

Inhaltsverzeichnis

1	Executive Summary
2	Rückblick: Tops & Flops
3	Globale Brennpunkte
4	Wege aus der Krise
5	Länder im Fokus
6	Ratings & Fazit

Executive Summary

- Der Ausbruch der Pandemie hat die bisher schleppende Wirtschaftsentwicklung ausgebremst und zum grössten Schock für die Weltwirtschaft seit dem 2. Weltkrieg geführt.
- Exporte (Investitionsgüter, Tourismus) und Konsum (Retail) erleiden 2020 einen starken Einbruch. Die grosszügigen und breitangelegten Sofortmassnahmen der Staaten greifen. Der synchrone Schock wird gemildert und Arbeitsplätze, Unternehmen sowie Haushalte vorerst abgeschirmt. Nach Auslaufen der Kurzarbeitsprogramme und Moratorien erwarten wir einen Anstieg der Arbeitslosigkeit in Verbindung mit steigenden Kreditausfällen.
- Dauer und Tiefe der Rezession sowie Auswirkungen auf die Bonität hängt von der individuellen Ausgangslage und Widerstandsfähigkeit der einzelnen Staaten ab. Bereits vor der Krise vielerorts überstrapazierte Bilanzen (Staaten, Unternehmen, Haushalte) und trotz positivem Wirtschaftsumfeld nicht erfolgte Reformen bieten eine prekäre Ausgangslage.
- Tiefere Steuereinnahmen (Haushalte/Unternehmen) und massive Ausgaben der Staaten zur Entschärfung der wirtschaftlichen und sozialen Konsequenzen führen zu hohen Staatsdefiziten, steigenden Schulden und damit schwächeren Finanzprofilen.
- Länder mit hoher Gesamtverschuldung (Unternehmen, Haushalte, Staat), einseitiger Wirtschaft und schwachen Institutionen werden um Jahre zurückgeworfen und Mühe haben, dem Schuldensumpf zu entkommen. Tiefe Zinsen bleiben entscheidend für die Tragbarkeit.
- Die Bankensysteme sind «noch» intakt und unterstützen die Liquiditätsmassnahmen der Staaten – waren die Banken Auslöser der letzten Krise, könnten sie Leidtragende der aktuellen Krise werden.
- Die erfolgreiche Bewältigung der Krise erfordert rigorose Anpassungen bei überschuldeten Unternehmen, Haushalten und Staaten zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit.
- Die Flexibilität aber auch die Glaubwürdigkeit der Notenbanken und Regierungen wird auf die Probe gestellt und die politischen Risiken steigen an. Eine wohlüberlegte Exitstrategie, welche insbesondere eine «Zombifizierung» der Wirtschaft verhindert, ist zentral für eine nachhaltige Gesundung.
- Die Finanzmärkte haben sich derzeit komplett von der realen Welt entkoppelt. Viele Investoren glauben, dass sie in Krisensituationen stets von Notenbanken und Regierungen gerettet werden und gehen deshalb höhere Risiken ein.

Rückblick: Tops & Flops



Quelle: Economist

Was ist seit der Länderstudie '19 geschehen?

- Covid-19 versetzt Weltwirtschaft in Schockstarre
- EZB packt grössere Bazooka aus (PEPP*: EUR 1'350 Mia.) und akzeptiert gefallene Engel als Sicherheit von Banken
- Österreich emittiert 100-jährige Anleihe mit einer Rendite von 0.88%
- Kanada verliert AAA; Australien mit negativem Ausblick. Hongkong unter Druck (Ratingkonvergenz mit China geht weiter)
- Aber: 60% der Staaten mit stabilem Ausblick bei den Agenturen (Ruhe vor dem Sturm?)

Wo lagen wir richtig mit unseren Einstufungen (Tops):

- Downgrades: Grossbritannien, Italien, Indien, Kanada, Kolumbien, Mexiko, Slowakei, Südafrika
- Upgrades: Bulgarien
- Gefährdete Länder rechtzeitig isoliert: Brasilien, Argentinien, Rumänien, Türkei, Südafrika

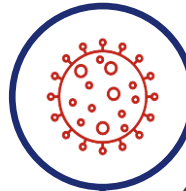
* PEPP = Pandemic Emergency Purchase Programme

Globale Brennpunkte

Covid-19

Pandemie als Katalysator, welcher strukturelle Probleme zu Tage fördert und Blasen zum Platzen bringt

01



Wirtschaftswachstum

2020 und 2021 werden als verlorene Jahre in Bezug auf das Wirtschaftswachstum in die Geschichte eingehen

02



03

Unterstützungsmassnahmen

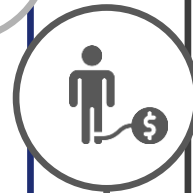
Staaten schultern gigantische Programme, um die wirtschaftlichen Konsequenzen abzufedern



04

Schuldensituation

Kontraktion der Wirtschaft in Kombination mit Unterstützungsmassnahmen lässt Schuldenquoten explodieren



Covid-19: Einfluss der Pandemie auf Volkswirtschaften



Konsum

Einschränkung der Bewegungsfreiheit (Lockdowns; Social Distancing); Schliessung von Geschäften, Schulen, Büros, Fabriken



Tourismus

Quarantänen, Reiserestriktionen in betroffene Gebiete, Absage von Grossanlässen, Geschäftsreisen



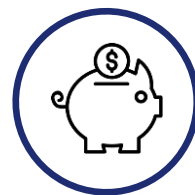
Unterbruch der Lieferketten

Geschlossene Produktionsstätten und tiefere Auslastung, Lieferengpässe



Einbruch der Energiepreise

Schwächere Nachfragesituation und Überkapazitäten führen zu tieferen und volatilen Preisen



De-Sozialisierung

Bildung, Einzelhandel, Gewerbe, Transport, Unterhaltung, Gastronomie



De-Mobilisierung

Hotels, Airlines, Kreuzfahrten, Reisebüros, Veranstalter, Transportunternehmen



De-Globalisierung

Rückläufige Nachfrage, Aufschub von Investitionen, steigende Preise, Protektionismus



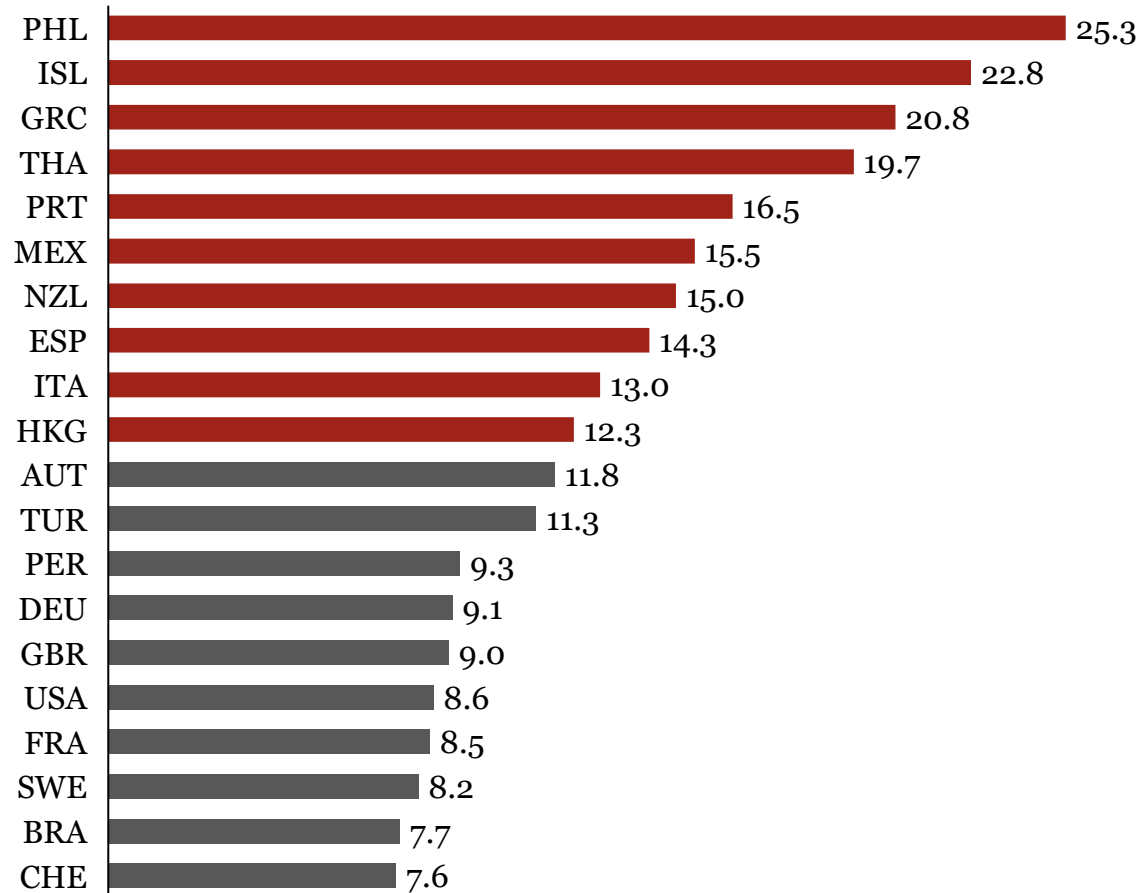
De-Stabilisierung

Klamme Staatshaushalte, Finanzierungsengepässe, soziale Ungleichgewichte, innenpolitische Friktionen



Covid-19: Beispiel Tourismus

Anteil Tourismus an der Wertschöpfung (2019; in % des BIP)



Quelle: WTTC

- Die Einschränkung der Bewegungsfreiheit als Reaktion auf steigende COVID-19-Infektionen in ganz Europa belastet tourismusorientierte Länder
- Verlust von Arbeitsplätzen – 100 Mio. Stellen im Tourismus global (KMUs, informelle Wirtschaft)
- Nicht touristische, grosse Volkswirtschaften (z.B. Deutschland, Grossbritannien) im Vorteil, da die Einwohner in der Heimat verbleiben, anstatt ins Ausland zu reisen

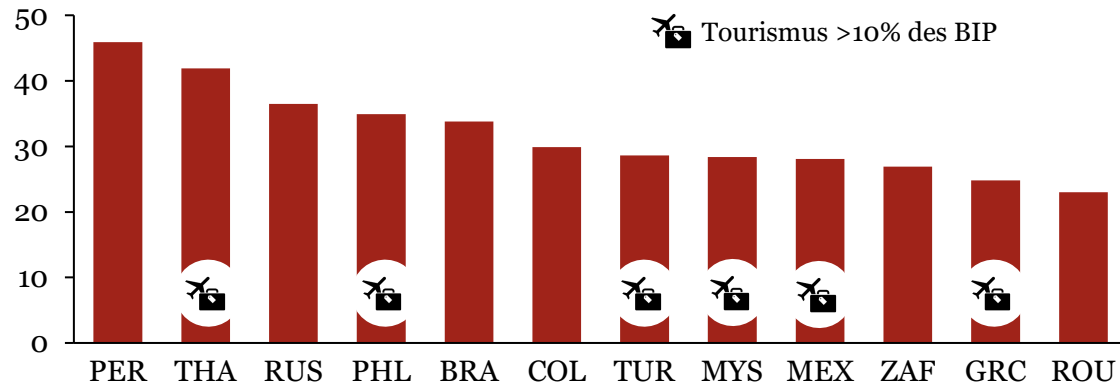
Fazit

- Schock der Arbeitsmärkte in personalintensiven Bereichen (Transport, Tourismus, Unterhaltung, etc.)
- Permanent oder temporär?
- Redimensionierung und Neuorientierung

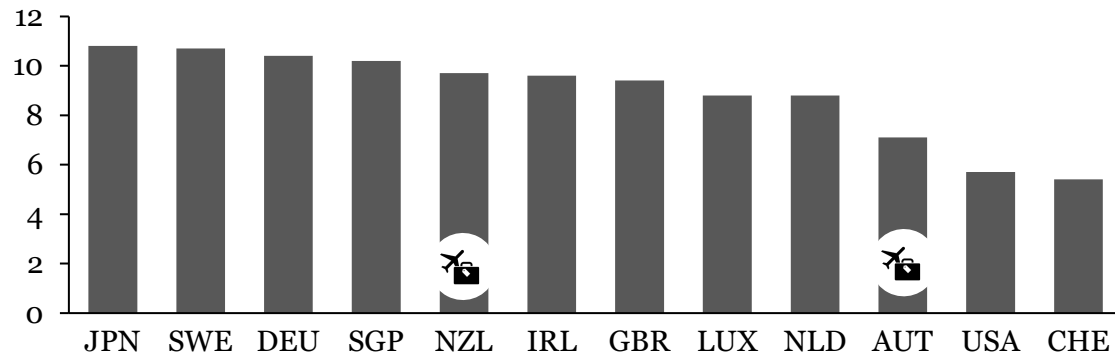


Covid-19: Beispiel Tourismus & Schattenwirtschaft

Top12: Länder mit grosser Schattenwirtschaft (% des BIP)



Bottom12: Länder mit tiefer Schattenwirtschaft (% des BIP)



Quelle: Medina, Schneider

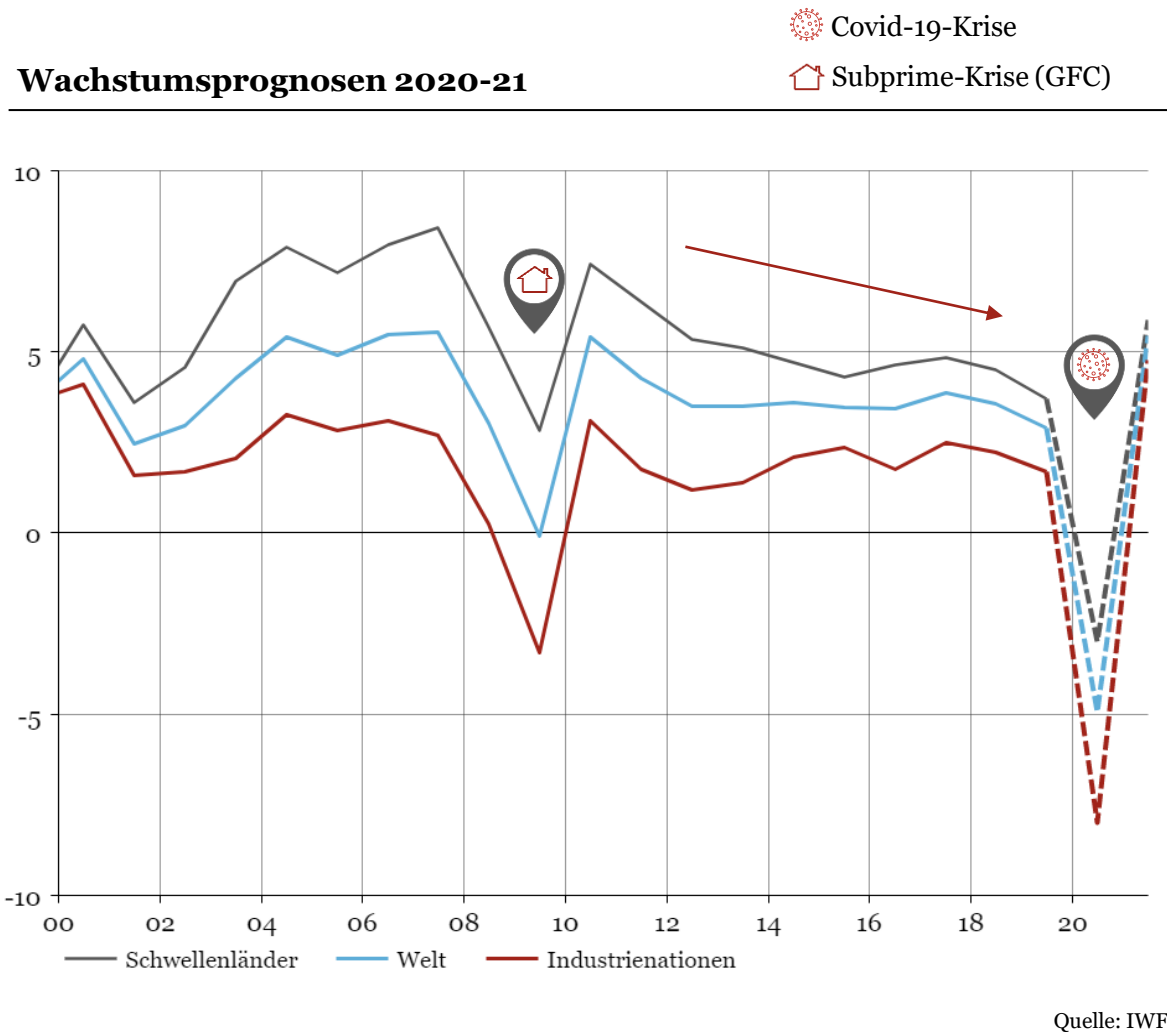
- Mangelnde soziale Sicherheitsnetze für Bevölkerung mit Aktivitäten im informellen Sektor
- Konzentration in besonders hart betroffenen Sektoren (Tourismus, Retail, Dienstleistungen, Transport, Gewerbe, etc.) sowie kleinen Firmen
- Informelle Arbeiter verloren gemäss Hochrechnung der Internationalen Arbeitsorganisation (ILO) substantiell an Einkommen:
 - LATAM: -81%
 - EU & Asien: -70%

Fazit

- Länder mit starker Abhängigkeit von internationalen Tourismusströmen und hohem Anteil an informellen Arbeitskräften verzeichnen in der aktuellen Krise die stärksten Einbussen



Wirtschaftswachstum: Massiver Einbruch



- Simultane Notbremse zum Schutz von Bevölkerung und Gesundheitssystemen lässt Wachstum einbrechen
- **Aber:** Entwicklung und Erwartungen waren vielerorts schon vor Covid-19 schwach
- Manufacturing-Krise in Europa sowie rückläufiges Realwachstum in Schwellenländern seit 2013


Fazit

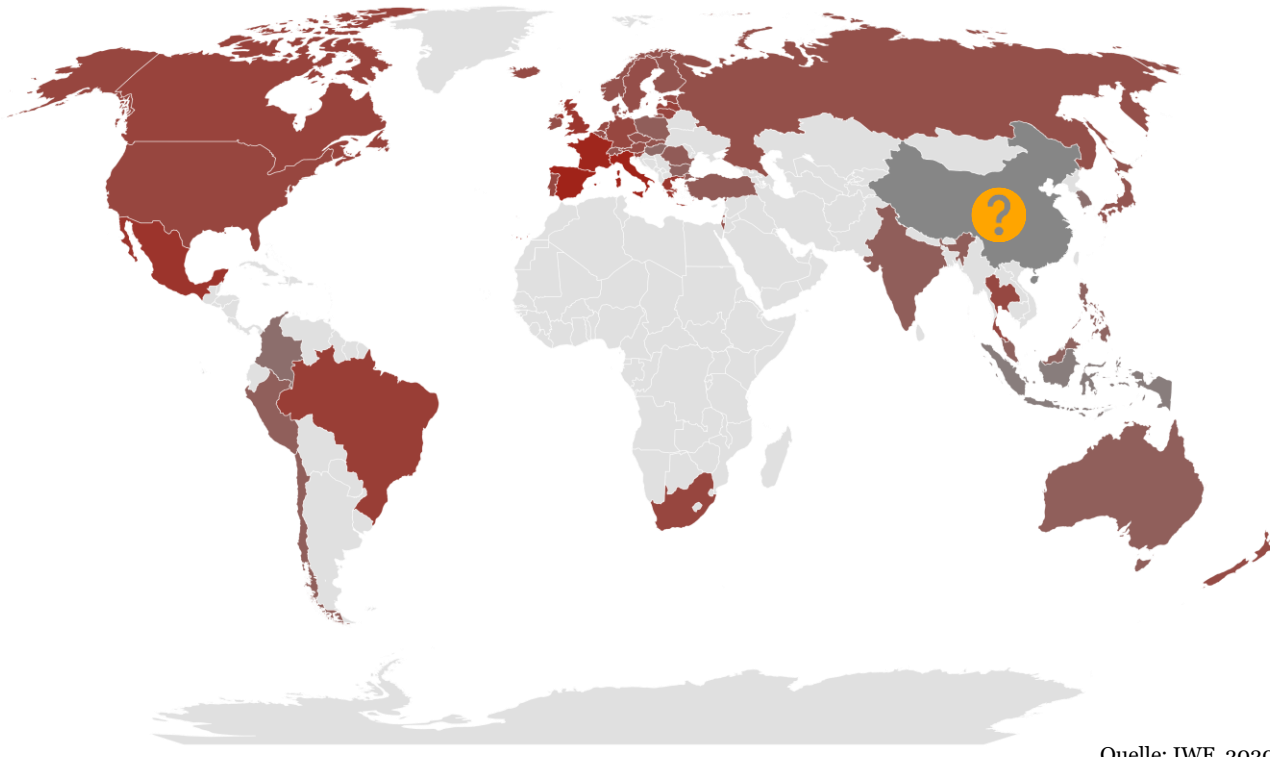
- Grösster Schock für Weltwirtschaft seit dem 2. Weltkrieg
- Perfekter Sturm für EM mit schwachen Gesundheitssystemen, hoher Exportabhängigkeit (Tourismus, Rohstoffe) und schwachen Institutionen
- Hoffnung auf schnelle Erholung und Vertrauen in die Allmacht der Zentralbanken hält Märkte noch am Leben



Wirtschaftswachstum: Massiver Einbruch

Wirtschaftswachstum 2020e: Flächendeckende Kontraktion

BIP Wachstum 2020e 
-12.8% 1.0%



Quelle: IWF, 2020

Global

- Flächendeckender Wachstums-einbruch
- Einzig für China wird Wachstum für 2020 projiziert

Europa

- Tiefe Rezession in Europa mit Peripherie (Italien, Spanien, Griechenland, Portugal) sowie Frankreich hart betroffen

USA

- Schnelle Erholung (2022) abhängig vom US-Konsumenten

Latam

- Tiefste Rezession seit 1930 trifft auf schwaches Wachstum und teilweise hohe Verschuldung (Mexiko, Brasilien)

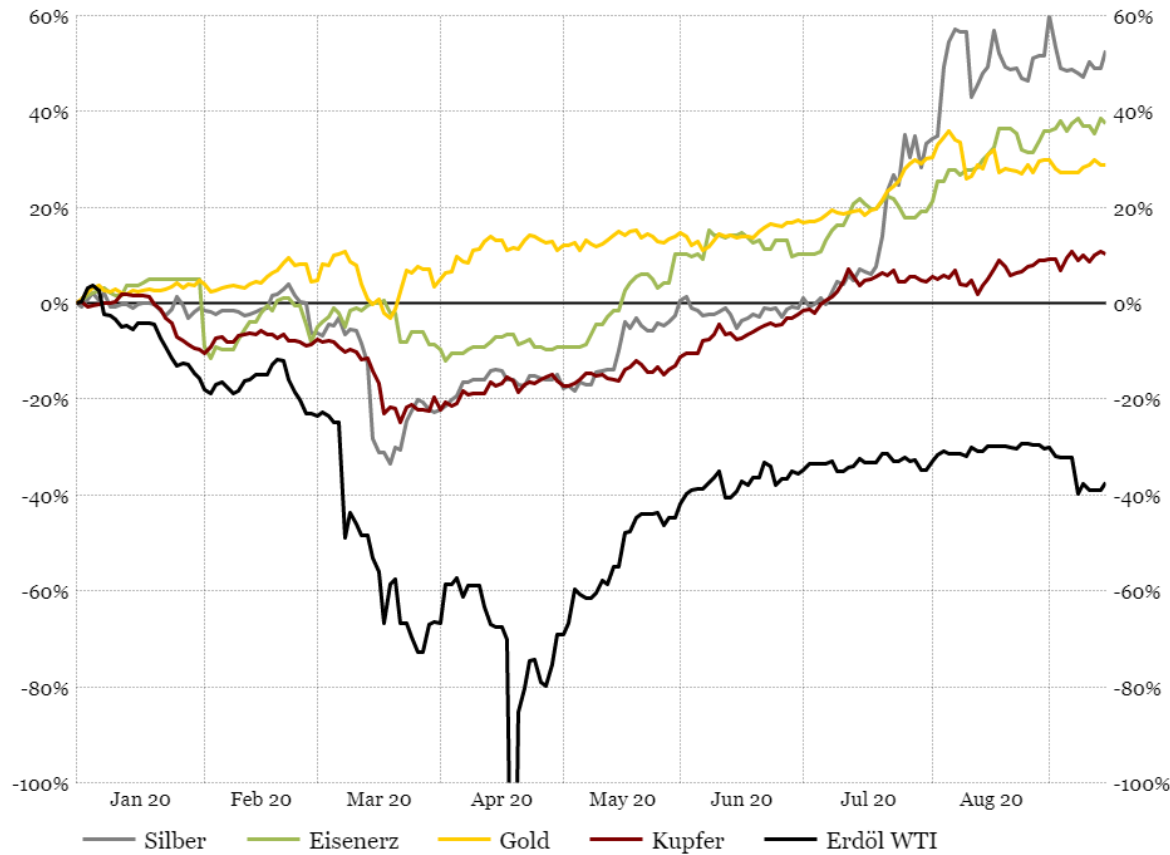
Fazit

- Konkurse und Arbeitslosigkeit werden ansteigen und Konsum belasten
- Die BIP-Niveaus 2019 werden erst in Jahren wieder erreicht (2022-2024 – zu optimistisch?)
- Politische Risiken steigen an



Wirtschaftswachstum: Energiepreise unter Druck

Einbruch der Energiepreise belastet Ölexporture; Metalle boomen



Source: Refinitiv Datastream

- Der Ölpreis kam durch die globalen Lockdowns (Einschränkung der Mobilität) und den Preiskampf unter den grossen Produzenten unter Druck
- Negativer Effekt auf Staatshaushalte durch rückläufige Investitionen und tiefere Einnahmen (Tantiemen)

- Rohstoffpreise profitieren von Chinas wirtschaftlicher Erholung
- Kupfer und Eisenerz boomen wegen Versorgungslücken
- Gold und Silber als Alternativen zu abwertenden Währungen

Fazit

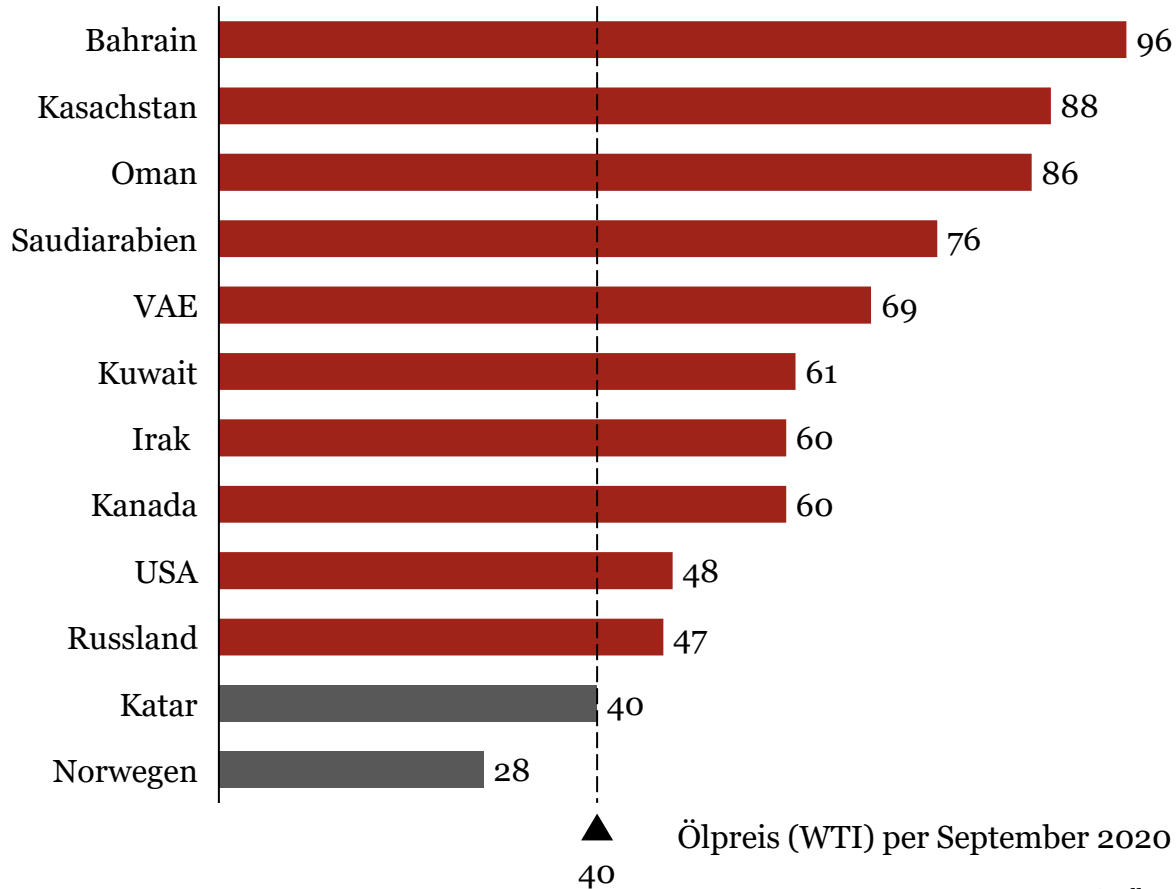
- Der Ölpreiserfall wurde durch Förderkürzung gebremst
- Tiefe Ölpreise lähmen Wirtschaft, Exporte und belasten Staatbilanzen der Petrostaaten
- Metallexporture wie Chile und Peru profitieren vom Nachfrageüberhang



Wirtschaftswachstum: Energiepreise unter Druck

Fiskalischer Breakeven-Ölpreis

in USD/Fass



Quelle: IWF, 2020

- Der fiskalische Breakeven-Ölpreis – benötigtes Preisniveau für einen ausgeglichenen Staatshaushalt – ist ein relevanter Indikator für öllastige Exportnationen
- Staaten wie Saudiarabien haben den Staatsapparat während Zeiten hoher Preise ausgebaut und die nationale Bevölkerung mit grosszügigen Privilegien (Jobs, Subventionen) versorgt
- Tiefe Preise bedrohen nun die Tragbarkeit sowie das wirtschaftliche und politische Gefüge

Fazit

- Staaten wie Saudiarabien, VAE und Kuwait benötigen höhere Ölpreise, um den Staatsapparat mittelfristig finanzieren zu können
- Alternative: Die Staaten müssten ihre Ausgabenpolitik überdenken
- Soziale Spannungen (Arabischer Frühling 2.0) können neu aufflammen



Wirtschaftswachstum: Stimmungseinbruch

Beispiel Europa: Nach der Abkühlung kam der Einbruch



Quelle: Refinitiv, 2019

- Abschwächung im Industriesektor zeichnete sich schon 2018 ab
- Industrie operiert 15-25% unter pre-Covid-19 Niveaus (Auslastung)
- Automobilsektor und Kapitalgüterindustrie besonders betroffen; schrumpfende Exporte
- Nachfrage erholt sich schleppend (tieferer Auftragsbestand) trotz Fiskalmassnahmen (Darlehen)
- Volle Inventare; rückläufige Auftragsbücher

Fazit

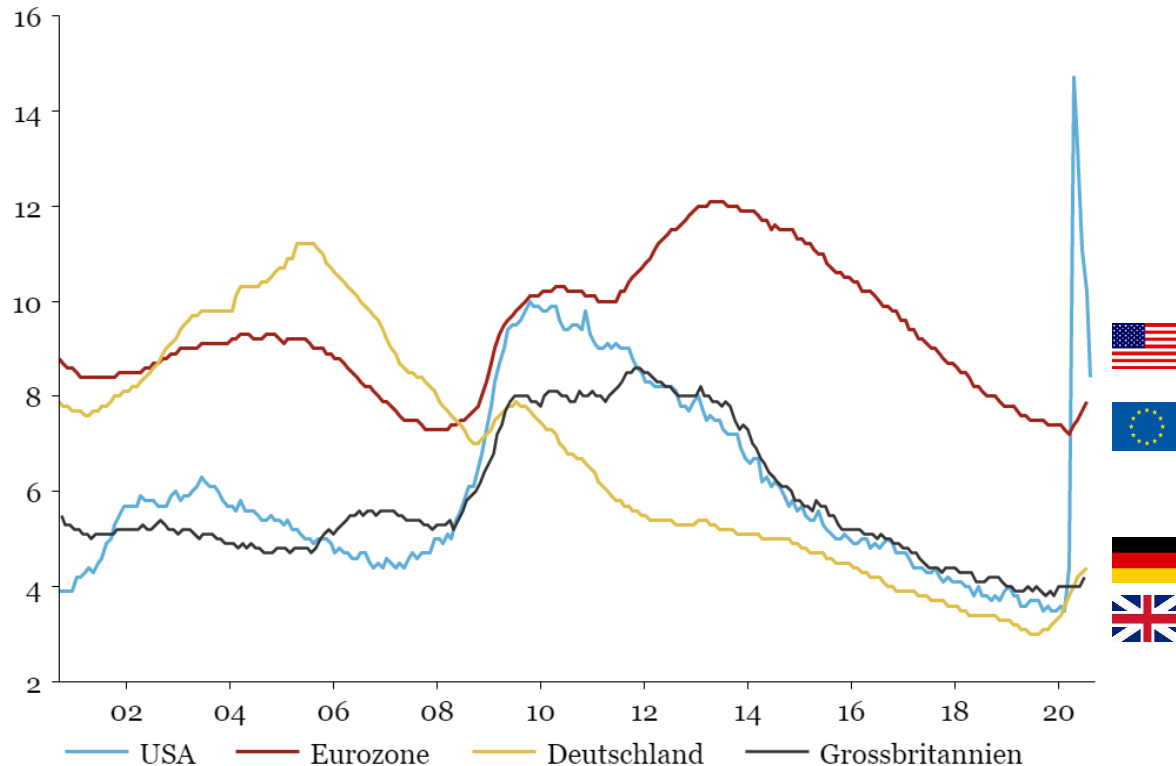
- Hohe Fixkosten und schrumpfende Cash Flows strapazieren Bilanzen zusätzlich
- Zurückhaltung bei Investitionen trotz tiefen Zinsen
- Konsequenzen für Unternehmen, Arbeitsmarkt und Kreditqualität werden sich im 2021 materialisieren



Arbeitsmärkte: Vielerorts “noch” unversehrt

Arbeitslosigkeit: Von historischen Tiefstständen zu neuem Höchst

Arbeitslosenrate in %



Quelle: Datastream, 2020

Kommentare

- Sofortmassnahmen der Regierungen (Kurzarbeit) greifen
- USA mit extrem flexiblen Arbeitsmarkt – Verlust von 12 Mio. Arbeitsplätzen
- Auswirkungen und Ausmass der Krise in Europa somit noch nicht in den Arbeitslosenzahlen reflektiert (Kurzarbeit, Kündigungsschutz, Moratorien)

Fazit

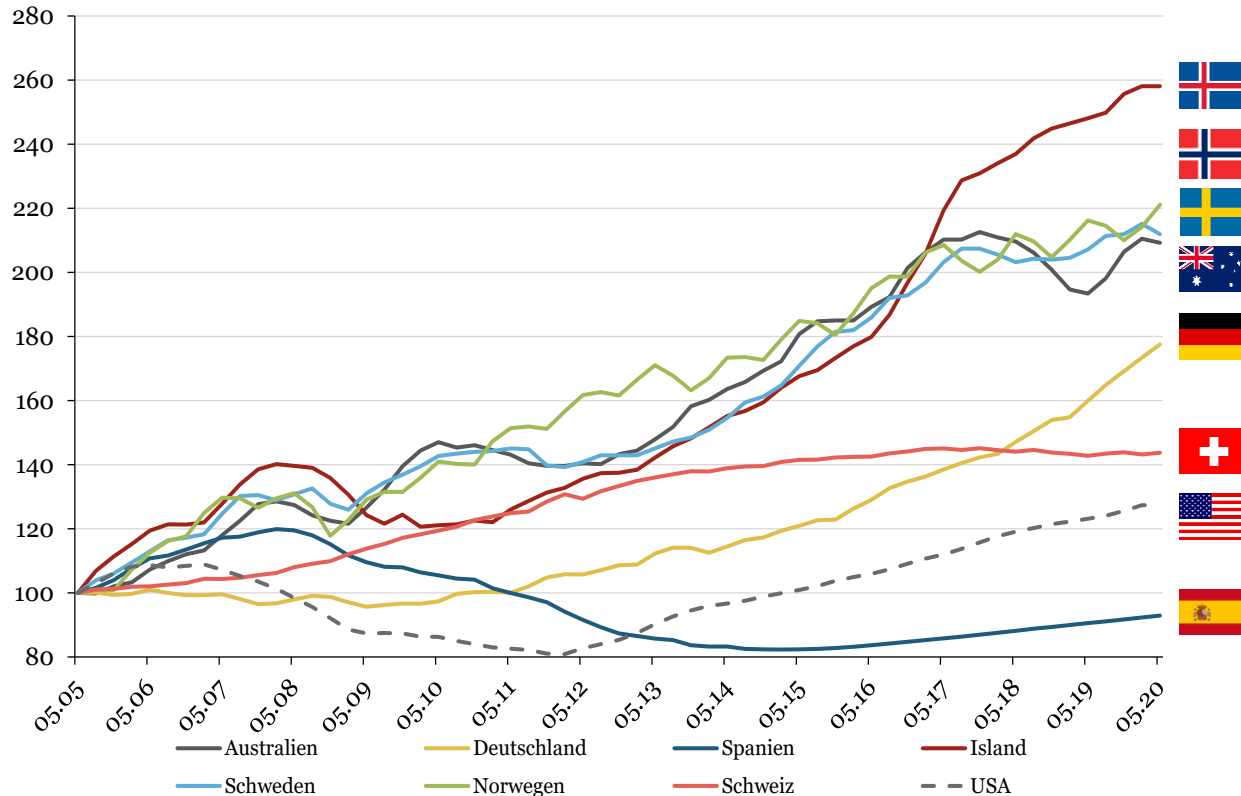
- Wir erwarten einen Anstieg der Arbeitslosigkeit in den kommenden Quartalen auch in Europa
- Langer Weg zurück zum Ausgangspunkt mit hoher Belastung der öffentlichen Hand (sinkende Steuereinnahmen, hohe Sozialkosten)
- Gefahr, dass Programme verlängert werden (Produktivitätsverluste; Einführung Grundeinkommen)
- Zurückfahren der Massnahmen entzieht Unterstützung für Konsum und Investitionen (Häusermarkt)



Immobilienmärkte – nächster Dominostein?

Häusermarkt – Spielball der Geldpolitik

Häuserpreise indiziert (2005=100)



Quelle: Datastream, 2020

- Viele Immobilienmärkte sind durch die seit Jahren künstlich tief gehaltenen Zinsen überhitzt
- Die rege Bautätigkeit ist gewünscht, da so ein schwacher Konsum kompensiert werden kann
- Durch den starken Anstieg der Arbeitslosigkeit in einigen Ländern dürfte die Nachfrage nach Wohnimmobilien sinken
- In anderen Ländern schürt die Pandemie jedoch die Nachfrage nach Eigenheimen
- Aufgrund Covid-19 und dem damit beschleunigten Strukturwandel werden Themen wie Stadt-Land Flucht wieder aktuell

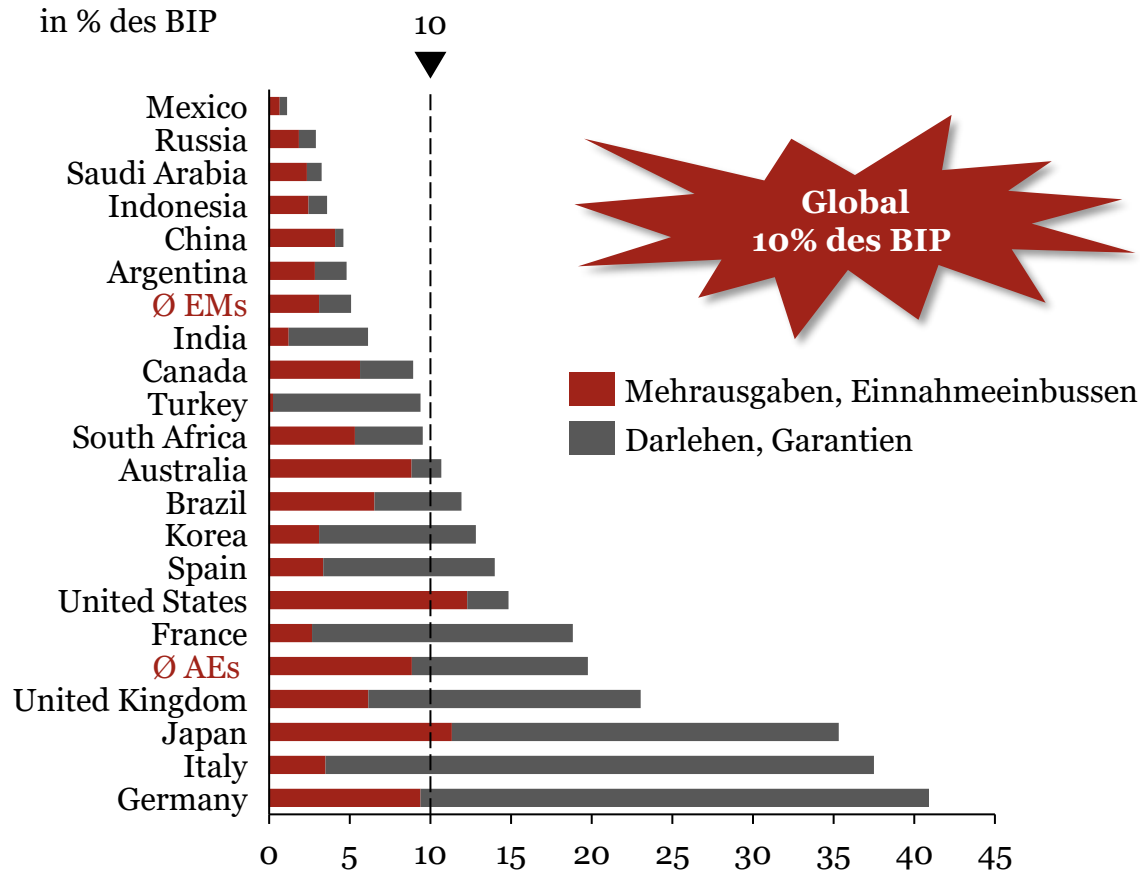
Fazit

- Wir erwarten Korrekturen in und um Ballungszentren, wo Preise in den letzten Jahren stark gestiegen sind
- Der US-Häusermarkt wird sich stabil entwickeln, während es in anderen Ländern zu massiven Verschiebungen kommen kann



Massnahmen der Staaten zur Schadensbegrenzung

Stützungspakete ausgewählter Länder



Quelle: IWF FM, 2020

Ziel: Dauer und Vehemenz der Rezession verkürzen

➤ **Direktmassnahmen:**

Arbeitslosengelder, Kurzarbeit, Transfers zu stark betroffenen Sektoren (Reiseindustrie, Gastgewerbe), Unternehmen und Haushalten

➤ Temporärer Aufschub von Unternehmens- und Einkommenssteuern, Sozialabgaben

➤ Darlehen oder Eigenkapitaleinschüsse

➤ **Indirekte Massnahmen:**

Garantien, Konkurs-Moratorien

Fazit

➤ Fiskalpolitik als Instrument, um Bevölkerung und Wirtschaft vor Einkommensverlusten, Arbeitslosigkeit und Insolvenzen zu schützen

➤ Der Spielraum für antizyklische Massnahmen variiert derzeit stark

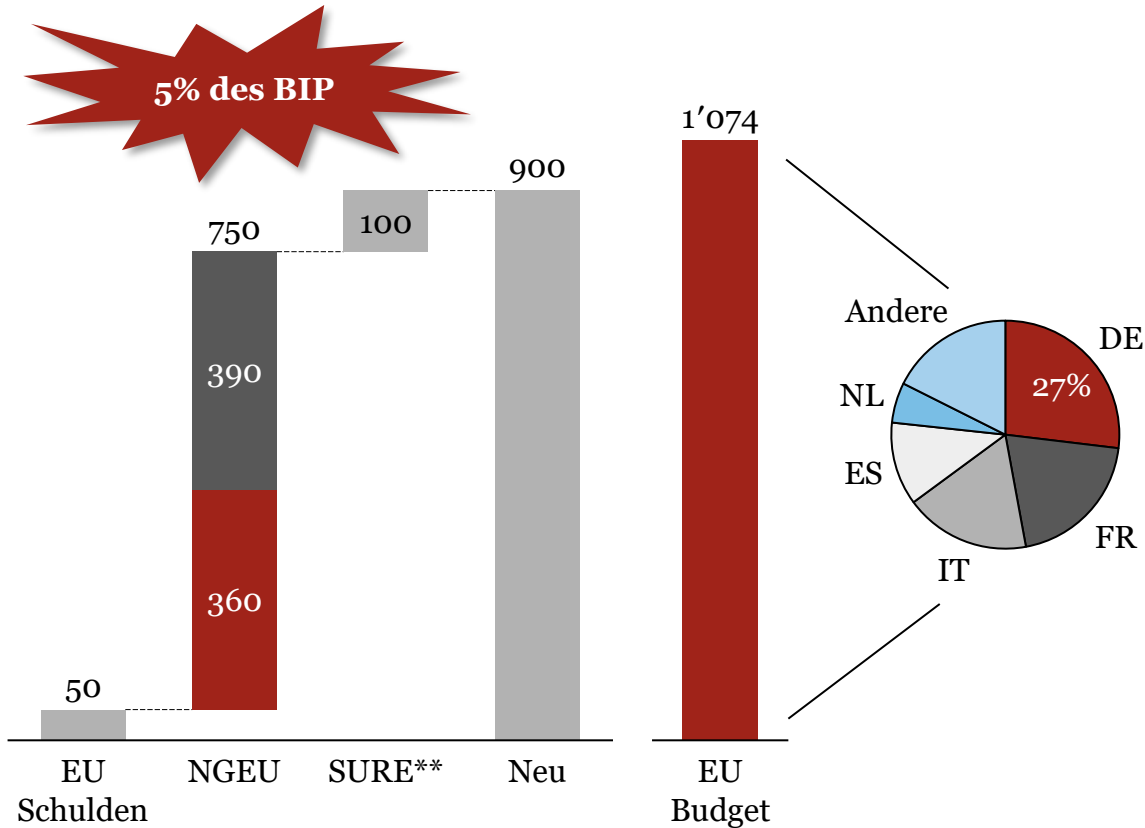
➤ Staatsdefizite werden 2020/21 massiv ansteigen



Europa: Debut des gemeinsamen Schuldentopfs

NGEU*: Aufstockung der nationalen Programme mit EU Geldern

in EUR Mia.



* NGEU: Next Generation EU

**SURE: Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency

Quelle: EU/I-CV, 2020

- Schulden sind durch das EU Budget garantiert; die abrufbaren Mittel bei den Mitgliedern wurden erhöht (+0.6% des GNI, EUR 83 Mia. p.a.)
- Anteilig garantiert – keine Solidarhaftung
- EUR 390 Mia. in Form von Zuschüssen (Fiskaltransfers; ausserhalb nationaler Schuldenrechnung)
- Emissionen von 2021-2027 (70% in 2021-22)
- Rückzahlungen beginnen Ende 2027-58 mittels Steuern und Abgaben (z.B. Plastik, Digital, Finanztransaktionen) sowie höheren Beiträgen

Fazit

- Zaghafter Schritt in Richtung Fiskalunion (komplementär zu EZB)
- Verteilschlüssel führt zu ausserbilanziellen Verpflichtungen (DE: als AAA Prellbock)
- Neues sicheres Asset oder Mogelpackung?

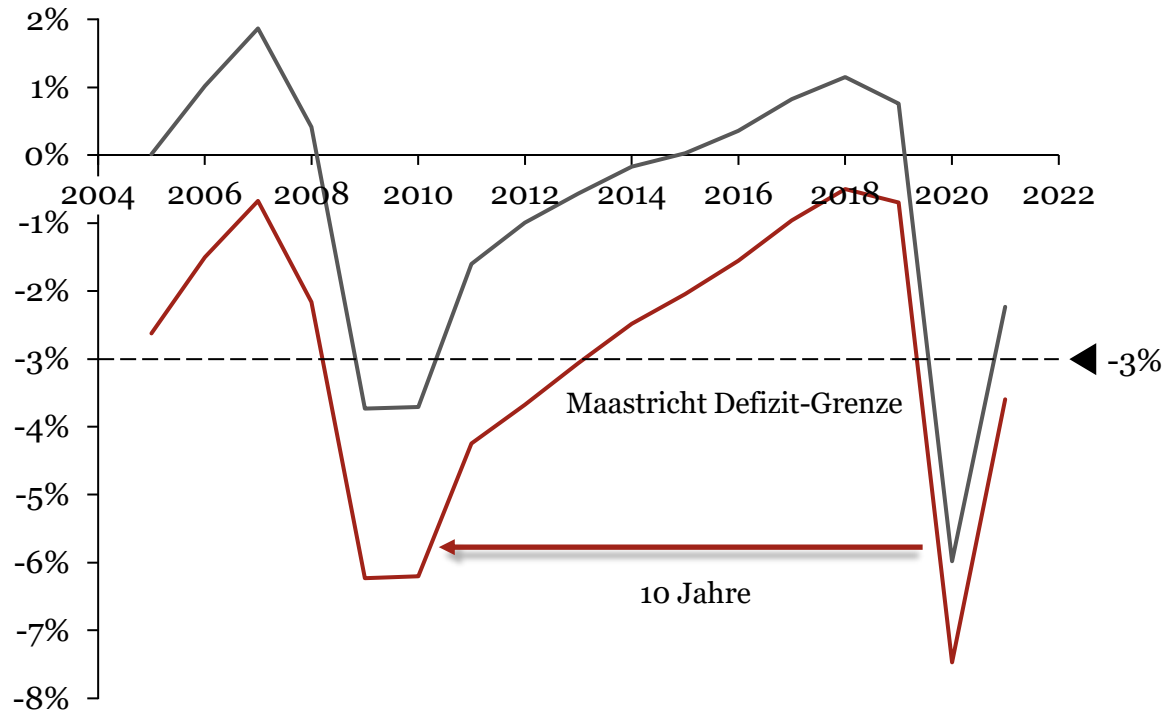


Fiskalprogramme resultieren in hohen Defiziten...

Beispiel Europa: Zurück ins negative Territorium



Primär- und Haushaltsdefizit in % des BIP — Haushaltsbilanz — Primärbilanz



Quelle: IWF, 2020

- Verlangsamung der Wirtschaftsaktivitäten schlägt sich auf Staatseinnahmen (tieferes Steueraufkommen) durch
- Die «alternativlosen» Fiskalprogramme (Mehrausgaben und Garantien) strapazieren die Staatshaushalte
- Als Konsequenz verzeichnen die Staatshaushalte in der Eurozone hohe Defizite
- Die Fortschritte der letzten acht Nachkrisenjahre sind verpufft
- Positiv: Nur wenige Länder gehen mit defizitärem Haushalt in die Krise (Belgien, Frankreich, Italien, Finnland)

Fazit

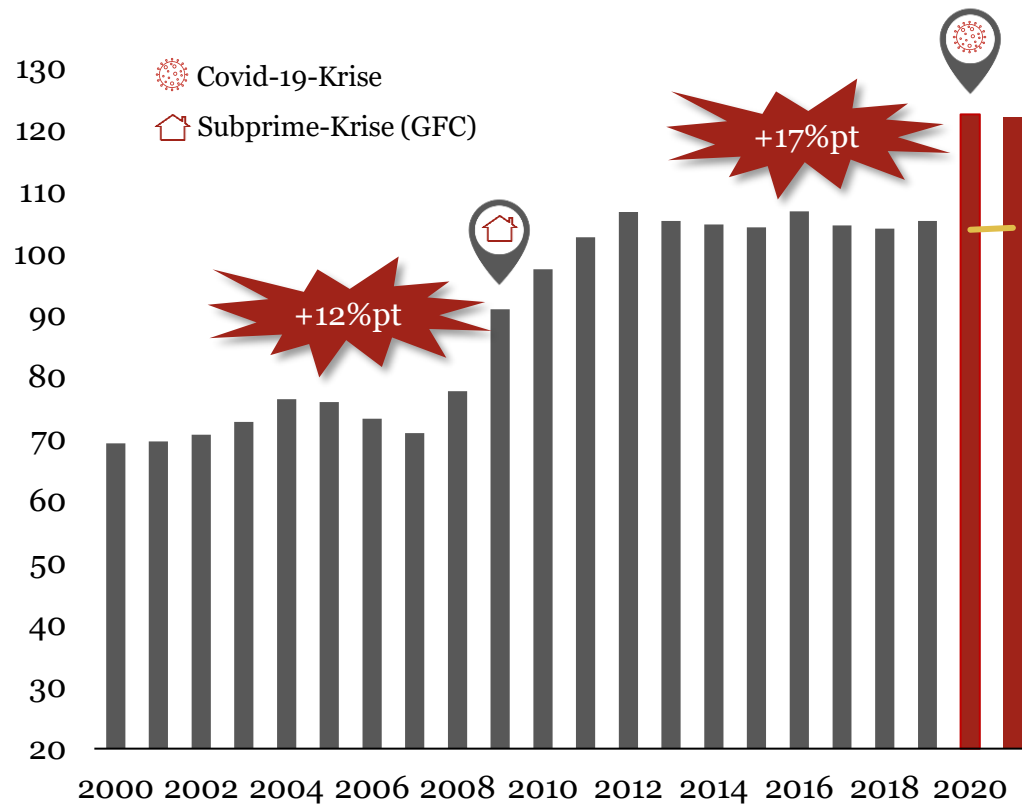
- Die Länder in der Eurozone werden um Jahre zurückgeworfen
- Hohe Kosten für Staat und ultimativ Steuerzahler führen zu steigender Staatsverschuldung



...und steigender Verschuldung der Staaten

Industrienationen: Schuldendynamik (2000-2021e)

in % des BIP



Quelle: IWF, 2020

- Auswirkungen der Pandemie auf Staatshaushalte und Wachstum treffen auf bereits rekordhohen Schuldenberg
- Nur einigen Staaten ist es gelungen, in der Zwischenzeit die Schuldenratio abzubauen (AUT, CZE, DNK, DEU, ISL, IRL, CHE)
- Nach dem durch die GFC ausgelösten Schuldenanstieg katapultiert die Covid-19 Krise die Schuldenratios der Industrienationen auf neue Höchststände
- Die stärksten Anstiege sind in den USA, Kanada, Spanien, Australien, Frankreich, Belgien, Griechenland und Italien zu erwarten

Fazit

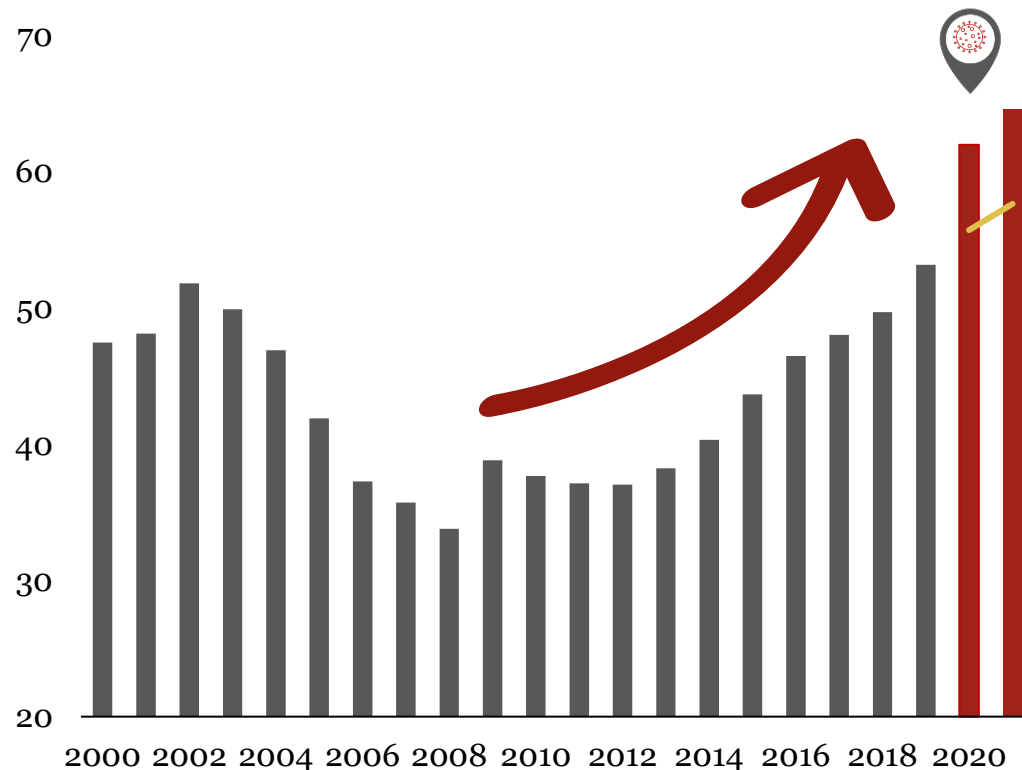
- Der 100er-Club ist von sieben auf zehn Mitglieder angeschwollen
- Der Abbau der Verschuldung wird für die Mehrheit der Staaten ein langer und beschwerlicher Weg



Schuldensituation: Schwellenländer

Schwellenländer: Schuldendynamik (2000-2021e)

in % des BIP



Quelle: IWF, 2020

- Der Schuldenanstieg bei den Schwellenländern setzt sich (seit 2009) ungebrochen fort und wird durch Covid-19 beschleunigt
- Diverse Länder verfügten schon vor Covid-19 über wenig Spielraum
- Höchster Anstieg in China, Peru, Rumänien, Brasilien, Thailand, Südafrika und der Türkei erwartet
- Brasilien bald bei 100% des BIP
- Das Schuldenratio von China (ex staatsnahe Unternehmen) hat sich seit 2013 beinahe verdoppelt (2021e: 70% des BIP)

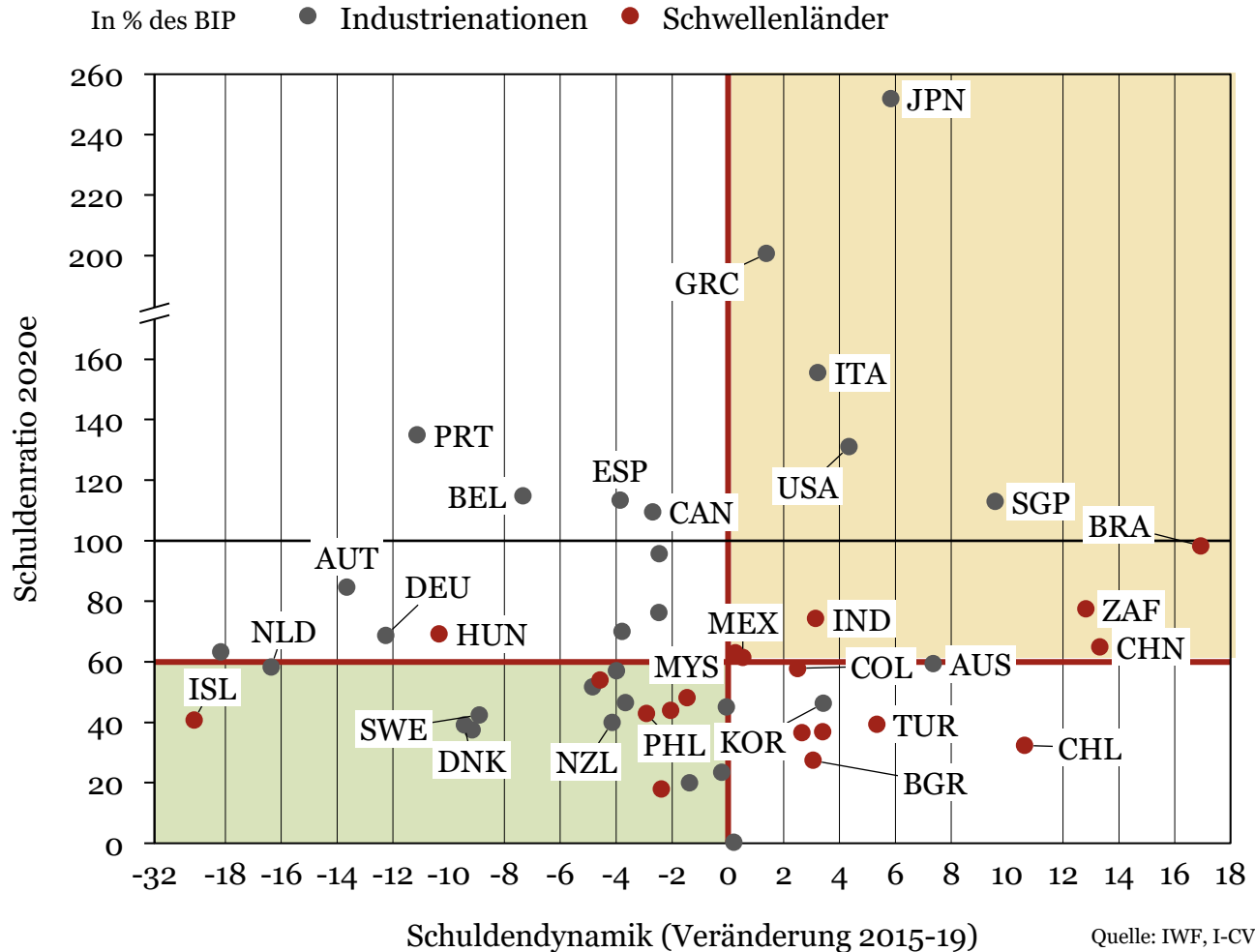
Fazit

- Die Lage destabilisiert sich für Schwellenländer mit hoher Verschuldung und es ist mit weiteren Ausfällen (bisher Argentinien, Libanon; potentiell: Türkei, Südafrika) zu rechnen



Dynamik der Staatsverschuldung

Verschuldungssituation der Staaten belastet Erholung nach Covid-19



- Schon die Finanzkrise 2008 hat auf zu vielen Schulden basiert
- Statt im Nachgang der Finanzkrise zu sparen und die Zinsen anzuheben, haben die meisten Industrienationen ihre Schulden durch prozyklische Fiskalpolitik ohne strukturelle Reformen weiter in die Höhe getrieben
- Die Illusion durch Wachstum und anziehende Inflation einen schonenden Schuldenabbau herbeizuführen ist verpufft
- Ein Schuldenratio von >100% des BIP ist ein Klotz am Bein einer Volkswirtschaft (wachstumslähmend)

Fazit

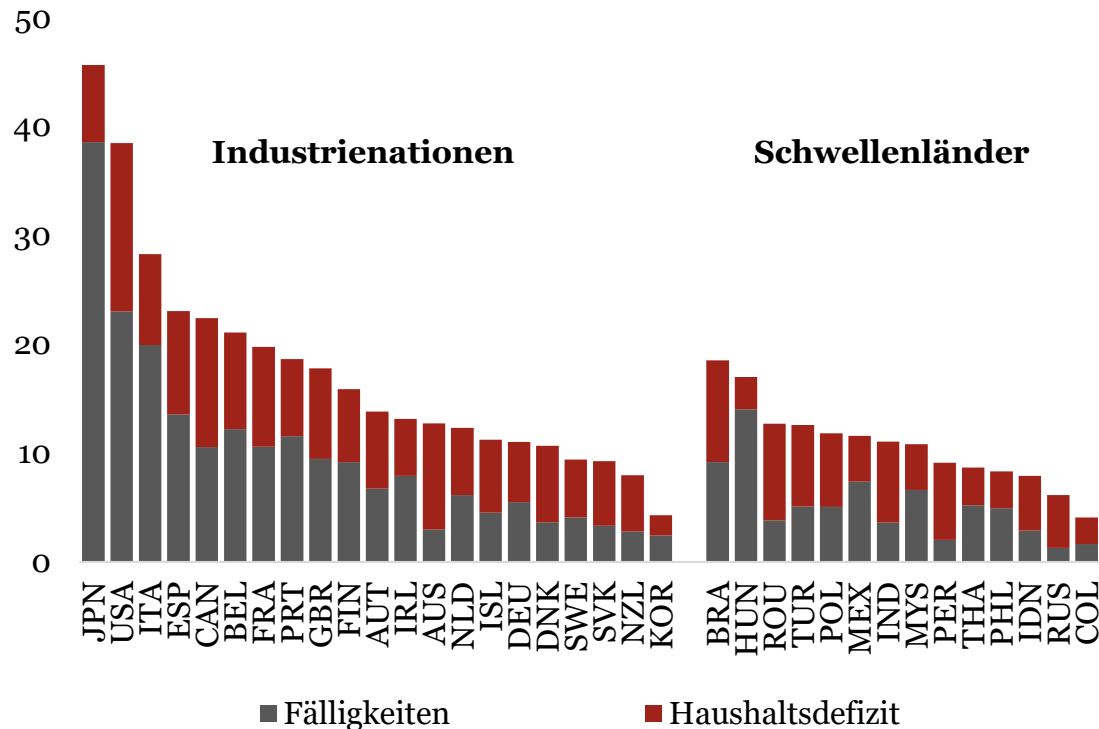
- Wirtschaftliche Reife, robuste Institutionen und vertrauenswürdige Governance bleiben zentral für Kapitalmarktzugang und Tragbarkeit der Schulden



Refinanzierungsrisiken nehmen zu

Refinanzierungsbedarf 2020 der Staaten

in % des BIP



Quelle: IWF, 2020

- USD 20'000 Mia. Fälligkeiten in 2020
- Rund 20% des Refinanzierungsbedarfs 2020 fällt in Schwellenländern an
- Schwellenländer weisen einen Refinanzierungsbedarf in Fremdwährung von USD 730 Mia. auf
- Starker Anstieg der Fremdwährungsschulden in der Türkei, Chile und Kolumbien erhöht das Ausfallrisiko

Fazit

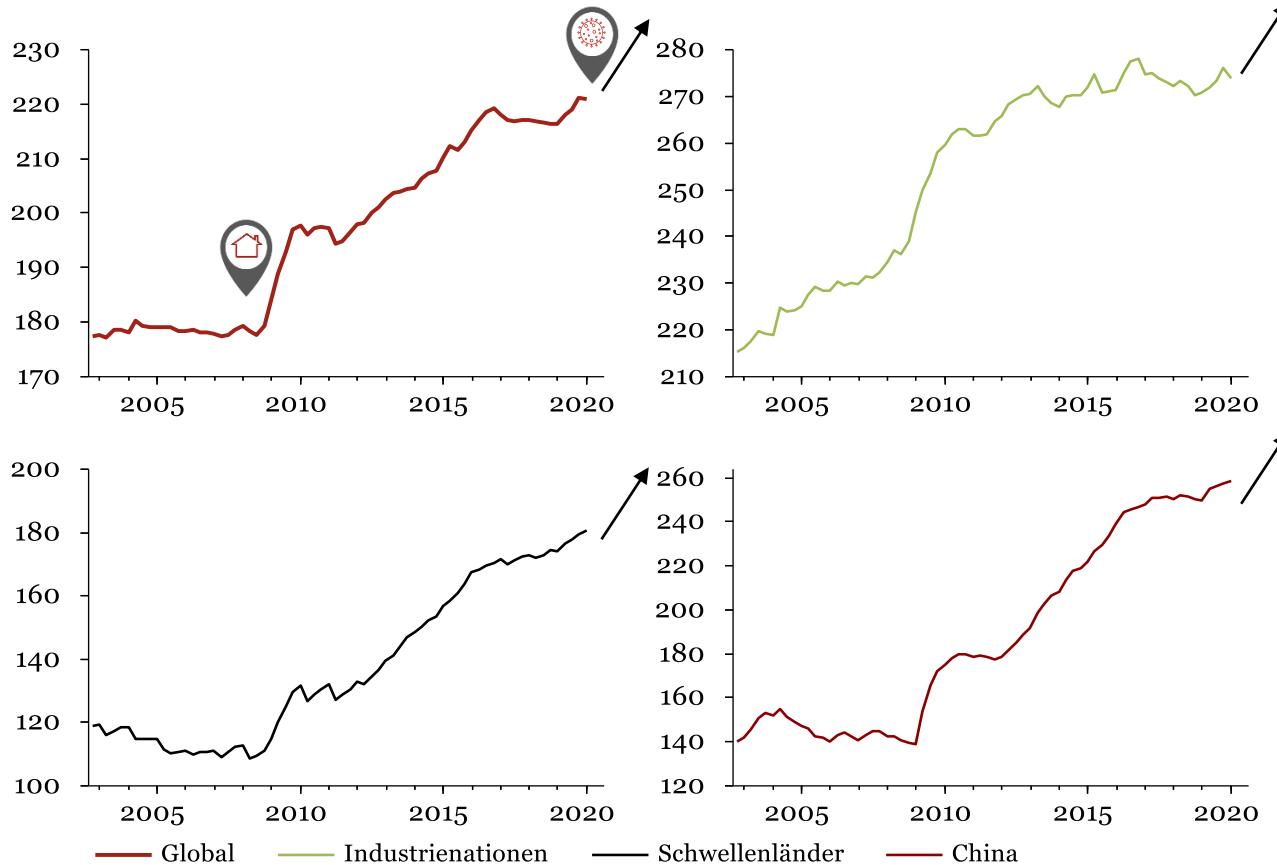
- Noch können Defizite und Fälligkeiten gut refinanziert werden
- Schwache Schwellenländer kommen zukünftig vermehrt in Refinanzierungsnöte
- Ausfälle von Sovereigns nehmen zu



Schuldensituation: Gesamtverschuldung

Gesamtverschuldung (Staaten, Haushalte, Unternehmen)

in % des BIP



Covid-19-Krise

Subprime-Krise (GFC)

- Gesamtverschuldung bei Industrienationen verharrt seit 10 Jahre auf hohem Niveau
- China hat die Gesamtverschuldung in 10 Jahre de facto verdoppelt
- Pandemie trifft auf verwundbare Volkswirtschaften mit rekordhohen Schuldenbergen bei Staaten, Haushalten und Unternehmen
- Die Flexibilität, der Covid-19 Krise zu begegnen, ohne das Kreditprofil zu schwächen, ist eingeschränkt

Fazit

- Schuldenlethargie und Misswirtschaft rächt sich in Krisenzeiten
- Zeitfenster für schonenden Schuldenabbau wurde abrupt geschlossen
- Das Wirtschaftswachstum kann mit dem Schuldenwachstum nicht mehr Schritt halten

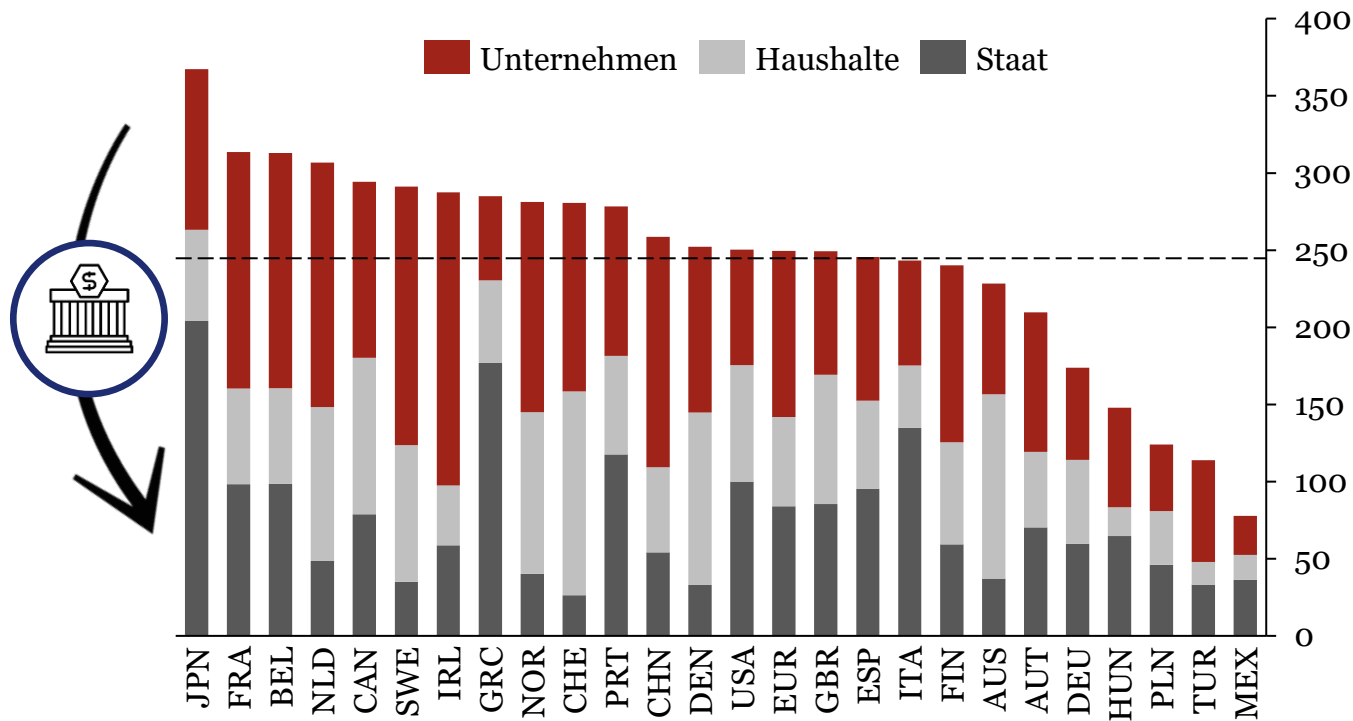
Quelle: BIS



Zusammensetzung Gesamtverschuldung

Überschuldung von Haushalten und Unternehmen

in % des BIP



Quelle: BIS

- Krise trifft auf strapazierte Bilanzen bei Unternehmen und Haushalten
- Massnahmen der Regierungen sorgen für einen direkten Transfer der Schulden von Haushalten und Unternehmen zum Staat

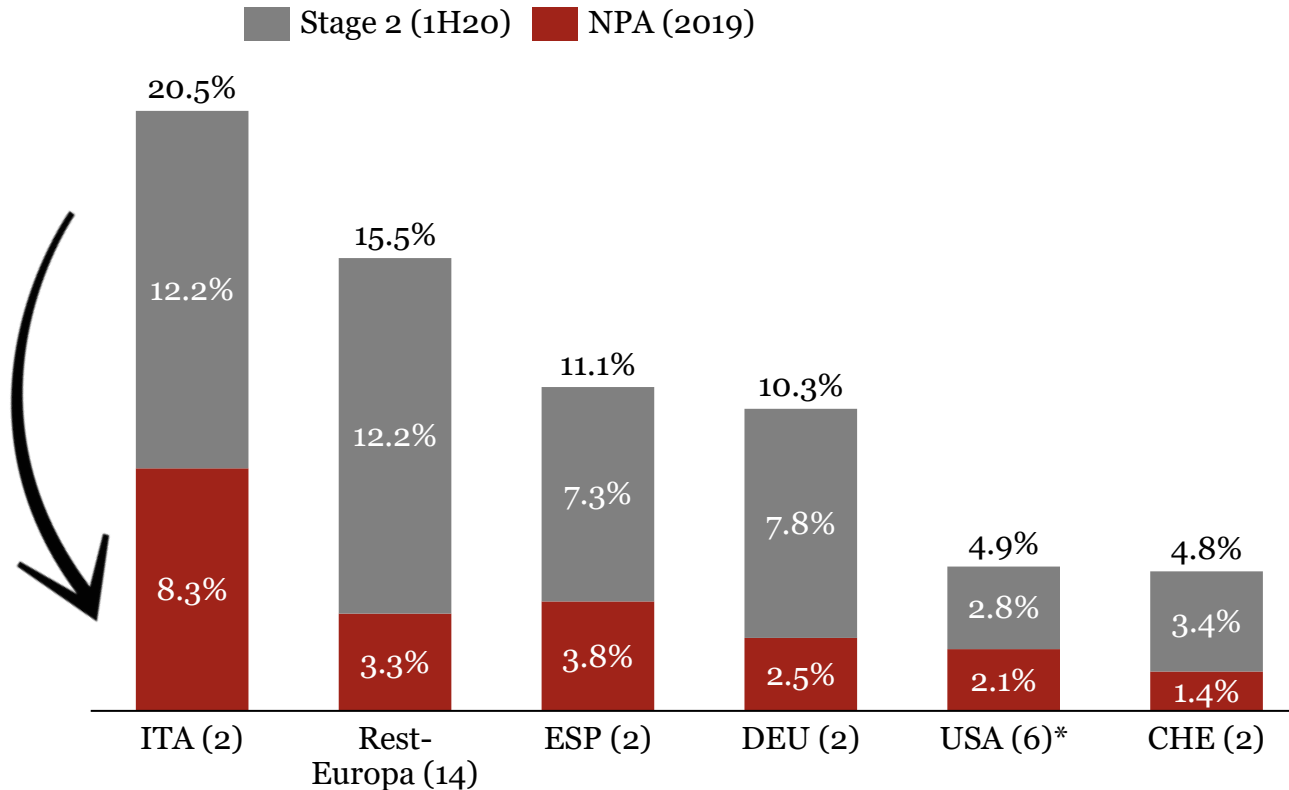
Fazit

- In Krisenzeiten werden private Schulden oft zu öffentlichen Schulden
- Stimulierung von Haushalten und Unternehmen vielerorts ausgereizt
- Massnahmen der Zentralbanken haben negative Begleiterscheinungen
- Nachhaltigkeit der Altersvorsorge
- Blasenbildung an Kapital- und Immobilienmärkten



Banken: Nach der Schonfrist drohen Belastungen

Es droht ein sprunghafter Anstieg der gefährdeten Aktiva (NPA)



*Stage 2 Daten von I-CV geschätzt

Quelle: Geschäftsberichte, I-CV

- Anstieg der Problemaktiva (NPA) reflektiert die Probleme um die von Covid-19 induzierte Rezession noch nicht
- Jedoch droht mit dem deutlichen Anstieg der Stage 2 Kredite per 1H20 sowie Kredite in Moratorien grosses Ungemach

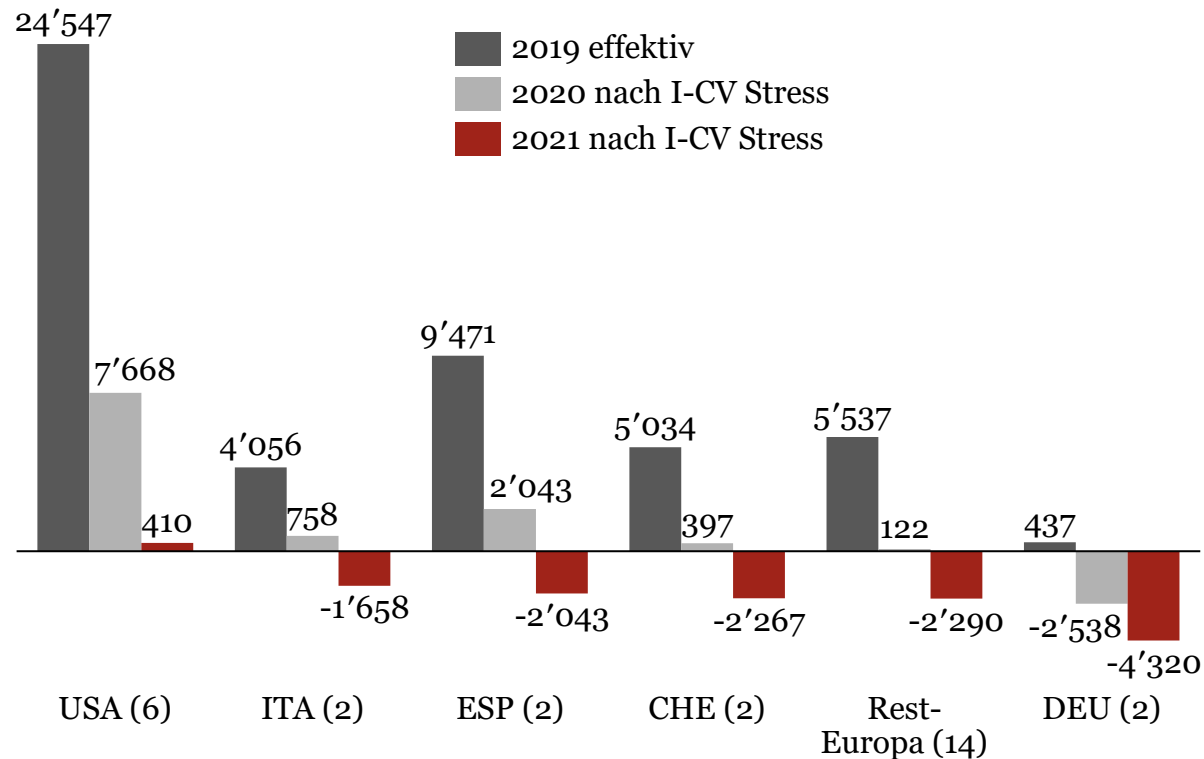
Fazit

- In Europa besteht latente Gefahr eines sprunghaften Anstieges der NPA, sollten Stage 2 Kredite und solche in Moratorien Zahlungsprobleme bekommen
- USA dürfte einen weniger starken Anstieg haben aufgrund aggressiverer Abschreibungspolitik (sowie grösserem finanziellen Spielraum)
- CH mit sehr soliden Kreditportfolios



Widerstandsfähigkeit der Banken

I-CV Stresstest: Vorsteuergewinne unter Stressszenarien (in EUR Mio.)



Quelle: Geschäftsberichte, I-CV

- Bankensysteme in Europa aufgrund geringerer Profitabilität verstärkt unter Druck
- Strukturelle Schwäche im deutschen Bankensystem (DB/CB) wird durch die Rezession und abnehmende Kreditqualität bei Unternehmen verstärkt

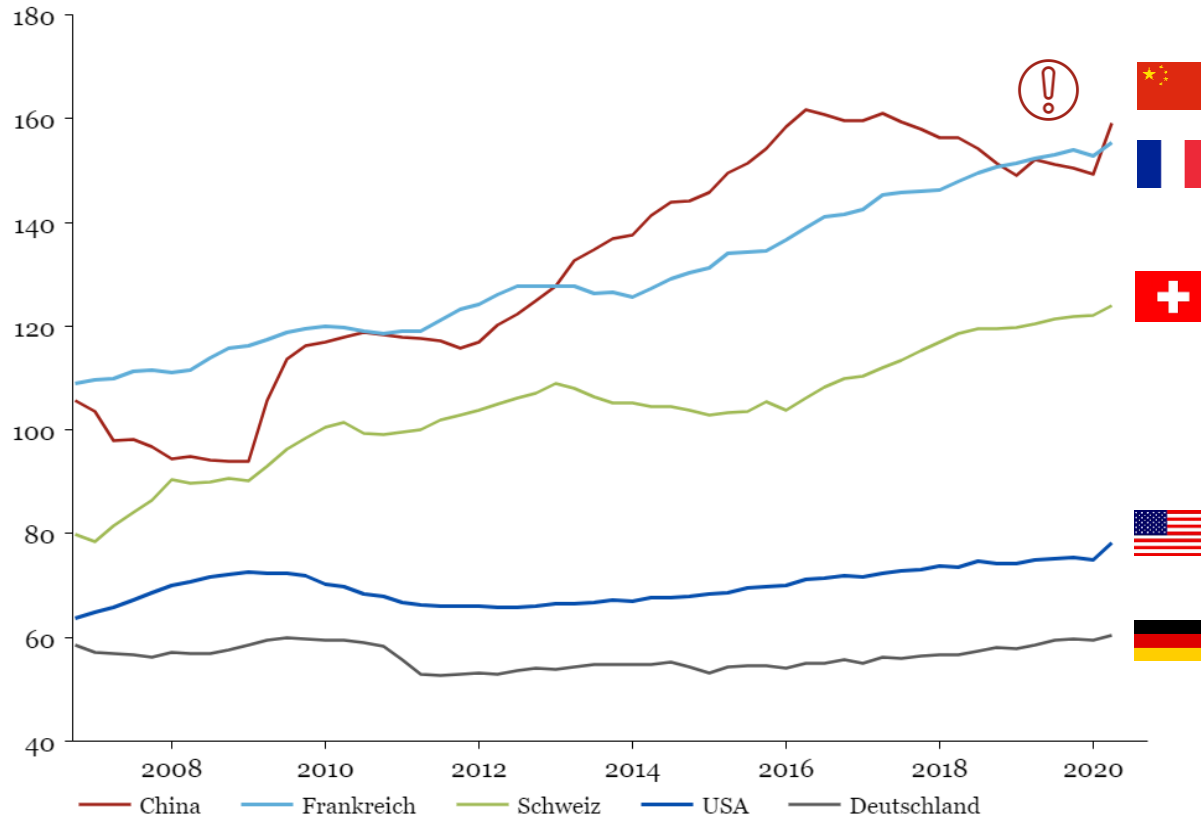
Fazit

- Vorsteuerergebnisse zeigen, dass USA auch klar weniger verdient, aber selbst in unserem Stresstest für die Jahre 2020 und 2021 können Gewinne ausgewiesen werden (aggregiert)
- Besonders anfällig sind Commerzbank, Deutsche Bank, Intesa, Unicredit, Société Générale und Barclays



Schuldensituation: Unternehmen

Verschuldung der Unternehmen (in % BIP)



Quelle: BIS

- Kleine Länder mit attraktiven Steuerkonditionen für globale Unternehmen (z.B. Tax Inversions in Irland, Schweiz) weisen im Vergleich zum BIP hohe Werte aus
- Der Unternehmenssektor in Frankreich enthält staatliche oder vormals staatliche Unternehmen (EDF) mit hohen Schulden und der Annahme einer impliziten Garantie
- In China steigt die Verschuldung vor allem bei staatsnahen Unternehmen stetig an
- Die USA ist ebenfalls wieder auf neuen Höchstwerten angelangt

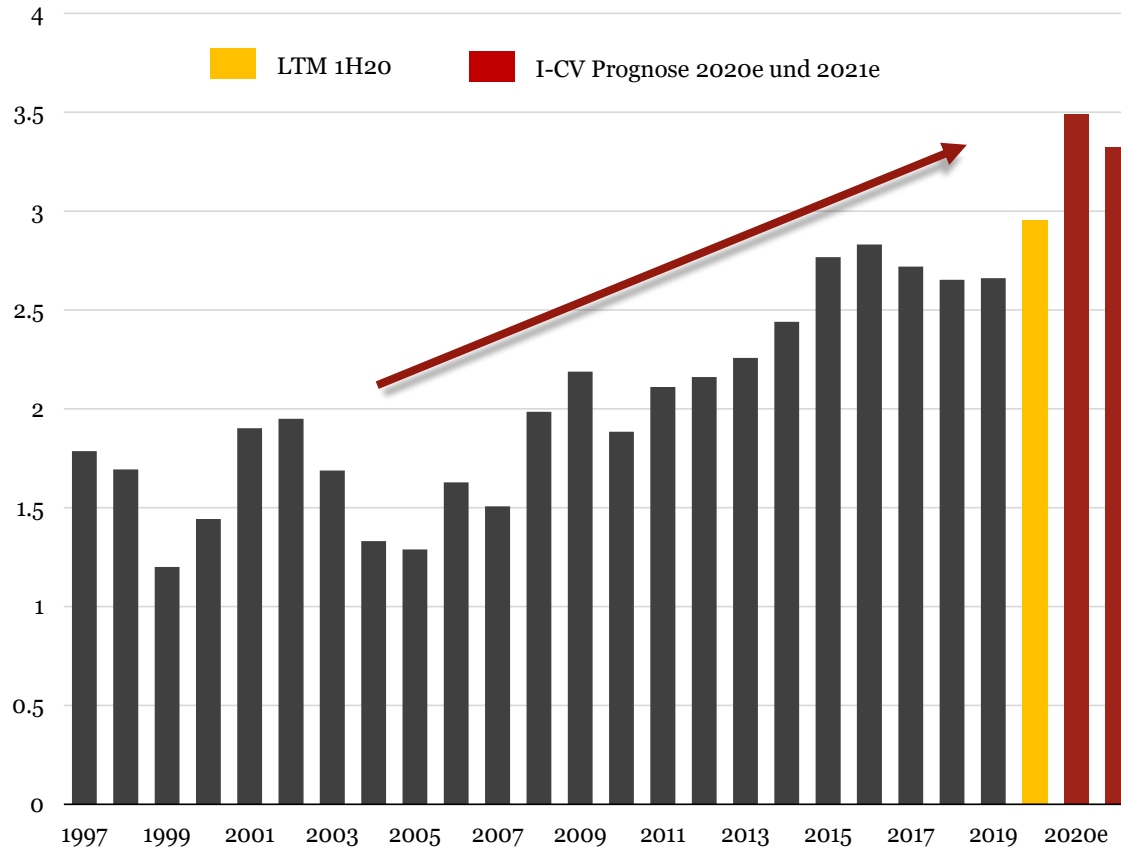
Fazit:

- Anfälligkeit gegenüber konjunkturellen Schwankungen, sinkenden Umsätzen und Margen (hohe Fixkosten) sowie sich veränderndem Risikoappetit der Investoren (BBB-Segment)



Schuldensituation: Unternehmen

Net Debt/EBITDA: Negativer Trend im anfälligen BBB bis BB- Ratingbereich



Quelle: I-CV Corporate Indicator, BBB bis BB-

- Langjähriger negativer Trend (Schulden steigen schneller als Erträge) wird durch Covid-19 verstärkt
- Die Umsatz- und Margenerosion im 2020 sorgt für sprunghaften Anstieg des Leverage
- Für 2021 leichte Erholung prognostiziert

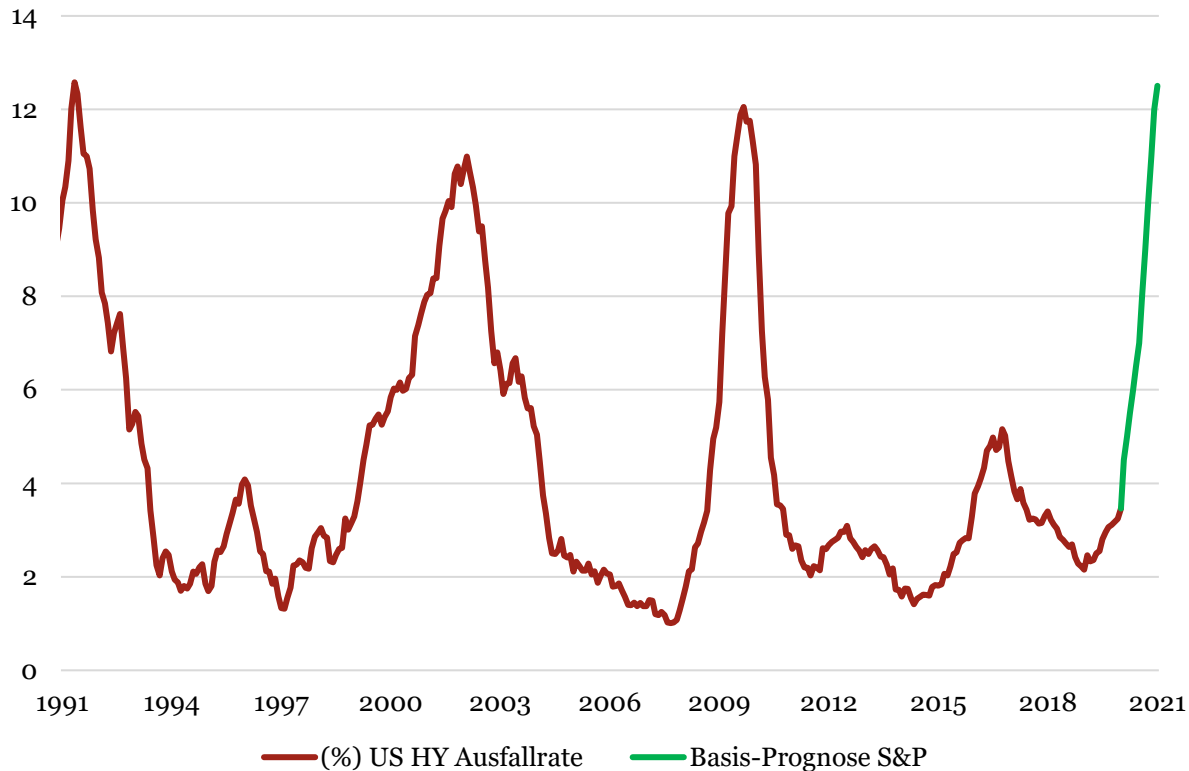
Fazit

- Dauerhafte Verschlechterung der Kreditkennzahlen und anfällige Geschäftsrisikoprofile sorgen für Ratingdruck
- Lange Fälligkeiten erhöhen Zinssensitivität
- Hohe Emissionstätigkeit im BBB und Sub-IG Segment
- Potentielle Downgradewelle verursacht Stress am Bondmarkt
- Bei einer schleppenden Erholung ist mit einem Anstieg der Ausfälle zu rechnen



Schuldensituation: Kreditausfälle und Insolvenzen

US High Yield Ausfallrate (in %): Steiler Anstieg im 2021 erwartet



Quelle: S&P

- Schon vor dem Covid-19 Schock wurden steigende Ausfallraten antizipiert (langsameres Wachstum, schwelender Handelskonflikt, etc.)
- Anfällige Sektoren (Transport, Auto, Retail, Hotel, Gastronomie)
- Lockdown-Massnahmen, Notfallprogramme der Regierungen (Liquidität) sowie Insolvenz-moratorien haben aufschiebende Wirkung und führten bisher vielerorts sogar zu rückläufigen Insolvenzen

Fazit

- Die Pandemie legt schlechte Managemententscheidungen und jahrelange Schuldenakkumulation offen
- Wir erwarten einen Anstieg der Ausfälle und Insolvenzen sobald Sondermassnahmen auslaufen (Ende 2020/1H21)
- Es sei denn, der Staat würde auch hier massiv in den Markt eingreifen



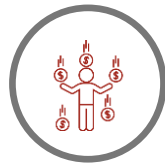
Wege aus der Krise



1. Geldpolitik

(lender of last resort)

- Stabilisierung des Finanzsystems und der Wirtschaft
- Vertrauen bei Investoren schaffen
- Banken stützen
- Zinsen werden künstlich tief gehalten
- Qualitätszerfall
- Notenbanken finanzieren Regierungen



2. Fiskalpolitik

(spender of last resort)

- Durch langfristige Liquidität unnötige Konkurse und soziale Not verhindern
- Regierungen finanzieren Haushalte und Unternehmen (QE für das Volk)
- Banken als Verteilstelle der Staatshilfen
- Zeitfenster für schonende Anpassung an neue Marktgegebenheiten (Abbau Überkapazitäten, Reallokation von Kapital)
- Abbau von Schulden bei Unternehmen und Haushalten



3. Erholung

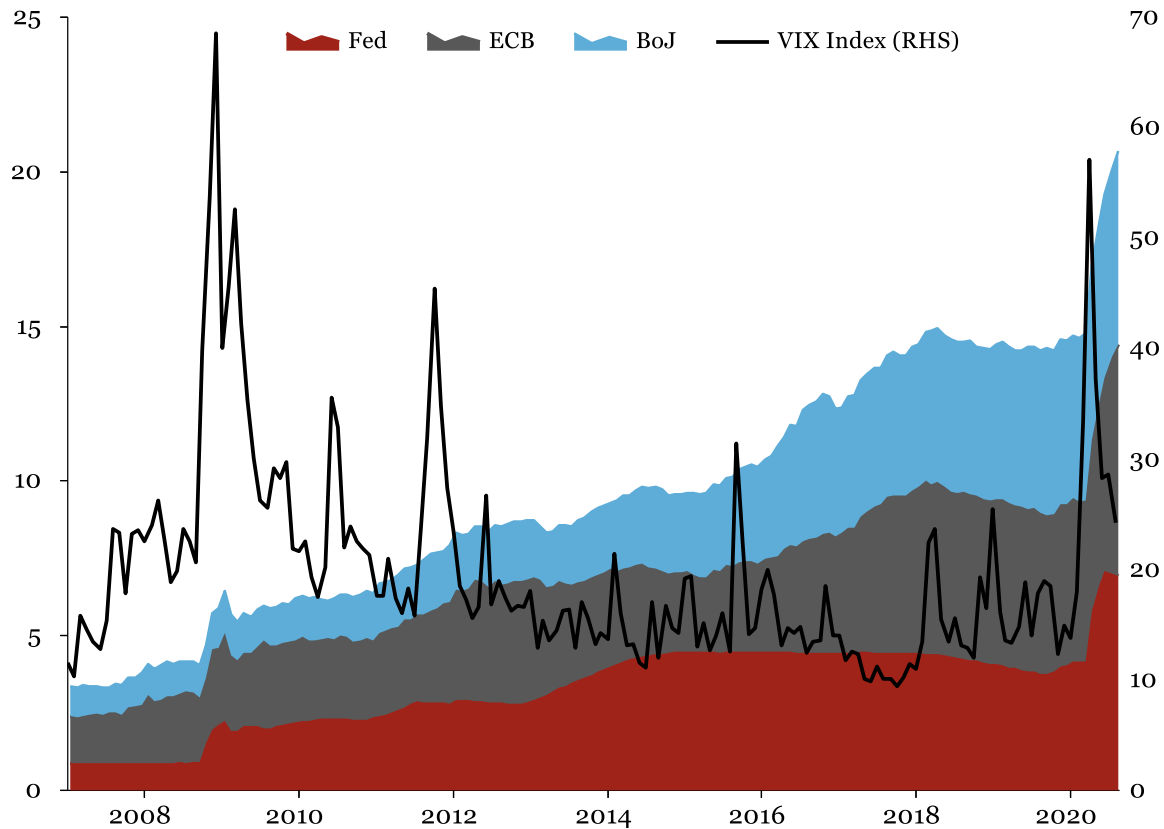
- Normalisierung der Geldpolitik
- Konsum und Investitionen nehmen Fahrt auf
- Steigerung der Produktivität (keine Zombifizierung) und der Wettbewerbsfähigkeit (z.B. Realabwertung, strukturelle Reformen)
- Schuldenreduktion der öffentlichen Hand

Quelle: BIS, I-CV, 2020



Zentralbanken öffnen erneut die Schleusen

Bilanzen der Notenbanken (in USD Billionen = 1'000 Mia.)



Quelle: Refinitiv, 2020

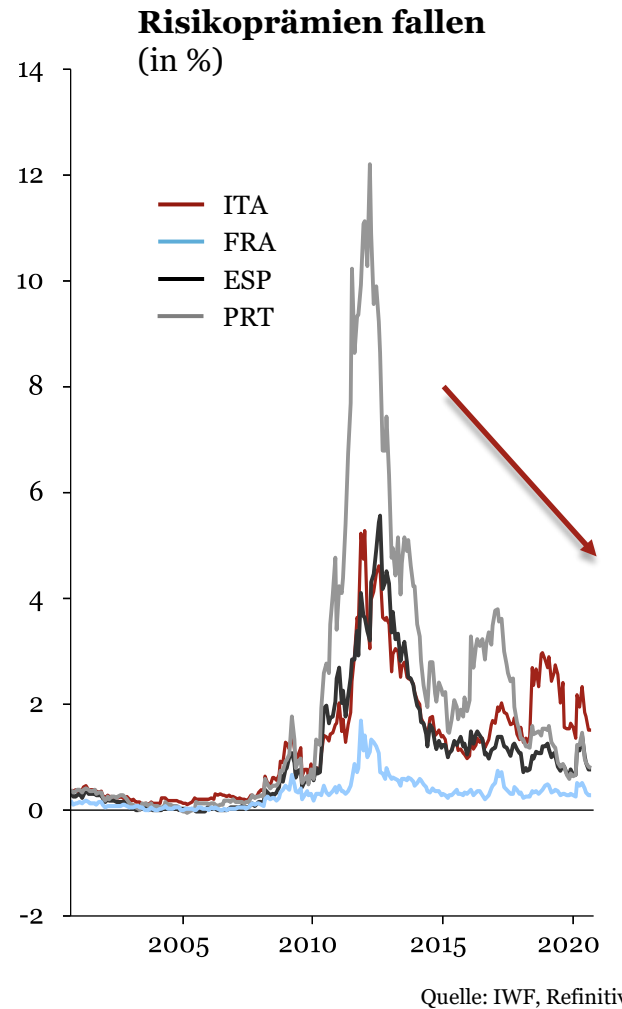
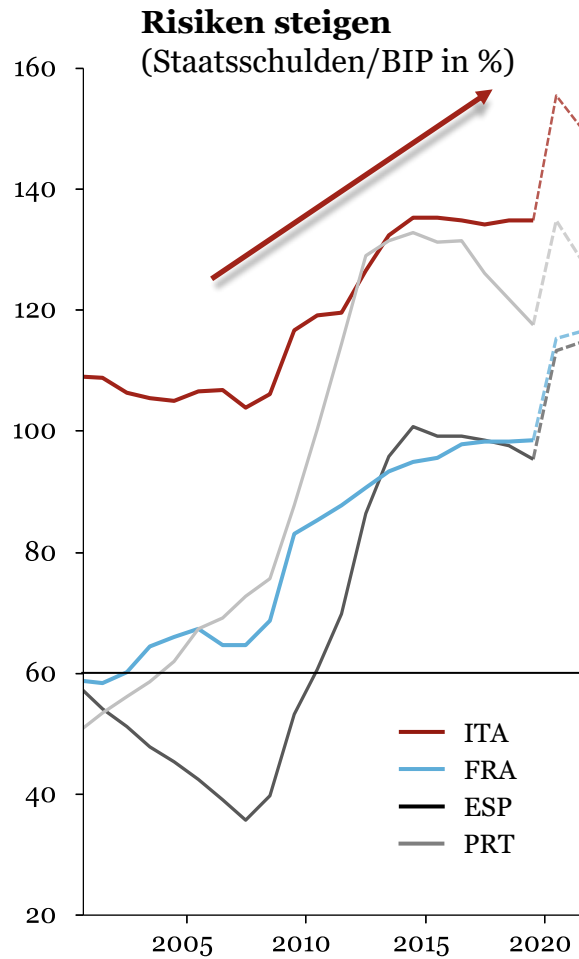
- Stabilisierung der Märkte und Versorgung von Unternehmen, Haushalten und öffentlicher Hand mit Krediten (zu tiefen Zinsen)
- Umfangreiche und schnell eingeführte Geld- und Fiskalprogramme helfen die Zeit bis zur Wiederaufnahme der Wirtschaftsaktivitäten zu überbrücken
- **Grundidee:** bei negativen Realzinsen sind praktisch alle Investitionen profitabel (Bernanke)
→ → Investitionsschub

Fazit

- Massnahmen überlagern Faktenlage – Einbruch der Aktivitäten um 15-20%
- Unternehmen und Haushalte üben sich in Zurückhaltung
- Demografie, Zukunftsängste (Arbeitsplatz, weitere Lockdowns) drücken trotz tiefen Zinsen auf Konsumlaune (sparen statt konsumieren)



Investoren ignorieren Qualitätszerfall (zurzeit)



- Der starke Schuldenanstieg bei den Staaten (Grafik links) resultiert (aktuell) nicht in höheren Risikoprämien (Grafik rechts)
- Finanzmärkte haben sich von der realen Welt entkoppelt
- Investoren haben die Hoffnung oder gar die Überzeugung, dass die Notenbanken und Regierungen sie immer wieder retten werden und gehen deshalb höhere Risiken ein
- Unternehmen und Haushalte nutzen die tiefen Zinsen (hohe Emissionsvolumen im Vorjahresvergleich)

Fazit

- Wir glauben, dass die Beruhigung der Märkte nur temporärer Natur sein wird
- Die Flexibilität aber auch die Glaubwürdigkeit der Notenbanken und Regierungen werden auf die Probe gestellt
- Es wird immer wieder zu heftigen Ausschlägen kommen



Schuldenabbau der öffentlichen Hand

Wege zu einer Normalisierung der Staatsverschuldung



Wachstum ($g > r$)

Konsum der Haushalte und Investitionen bei Unternehmen stimulieren; tiefe Zinsen, erhöhte Inflation

- ⚡ Politik
- ⚡ Kapitalflucht
- ⚡ «Zombifizierung»



Sparpolitik

Ausgaben reduzieren und Einnahmen (Steuern z.B. auf Immobilien, Erbe, Konsum, CO₂, etc.) erhöhen

- ⚡ Politik
- ⚡ Demografie
- ⚡ Wachstum



Schuldenschnitt

Zahlungsausfall oder Restrukturierung der Schulden/Verpflichtungen

- ⚡ Politik
- ⚡ Kapitalmärkte

- ⤴ Industrienationen werden Mühe haben den Schulden entwachsen zu können
- ⤴ Bei Schwellenländern könnte die Rechnung noch aufgehen
- ⤴ Sparmassnahmen (Austerität) und Reformen bleiben politisch schwierig zu verkaufen
- ⤴ Explizite Defaults bei Industrienationen sind wenig wahrscheinlich

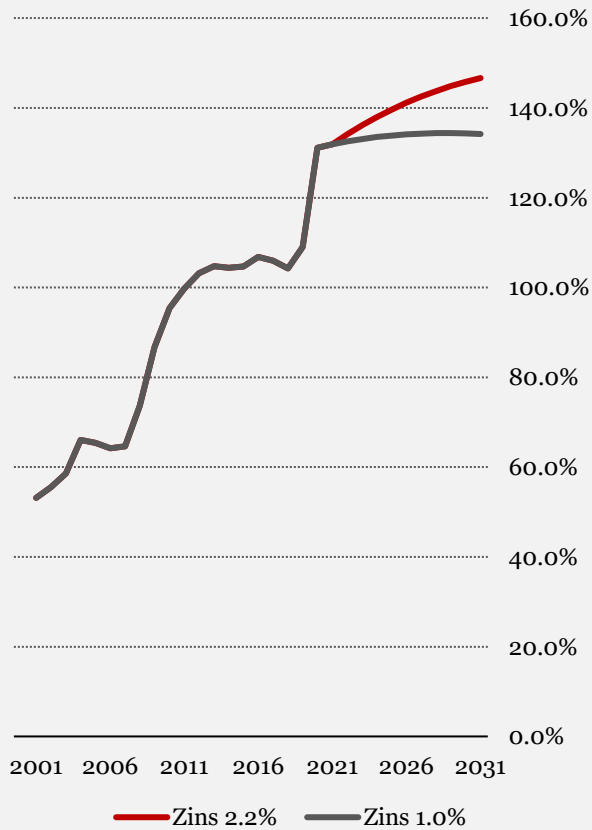
Fazit

- ⤴ Die Schulden abzutragen wird Jahrzehnte beanspruchen
- ⤴ Die richtige Mischung führt zum Erfolg
- ⤴ Ohne eine «gesunde» Dosis Inflation ist eine Rückkehr auf «normale» Niveaus schwer vorstellbar
- ⤴ **Aber:** Müssen Schulden überhaupt abgebaut werden?

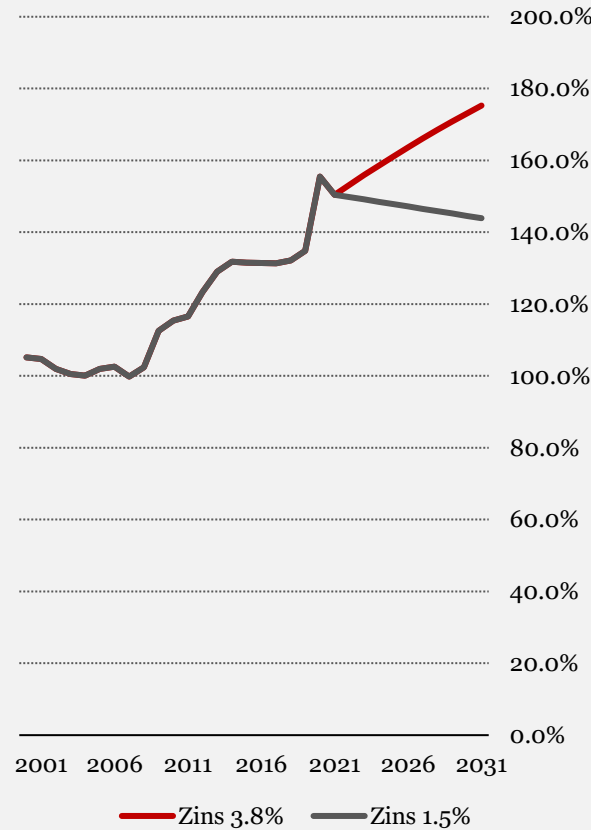


Simulation: Schuldenabbau Industrienationen

Schuldenratio USA (in % des BIP)



Schuldenratio Italien (in % des BIP)



Quelle: IWF, I-CV

Annahmen

- Ausgangslage prognostiziertes Schuldenratio 2021
- Wachstum und Primärdefizit entsprechen langjährigem pre-Covid-19 Durchschnitt
- Die Zinsbelastung entspricht den durchschnittlichen Zinskosten über die ausstehenden Schulden (rot) sowie den aktuellen Refinanzierungskosten (schwarz)

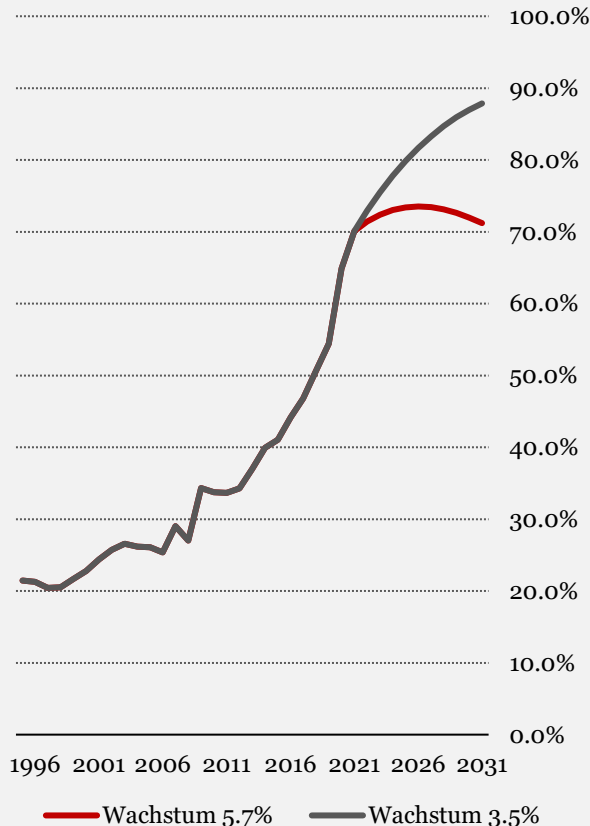
Fazit

- Die USA haben gemessen am BIP heute zwar bereits tiefere Zinskosten als vor 20 Jahren
- Eine Stabilisierung der Schuldenratio erfordert aber ein nachhaltig tiefes Zinsniveau (Luxus einer eigenen Währung bzw. Notenpresse)
- Ohne anhaltend tiefe Zinsen steigt die Verschuldung Italiens rapide an
- Tiefe Zinsen bleiben entscheidend für die Tragbarkeit der Schulden in den Industrienationen

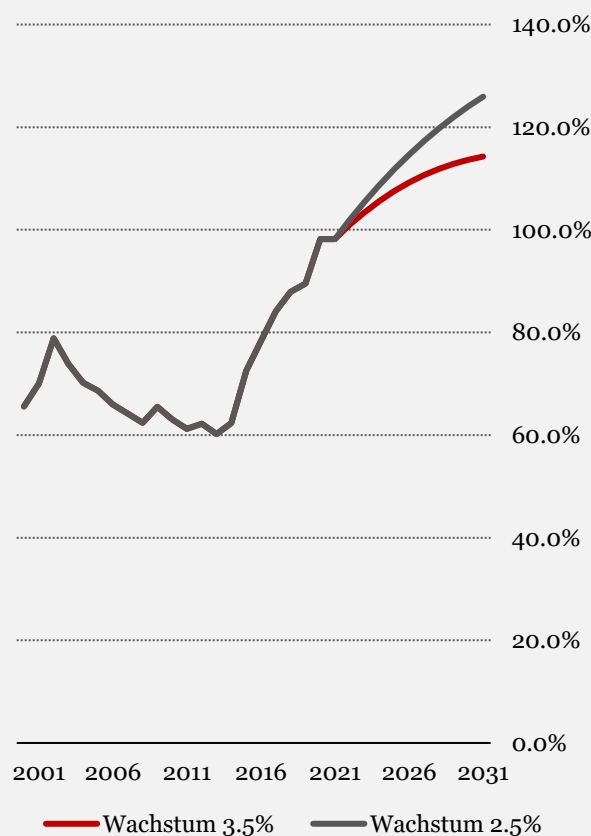


Simulation: Schuldenabbau Schwellenländer

Schuldenratio China (in % des BIP)



Schuldenratio Brasilien (in % des BIP)



Quelle: IWF, I-CV

Annahmen

- Ausgangslage prognostiziertes Schuldenratio 2021
- Primärdefizit entspricht langjährigem pre-Covid-19 Durchschnitt
- Die Zinsbelastung entspricht den durchschnittlichen Zinskosten über die ausstehenden Schulden
- Die Wachstumsraten entsprechen dem langfristigen Durchschnitt (rot) sowie einer tieferen Annahme (schwarz)

Fazit

- ! In Schwellenländern ist die Tragbarkeit der Schulden vom Wachstum abhängig
- ! Bricht das Wachstum ein und hohe Fremdwährungsschulden werden fällig, droht der Default
- ! China und Brasilien brauchen Wachstum und moderate Inflation, um die Tragbarkeit zu sichern



Welcher Weg steht uns bevor?

	Disinflation	Stagflation	(Hyper-) Inflation	Deflation
Preise	↗	↑	(↑) ↑	↓
Wachstum	→	↓ (→)	→	↓
Zinsen	→	↗	↑	↓
Arbeitslosigkeit	→	↑	(↑) →	↑
Auslöser	Demografie, Technologie	Regierung steuert Geldmenge zur Finanzierung der Ausgaben; Liquidität und Stimuli erreichen die Realwirtschaft; Angebotschock durch De-Globalisierung und Insolvenzen		Überschuldung; Angebotsüberhang; Demografie; Technologie
Auswirkungen	Löhne unter Druck, tiefe Energiepreise	Vermögenswerte steigen; Arbeitslosigkeit; finanzielle Repression	Vermögenswerte steigen; ungleiche Einkommensverteilung; Verschuldung nimmt ab	Rezession; «Zombifizierung»; Arbeitslosigkeit
Gefahren	Schulden können nicht abgebaut werden	Geldpolitische Straffung findet nicht statt, QE für das Volk, Modern Monetary Theory (MMT), Länder refinanzieren sich zum Nulltarif		Geld- und fiskalpolitische Gegenmassnahmen (QE, Negativzinsen)



Länder im Fokus



USA

- USD 3'000 Mia. stützen schrumpfende Wirtschaft
- Defizite und Schulden explodieren
- Arbeitslosigkeit bei 10%



Grossbritannien

- Brexit: rudimentäre Einigung
- Verschuldung steigt erstmals seit 1963 über 100%
- Dramatischer Wirtschaftseinbruch



Eurozone

- EU-27 schnürt EUR 750 Mia. Corona-Paket
- Kurzarbeit stützt Beschäftigung temporär



Deutschland

- Grosses Unterstützungspaket zur Stimulierung der Wirtschaft geschnürt
- Eventualverpflichtungen aus NGEU Fonds



Frankreich

- Steigende Verschuldung der Unternehmen
- Anhaltende Defizite durch populistische Massnahmen



Italien

- Schulden steigen auf >150%
- «Mutter aller Reformen» angekündigt – unpopuläre Massnahmen erforderlich
- Politische Risiken schwelen



China

- Wirtschaft erholt sich schneller von Covid-19 Einbruch als erwartet
- Anfällige Firmen, Haushalte und Banken



Hongkong

- Neues Sicherheitsgesetz
- Doktrin «Ein Land, zwei Systeme» bekommt Risse
- Freier Handelsplatz steht auf dem Spiel



Spanien

- Fehlende Touristen aus dem Ausland belasten Wirtschaft
- Hohe (Jugend-)Arbeitslosigkeit
- Verschlechterung öffentliche Finanzen trotz NGEU

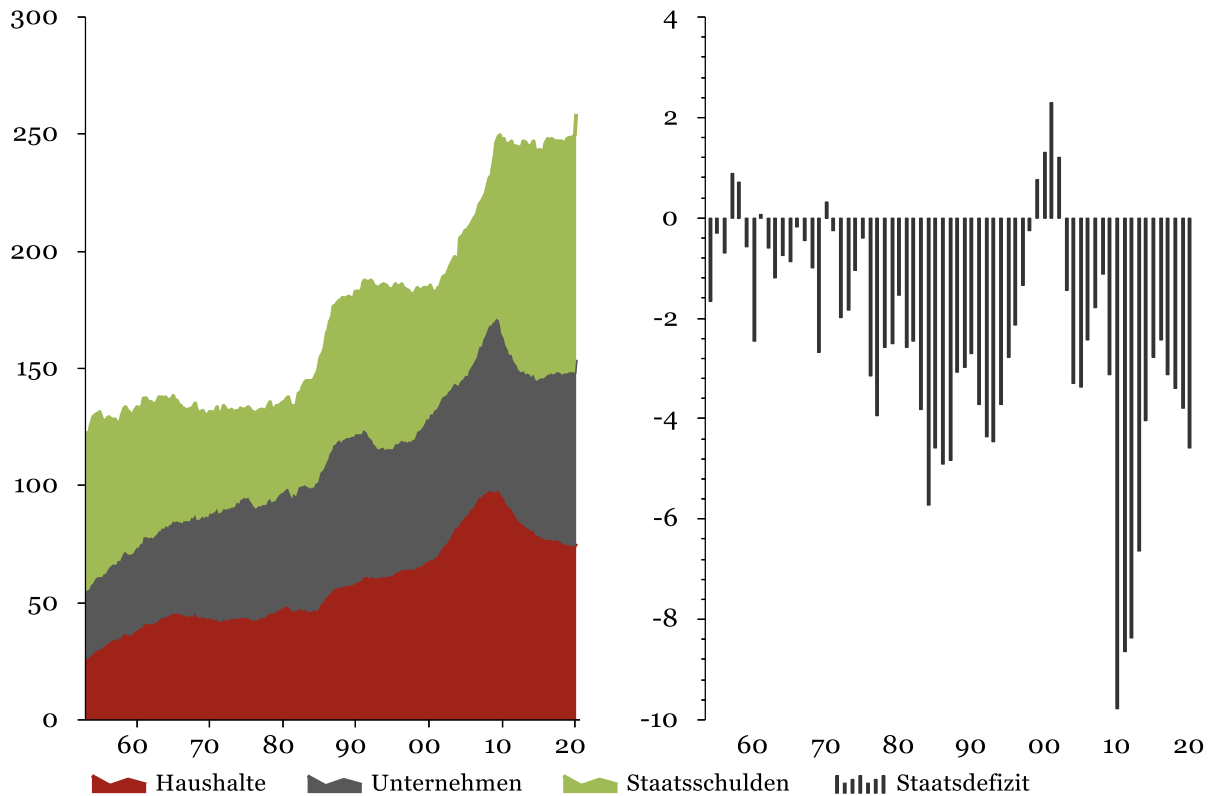


USA = AAA/stable?

Schuldenzusammensetzung und Staatsdefizite



in % des BIP



Quelle: Refinitiv, 2020

- Pandemie kam in einer Phase wo die USA die Zügel sehr locker hielt (prozyklische Fiskalpolitik)
- Störung der Handelsströme für die USA weniger entscheidend
- Konsum trägt 70% zum BIP bei, was eine schnelle Erholung stützt sofern der Häusermarkt hält
- Tragbarkeit des wachsenden Schuldenbergs: Tiefe Zinsen = lange und günstige Refinanzierung
- Inflationsdruck und Dollarschwäche nehmen zu
- Der Ausgang der bevorstehenden Präsidentschaftswahlen dürfte für weiterhin erratische Aussen- und Handelspolitik sowie soziale Unruhen sorgen

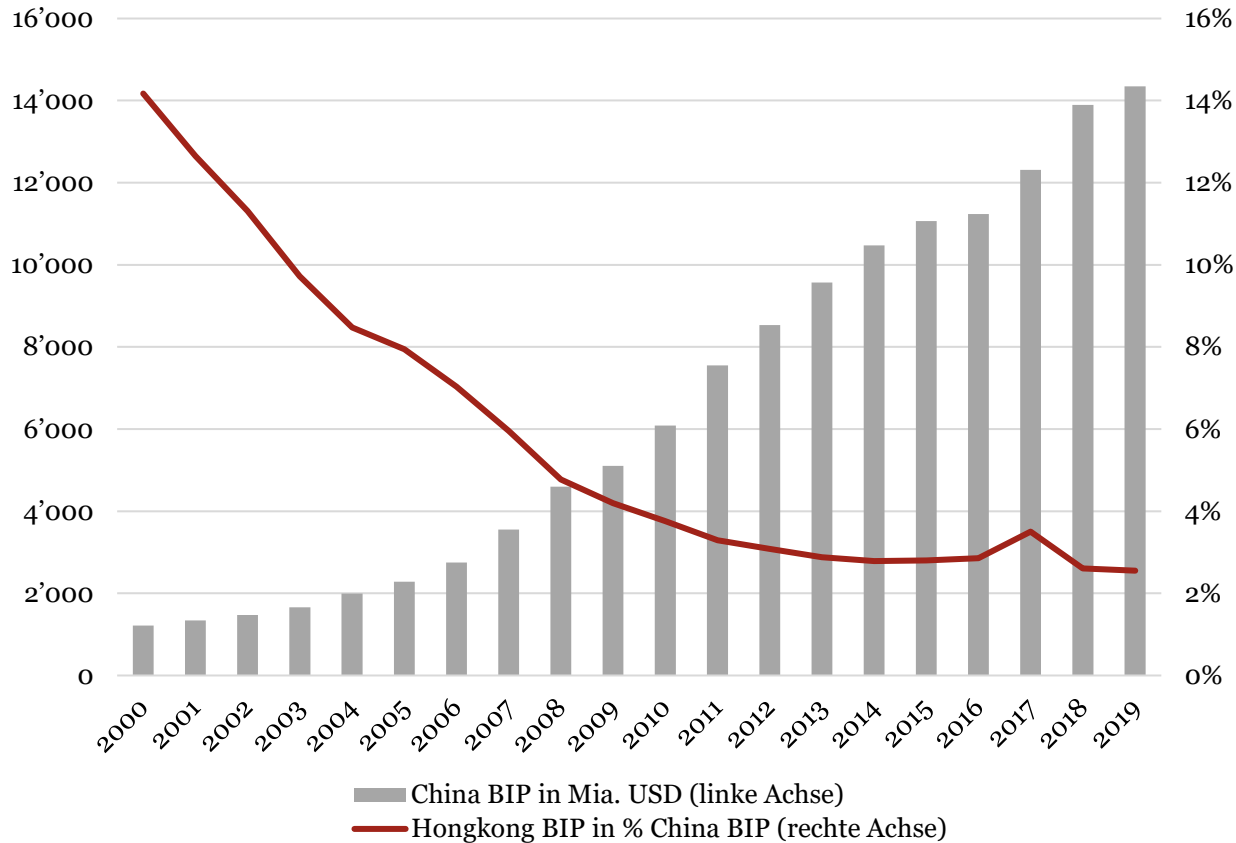
Fazit

- USA inmitten eines MMT Experiments (analog Japan)?
- USD als Reservewährung alternativlos?
- USA verdient keine AAA/stable Bonität



Hongkong: Abnehmende wirtschaftliche Bedeutung

Hongkong verliert an Bedeutung



Quelle: Weltbank, I-CV

- Hongkong erlebt infolge politischer Unruhen und Massenprotesten im 2019 erste Rezession seit zehn Jahren
- Covid-19 mindert Hoffnung auf raschen Wirtschaftsumschwung
- Parlamentswahlen werden infolge Ausbreitung der Pandemie um ein Jahr verschoben
- Chinas Sicherheitsgesetz für den Stadtstaat untergräbt die Autonomie
- Hongkong verliert den wirtschaftlichen Sonderstatus durch die USA

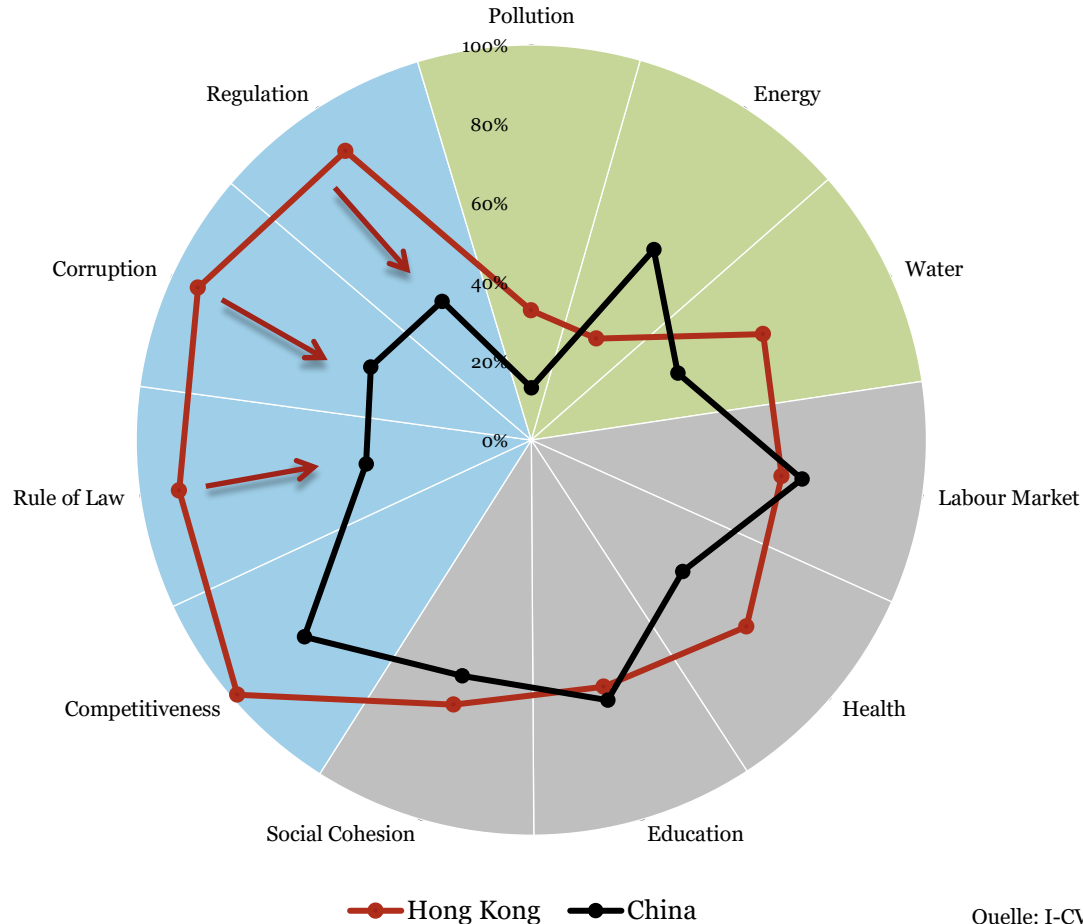
Fazit

- Zunehmender Einfluss Chinas auf Hongkong gefährdet Sonderstatus und Standortattraktivität
- Ein Land, zwei Systeme-Prinzip bekommt Risse
- Kreditprofil steht unter hohem Druck



Hongkong: ESG Betrachtung

Bonität: Erwartete Erosion qualitativer Stärken



- Hongkong zeichnet sich gegenüber der I-CV ESG Bewertung Chinas vor allem in der Dimension Governance positiv ab
- Die hohe Rechtsicherheit, relativ tiefe Korruption sowie regulatorische Qualität waren in der Vergangenheit ein Hauptgrund, weshalb Unternehmen sich in HK niederliessen und als Eingangstor zu China nutzten
- Das attraktive Steuerregime und der Status des HK-Dollars sind weitere Stärken

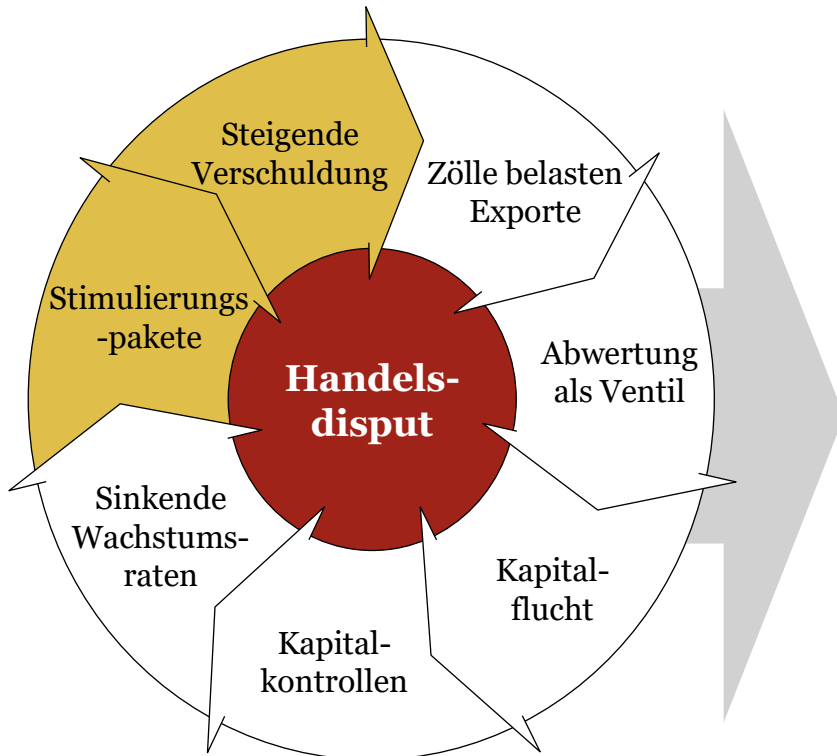
Fazit

- Wir gehen davon aus, dass sich die qualitativen Standortvorteile Hongkongs über Zeit China annähern und die intrinsische Bonität belasten

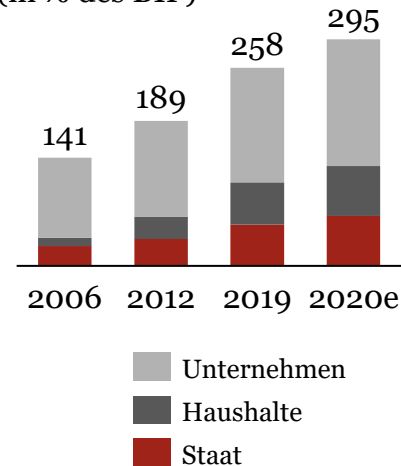


China: Herausforderungen an allen Fronten

China: Regierung in der Zwickmühle



Gesamtverschuldung (in % des BIP)



Quelle: I-CV; BIS

Aussenpolitik

- USA: Handelsdisput, Hightech Unternehmen
- Indien: Grenzkonflikt
- Hongkong: Sicherheitsgesetz
- Malaysia, Philippinen, Vietnam (Ansprüche im Südchinesischen Meer)

Innenpolitik

- Schwache Binnennachfrage
- Tieferes strukturelles Wachstum
- Systemrisiken im Finanz- und Immobilienmarkt
- Steigende Verschuldung
- Umgang mit Covid-19

Fazit

- Trotz positiver Impulse infolge des Konjunkturprogramms bestehen viele Zielkonflikte, welche das Wachstum belasten und die Lage destabilisieren können



Schwellenländer: Wetterlage stabil bis bewölkt

Heatmap: Berücksichtigung von Gesundheits-, Wirtschafts- und Governanceindikatoren

	Global Health Security Index	Rohstoffabhängigkeit	Schattenwirtschaft	Verschuldung	I-CV Political Risk Indicator
Chile	2	5	1	1	66.7
Israel	4	2	1	4	62.7
Polen	3	2	2	3	62.4
Malaysia	2	2	3	3	60.2
Ungarn	3	1	2	4	57.8
Bulgarien	4	3	2	1	52.5
Rumänien	4	1	2	2	50.8
Südafrika	3	3	3	4	49
Thailand	1	2	4	3	43.9
Indien	4	3	2	4	43.3
Indonesien	2	3	2	2	43
China	4	1	1	3	42.6
Peru	4	5	5	1	41.5
Kolumbien	5	5	3	3	40.3
Brasilien	2	4	4	5	39.8
Philippinen	4	1	4	2	37.4
Türkei	3	2	3	2	37.3
Mexiko	2	1	3	3	36
Russland	5	4	4	1	32.5

Quelle: IWF, John Hopkins University, I-CV, 2020

Kommentare:

- Bei der Identifikation von anfälligen Staaten kommt ein breites Spektrum an Beurteilungskriterien zur Anwendung
- In Phasen eines wirtschaftlichen Abschwungs sind Schwellenländer mit einer hohen Verschuldung und Rohstoffabhängigkeit sowie einer ausgeprägten Schattenwirtschaft besonders gefährdet

Fazit:

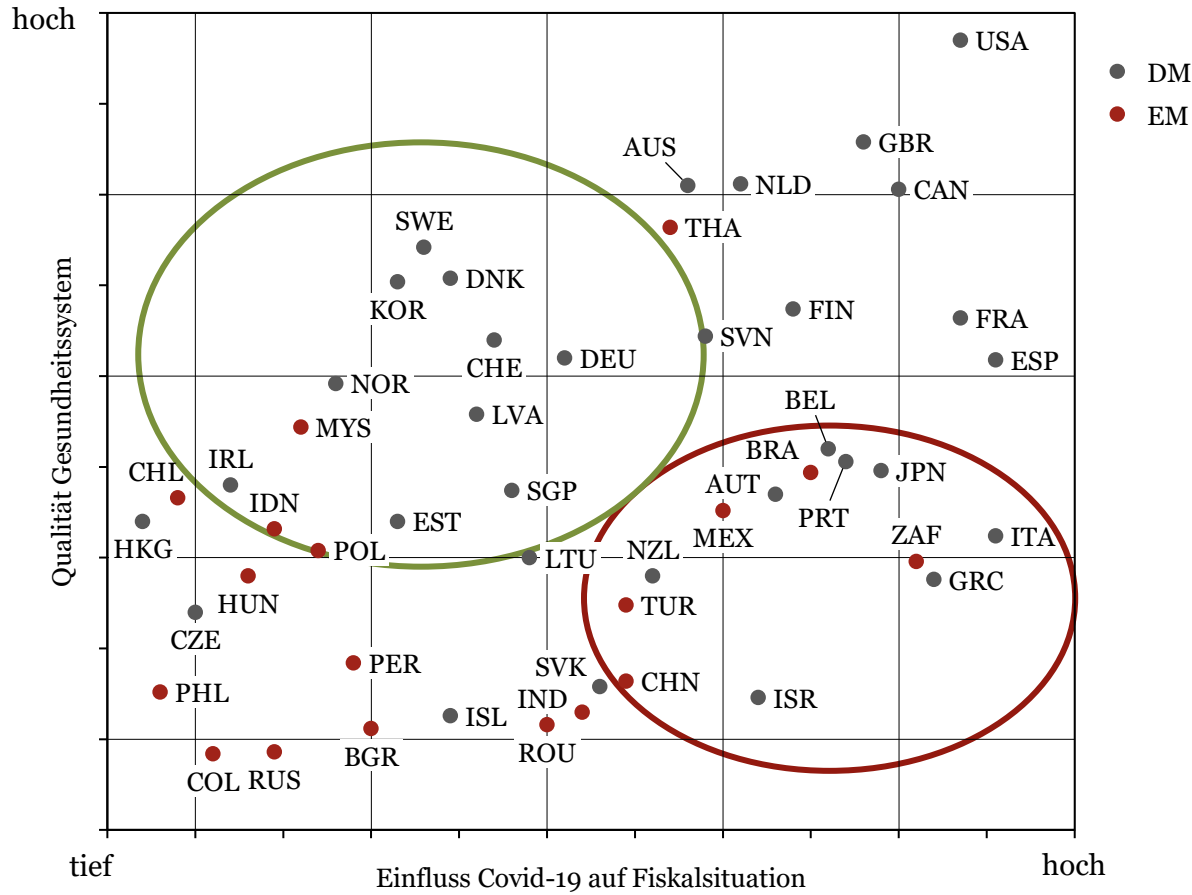
- Um die Gewinner zu identifizieren, ergänzen neben Wirtschaftsindikatoren, der Governance und dem Gesundheitssystem die politischen Risiken die Gesamtschätzung





Gewinner / Verlierer im Umgang mit Covid-19

Robuste Finanzprofile & gutes Gesundheitssystem federn Schock ab



Quelle: I-CV; Economist

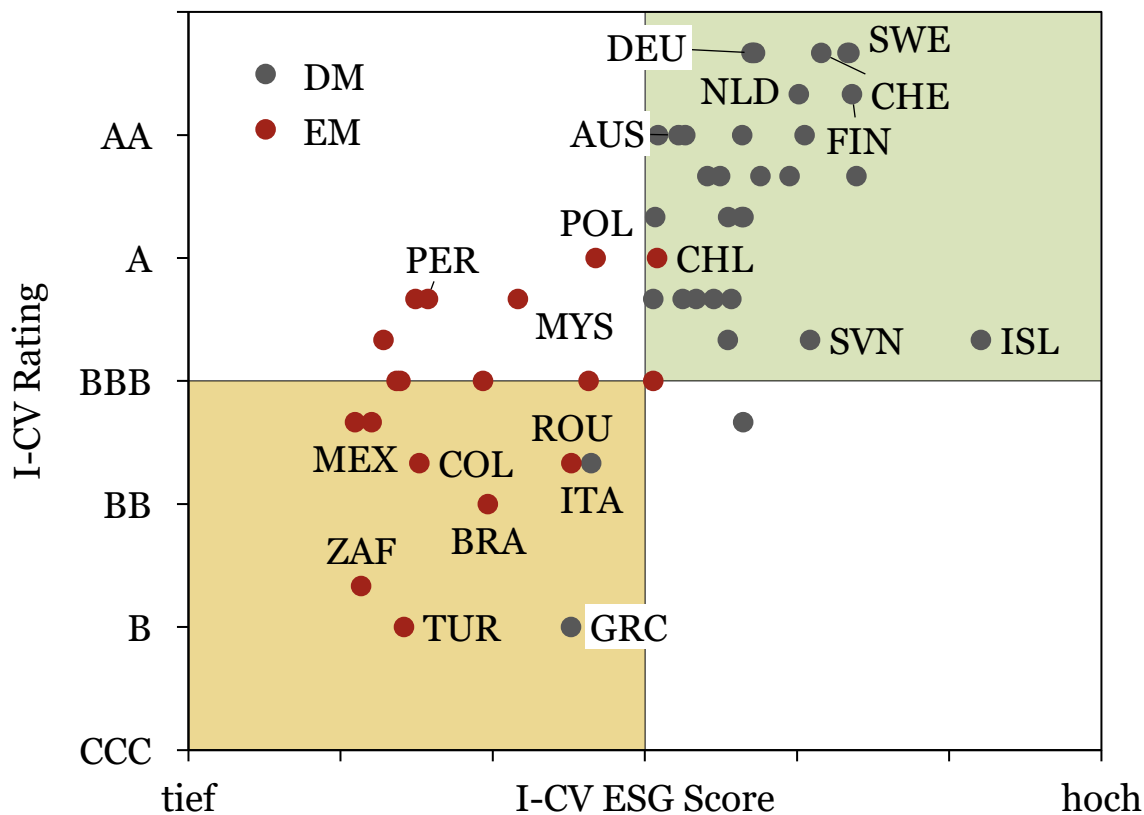
- Methodologie: Wir stellen die Auswirkungen der Pandemie auf die Finanzprofile der einzelnen Länder der Qualität des Gesundheitssystems gegenüber
- Die Qualität des Gesundheitssystems leiten wir vom Global Health Security Index 2019 ab
- Nicht überraschend weisen Industrienationen generell gut ausgebaute Gesundheitssysteme auf
- Malaysia und Thailand schneiden als Schwellenländer auch gut ab
- Problematisch ist die Kombination einer schwachen Gesundheitsversorgung mit strapazierten und anfälligen Finanzprofilen

Fazit

- Abhängig vom weiteren Verlauf der Pandemie bzw. der Erholung erwarten wir eine Abschwächung der Fiskalposition sowie politische Verwerfungen



Zusammenspiel Bonität und Nachhaltigkeit



Quelle: I-CV, 2020

Als komplementäre Betrachtungsweise stellt I-CV bei der Bonitätsbeurteilung von Ländern auf folgende ESG Subkategorien ab:

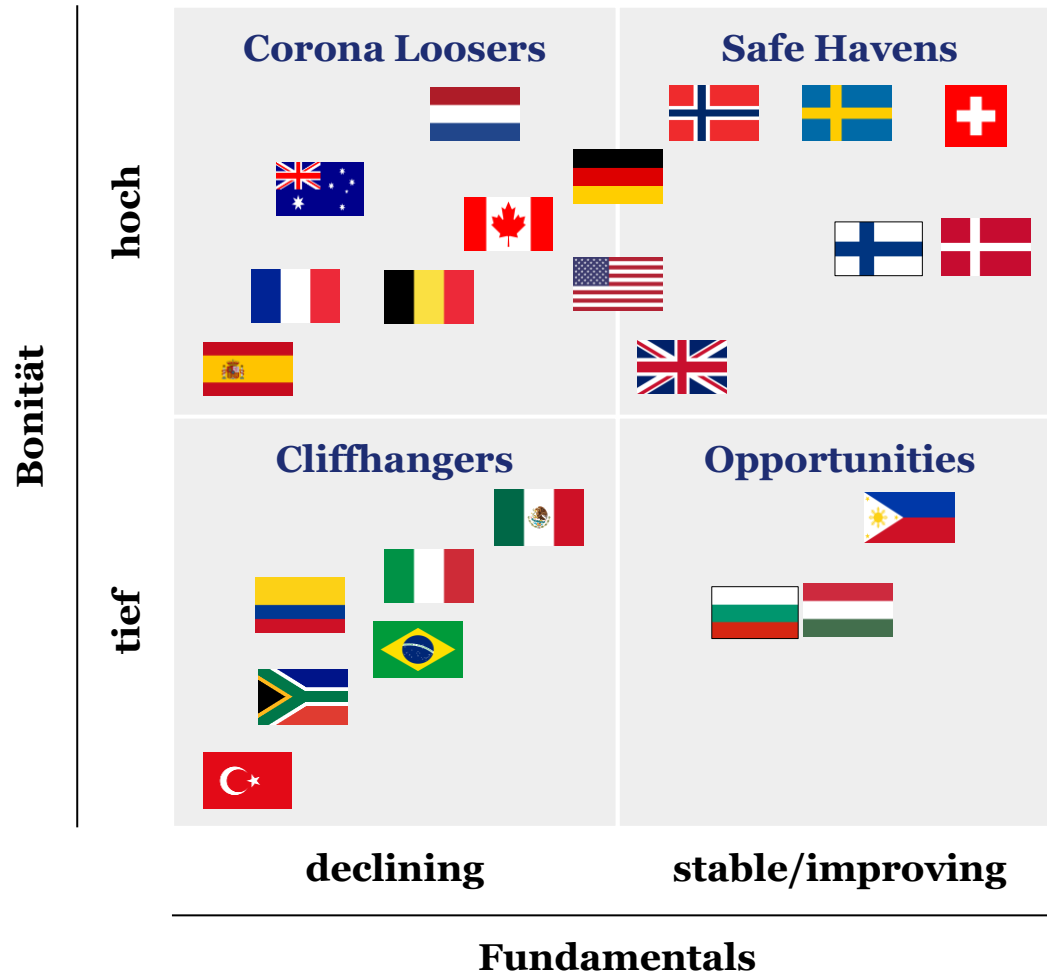
- **E:** Verschmutzung, Energie, Wasser
- **S:** Arbeitsmarkt, Gesundheit, Bildung, Sozialer Zusammenhalt
- **G:** Wettbewerbsfähigkeit, Rechts-sicherheit, Regulation, Korruption

Fazit

- Ein hoher ESG Wert bedeutet nicht zwangsläufig eine hohe Bonitätsnote (Island, Slowenien)
- Eine positive Korrelation besteht jedoch
- Industrienationen verfügen über stabilere und reifere Institutionen als Schwellenländer
- Italien und Griechenland schneiden trotzdem schlecht ab
- Südafrika und die Türkei bilden auch hier das Schlusslicht



Gewinner & Verlierer



- **Safe Havens:** Rasche Rückkehr zu Wirtschaftswachstum und relativ tiefe Verschuldung, mehrheitlich eigene Währung
- **Corona Losers:** Starker Schuldenanstieg und moderate Wirtschaftserholung
- **Opportunities:** Schnelle wirtschaftliche Erholung, Schuldenratio bleibt relativ tief, keine negativen Ratingänderungen erwartet
- **Cliffhangers:** Zögerliche Erholung und starke Abschwächung der strapazierten Kreditprofile, Druck auf die Ratings

Fazit

- Wir bevorzugen Länder mit einer relativ tiefen Gesamtverschuldung, intaktem Erholungspotential sowie stabilen politischen Verhältnissen

Quelle: I-CV, September 2020



Chancen & Risiken

Chancen	I-CV	Risiken	I-CV
<ul style="list-style-type: none">➤ Covid-19 ist unter Kontrolle und ein Impfstoff ist absehbar		<ul style="list-style-type: none">➤ Covid-20 sorgt für erneute Lockdowns und zögert Erholung weiter hinaus	
<ul style="list-style-type: none">➤ Konjunkturprogramme ermöglichen eine schnelle Rückkehr zu pre-Covid-19 Wirtschaftsleistung und Beschäftigung		<ul style="list-style-type: none">➤ Die Hilfsprogramme der Notenbanken und Regierungen werden<ul style="list-style-type: none">➤ Verlängert = «Zombifizierung» der Wirtschaft➤ Nicht verlängert = Anstieg der Arbeitslosigkeit und Kreditausfälle	
<ul style="list-style-type: none">➤ Fiskalmassnahmen federn die Krise für Unternehmen und Haushalte erfolgreich ab; Ausfälle halten sich in Grenzen		<ul style="list-style-type: none">➤ Die lockere Geldpolitik wird unabhängig vom Konjunkturzyklus<ul style="list-style-type: none">➤ Weitergeführt = Wettbewerbsverzerrung nimmt zu; Wachstum nimmt ab➤ Nicht weitergeführt = Schwellenländer kommen unter Druck (Kapitalabfluss)	
<ul style="list-style-type: none">➤ Kreditexzesse in Ländern mit Überhitzungsanzeichen bilden sich geordnet zurück			
<ul style="list-style-type: none">➤ Exit Strategie aus ultralockerer Geld- und Fiskalpolitik			
<ul style="list-style-type: none">➤ Geopolitische Friktionen und Handelskonflikte entspannen sich			
<ul style="list-style-type: none">➤ Erfolgreiche Transformation von Protektionismus zu Produktivitätssteigerungen		<ul style="list-style-type: none">➤ Schuldenexzesse bei Schwellenländern führen zu weiteren Sovereign-Defaults➤ Lebensstandards kommen unter Druck und sozioökonomische Spannungen entladen sich	



Economist.com

Kal

Implikationen für Bondholder

- Die aus Bonitätssicht negativen Konsequenzen für Unternehmen, Haushalte und Länder werden sich im 2021 materialisieren
- Wir erwarten einen Anstieg der Kreditausfälle – insbesondere wenn die Sondermassnahmen auslaufen – und steigende Arbeitslosigkeit, was den Konsum belasten wird
- Länder mit hoher Gesamtverschuldung (Staat, Unternehmen, Haushalte), einseitiger Wirtschaft und schwachen Institutionen haben Mühe, dem Schuldensumpf zu entkommen. Tiefe Zinsen bleiben entscheidend für die Tragbarkeit
- Wirtschaftliche Reife, robuste Institutionen und vertrauenswürdige Governance bleiben zentral für den reibungslosen Kapitalmarktzugang
- Wir glauben, dass die Beruhigung der Märkte nur temporärer Natur sein wird. Es wird wieder zu heftigen Ausschlägen kommen
- Eine selektive Auswahl und Überwachung der Schuldner bleibt zentral!



Ratingübersicht

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

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

Quelle: I-CV, September 2020

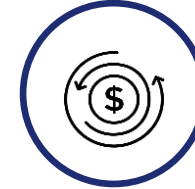
I-CV Sovereign - Modell



Wirtschaft (15%)
Diversifikation, BIP,
Nachhaltigkeit,
Häusermarkt,
Wettbewerbsfähigkeit



Monetäre Flexibilität (10%)
Inflation, Aussenverschuldung,
Währungsreserven, Liquidität



Deleveraging (10%)
Steuer- und Sparquote,
Rentenausgaben,
Anpassungsbedarf,
Simulation Schuldenkurve



Politik (15%)
Stabilität, Qualität der
Institutionen,
Rechtsicherheit



Demografie (10%)
Altersquotient, Gesundheits-
und Rentensystem,
Bildungsniveau



Ausblick (10%)
BIP, Exporte, Arbeitsmarkt,
Budget, Schuldenratio
(Trend)



Fiskalpolitik (15%)
Investorenbasis,
Verschuldung,
Tragbarkeit,
Zinsaufwand



Bankensystem (15%)
Stabilität und
Widerstandsfähigkeit,
Systemrisiko, I-CV Stresstest

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.