



# Pfad zu einem „tragbaren“ Schuldenniveau

27. Februar 2020

## Autoren

Hongtao Jiang  
+1(212)250-2524  
hongtao.jiang@db.com

Drausio Giacomelli  
+1(212)2507355  
drausio.giacomelli@db.com

Felipe Labbe  
+1(212)250-8640  
felipe.labbe@db.com

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

Deutsche Bank Research Management  
Stefan Schneider



In diesem Beitrag befassen wir uns mit Argentinien's Schuldensituation und schätzen die Tragbarkeit der Verschuldung anhand von Projektionen für den Schuldenstand und für die Fähigkeit des Landes ein, seine Devisenverschuldung zurückzuzahlen. Argentinien's Schuldenproblem ist darauf zurückzuführen, dass fiskalpolitische Erwägungen grundsätzlich Vorrang haben und ein nominaler Anker fehlt. Das Problem wird so lange bestehen, bis das Land Strukturreformen durchführt. Die makroökonomische Lage ist deutlich schwieriger als zu Beginn des Jahrtausends – und zwar sowohl in Bezug auf das Wachstumspotenzial als auch auf die Inflation und äußere Faktoren.

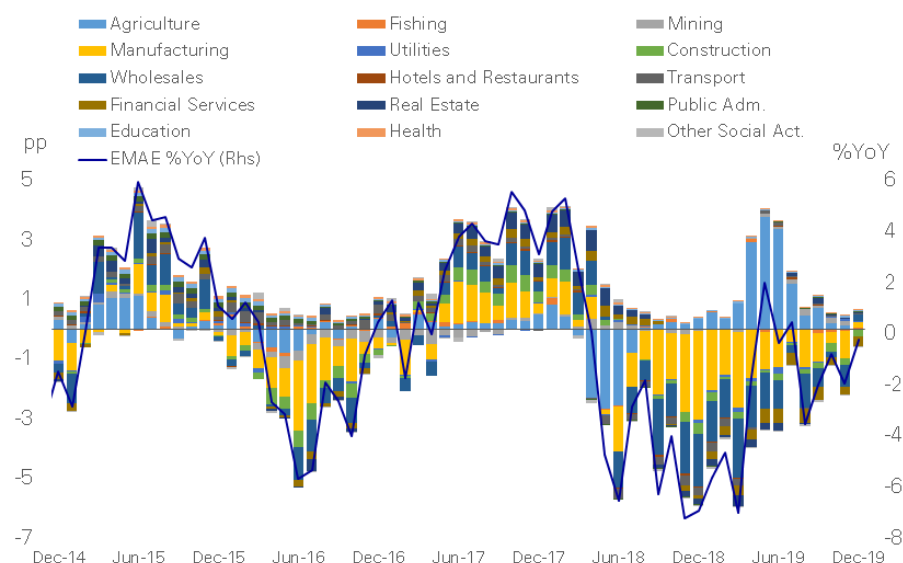
Derzeit hängt die Bedienung der Auslandsschulden vor allem davon ab, in welchem Umfang Argentinien Devisen vereinnahmen kann. Wahrscheinlich werden die Devisenbestände künftig durch striktere Devisenverkehrskontrollen und leichte Wechselkursabwertungen gesteuert. Eine reale Wechselkursaufwertung gäbe insofern Anlass zur Sorge, als dann weniger Devisen ins Land fließen und ein Anreiz entstünde, mehr Güter zu importieren und Exporteinnahmen nicht vollständig zu deklarieren. Argentinien erhält Devisen vor allem aus folgenden Quellen: Dollarisierung (35,6%), Handel mit Gütern und Dienstleistungen (27,2%) und Nettoportfolioinvestitionen (9,5%). Wenn die Nachfrage nach Devisen durch Kapitalverkehrskontrollen gedämpft wird, könnte die argentinische Zentralbank in unserem Basisszenario durchschnittlich jährlich USD 8-12 Mrd. vereinnahmen. Dieser Betrag stiege in einem günstigen Szenario auf USD 12-15 Mrd. pro Jahr an bzw. sänke in einem ungünstigen Szenario auf USD 4-8 Mrd. Dabei überwiegen die Abwärtsrisiken.

Wie bereits erläutert, ist Argentinien's Verschuldung unseres Erachtens angesichts der widrigen makroökonomischen Bedingungen und des Mangels an fiskalpolitischen Maßnahmen langfristig nicht tragbar. Dies gilt (ungeachtet der relativ geringen Nettoverschuldung) sowohl für die Entwicklung des Schuldenstands als auch für die Fähigkeit, mittelfristig harte Währungen zu vereinnahmen. Wie müssten die Umtauschbedingungen aussehen, damit die Zahlungsfähigkeit nachhaltig sichergestellt wird? In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass das Land jährlich USD 8–12 Mrd. vereinnahmt und 50% der Anleihen im Jahr 2024 bzw. später prolongiert werden. Dann wären ein nominaler Abschlag von rund 40% sowie eine Laufzeitverlängerung um vier Jahre und eine 10-jährige Streckung der IWF-Rückzahlungen erforderlich, damit Argentinien seine Verschuldung in den kommenden 10 Jahren zurückzahlen könnte. Wenn der Kupon um 25% reduziert oder die Kuponzahlungen für vier Jahre ausgesetzt würde, würde der Abschlag auf ~30% sinken.



## Argentinien – der schmale Pfad zu einem „tragbaren“ Schuldeniveau

### Noch kein Wachstum in Sicht ...



Quelle: INDEC, Deutsche Bank

Am Markt wird diesen Szenarien derzeit die größte Wahrscheinlichkeit beige-messen. Unseres Erachtens überwiegen jedoch die Abwärtsrisiken (sodass die erwähnten Abschläge als Minimum anzusehen sind), da die Annahmen für die Prolongation und die Devisenzuflüsse in unserem Basisszenario vergleichsweise optimistisch sind und wir die Rückzahlungen für die Verschuldung der Provinzen (durchschnittlich ca. USD 2,5 Mrd. pro Jahr in den kommenden acht Jahren) nicht berücksichtigt haben.

Dies ist ein Auszug unserer [Emerging Markets Special](#) Publication über Argentinien vom 27. Februar 2020.

Wichtige rechtliche Hinweise finden Sie unter: <https://research.db.com/Research/Disclosures/Disclaimer>



## Argentinien – der schmale Pfad zu einem „tragbaren“ Schuldenniveau

---

© Copyright 2020. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.