

CIO View

Prof. Dr. Jan Viebig
Chief Investment Officer ODDO BHF AG



17. Juni 2022

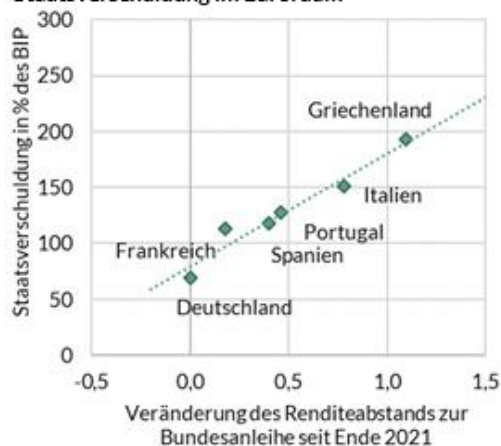
RISIKEN IN DER EURO-PERIPHERIE NEHMEN ZU

Steigende Inflationsraten und der Übergang zu einer strafferen Geldpolitik haben die Renditen im Euroraum kräftig steigen lassen. Die EZB hat zu zögerlich auf den Anstieg der Verbraucherpreisinflation in den letzten Monaten reagiert. Da die Verbraucherpreisinflation in der Eurozone nun auf über 8% gestiegen ist, nimmt der Druck auf die europäische Notenbank zu, energischer gegen den größten Anstieg der Verbraucherpreise seit den 1980er Jahren vorzugehen. Die Europäische Zentralbank hat am 9. Juni 2022 angekündigt, dass die Zinsen im Juli um 25 Basispunkte angehoben werden. Für September wird eine weitere Zinserhöhung in der Eurozone in Höhe von 50 Basispunkten erwartet. Die amerikanische Notenbank reagiert weitaus entschlossener als die EZB und hat die Leitzinsen bereits am 5. Mai 2022 um 50 Basispunkte und diese Woche nochmals um 75 Basispunkte erhöht und – anders als die EZB – eine entschlossene Reduzierung der zuletzt stark gestiegenen Zentralbankbilanz angekündigt. Investoren sind zunehmend besorgt, dass die Kombination von steigenden Zinsen und hohen Schulden eine neue Eurokrise wie in 2011/12 auslösen könnte. Die 10-jährigen Renditen in Griechenland sind diese Woche auf bis zu 4,72% angestiegen, die in Italien auf 4,17% (siehe Abb. 1). In Spanien und Portugal ist der Anstieg etwas moderater, aber ebenfalls deutlich. Der starke Renditeanstieg in den Ländern der sog. „Peripherie“ entspricht einerseits dem Anstieg des allgemeinen Renditeniveaus des Euroraums, das meist durch die Renditeentwicklung von Bundesanleihen dargestellt wird. Der Anstieg resultiert aber andererseits auch aus der Ausweitung der Renditeunterschiede gegenüber Bundesanleihen. Bei gleicher Währung spiegeln die Renditeunterschiede vor allem die unterschiedliche Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich der Kreditrisiken (engl. „credit spreads“). Diese Kreditrisiko-Prämien waren während der Pandemie aufgrund der EZB-Zinspolitik, der Anleihekäufe und des gemeinsamen EU-Fiskalpakets deutlich geschrumpft. Mit der erwarteten Straffung der Geldpolitik durch die EZB laufen die Renditen der Anleihen zwischen der Peripherie und Deutschland aber seit Ende 2021 wieder auseinander – wie die Abbildung 2 zeigt.

Abb.1: Staatsanleiherenditen in ausgewählten Ländern der EWU ¹⁾



Abb. 2: Veränderung der Renditedifferenz ¹⁾ und Staatsverschuldung im Euroraum



Quelle: Refinitiv Datastream; 01.06.2017-16.06.2022;

1) Renditen von Staatsanleihen mit 10 Jahren Restlaufzeit

Quelle: Refinitiv Datastream, Eurostat; Staatsverschuldung:

Stand Ende 2021, Veränderungen der Renditeabstände: 31.12.2021-16.06.2022; 1) nationale Staatsanleihen gg. Bundesanleihe, jew. 10 Jahre Restlaufzeit, in Prozent

Die Ausweitung der „Credit Spreads“ korrespondiert sehr anschaulich mit dem Niveau der Staatsverschuldung (siehe Abb. 2), denn mit der Höhe der Verschuldung nimmt die Schuldentragfähigkeit eines Landes ab und das Ausfallrisiko steigt. Die Schuldentragfähigkeit wiederum hängt vom Verschuldungsstand (im Verhältnis zum nominalen Bruttoinlandsprodukt, das für die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Landes bzw. des Staates steht), vom langfristig zu erwartenden (nominalen) Wachstumstempo, von der zu tragenden Zinslast und natürlich von der weiteren Entwicklung der Neuverschuldung ab. Da die Schuldenquoten in einigen Ländern Südeuropas zum Teil in kritischen Größenordnungen weit jenseits von 100 % - im Falle Italiens beispielsweise bei 151% (Ende 2021) - liegen, sorgt die aktuelle Kombination aus rasch steigenden Zinssätzen und Rezessionsgefahren für wachsende Unruhe unter den Anlegern und lässt die Renditen der entsprechenden Emittenten überproportional steigen. Tatsächlich warnt auch die EZB in ihrem Finanzstabilitätsbericht von Mai 2022 davor, dass höhere Budgetdefizite und ein verringertes Wirtschaftswachstum infolge des Ukraine-Schocks den erwarteten Rückgang der Schuldenquoten gefährden könnten.

Tab. 1: Staatsschulden in ausgewählten Ländern der EWU, in % des BIP *)

	2010	2021
Deutschland	82	69,3
Frankreich	85,3	112,9
Spanien	60,6	118,4
Portugal	100,2	127,4
Italien	119,2	150,8
Griechenland	147,5	193,3
EWU-19	85,7	95,6

Quelle: Eurostat; Stand 31.12.2010 bzw. 31.12.2021;
*) Bruttoverschuldung des Staates in % des Bruttoinlandsprodukts (BIP)

Tab. 2: EZB-Bestände von Staatsschuldtiteln ausgewählter Länder der EWU und Umlauf von Schuldtiteln, in Mrd. €

	PEPP ¹⁾	PSPP ²⁾	Umlauf ³⁾
Deutschland	412,5	666,5	1.915,3
Frankreich	299,0	626,7	2.483,3
Spanien	190,5	312,3	1.234,6
Portugal	34,8	54,5	164,6
Italien	279,3	447,9	2.235,7
Griechenland	38,7	-	80,1
EWU-19	1.665,7	2.730,3	9.686,1

Quelle Anleihebestände: EZB, Stand: Mai 2022; Quelle Umlauf: Eurostat, Stand: Ende 2021; 3) Nennwert von Staatsschuldtiteln des Staatssektors („General Government“), 1) PEPP: Pandemie-Notfallprogramm, 2) PSPP: Ankaufprogramm für öffentliche Schuldtitel

Die Entwicklung weckt Erinnerungen an die europäische Staatsschuldenkrise von 2011/12. Tatsächlich ist die Ausgangssituation auf den ersten Blick kritischer als im Jahr 2010. Die Schuldenquoten waren Ende 2010 in allen vier Peripheriestaaten – Spanien, Portugal, Italien und Griechenland – deutlich niedriger als Ende 2021 (siehe Tab. 1). Auf kürzere Sicht rechnen wir dennoch nicht mit einer ähnlichen Zuspitzung der Lage wie 2011/12. Wir konzentrieren uns dabei auf Griechenland und Italien, die aufgrund der Schuldenquoten am anfälligsten erscheinen. Griechenland ist das mit Abstand höchstverschuldete Land Europas. Insgesamt beliefen sich die griechischen Staatsschulden Ende 2021 auf 353 Mrd. € oder 193% des BIP (Quelle: Eurostat). Davon entfiel allerdings der weitaus größte Teil in Höhe von 266 Mrd. € auf Darlehen der EU-Mitgliedstaaten (Greek Loan Facility, GLF), der European Financial Stability Facility (EFSF) und des European Stability Mechanism (ESM). Die letzten Verbindlichkeiten gegenüber dem Internationalen Währungsfonds wurden im Mai 2022 getilgt. Die EFSF- und ESM-Kredite sind günstig und sollen dem Plan zufolge erst ab 2034 schrittweise getilgt werden, bis 2070. Die Tilgung der GLF-Kredite streckt sich über einen Zeitraum bis 2041. Insgesamt gibt die griechische Schuldenagentur den Anteil öffentlicher Gläubiger an den griechischen Schulden mit 77% an, was zusammen mit der langen Laufzeit der Verbindlichkeiten die Anfälligkeit für eine Schuldenkrise wesentlich vermindert. Die übrigen Verbindlichkeiten sind im Wesentlichen Anleihen. Der Umlauf griechischer Staatsschuldtitel belief sich Ende 2021 auf rund 81 Mrd. € (Eurostat). Allerdings hält die Europäischen Zentralbank im Rahmen des Pandemie-Notfallprogramms ihrerseits fast 39 Mrd. € an griechischen Staatsanleihen. Entsprechend bleibt nur noch ein überschaubares Volumen von gut 40 Mrd. €, das in Depots nicht-staatlicher Stellen liegen.

Hinzu kommt, dass die durchschnittliche Laufzeit der Anleihen lang ist: Die EZB gibt die durchschnittliche Laufzeit der für die EZB ankauffähigen griechischen Anleihen mit 9,7 Jahren an. Das bedeutet auch, dass der jährliche Refinanzierungsbedarf niedrig ist.

Eurostat gibt die Bruttoverschuldung des italienischen Staates zum Jahresende 2021 mit 2.678 Mrd. € an, wovon 2.236 Mrd. € auf Wertpapiere entfallen. Das italienische Schatzamt beziffert den Wertpapierumlauf für Ende Mai mit 2.285 Mrd. € an. Italien finanziert seine Schulden also anders als Griechenland überwiegend über den Markt und nicht über öffentliche Gläubiger. Die durchschnittliche Laufzeit der Schuldtitel liegt nach Angaben des Schatzamtes bei 7,1 Jahren. Die Wahrscheinlichkeit für eine Schuldenkrise wie 2011/12 wird allerdings dadurch gedämpft, dass die EZB einen beträchtlichen Teil der italienischen Staatsschuldtitel hält (siehe Tab. 2). Fasst man die Bestände des PSPP und des PEPP zusammen, kommt man auf ein Gesamtvolumen von 727,2 Mrd. €, die bei der EZB liegen. Dies entspricht ungefähr einem Drittel der ausstehenden Anleihen (32%). Zudem ist die Bereitschaft zur finanzpolitischen Zusammenarbeit auf der EU- bzw. Eurogruppen-Ebene spätestens seit der Corona-Krise deutlich gestiegen. Italien werden von der EU, insbesondere über das NextGeneration EU-Programm, im Zeitverlauf rund 69 Mrd. € an Zuschüssen und 123 Mrd. € an Krediten bereitgestellt.

Die EZB hat die Märkte am 15.6.2022 überrascht. Die Notfall-Sitzung zeigt, dass auch die EZB eine sprunghafte Ausweitung der Renditedifferenzen befürchtet. In der außerordentlichen Sitzung kündigte die EZB an, dass sie die Wiederanlage fällig werdender Anleihen des PEPP-Programms nutzen wird, um „den geldpolitischen Transmissionsmechanismus aufrechtzuhalten“. Mit anderen Worten: Die EZB wird die Rückzahlungen aus dem PEPP-Programm nutzen, um Anleihen der hochverschuldeten Peripheriestaaten zu kaufen, wenn deren Renditen stark steigen. Zudem hat die EZB angekündigt, dass sie an einem „Instrument zur Bekämpfung der Fragmentierung“ arbeiten wird. Wie dieses Hilfsprogramm aussehen und ob es an Reformauflagen gebunden sein wird, ließ die EZB offen. Ob eine auf die Preisstabilität verpflichtete Zentralbank solche Instrumente überhaupt beschließen darf, bleibt strittig. Eigentlich wäre es Aufgabe der demokratisch gewählten Parlamente der EU-Mitgliedstaaten und der EU, solche Hilfsprogramme zu beschließen.

Fazit: Anders als es der Vertrag von Maastricht 1992 und weitere EU-Verträge danach forderten, sind die Schulden in zahlreichen hochverschuldeten EU-Mitgliedstaaten nicht rückläufig, sondern weiter kräftig gestiegen. In einem Umfeld steigender Zinsen wird die Finanzierung dieser hohen Schulden schwieriger. Niedrige Zinsen, eine stärkere fiskalpolitische Kooperation auf EU-Ebene und Anleihenkäufe der EZB haben seit der Eurokrise 2011/2012 dazu beigetragen, einen ungeordneten Anstieg der Finanzierungskosten in den stärker verschuldeten Mitgliedstaaten zu verhindern. Obwohl wir derzeit keine Eurokrise wie im Jahr 2011/12 erwarten, investieren wir das uns anvertraute Kapital nicht in Anleihen der Peripheriestaaten, da aus unserer Sicht das Risiko hoch ist, dass sich die Renditedifferenzen weiter ausdehnen und der Wert der Anleihen weiter fallen könnte. Die beste Methode, um Verschuldungskrisen im Euroraum dauerhaft zu vermeiden, wäre mehr fiskalpolitische Disziplin in allen EU-Mitgliedsstaaten. Aber auch das erwarten wir derzeit nicht.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF AG wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

MARKTÜBERSICHT

17.06.2022

Aktienindizes	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Euro Stoxx 50	3456,4	-4,0	-8,8	-19,6
DAX 40	13143,3	-4,5	-8,7	-17,3
CAC 40	5926,6	-4,2	-8,4	-17,1
FTSE 100	7088,1	-3,1	-6,8	-4,0
SMI	10561,5	-4,7	-9,0	-18,0
S&P 500	3666,8	-6,0	-11,3	-23,1
Nasdaq Comp.	10646,1	-6,1	-11,9	-32,0
Nikkei 225	25963,0	-6,7	-4,8	-9,8
CSI 300	4309,0	1,7	5,3	-12,8
Hang Seng	21075,0	-3,4	-1,6	-9,9

Notenbanksätze	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
EZB Einlagenfazilität	-0,5	0	0	0
US Federal Funds *)	1,625	0,75	0,75	1,5
SNB Sichteinlagen	-0,25	0,5	0,5	0,5

Renditen (% p.a.)	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
Bund 10 Jahre	1,66	0,14	0,54	1,83
UST-Note 10 J.	3,23	0,07	0,38	1,72
Schweiz 10 J.	1,40	0,27	0,51	1,54

Währungen	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
EUR in USD	1,0505	-0,1	-2,1	-7,6
EUR in GBP	0,8533	0,1	-0,2	-1,4
EUR in CHF	1,0135	2,5	1,6	2,4
US-Dollar Index **)	104,351	0,2	2,6	9,1

Rohstoffe	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Gold (US\$/oz.)	1849,7	-1,2	0,7	1,1
Rohöl/Brent (US\$/b.) ***)	120,34	-1,4	-2,0	54,7

Letzte Aktualisierung: 17.06.2022 10:36

Quelle: Bloomberg, Aktienindizes in lokaler Währung; Veränderungen in % bzw. in Prozentpunkten (Pp); *) Angabe für Federal Funds Rate: Mitte des Zielbandes ($\pm 0,125$ Pp); **) Definition gemäß ICE US; ***) Brent, aktiver Terminkontrakt ICE

WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt, noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF Aktiengesellschaft (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenendienstleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2022, Herausgeber: ODDO BHF Aktiengesellschaft, Bockenheimer Landstraße 10, 60323 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.