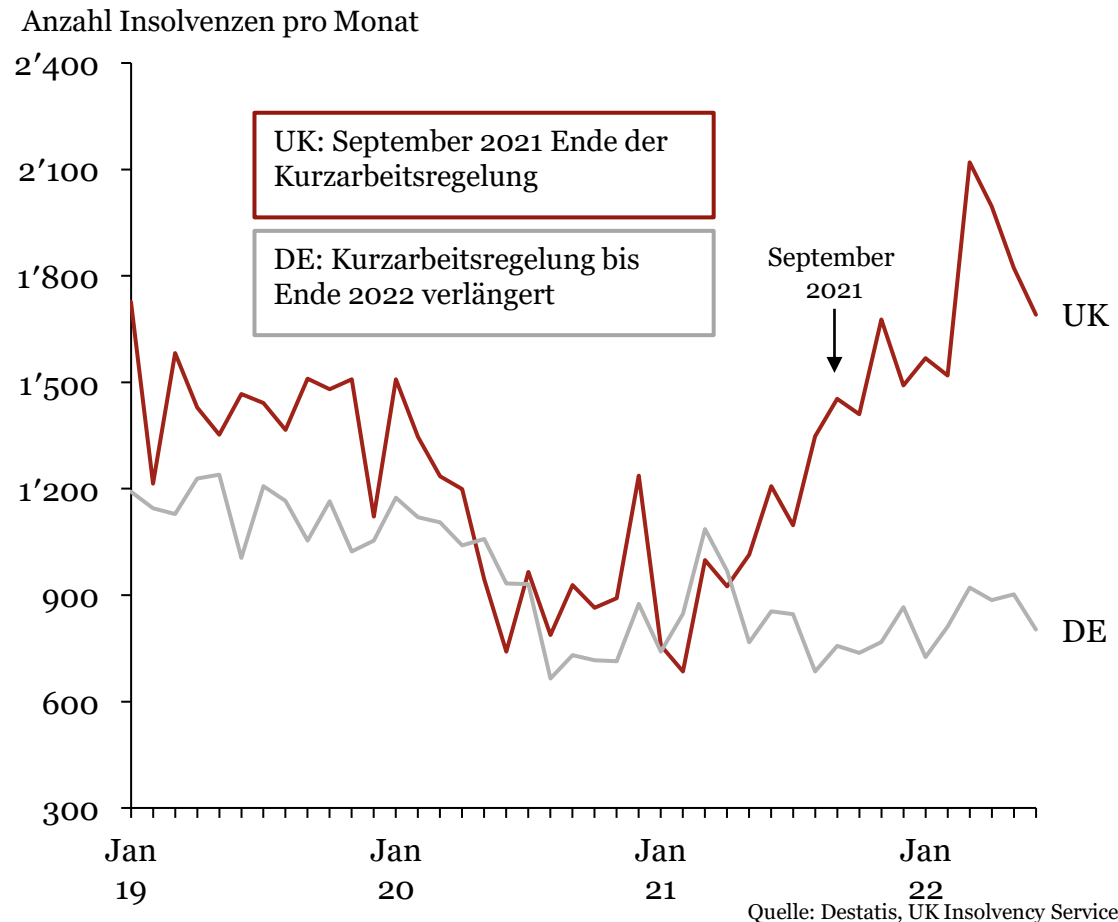
- Auch die Unternehmen lebten in Saus und Braus
- Die Verschuldung der Unternehmen stieg, befeuert durch billiges Geld, im Verhältnis zum BIP seit 2008 rasant an
- Die Gelder flossen nicht in Investitionen, sondern oft in die Aktionärspflege
- Auffällig sind die USA, Kanada aber auch Frankreich
- **China:** die Verschuldung zum GDP ist inzwischen doppelt so hoch wie in den USA (!!)

Fazit

- Hochverschuldete Unternehmen sind bei makroökonomischen Veränderungen weniger widerstandsfähig
- Sinkende Umsätze und schrumpfende Margen setzen Kreditprofile und Ratings unter Druck
- Defaults oder erneute Bail-outs

Unternehmen: Wenig Insolvenzen, viele Zombies

Insolvenzen: Abhängig von Arbeitsmarktmaßnahmen



Kommentar

- **Definition:** Zombieunternehmen verdienen zu wenig, um ihre Zinskosten decken zu können (Interest Coverage Ratio <1.0x)
- Das Fed schätzt den Anteil der Zombies auf 9% aller gelisteten Unternehmen. Andere Schätzungen gehen global von bis 30% aus
- Die Zombies haben lange von tiefen Zinsen und staatlichen Unterstützungsmassnahmen profitiert (Moratorien auf Darlehen, Hypotheken, Insolvenzverfahren, etc.)
- Aktiven und Personal werden blockiert, welche in kompetitiven Märkten von dynamischen Teilnehmern absorbiert worden wären – Inflationstreiber
- Kombination aus rückläufiger Nachfrage sowie höheren Zins- und Inputkosten bringt verschuldete Unternehmen in die Bredouille und belastet Cash Flows (Ausfälle)

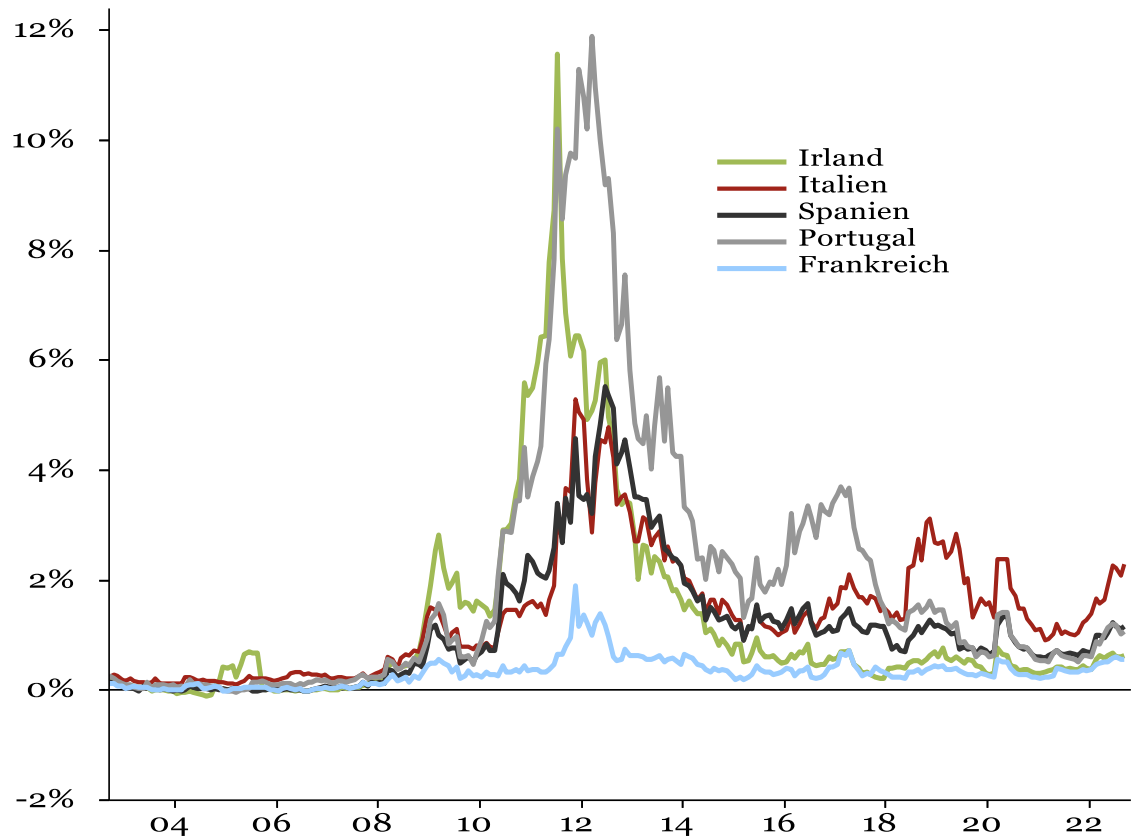
Fazit

- Falls Staaten nicht weiter mit Unterstützungsprogrammen vorpreschen, könnte sich eine Normalisierung in Europa einstellen



Marktkräfte erwachen zum Leben

Entwicklung der Risikoprämien in der Peripherie Europas



Quelle: Refinitiv

Kommentare

- Höhere Leitzinsen, die Beendigung von pandemiebedingten Notfallprogrammen (Asset Käufen), langsames Wachstum sowie eine generell höhere Verschuldung hat die Märkte beunruhigt und zu einer Spreadausweitung geführt
- Steigende Zinsen und schwächeres Wachstum sind ein schlechter Mix und werfen Fragen über die Nachhaltigkeit der Schulden auf
- Anleihenrenditen hochverschuldeter Staaten reflektieren die Skepsis der Anleger

Fazit

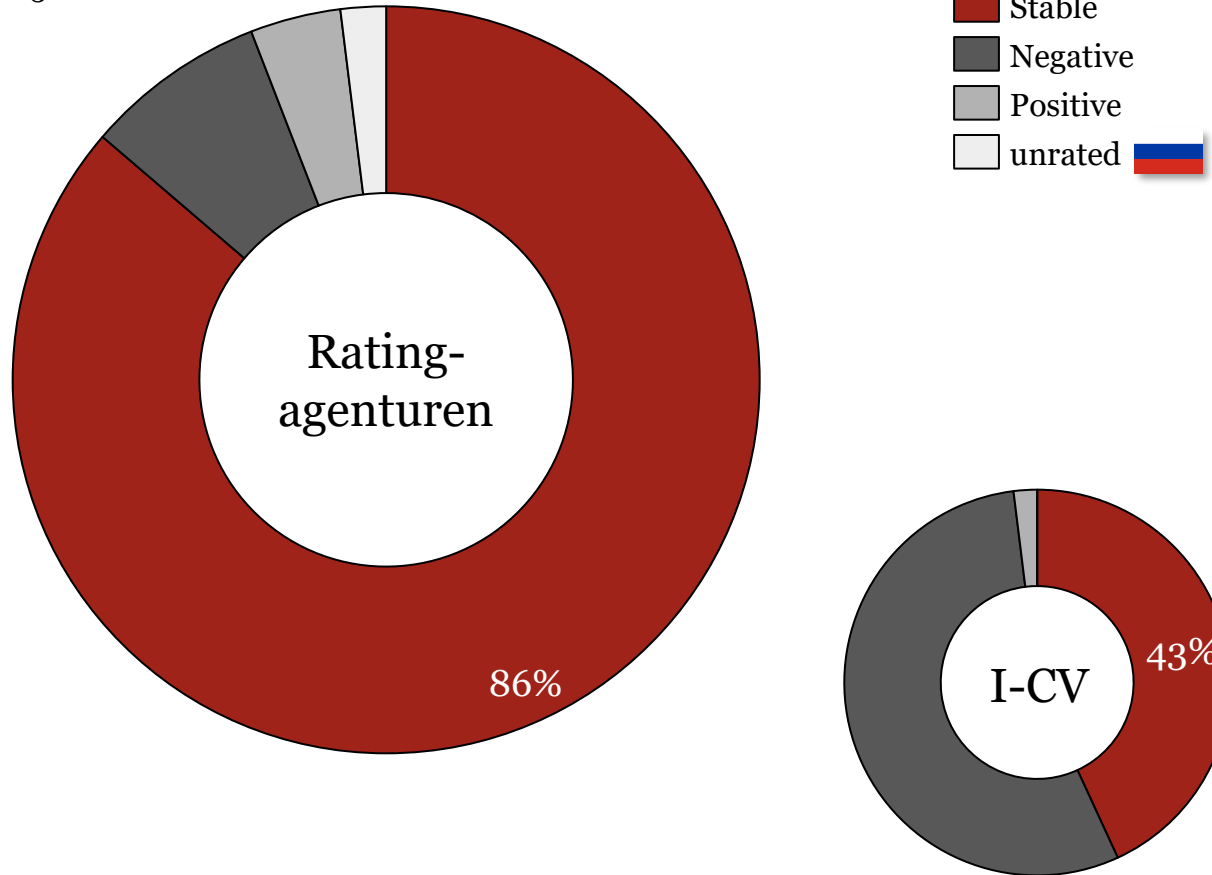
- Die restriktive Geldpolitik entzieht dem fragilen System Sauerstoff und führt zu einer Risikoneueinschätzung
- Die EZB reagiert mit neuem Instrument, dessen Wirksamkeit und Legalität aber erst noch erwiesen werden muss



Ratingagenturen: Der Ausblick ist «stabil»

Ratingausblicke der Agenturen vermitteln einen «stabilen» Eindruck

n=51



Quelle: Ratingagenturen, I-CV, September 2022

Stabiles Umfeld?

- Hohe Inflation
- Drastische Zinsschritte
- Geopolitische Spannungen
- Wachstumsabschwächung

Stabile Kreditprofile?

- Hohe Schulden
- Steigende Refinanzierungskosten
- Defizite: Kosten für Energiekrise und Abfederung der Lebenshaltungskosten

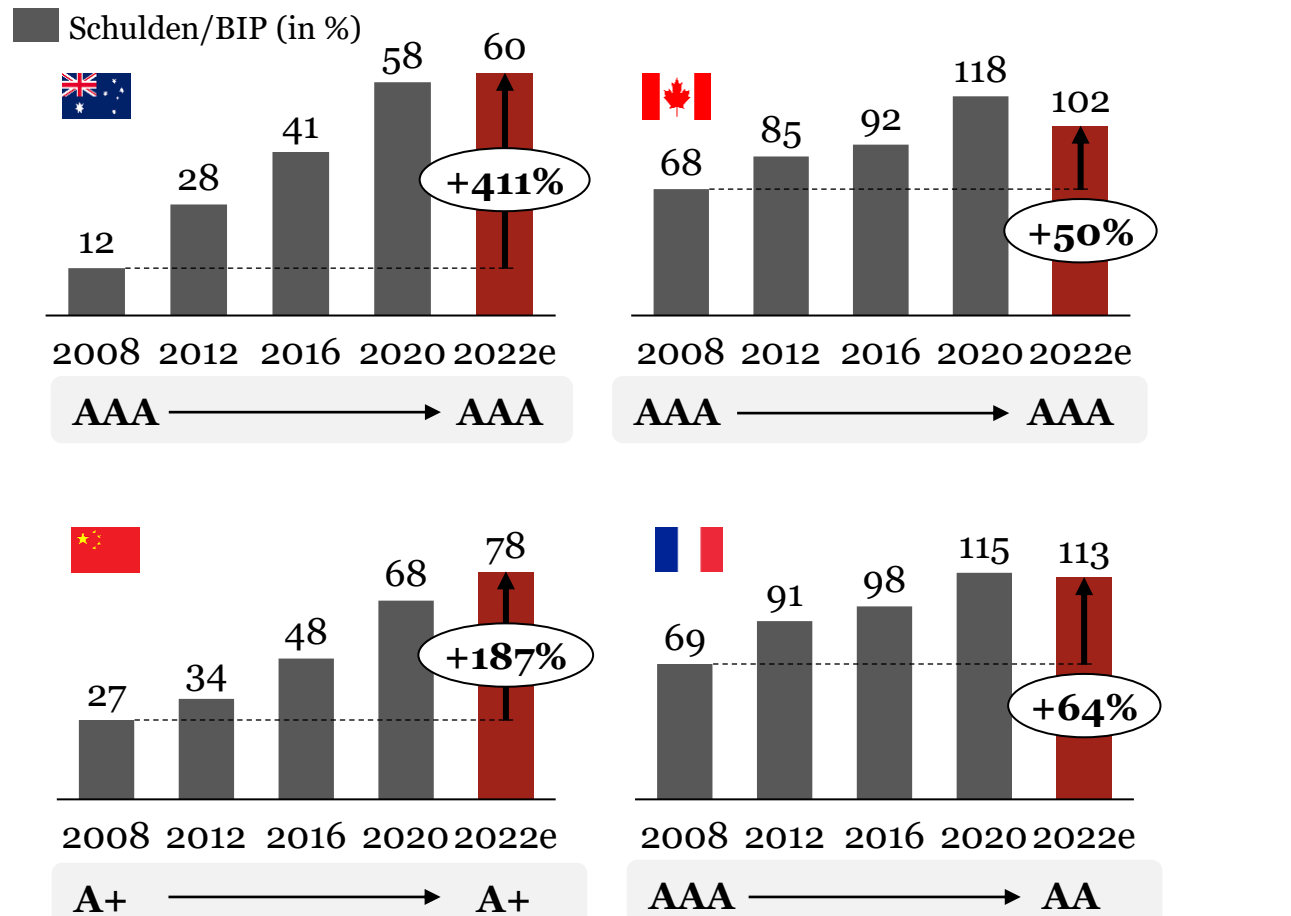
Stabilisierende Faktoren

- Tiefe Zinskosten
- Ausgedehnte Fälligkeitsprofile
- Erwartung von Geldern aus neuen Töpfen (Portugal 26% des BIP)



Entwicklung selektiver Länderratings

Schuldenratios und Agenturenratings im Mehrjahresvergleich



Quelle: Composite Ratings (Fitch, Moody's, S&P); IWF Daten

Kommentare

- Seit 2008 haben sich die Kreditkennzahlen der Staaten aufgrund zahlreicher Krisen und Unterstützungsmassnahmen abgeschwächt
- Am Beispiel der Schuldenratio (Staatsschulden/BIP) lässt sich der negative Trend illustrieren
- Die Schuldenratio steigt kontinuierlich an (Schulden wachsen schneller als Wirtschaft)
- Die Ratingeinstufungen der Agenturen verharren aber zu einem grossen Teil auf den bisherigen Niveaus

Fazit

- Agenturenratings unter politischem und/oder betriebswirtschaftlichem Druck (Länder-Ceilings)
- Verwässerung der Bonitätsrisiken
- Es droht ein Anpassungsschock



Länder im Bonitätsfokus

AAA

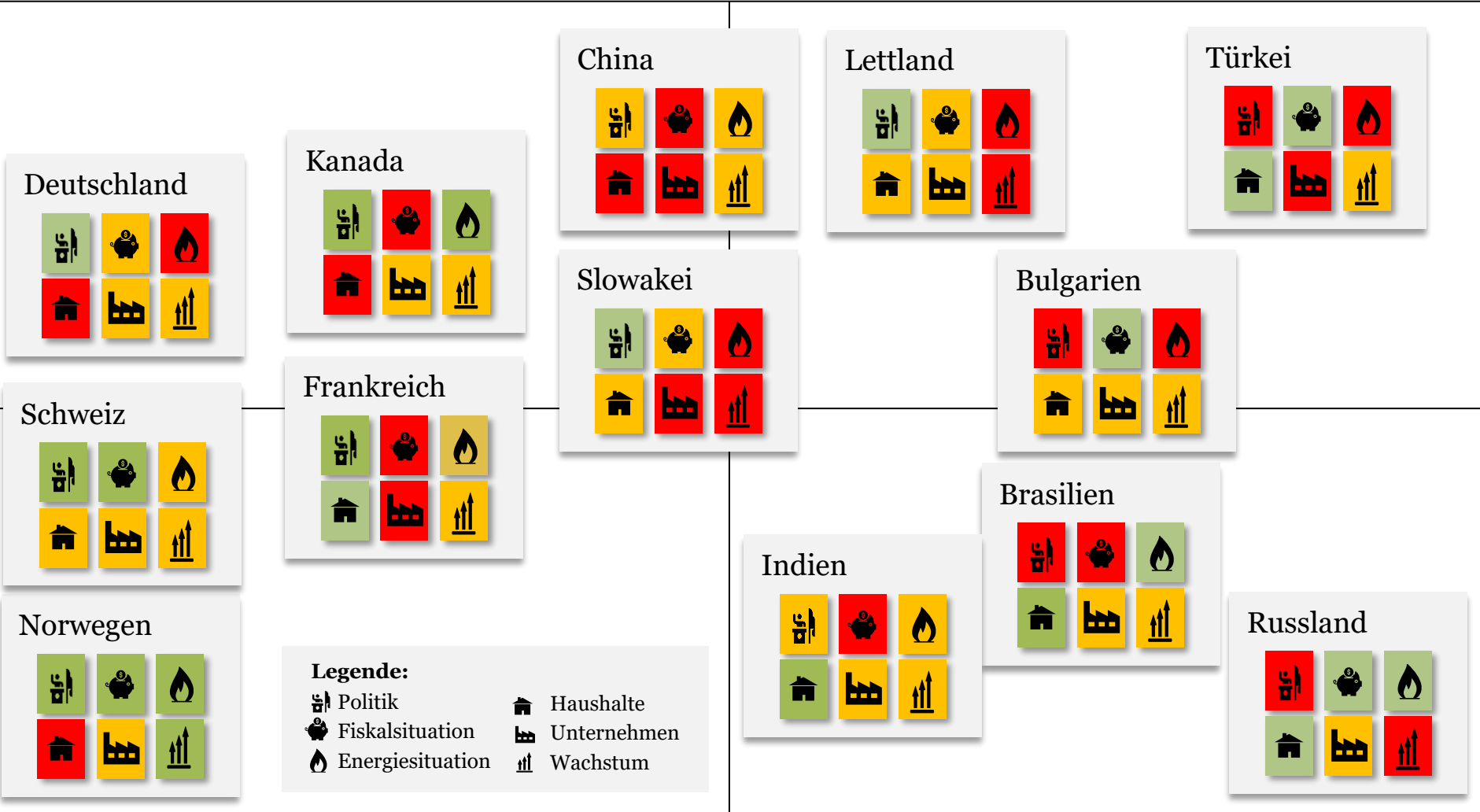
Bonität

CCC

hoch

Ratingdruck

tief



Quelle: I-CV, September 2022

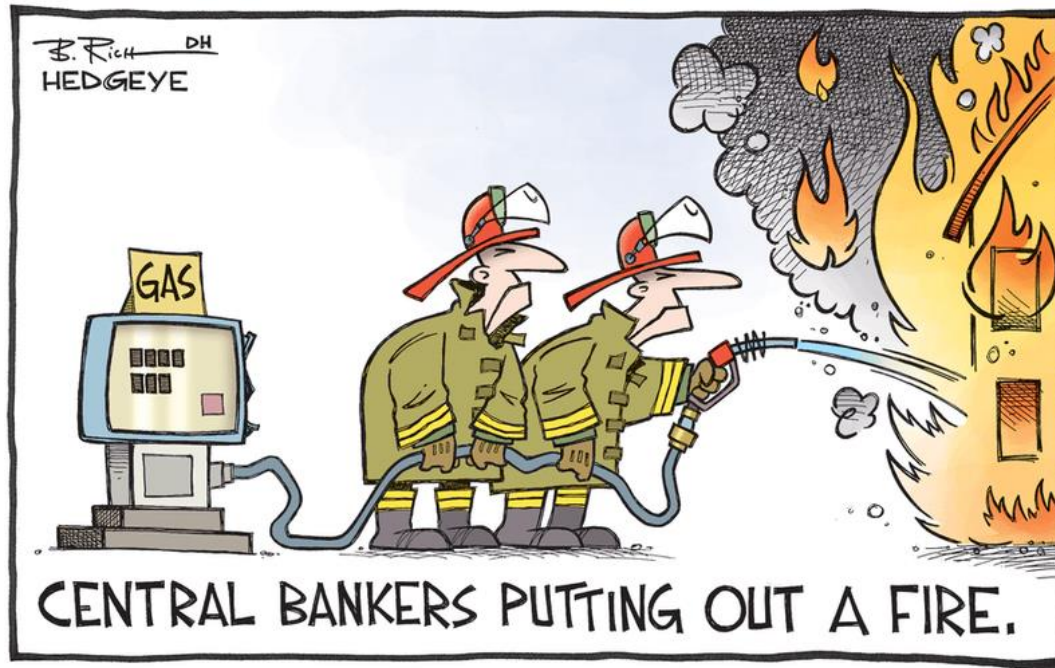


Ratingübersicht

Land	Ticker	ISO 3	I-CV Rating	Fundamentals
Australien	ACGB	AUS		
Belgien	BGB	BEL		
Brasilien	BRAZIL	BRA		
Bulgarien	BGARIA	BLG		
Chile	CHILE	CHL		
China	CHINA	CHN		
Dänemark	DGB	DNK		
Deutschland	DBR	DEU		
Estland	ESTONI	EST		
Finnland	RFGB	FIN		
Frankreich	FRTR	FRA		
Griechenland	GGB	GRC		
Grossbritannien	UKT	GBR		
Hongkong	HKGB	HKG		
Indien	IGB	IND		
Indonesien	INDON	IDN		
Irland	IRISH	IRL		
Island	ICELND	ISL		
Israel	ISRAEL	ISR		
Italien	BTPS	ITA		
Japan	JGB	JPN		
Kanada	CANADA	CAN		
Kolumbien	COLOM	COL		
Korea	KOREA	KOR		
Lettland	LATVIA	LVA		
Litauen	LITHUN	LTU		

Land	Ticker	ISO 3	I-CV Rating	Fundamentals
Luxembourg	LGB	LUX		
Malaysia	MALAYS	MYS		
Mexiko	MEX	MEX		
Neuseeland	NZGB	NZL		
Niederlande	NETHER	NLD		
Norwegen	NGB	NOR		
Österreich	RAGB	AUT		
Peru	PERU	PER		
Philippinen	PHILIP	PHL		
Polen	POLAND	POL		
Portugal	PGB	PRT		
Rumänien	ROMANI	ROM		
Russland	RUSSIA	RUS		
Schweden	SWED	SWE		
Schweiz	SWISS	CHE		
Singapur	SIGB	SGP		
Slowakei	SLOVGB	SVK		
Slowenien	SLOREP	SVN		
Spanien	SPGB	ESP		
Südafrika	SOAF	ZAF		
Thailand	THAIGB	THA		
Tschechien	CZECH	CZE		
Türkei	TURKEY	TUR		
Ungarn	REPHUN	HUN		
USA	T	USA		

Quelle: I-CV, September 2022



Implikationen für Bondholder

- Inflation überlagert die Wirtschaftsstimmung und stellt Wirtschaft und Politik vor grosse Herausforderungen
- Zentralbanken werden zu einer Rückbesinnung auf traditionelles Mandat (Preisstabilität) gezwungen
- Energiekrise führt zu einer Rezession in Europa; politische Instabilitäten akzentuieren sich
- Tragbarkeit der Schulden rückt wieder in den Vordergrund; die lange überlagerten Marktkräfte melden sich zurück
- Länderbonitäten geraten unter Druck
- In diesem Umfeld empfehlen wir Staaten mit hoher Fiskaldisziplin und unabhängiger Geldpolitik (Schweden, Norwegen & Tschechien)
- Hände weg von importabhängigen Schwellenländern sowie exportabhängigen Industrienationen (Philippinen, Indonesien, Türkei & Slowakei) und Staaten mit hoher Verschuldung (Frankreich & Kanada)

Fragen



the view behind the rating

Independent Credit View AG

Schweizergasse 21

CH-8001 Zürich

Telefon +41 43 204 19 19

E-Mail info@i-cv.ch

Internet www.i-cv.ch

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.