



#### #26 Bonitätsrisiken im Blick: Droht eine Neubewertung der Risikoprämien in der Eurozone?

Dr. Jens Bies

Guten Tag!

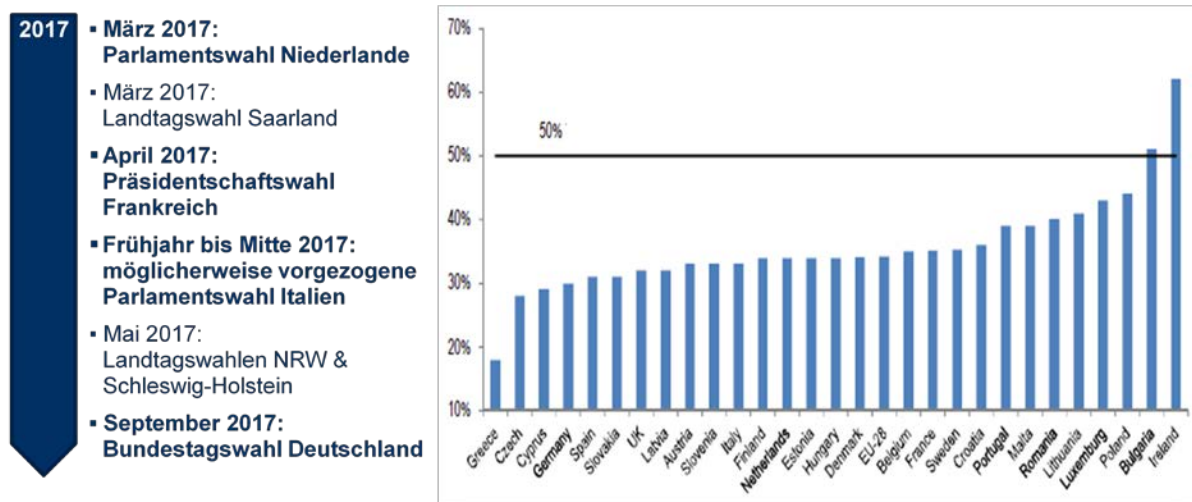
Nachdem die Euphorie um Trump ein wenig verflogen bzw. die wirtschaftspolitischen Maßnahmen von „Trumponomics“ (Steuerreform, Infrastrukturprogramm, etc.) zunächst zurückgestellt wurden, rücken eher wieder europäische Themen in den Vordergrund. Zum einen die bald anstehenden Wahlen in den Niederlanden, Frankreich, Italien und Deutschland, zum anderen aber auch trotz Anleihenankaufprogramms der EZB die vom Kapitalmarkt stärker werdende Differenzierung der Risiken einzelner Eurozonen-Mitgliedsstaaten. Allein im Januar sind die Risikoaufschläge für zehnjährige Staatsanleihen in Frankreich von 0,47% auf 0,61% und die von Italien von 1,6% auf 1,81% angestiegen; seit den Tiefstständen Anfang 2015 sogar um 0,55% bzw. 1,05%. Das bedeutet bei Frankreich eine Verdreifachung und bei Italien nahezu eine Verdoppelung der Risikoaufschläge! Deshalb ist es mittlerweile augenscheinlich weniger entscheidend, Durationsrisiken abzusichern, sondern vielmehr das Management der Risiken unterschiedlicher Bonitäten innerhalb einzelner Rentenklassen im Blick zu behalten. Anders formuliert: Die Korrelationen innerhalb der Assetklassen sind so niedrig wie lange nicht mehr. Auf diese Tatsache müssen sich Investoren meiner Meinung nach zukünftig einstellen, so dass fundamentale Zusammenhänge trotz des EZB-Ankaufprogramms durchaus wieder vermehrt berücksichtigt werden müssen.

Auf diese fundamentalen Zusammenhänge möchte ich in dieser Kolumne mein Augenmerk richten und überprüfen, ob und inwieweit der Markt diese Einschätzung bereits vorweg genommen hat oder ob bei einigen Staaten der Eurozone aufgrund der politischen bzw. fundamentalen Situation noch Nachholpotential bei den Risikoprämien existiert. In dieser Analyse werden besonders die Länder berücksichtigt, die eine vergleichsweise hohe Risikoprämie besitzen, in den politischen Fokus geraten sind und/oder aufgrund ihrer Verschuldungssituation einen großen Staatsanleihenmarkt besitzen. Dazu gehören neben Deutschland und den Niederlanden als Kern v.a. Frankreich und Irland als sog. „Semi-Core“-Staaten sowie Italien, Spanien und Portugal als Peripherie-Länder der Eurozone. Alle anderen Staaten sind entweder aufgrund ihres Bondmarktes zu unbedeutend und/oder aufgrund ihres politischen oder fundamentalen Status quo außerhalb des aktuellen Fokus.

2017 dürfte ein schwieriges Jahr für die EU im Allgemeinen und die Eurozone im Besonderen werden. Es steht eine Vielzahl von politischen Risiken in Form von Wahlen an, z.B. im März die Parlamentswahl in den Niederlanden, im April die Präsidentschaftswahl in Frankreich, im Frühjahr bis Mitte des Jahres 2017 voraussichtlich Neuwahlen für das

Parlament in Italien und im September dieses Jahres die Bundestagswahl in Deutschland. In allen Ländern ist aktuell die Zustimmung zur EU unterhalb der 50%-Marke angesiedelt (siehe Diagramm 1) und es sind zudem größtenteils Länder, die für den Zusammenhalt der Eurozone unabdingbar sind.

**Diagramm 1: Wahltermine 2017 und politische Zustimmung zur EU [in %]**



Quelle: Eigene Darstellung (links) & JP Morgan Chartbook, S. 47; Stand: 03.01.2017 (rechts).

Auch wenn die Euroskepsis in Deutschland groß ist, schlägt sich diese Problematik aber noch nicht signifikant in der Zustimmung für EU-skeptische Parteien nieder. Die AfD ist zwar im niedrigen, zweistelligen Bereich, wird aber mit einer Regierungsbildung voraussichtlich nichts zu tun haben. Ganz anders sieht die Lage bei unseren Nachbarn der Niederlande, Frankreich und Italien aus. In der bereits am 15. März in den Niederlanden stattfindenden Wahl sehen aktuelle Umfragen die PVV um den umstrittenen und EU-kritischen Politiker Geert Wilders weit vorne. Auch wenn die seit 2012 regierende Koalition um Ministerpräsident Rutte offensichtlich makroökonomisch gute Arbeit geleistet hat, überstrahlt das Flüchtlingsthema und die Abhängigkeit von der EU-Migrations- und Asylpolitik scheinbar alles. In dem nach Deutschland zweitgrößten Land der Eurozone Frankreich führt in repräsentativen Umfragen ebenfalls eine EU-feindliche Politikerin namens Marie Le Pen, die die rechtspopulistische Front National anführt. Die Partei steht außenpolitisch für den Austritt aus der Eurozone, dem Schenger Abkommen und der NATO, innenpolitisch sollen französische Staatsbürger bei der Arbeitsplatzsuche und bei Sozialleistungen gegenüber Nichtfranzosen bevorzugt werden. Da das französische Wahlsystem jedoch einen zweiten Wahlgang zwischen den beiden Spitzenkandidaten der führenden Parteien vorsieht, ist ein finaler Wahlsieg Le Pens und dem Front National eher unwahrscheinlich, wenn auch nicht undenkbar. In Italien, dem drittgrößten Land der Eurozone, ist die Sache ein wenig diffiziler. Aufgrund der Niederlage beim Anfang Dezember abgehaltenen Verfassungsreferendum hat der reformorientierte, sozialdemokratische Politiker Matteo Renzi seinen Rücktritt erklärt. Irgendwann zwischen April und Juni sollen Neuwahlen für das italienische Parlament stattfinden. Die Italiener sind europamüde, sie sehen sich zugunsten Deutschlands in einer Austeritätsfalle gefangen, die ihr Land in die ökonomische Stagnation zwingt. Aufgrund der in den letzten Jahren miserablen wirtschaftlichen Entwicklung führt in den aktuellen Umfragen die EU-skeptische Fünf-Sterne-Bewegung um Ex-Komiker Beppe Grillo, welcher v.a. bei der Jugend und im akademischen Protestmilieu beliebt ist. Er ist ein erklärter Antieuropäer und

Globalisierungsgegner. Allerdings ist der Vorsprung minimal, große Hoffnungen kann sich weiterhin auch die aktuell regierende Renzi-Partei PD machen.

Neben den politischen Schwierigkeiten und den möglichen Folgen für den Zusammenhalt der EU lohnt es, sich angesichts der fundamentalen Probleme innerhalb der Eurozone mit potentiellen Treibern von Risikoauflagen auseinanderzusetzen. Diese werden gemäß der Rating-Methodik von Moody's<sup>1</sup> hauptsächlich definiert durch die Faktoren:

- i. ökonomische Stärke
- ii. institutionelle Stärke
- iii. finanzielle Stärke und
- iv. Anfälligkeit gegenüber Eventrisiken

Hinter der ökonomischen Stärke verbirgt sich v.a. die Wachstumsdynamik, gemessen an durchschnittlichen, realen Wachstumsraten, aber auch der Wohlstand, gemessen am Pro-Kopf-Einkommen der Bürger. Zur institutionellen Stärke zählt v.a. die Kreditibilität und Effektivität der Regierung und der Zentralbanken. Je stärker die ersten beiden Faktoren sind, desto widerstandsfähiger ist die Ökonomie! Der wesentlichste Faktor ist meines Erachtens die Finanzstärke einer Volkswirtschaft, gemessen an der Schuldenlast und an der Schuldentragfähigkeit. Ersteres wird gemessen an der Staatsverschuldung bezogen auf das BIP, letzteres an der Höhe der Zinszahlungen bezogen auf das BIP. Beim letzten Faktor sind u.a. Eventrisiken gemeint, die durch politische Probleme, die Stärke und Größe des Bankensystems oder den Leistungsbilanzsaldo ausgelöst werden können. Wie bereits analysiert, sind gerade die aktuell aufkommenden politischen Risiken sehr belastend für eine Ausweitung der Risikoprämien. Doch warum ist die Finanzstärke der meines Erachtens alles entscheidende Faktor bei den EU-Mitgliedsstaaten?

Ein nachhaltiges, tragfähiges Schuldenniveau ist für einen Eurozonen-Mitgliedsstaat weitaus wichtiger als für einen Staat mit souveräner, monetärer Kontrolle. Das hat nicht nur mit der Kreditqualität als solcher zu tun, sondern mit der Tatsache, dass die Staaten der Eurozone ihre Schulden nicht in geeigneter Höhe monetarisieren und damit offiziell Staatsfinanzierung betreiben können. Ebenso können Währungsabwertungen nur bedingt durchgeführt werden. Ganz anders ist dies z.B. in Japan möglich, wo der Aufkauf von Staatsanleihen durchgeführt wird, um eine expansive Fiskalpolitik zu finanzieren. Hohe Verschuldungsgrade führen demnach, speziell bei Ausbleiben möglicher Entlastungen beim Schuldendienst, zu hoher Unsicherheit bei den Investoren. Schließlich ist nicht klar, wer am Ende die Restrukturierung der Schulden bezahlen darf, der Steuerzahler und/oder der Investor. Diese Unsicherheit schlägt sich am Ende in höheren Risikoprämien nieder, was u.a. zu höheren Risikoauflagen bei Staatsanleihen führt. Diese Zusammenhänge lassen sich für den Verschuldungsgrad auch detaillierter aufschlüsseln und anhand folgender Formel theoretisch darstellen:<sup>2</sup>

Verschuldungsgrad<sub>t</sub> =

$$1 + \left( \frac{\text{Refinanzierungskosten} - \text{Wirtschaftswachstum}}{1 + \text{Wirtschaftswachstum}} \right) * \text{Verschuldungsgrad}_{t-1} - \text{Haushaltssaldo}$$

<sup>1</sup> Moodys (2014): Sovereign Rating Methodology Compendium.

<sup>2</sup> International Monetary Fund (2010): A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates, IMF Technical Notes and Manuals.

Aus der Formel kann man erkennen, dass zur Reduzierung des Verschuldungsgrads folgende Möglichkeiten für einen Staat bestehen:

- Anstieg des Wirtschaftswachstums (real, über Inflation oder beides)
- Verringerung der effektiven Refinanzierungskosten
- Generierung eines Budgetüberschusses (positiver Haushaltssaldo), z.B. über höhere Steuern und/oder verringerte Staatsausgaben (Austeritätspolitik)

Um den Zustand der Risikoprämien für die zu analysierenden Länder in der Eurozone zu beurteilen, schauen wir uns zunächst an, welchen Status die oben angeführten Parameter aktuell haben. Dazu sind neben dem Verschuldungsgrad der Haushaltssaldo, das Wirtschaftswachstum (gemessen am BIP-Wachstum) und die Refinanzierungskosten (gemessen an den 10j. Renditen) interessant (siehe Tabelle 1). Die hier betrachteten Werte sind per Jahresende 2016 (akt.) und im Durchschnitt der Jahre 2010-2016 (MW) ermittelt worden. Rot markiert sind hierbei die Werte, die die Maastricht-Kriterien verletzen bzw. im Zuge der Schuldentragfähigkeitsanalyse als kritisch gesehen werden.

**Tabelle 1: Verschuldungsgrad, Haushaltssaldo, Wirtschaftswachstum und Refinanzierungskosten ausgewählter Staaten der Eurozone**

Kriterien [gemessen in %]	Frankreich		Italien		Spanien		Portugal		Irland		Niederlande		BRD	
	akt.	MW	akt.	MW	akt.	MW	akt.	MW	akt.	MW	akt.	MW	akt.	MW
Verschuldungsgrad	96,5	91,5	132,2	125,8	99,6	86,1	126,2	119,7	77,9	104,5	63,7	67,3	69,0	77,1
Haushaltssaldo	-3,5	-4,7	-2,6	-3,2	-5,1	-7,9	-4,4	-6,8	-1,9	-10,7	-1,9	-3,3	0,7	-0,7
Wirtschaftswachstum [WW]	0,9	1,028	1,0	-0,31	3,2	0,372	1,6	-0,55	6,9	6,492	2,4	0,925	1,5	1,779
Refinanzierungskosten [Ref.]	0,686	1,853	1,815	3,532	1,384	3,571	3,764	5,989	0,751	3,711	0,357	1,579	0,208	1,3
Beurteilung Saldo WW-Ref.	0,2	-0,8	-0,8	-3,8	1,8	-3,2	-2,2	-6,5	6,1	2,8	2,0	-0,7	1,3	0,5

Quelle: Bloomberg; Stand: 31.01.2017

An der Tabelle 1 sieht man, dass rein fundamental ein Großteil der Länder die Maastricht-Kriterien weder aktuell noch im Schnitt der Jahre 2010-2016 nicht erreicht hat. Weder der Verschuldungsgrad (max. 60% vom BIP) noch der Haushaltssaldo (Budgetdefizit max. 3% vom BIP), entsprachen den Normen. Lediglich Deutschland und kurzzeitig in 2015 (letzter Stand beim Haushaltssaldo) konnten Italien, Irland und die Niederlande die Anforderungen erfüllen. Zur Verringerung der Verschuldung trägt das allerdings nicht bei, das würden isoliert betrachtet nur Budgetüberschüsse. Darüber hinaus ist der Saldo zwischen nominellen Wirtschaftswachstum und Refinanzierungskosten wichtig, um perspektivisch ein tragfähiges Schuldenniveau zu erreichen. Bei dieser Beurteilung sehen lediglich Irland extrem gut und Deutschland zufriedenstellend aus. Sowohl im Schnitt der Jahre 2010-2016 als auch per Jahresende 2016 ist der Saldo positiv. Aktuell können auch Spanien und die Niederlande in dieser Kategorie punkten. Extrem schlecht sieht es dagegen in Portugal und Italien aus, die dieses Ziel weder im Schnitt noch in der jüngsten Vergangenheit erfüllen konnten. Auch Frankreich kann dieses Ziel aktuell nur solange gerade noch erfüllen, wie die Risikoprämien aufgrund der gestiegenen politischen Unsicherheit moderat ausfallen. Für die letzten sieben Jahre blieb das Wirtschaftswachstum aber hinter den Refinanzierungskosten zurück, was den Verschuldungsgrad weiter ansteigen ließ.

Da das Wirtschaftswachstum in vielen Ländern der Eurozone hauptsächlich aufgrund fehlender Strukturreformen immer noch sehr moderat ist (allen voran in Italien und Frankreich), lässt sich das Schuldenproblem nur über konstant niedrige Refinanzierungskosten und Einsparungen beim Staatshaushalt lösen. Da z.B. Frankreich während der Jahre 2010-2015 nicht einmal in der Lage war, die Maastricht-Norm bei den

Budgetdefiziten zu unterschreiten, ist von Budgetüberschüssen auch zukünftig kaum auszugehen. Deshalb bleibt die EZB gefordert, konstant Staatsanleihen zu kaufen und als natürlicher Nachfrager indirekt die oben angeführten Staaten zu finanzieren. Auch Portugal konnte niemals den Maastricht-Kriterien entsprechen und hat zudem das Problem, dass das ansprechende Wirtschaftswachstum konstant niedriger als die Refinanzierungskosten ist. Lediglich Spanien kann aufgrund einiger tiefgreifender Reformveränderungen wieder von hohen Wachstumsraten profitieren, die die Refinanzierungskosten bei weitem übersteigen. Am bedrohlichsten für das Konstrukt der Eurozone sieht die Situation in Italien aus. Die Italiener haben nicht nur den höchsten Verschuldungsgrad aller hier analysierten Länder, sondern sie weisen aufgrund geringer Reformfortschritte die niedrigsten Wachstumsraten aller Eurozonen-Mitgliedstaaten auf. Musterknaben sind rein fundamental allen voran Deutschland, die Niederlande, aber auch Irland. Die Iren konnten den Verschuldungsgrad in sechs Jahren um beachtliche 25% senken!

Nun richten wir nach der fundamentalen Betrachtung den Blick auf die aktuellen Risikoprämien der oben angeführten Länder. Zur Bewertung der Risikoprämien wird die Zinsdifferenz der zehnjährigen Renditen zwischen Deutschland als Kernland mit den besten Fundamentaldaten und dem Rest herangezogen. In diesem Zusammenhang wird gemäß oben beschriebener Rating-Systematik davon ausgegangen, dass ein linearer Zusammenhang besteht zwischen den Ratings und den Risikoprämien der analysierten Länder. Während im Juni 2016 der lineare Zusammenhang zwischen zehnjährigen Staatsanleienspreads und Ratings der Staaten noch mit einem Bestimmtheitsmaß ( $R^2$ ) von ca. 0,90 bewertet werden konnte, hat sich dieser Zusammenhang seit dem jüngsten Anstieg der Staatsanleienspreads deutlich verschlechtert (siehe Diagramm 2).

**Diagramm 2: Zusammenhang zwischen Staatsanleienspreads [bp] und Ratings [Moody's]**



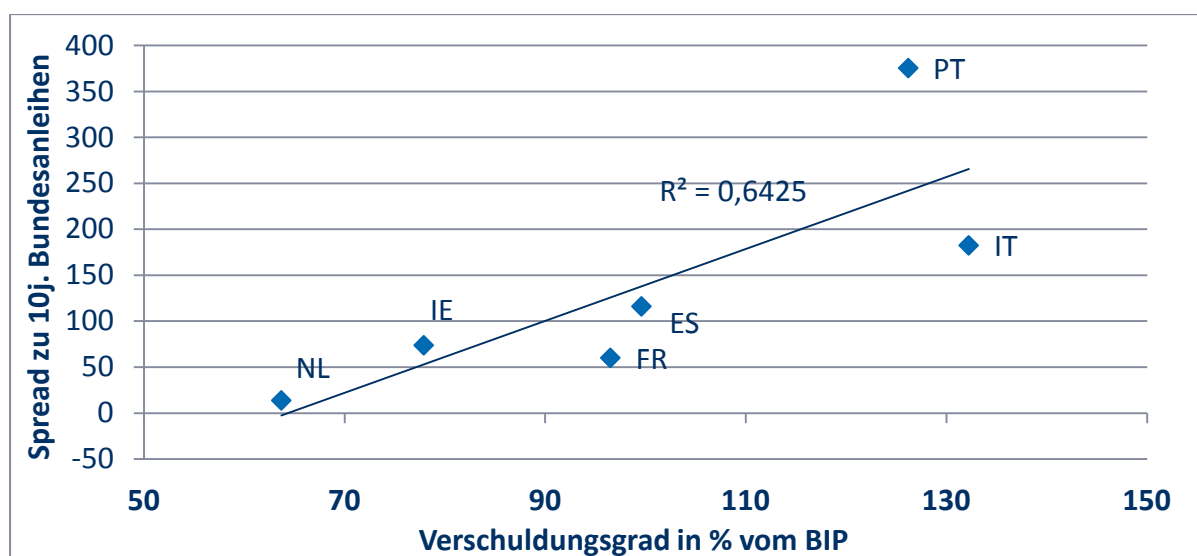
Quelle: Bloomberg; Stand: 31.01.2017



Das lässt darauf schließen, dass der Markt die Risiken einzelner Länder anders bewertet oder Risiken per Jahresende 2016 stärker gewichtet. Da zählen sicherlich die politischen Risiken dazu, aber auch die Tatsache, dass im Zuge der „Tapering“-Debatte bei anziehenden Inflationserwartungen und verbesserten Wachstumsdaten der Eurozone als Ganzes ein Quantitative Easing (QE)-Programm endlich sein kann. Es ist auffällig, dass Portugal sehr hohe Spreads aufweist, die im Vergleich zum Rating mittlerweile extrem sind. Irland und Spanien haben für ihr Rating niedrige Spreads, jedoch halte ich für beide Länder aufgrund der guten Fundamentaldaten weitere Ratingverbesserungen für wahrscheinlicher. Bei Italien ist durchaus noch Platz für Spreadausweitungen, speziell vor dem Hintergrund, dass weitere Ratingverschlechterungen seitens der Ratingagenturen drohen. Frankreich handelt rein fundamental eher fair bewertet, speziell wenn man berücksichtigt, dass die Ratingagenturen den Ausblick noch als stabil einschätzen. Auffällig ist, dass die Staatsanleienspreads von Frankreich mittlerweile nah bei den Spreadniveaus von Irland handeln, obwohl Irland ein deutlich schlechteres Rating aufweist. Ganz am Markt vorbei scheint aktuell das politische Risiko bei der Niederlande zu handeln. Die Renditedifferenz bei zehnjährigen Staatsanleihen weist trotz der Umfragemehrheit der VVD um den Rechtspopulisten Wilders kaum eine Risikoprämie auf. Zudem ist die Spreadvolatilität in den letzten Wochen kaum erhöht, hier könnte eine Fehlbewertung existieren!

Wie wichtig im Übrigen der oben dargestellte Zusammenhang zwischen Risikoprämien und Verschuldungsgrad ist, veranschaulicht Diagramm 3. Es lässt sich ein linearer Zusammenhang herstellen mit einem Bestimmtheitsmaß von immerhin 0,64. Auch hier scheinen die Spreads von Portugal ein wenig zu weit gelaufen, jedoch ist bei Frankreich und Italien durchaus noch Platz für weitere Risikoaufschläge. Zerlegt man den Verschuldungsgrad nach den Komponenten Wirtschaftswachstum, Refinanzierungskosten und Haushaltssaldo, lassen sich nur unwesentlich signifikantere Zusammenhänge mit ähnlichen Ergebnissen herausfiltern.

**Diagramm 3: Zusammenhang zwischen Staatsanleienspreads [bp] und Verschuldungsgrad [% vom BIP]**



Quelle: Bloomberg; Stand: 31.01.2017

In Anlehnung an die Rating-Methodik von Moodys und unter Berücksichtigung der Fundamentaldaten lassen sich folgende Schlüsse für die Risikoprämien der hier analysierten Eurozonen-Mitgliedsstaaten ziehen:

- Die Niederlande ist fundamental fair bewertet, allerdings ist die politische Risikoprämie weder beim absoluten Staatsanleihsenspread noch bei der Spreadvolatilität zu beobachten.
- Spanien und Irland sind aktuell eher unkritisch, da in beiden Ländern die Eventrisiken begrenzt sind und speziell Irland, aber auch Spanien aufgrund tiefgreifender Reformen fundamental große Fortschritte gemacht haben.
- Frankreich als zweitgrößtes Land der Eurozone ist bewertungstechnisch nicht weit weg von den eher dürftigen Fundamentaldaten, allerdings hat der Markt schon angefangen, Eventrisiken, wie die im April bevorstehenden Wahlen, einzupreisen.
- Portugal weist, abgesehen vielleicht vom Wirtschaftswachstum, bescheidene Fundamentaldaten auf, allerdings verfügen sie per Jahresende 2016 angesichts eines bereits etablierten „Junk“-Ratings über günstige Bewertungen der Risikoprämien.
- Italien ist aus meiner Sicht am gefährlichsten für das Konstrukt der Eurozone, da a) mit der Fünf-Sterne Bewegung als potentieller Wahlgewinner ein EU-Austritt droht, b) die Fundamentaldaten sehr schlecht sind, c) der Reformfortschritt und -wille gering ist und d) bewertungstechnisch weitere, deutliche Spreadausweitungen drohen.

#### Fazit:

Fundamentale Faktoren spielten lange Zeit kaum eine Rolle. Der Kursrückgang im Frühjahr 2015 und die jüngste Korrektur am Rentenmarkt haben jedoch deutlich gezeigt, dass die Auswirkungen von QE auf die Rentenmärkte (d.h. ein stetiger Renditerückgang) nicht als Einbahnstraße zu verstehen sind. Auch wenn die kontinuierliche Nachfrage der EZB die Ausweitung der Risikoprämien und eine starke Differenzierung eindämmen, müssen sich die Investoren wieder vermehrt mit Bonitätsrisiken auseinandersetzen. So sollten fundamentale Renditetreiber, wie sinkende EZB-Anleihekäufe ab April, der US-Zinserhöhungszyklus, der Anstieg der marktbasierenden Inflationserwartungen im Euroraum und die fortgesetzte Konjunkturerholung im Blickfeld behalten werden. Zudem könnte aus verschiedenen Gründen (eher als vom Kapitalmarkt vielleicht erwartet) ein echtes „Tapering“ der monatlichen Käufe – in Form einer stetigen Reduzierung auf null oder eines flexibleren Ansatzes nach dem Vorbild der Kursänderung der Bank of Japan – erwogen werden.

Bezogen auf die Bonitätsrisiken sind die hier analysierten Eurozonen-Mitgliedsstaaten genauer geprüft worden. Einige Risikoprämien sind fair bewertet (v.a. Irland und Spanien), während gerade in den Niederlanden aufgrund der bevorstehenden Wahlen und v.a. in Italien angesichts sehr schlechter Rahmenbedingungen noch weitere Aufschläge drohen. Auch Frankreich könnte weiter unter Druck kommen, allerdings beginnt der Markt schon seit längerer Zeit, das politische Risiko einzupreisen, so dass weiteres Potential in Anlehnung an die Fundamentaldaten begrenzt sein sollte. Günstig bewertet scheinen angesichts des Ratings und der Verschuldung die Risikoprämien in Portugal.

**Hinweis:** Diese Kolumne enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der SKALIS Asset Management AG. Die Informationen, die für diese Kolumne verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann.