

10. März 2014

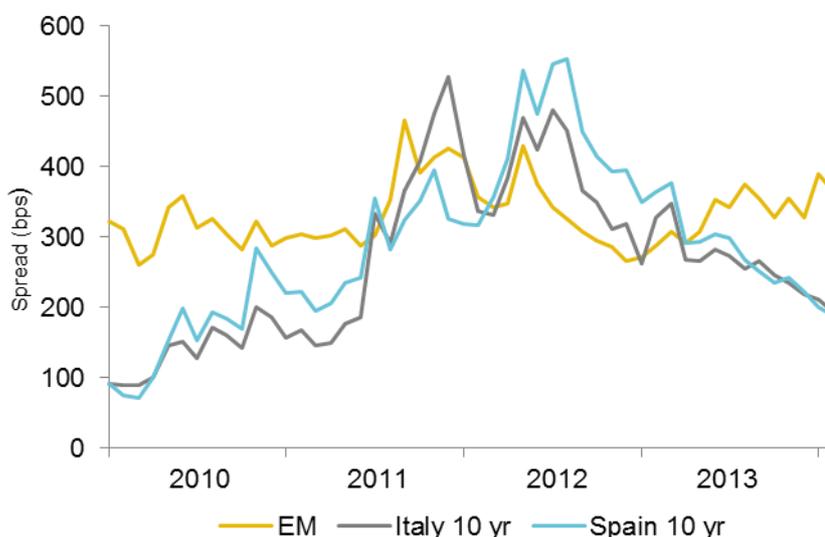


Jim Cielinski
Head of Fixed Income

Spielt die Staatsverschuldung eine Rolle? Die unterschiedliche Entwicklung in der Eurozone und den Schwellenländern.

Die Anleihemärkte stecken voller Überraschungen. Staatsanleihen aus Kernländern gehören 2014 bisher zu den Anlageklassen, die am besten abgeschnitten haben. Zum Teil verdanken sie ihre gute Entwicklung den besorgniserregenden Signalen aus den Schwellenländern (Emerging Markets = EM). Seit fast einem Jahr leiden Schwellenländeranleihen schonungslos, wovon auch diejenigen aufstrebenden Volkswirtschaften betroffen sind, die in den letzten zehn Jahren kräftig daran gearbeitet haben, ihre Finanzen in Ordnung zu bringen. In der Eurozone indes gehören Griechenland, Portugal, Spanien, Italien und Irland zu den weltweit am höchsten verschuldeten Ländern, dennoch haben ihre Anleihemärkte mit die steilsten Rallyes aller Zeiten erlebt. Ist das gerecht, und wie kann man diese Gegensätzlichkeit erklären?

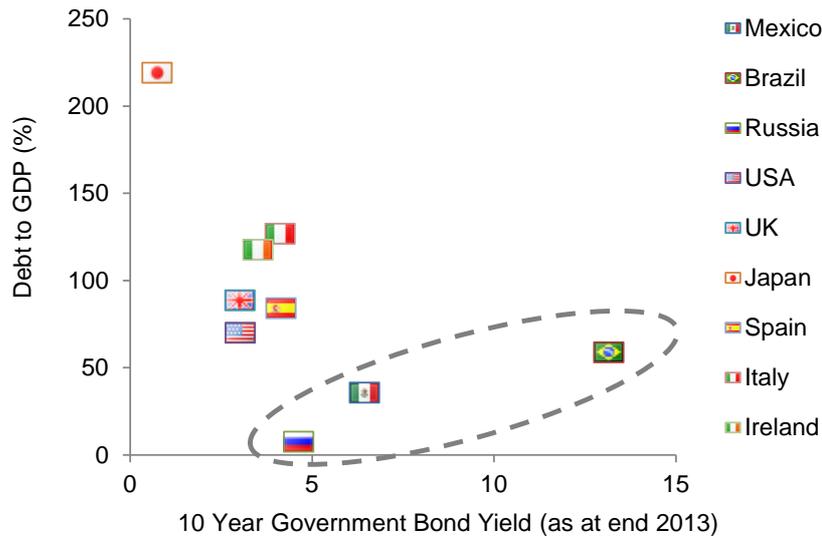
Abb. 1: Risikoaufschläge von Anleihen der europäischen Peripherie ggü. Schwellenländeranleihen



Quelle: Bloomberg, Februar 2014. EM = Risikoaufschläge des JPM EMBI Global Index. Peripherieländer = Spread zwischen der Rendite 10-jähriger Staatsanleihen des Peripherielandes und der 10-jährigen Bundesanleihe.

In Wirklichkeit ist der Schuldenstand eines Landes nur ein schlechter Maßstab für das Zinsniveau, das Risiko eines Zahlungsausfalls bei Staatsanleihen oder die kurzfristige Wahrscheinlichkeit einer Schuldenkrise. Viel wichtiger sind die Art der Verschuldung (externe oder interne Schulden) und Faktoren, die sich auf die Fähigkeit eines Landes, seine Schulden zu refinanzieren, auswirken. Wenn wir beurteilen möchten, ob sich bei Schwellenländeranleihen eine Krise anbahnt oder ob die europäische Peripherie überbewertet ist, müssen wir uns zuerst folgende Frage stellen: Wie viel Verschuldung ist zu viel?

Abb. 2: Staatsschuldenquoten ggü. Anleiherenditen



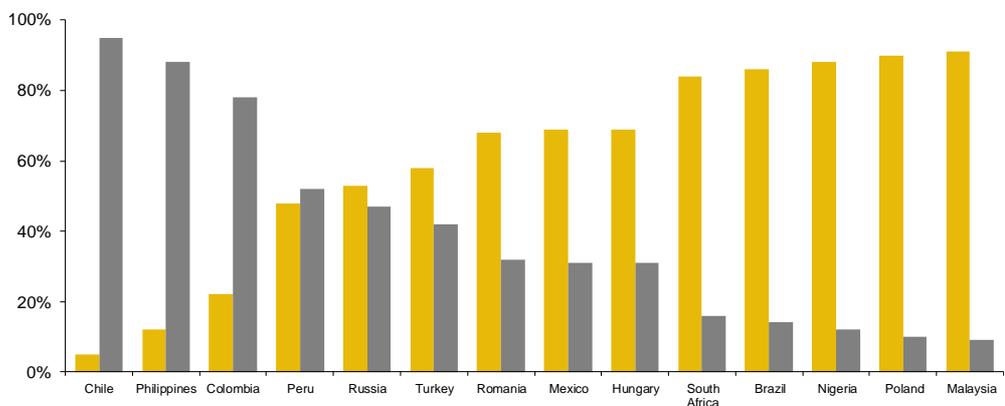
Quelle: Bloomberg. Die Staatsschuldenquote einiger Länder wurde anhand des Bruttoinlandsprodukts von 2012 berechnet, weil keine Daten für 2013 verfügbar waren, als dieser Beitrag verfasst wurde. Für Brasilien wurden die Renditen 20-jähriger Staatsanleihen verwendet.

Hohe Auslands- oder Fremdwährungsschulden sind Gift für die Stabilität von Staatsanleihen. In der Vergangenheit haben wir von den Schwellenländern gelernt, dass übermäßige Fremdwährungsschulden gefährlicher werden, wenn sich die interne Lage in einem Land verschlechtert. Je angespannter die Lage, desto teurer wird durch die Abwertung der Währung die Bedienung der Auslandsschulden. Die Kombination aus schwacher Binnenkonjunktur und höherer Schuldenlast setzt eine hochgefährliche und selbstverstärkende Abwärtsspirale in Gang, die letztendlich dazu führt, dass ausländische Gläubiger den Geldhahn zudrehen.

Bei Lokalwährungsanleihen liegen die Dinge etwas anders. Hier ist die Lösung einfacher, denn die Notenbanken müssen nur mehr Geld drucken und notfalls ihre eigenen Anleihen kaufen. Ein Zahlungsausfall kann dadurch abgewendet werden, wenngleich häufig ein hoher Preis in Form einer Abwertung der Währung und anderer wirtschaftlicher Nebenwirkungen wie Inflation dafür gezahlt werden muss.

Heute ist die gefährliche Dynamik der Fremdwährungsschulden kaum zu beobachten. Wir rechnen nicht damit, dass sich in den Schwellenländern eine Schuldenkrise entwickelt. Dank wirtschaftlicher Anpassungen sind die Schwellenländer nicht mehr so stark auf ausländisches Kapital angewiesen, ihre binnenwirtschaftliche Lage ist stabiler und viele Schwellenländer haben ihre Devisenreserven massiv aufgestockt.

Abb. 3: Gesamthöhe der internen und externen Verschuldung der Schwellenländer



Quelle: Threadneedle, Januar 2014. Basierend auf den Ländern, die sowohl im JPM GBI EM (Lokalwährungsanleihen) als auch im JPM EMBI Global (Auslandsanleihen) Index vertreten sind, und auf einem Vergleich des Dollarbetrags/Nennwerts ausstehender Anleihen.

Das soll nicht heißen, dass der jüngste Ausverkauf der Schwellenländer unbegründet war. In einigen Regionen wie Argentinien, Venezuela und der Ukraine sind die individuellen Risiken extrem hoch. In anderen Regionen, wie etwa den BRIC-Staaten, haben das rapide Kreditwachstum und die Fehlallokation von Kapital gescheiterte Wirtschaftsmodelle hinterlassen, die dringend Strukturreformen benötigen. Es gibt noch viel zu tun, aber das wird in diesem Zyklus wohl eher durch schwächere Währungen als eine Krise und Zahlungsausfälle zum Ausdruck kommen. Einen Großteil dieses Anpassungsprozesses haben wir bereits hinter uns.

In der Eurozone liegt die Sache völlig anders. Zwar leidet nicht die ganze Region, aber sicherlich einige Staaten unter einem ernstem Schuldenproblem. In einer robusten Währungsunion würde man das ganz einfach durch deflationäre geldpolitische Maßnahmen beheben. Bei knapper Liquidität können die Zentralbanken mit deflationären Maßnahmen gegensteuern, damit Länder wie Italien und Spanien ihre enormen Schuldenlasten weiter refinanzieren können. Griechenland und Zypern hätten der EZB so oder so Probleme bereitet; an einer echten Zahlungsunfähigkeit kann selbst eine Zentralbank nichts mehr ändern. Der Fehler der EZB war jedoch, dass sie die Liquiditätsprobleme fast in eine Solvenzkrise hätte ausufern lassen. Die Schulden der Eurozone lauten fast ausnahmslos auf die Lokalwährung – den Euro. Durch die Aufdeckung der tiefen Kluften innerhalb der EWU haben die Zentralbanker zugelassen, dass die Anleihen der Peripherieländer am Markt wie Fremdwährungsanleihen bewertet wurden. An der Spekulation über ein Auseinanderbrechen der Eurozone und den Umschuldungen zeigte sich, wie gering das Vertrauen in die Währungsunion war.

Im Juli 2012 gab EZB-Chef Mario Draghi sein berühmtes Versprechen, die EZB werde alles tun, um den Euro zu retten. Daraufhin legte die EZB ihr OMT-Programm (Outright Monetary Transactions) auf. Draghi bezeichnete es später – nicht ganz unbescheiden – als eines der besten geldpolitischen Instrumente, die je entwickelt wurden. Er hatte Recht. Auf einen Schlag gelang es der EZB, Anleihen in Billionenhöhe, die als externe Schulden angesehen wurden, zu internen Schulden umzuklassifizieren. Und gerechtfertigterweise fielen dadurch die Risikoprämien für Anleihen der Eurozone massiv. Rapide Verbesserungen der Zahlungsbilanz, weniger drastische Sparmaßnahmen und niedrigere Finanzierungskosten haben seither dazu beigetragen, dass ein mittlerweile selbsttragender Verbesserungskreislauf entstehen konnte.

In der Eurozone hellt sich die Wirtschaftsstimmung nun auf. Das Bruttoinlandsprodukt wird dieses Jahr voraussichtlich etwas steigen, denn in den schwächeren Ländern wird es breite, wenn auch nur geringfügige Verbesserungen geben. Ironischerweise deuten die Märkte diese bescheidene Erholung als Entwarnung, sprich: als Zeichen, dass die Schuldenprobleme der Eurozone rasant zurückgehen. Ein besserer Wachstumsausblick ist sicherlich ermutigend, aber in Entschuldungsphasen ist das Wachstum für die Anlageerträge nicht ausschlaggebend, sondern in der Regel eher das letzte Teil des Puzzles. Ein leicht positives Wachstum wird in den verschuldeten Ländern der Eurozone kaum oder gar keine Auswirkungen auf die Tragfähigkeit des Schuldenstands haben. An fast allen Verschuldungskennzahlen gemessen steht die Mehrzahl dieser Länder deutlich schlechter da als die meisten Schwellenländer, und das wird sich auch nicht ändern.

Bei der Anhäufung von Schulden lässt sich ein Wendepunkt nur schwer erkennen, aber zwei wichtige Faktoren, die auf eine Krise hindeuten, sind die *Höhe der Auslandsschulden* und die *geldpolitischen Maßnahmen der Währungshüter*. Europäische Staatsanleihen haben sich erstaunlich gut entwickelt, gerade weil auf beide Faktoren gleichzeitig eingegangen wurde. Der EZB gelang es, eine unzulängliche Geldpolitik in geldpolitische Zauberei umzuwandeln, indem sie den Märkten versicherte, dass es sich bei den Schulden der Eurozone um interne Schulden handelt. Solange es in Zukunft keine Zweifel an der Unantastbarkeit der Eurozone gibt, bleiben die entsetzlichen Verschuldungskennzahlen der schwächeren Mitgliedstaaten nur eine ganz weit entfernte Sorge. Die Rallye bei Anleihen der Peripherieländer war gerechtfertigt, doch leider ist sie fast vorüber. Falsches Vertrauen, das durch den besseren Wachstumsausblick eventuell entsteht, könnte dazu führen, dass die Rallye über das Ziel hinausschießt, aber es gibt keine Hoffnung auf eine baldige nachhaltige Lösung für die Schuldenprobleme, und die Risikoaufschläge bieten derzeit kaum Überkompensation.

Während die Euroländer eine „Niederlage“ in letzter Minute abwenden konnten, haben die Schwellenländer genau das Gegenteil erreicht. Wirtschaftswachstum und bessere Finanzen wurden durch übermäßiges Kreditwachstum und die dringende Notwendigkeit struktureller Reformen abgelöst. Im Großen und Ganzen haben die Schwellenländer ihre Schuldensituation jedoch noch unter Kontrolle. Durch den beherrschbaren Schuldenstand sollte eine weitreichende Krise vermieden werden, sodass sich der Anpassungsprozess in erster Linie auf die schwächeren Währungen beschränken wird. Im kommenden Jahr wird es reichlich Kaufgelegenheiten geben, unter Umständen muss jedoch die eine oder andere geldpolitisch bedingte Katastrophe in Kauf genommen werden.

Wichtige Informationen: Nur für Anlageexperten bestimmt (nicht zur Weitergabe an Dritte). Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Anhaltspunkt für die künftige Wertentwicklung. Der Wert und die Erträge von Anlagen werden nicht garantiert und können sowohl fallen als auch steigen und durch Wechselkursschwankungen beeinflusst werden. Das bedeutet, dass ein Anleger den ursprünglich angelegten Betrag unter Umständen nicht zurückerhält. Das Research und die Analysen, die in diesem Dokument enthalten sind, wurden von Threadneedle Investments für deren eigene Anlageverwaltung erstellt; es kann sein, dass diese bereits vor der Veröffentlichung für Entscheidungen herangezogen wurden und hier nur beiläufig zur Verfügung gestellt werden. Hierin zum Ausdruck gebrachte Meinungen beziehen sich auf den Tag der Veröffentlichung; sie können sich jederzeit unangekündigt ändern. Aus externen Quellen erlangte Informationen werden für zuverlässig gehalten, doch ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit kann nicht garantiert werden. Werden hierin einzelne Aktien oder Anleihen erwähnt, so ist dies nicht als Handlungsempfehlung zu verstehen. Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited („TAML“). Eingetragen in England und Wales, Reg.-Nr. 573204. Eingetragener Sitz: 60 St Mary Axe, London EC3A 8JQ. Im Vereinigten Königreich autorisiert und reguliert nach den Bestimmungen der Financial Conduct Authority. Threadneedle Investments ist ein Markenname, und sowohl der Name als auch das Logo von Threadneedle Investments sind Schutzmarken oder eingetragene Schutzmarken der Threadneedle-Unternehmensgruppe. www.threadneedle.com