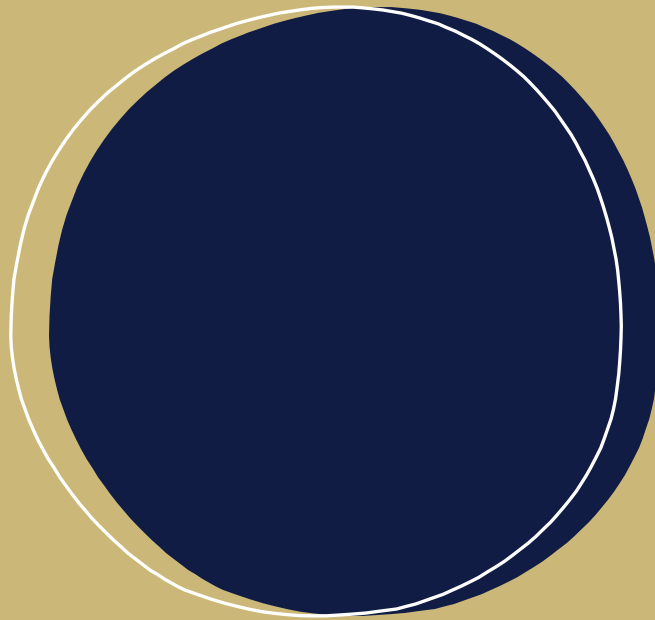


News aus den Finanzmärkten
Kann die Eurozone den Schuldenabbau schaffen?
08. April 2010





Kann die Eurozone den Schuldenabbau schaffen?

Jörg Zeuner, Chief Economist, und Oliver Schlumpf, Investment Strategist

Bisher galten Staatsanleihen als konservatives Basisinvestment in einem ausgewogenen Portfolio. Ist dies angesichts der hohen Staatsverschuldung noch gerechtfertigt?

Ja. Sparmassnahmen in realisierbarem Umfang und ein moderates nominales Wirtschaftswachstum ab 2012 erlauben vielen Eurostaaten eine Rückkehr zum Maastricht Defizitkriterium bis 2015. Die Schuldenquoten stabilisieren sich auf den dann erreichten Niveaus. Dafür ist es nicht notwendig, Haushaltsüberschüsse zu erwirtschaften.

Ein Abbau der Schulden auf maximal 90% des Bruttoinlandsprodukts im gleichen Zeitraum ist denkbar, würde aber in vielen Ländern eine sehr schmerzhafteste Haushaltskonsolidierung erfordern. Die Skepsis der Bondanleger kann in der Zwischenzeit zu hohen Risikoprämien auf einzelne Emittenten führen. Da die Zinskosten in der Folge schnell ausser Kontrolle geraten können, sind neue Spekulationen um die Zahlungsfähigkeit einzelner Staaten nicht auszuschliessen. **Wir rechnen auf absehbare Zeit mit fallenden Kursen und bleiben deshalb in der Vermögensverwaltung taktisch deutlich untergewichtet.**

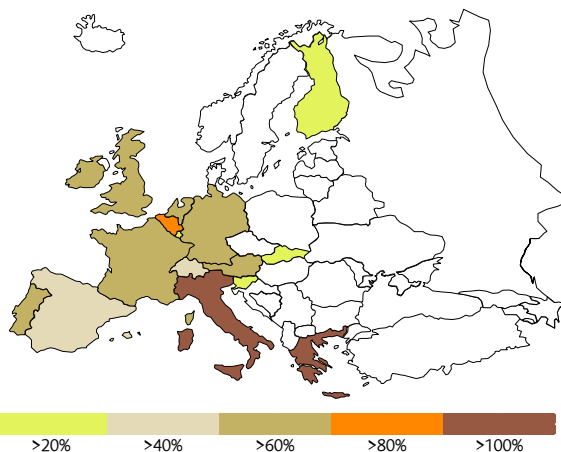
Obwohl Sparmassnahmen der öffentlichen Hand unumgänglich sind, dürfen sie nicht zu aggressiv ausfallen. Die wirtschaftliche Erholung ist moderat; zu hohe Sparanstrengungen eine Gefahr für den Aufschwung.

Hohe Defizite sind Ergebnis der Krise

Die Haushaltsdefizite der meisten Eurostaaten sind in der Krisenbekämpfung sprunghaft angestiegen. Bankenrettungen, Konjunkturpakete, Arbeitslosigkeit und Beschäftigungsmassnahmen erhöhen die öffentlichen Ausgaben, während die

Einnahmen aus Einkommens- und Körperschaftsteuer infolge der Rezession zurückgehen. Jährlich wiederkehrende, hohe Haushaltsdefizite lassen die Schuldenquoten immer weiter in die Höhe klettern. Das Risiko und damit die Zinsen steigen, was wiederum die Budgets der Folgejahre zusätzlich belastet. In Griechenland betragen die Zinszahlungen bereits rund 4.5% des Bruttoinlandsprodukts (BIP), in Italien sind es knapp 5%. Steigende Leitzinsen werden diese gefährliche Dynamik in den kommenden Jahren noch beschleunigen.

Aktuelle Schuldenquoten (Eurozone, Schweiz, UK)



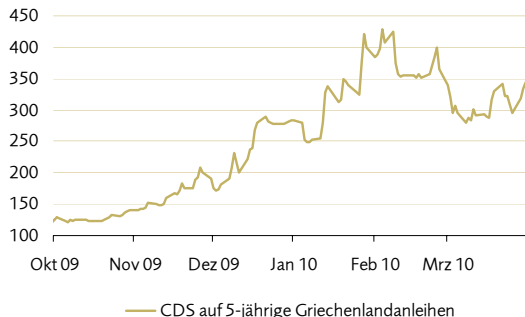
Quelle: VP Bank, Bloomberg

Konsolidierung unumgänglich

Die wachsende Staatsverschuldung wird von Märkten und Anlegern sehr negativ aufgenommen. Die einen fürchten die schwindende Kreditwürdigkeit staatlicher Schuldner, deren Emissionen ein wichtiger Anker der internationalen Finanzmärkte und Hauptinstrument der Geldpolitik sind. Die anderen sehen höhere Steuern und Abgaben oder eine hohe Inflation auf sich zukommen.

Das Ergebnis sind höhere Risikoprämien. Die Refinanzierung auslaufender Schuldtitel und die Neuaufnahme von Kapital werden für einzelne Schuldner immer teurer.

Gestörtes Vertrauen erhöht die Risikoprämien



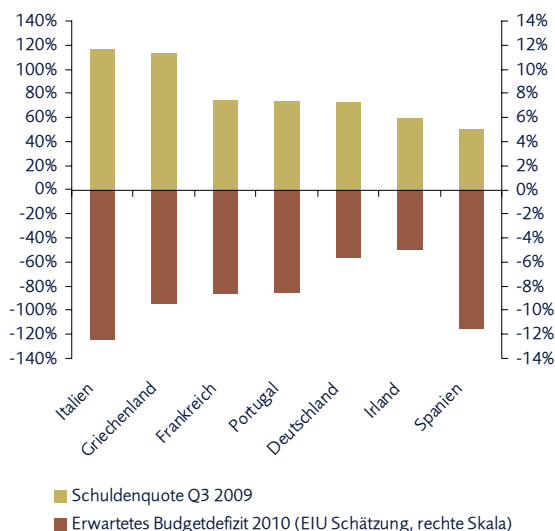
Quellen: VP Bank, Datastream

Eine Stabilisierung der Schuldenquoten muss somit das Minimalziel der öffentlichen Haushalte sein, um das Vertrauen von Investoren und Steuerzahlern zurückzugewinnen und die Zinskosten unter Kontrolle zu behalten. Ein Schuldenabbau wäre wünschenswert, erfordert aber in vielen Ländern unrealistische Sparanstrengungen. Ausserdem gefährdet er einen noch labilen Aufschwung.

EU Vorgaben führen zu Stabilisierung

Die Europäische Kommission fordert eine baldige Rückkehr zur Defizitvorgabe des Stabilitätspakts: eine Neuverschuldung von maximal 3% des BIP. Das zweite Maastricht Kriterium – eine Schuldenquote von höchstens 60% des BIP – bleibt für die meisten Eurostaaten vorerst unerreichbar. In rund zwei Dritteln der Mitgliedsländer beläuft sich die Verschuldung der öffentlichen Haushalte heute auf deutlich über 60%.

Staatsschulden und erwartete Haushaltsdefizite



Quellen: VP Bank, Datastream, Economist Intelligence Unit

Die Europäische Kommission hat bereits vor der Krise von zahlreichen Regierungen Einsparungen gefordert, da die Defizitquoten nicht eingehalten wurden. Ihren Empfehlungen fehlte in der Vergangenheit jedoch in der Regel die Verbindlichkeit. Zu viele Staaten haben sie ignorieren dürfen. Der Markt sorgt nun für mehr Disziplin. Aber auch die Autorität der EU Institutionen steigt mit der koordinierten Rettungsaktion für Griechenland.

Schuldenstabilisierung durchaus möglich

Sollten die Eurostaaten die Nettoneuverschuldung ab 2015 auf Maastrichtniveau halten können, ist eine Stabilisierung der Schuldenquoten möglich – wenn auch auf sehr unterschiedlichen Niveaus. Voraussetzungen dafür sind:

- Das Budgetdefizit wird in den kommenden Jahren kontinuierlich reduziert, um spätestens 2015 das Maastricht Kriterium (3% Nettoneuverschuldung) wieder zu erfüllen.
- Die europäischen Volkswirtschaften wachsen 2010 und 2011 kaum (oder sind sogar noch in der Rezession), ab 2012 aber kontinuierlich um etwa 2% pro Jahr.
- Die Konsumentenpreise bleiben während dieser Zeit stabil (etwa 2% Inflation pro Jahr).

In diesem Szenario ist der Anstieg der Schulden (um maximal 3% vom BIP) ab 2015 kleiner als der Zuwachs im nominalen BIP (4%). Daher fällt die Schuldenquote spätestens ab 2015. In Griechenland, Italien und Portugal fallen die Schuldenquoten sogar bereits vor 2015 (siehe Länderanalysen im Anhang).

Sparpakete sind der Schlüssel zum Erfolg

Allerdings erfordert ein solches, durchaus ansprechendes Resultat unterschiedlich starke Anstrengungen der öffentlichen Haushalte in den nächsten Jahren. **So können etwa Deutschland, Italien und die Benelux-Staaten mit Sparmassnahmen im Umfang von jährlich weniger als ein Prozent vom BIP ihre Schuldenquoten ab 2015 konstant halten. Griechenland, Grossbritannien, Irland und Spanien benötigen dafür Konsolidierungsmassnahmen von jährlich etwa 2% vom BIP.** Das ist sehr ambitioniert, vor allem wenn steigende Zinsen die Zinskosten im gleichen Zeitraum erhöhen.

	Schuldenquote		Notwendige jährliche Einsparung (zum Erreichen einer Defizitquote von 3% in 2015)
	2009	2015	
Italien	117%	115%	0.5%
Griechenland	114%	122%	1.9%
Portugal	74%	94%	1.1%
Deutschland	72%	81%	0.5%
UK	64%	100%	2.1%
Irland	62%	91%	1.9%
Spanien	50%	82%	1.7%
Schweiz	44%	45%	-0.3%

Quellen: VP Bank; Datastream, Bloomberg

Schuldenabbau weitgehend unrealistisch

Eine Rückkehr zu mehr Haushaltsdisziplin verringert noch nicht die Schuldenquoten. Die Verschuldung pendelt sich auf sehr unterschiedlichen Niveaus ein. Vier der untersuchten Länder haben 2015 noch Schulden von deutlich mehr als 90% des BIP (dieser Wert kristallisiert sich in der aktuellen Diskussion immer mehr als Benchmark heraus, weil Werte darüber in der Vergangenheit das Wirtschaftswachstum stark gebremst haben – die Krisenanfälligkeit steigt in der Folge stark an; siehe Reinhart und Rogoff, 2009, Growth in a Time of Debt).

Eine Rückkehr auf Niveaus unter 90% wird vor allem für Griechenland bis 2015 kaum machbar sein. Lediglich Deutschland und Spanien könnten dieses Ziel mit vertretbaren Konsolidierungsmassnahmen erreichen.

Jährliche Verbesserung der Haushaltsbilanz		
	(zum Erreichen einer Defizitquote von 3% in 2015)	(zum Erreichen einer Schuldenquote von 90% in 2015)
Italien	0.5%	2.2%
Griechenland	1.9%	5.4%
Portugal	1.1%	1.5%
Deutschland	0.5%	0.0%
UK	2.1%	2.5%
Irland	1.9%	2.2%
Spanien	1.7%	1.2%
Schweiz	-0.3%	-3.2%

Quelle: VP Bank

Die Risiken variieren also. Kernländer der Eurozone wie Deutschland können die Konsolidierung in den nächsten Jahren gut schaffen. Für andere wird es schwieriger; sie brauchen mehr Zeit. Insgesamt bleiben Staatsanleihen aber eine wichtige Kernanlage im Portfoliokontext in beiden Szenarien. Sie bilden nicht zuletzt aufgrund ihrer Korrelationseigenschaften einen risikoarmen Gegenpol zu den risikotragenden Anlageklassen.

Fazit

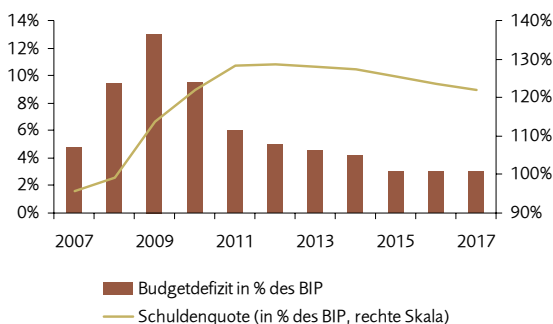
Viele Eurostaaten haben zurecht die Kosten der Krise übernommen, um die weltweite Rezession abzufedern. Jetzt stehen sie vor der grossen Herausforderung, ihre Budgets wieder unter Kontrolle zu bekommen. Die angespannte Lage in einigen Ländern bereits vor der Krise hat zu vereinzelt Finanzierungseingüssen geführt und die Renditen ansteigen lassen. Das erhöht den Konsolidierungsdruck.

Eine Stabilisierung der Schuldenquoten ist in vielen Ländern unter realistischen Bedingungen möglich, in einigen erfordert es grosse Anstrengungen. Weitergehende Schuldenziele erfordern zum Teil unrealistische Budgetanpassungen. Sie würden auch die Erholung über Gebühr belasten. Nutzniesser der Unsicherheit im Markt für Staatsanleihen sind die Unternehmensanleihen höchster Qualität. Wir erwarten auf absehbare Zeit Kursverluste auf die meisten Staatsanleihen.

Anhang: Die Länder im Einzelnen

Griechenland: Die griechische Regierung hat für 2010 einschneidende Massnahmen in Höhe von 4% des BIP bereits verabschiedet. Dazu zählen Gehaltskürzungen für Beamte, die Erhöhung des durchschnittlichen Rentenalters um zwei Jahre sowie eine Erhöhung der Mehrwert- und Mineralölsteuer. Das Ziel der Regierung, das Defizit bis 2012 unter die erlaubte Marke von 3% zu drücken, ist sehr ambitioniert.

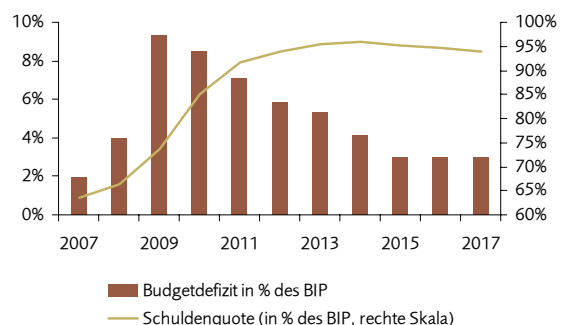
Griechenland: VP Bank Szenario



Quelle: VP Bank, Datastream, Economist Intelligence Unit

Portugal: Vor zwei Wochen senkte Fitch das Kreditrating Portugals auf AA- mit negativem Ausblick. Die Verschuldung liegt derzeit bei knapp 75% des BIP. Um das erwartete Haushaltsdefizit von 8.5% zu reduzieren, hat die Regierung ein vierjähriges Sparprogramm aufgelegt. Es ähnelt dem griechischen Paket. Zusätzlich soll ein Privatisierungsprogramm Einnahmen in Höhe von 3.6% des BIP in die Staatskasse spülen. Dennoch reagierten die Märkte nervös auf das Downgrade.

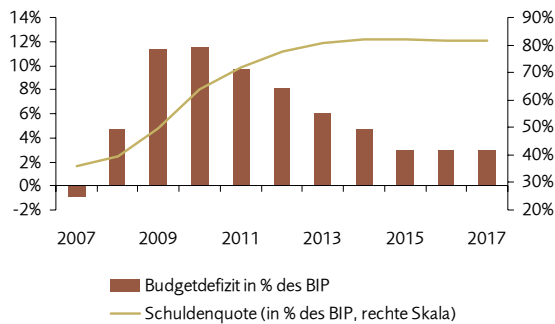
Portugal: VP Bank Szenario



Quelle: VP Bank, Datastream, Economist Intelligence Unit

Spanien: Spanien möchte nicht wie Griechenland und Portugal an den Märkten abgestraft werden und lenkt bereits frühzeitig auf einen drastischen Sparkurs ein. Noch ist die Schuldenquote mit rund 50% vergleichsweise gering, das erwartete Haushaltsdefizit von knapp 12% sorgt jedoch für einen schnellen Anstieg. Auch in Spanien sollen Gehaltskürzungen im öffentlichen Dienst, eine Erhöhung des Rentenalters und der Mehrwertsteuer das Budgetdefizit bereits 2013 unter die Maastricht-Limite senken.

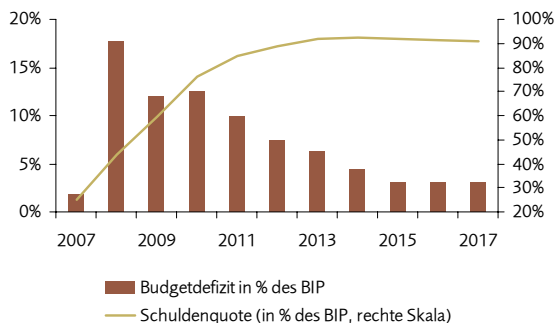
Spanien: VP Bank Szenario



Quelle: VP Bank, Datastream, Economist Intelligence Unit

Irland: Bisher konnte der „keltische Tiger“ mit hohen Wachstumsraten aufwarten. In der Finanzkrise platzte dann auch auf der irischen Insel die Kredit- und Immobilienblase und riss die Wirtschaft in eine tiefe Krise. Hohe Ausgaben für Bankenrettungen und Arbeitslose bei sinkenden Steuereinnahmen sorgten für einen Anstieg der Schuldenquote von 25% des BIP auf 60% in nur zwei Jahren. Für 2010 wird erneut ein Budgetdefizit in der Höhe von 13% prognostiziert. Mit Lohnkürzungen, höheren Steuern und einer Umweltsteuer auf Benzin will die Regierung jährlich rund 4 Mrd. Euro (aktuell ca. 2.5% des BIP) einsparen.

Irland: VP Bank Szenario

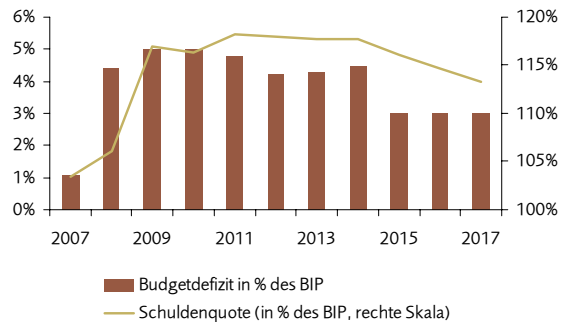


Quelle: VP Bank, Datastream, Economist Intelligence Unit

Italien: Italien führt mit 117% die unrühmliche Liste der europäischen Schuldenstaaten an. Das Budgetdefizit für das laufende Jahr dürfte mit rund 5% jedoch nur leicht über dem Maastricht Kriterium liegen. Ein Sparprogramm hat die italienische Regierung daher auch noch nicht ange-

kündigt. Eine Konsolidierung ist aber aufgrund der Höhe der Schuldenlast auch südlich der Alpen geboten.

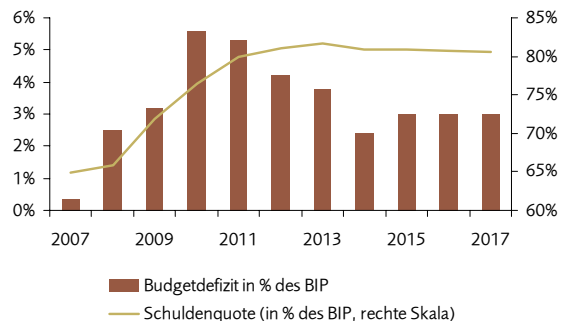
Italien: VP Bank Szenario



Quelle: VP Bank, Datastream, Economist Intelligence Unit

Deutschland: Auch die Schuldenquote Deutschlands übersteigt mit etwas über 70% derzeit die Vorgaben des europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts. Auch die geplante Neuverschuldung von 5.6% übersteigt die Richtlinie der EU. Bis 2013, so der Bundesfinanzminister, soll das Haushaltsdefizit jedoch wieder unter die 3%-Marke gedrückt werden. Konkrete Massnahmen sind derzeit jedoch noch nicht beschlossen.

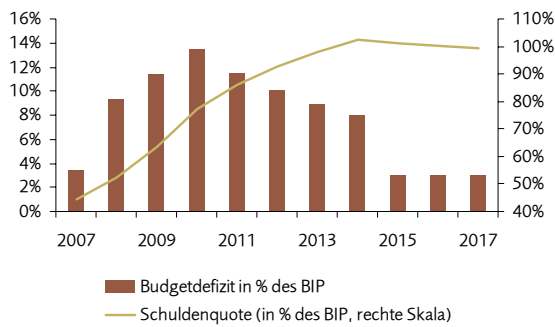
Deutschland: VP Bank Szenario



Quelle: VP Bank, Datastream, Economist Intelligence Unit

Grossbritannien: Die Diskussion um die Staatsverschuldung in der Eurozone erreicht auch Grossbritannien. Die britische Schuldenentwicklung gerät immer stärker in den Fokus des Marktes. Die Staatsschulden Grossbritanniens sind durch die Interventionen zur Krisenbekämpfung stark angestiegen. Derzeit beträgt die Schuldenquote rund 65%. Die prognostizierten Budgetdefizite für 2010 und 2011 von jeweils rund 12% werden einen weiteren schnellen Anstieg der Staatsschulden zur Folge haben. Das AAA Rating von Grossbritannien ist nicht mehr sicher, was die Renditen stark unter Druck setzen könnte. Das Pfund hat bereits deutlich an Wert verloren.

Grossbritannien: VP Bank Szenario



Quelle: VP Bank, Datastream, Economist Intelligence Unit

Die aktuelle Regierung dürfte aufgrund des Wahlkampfs vor dem Sommer keine übermässigen Anstrengungen unternehmen, den Haushalt zu konsolidieren. Zudem würden übereilte Sparmassnahmen den noch schwachen Aufschwung gefährden. Das Ziel der Regierung ist es jedoch das Defizit über die nächsten fünf Jahre auf 4% zu drücken. Dies erfordert die härtesten Kürzungen der letzten Jahrzehnte. Genaue Details sind indes noch nicht bekannt.

Schweiz kennt das Thema nicht

Staatsschulden sind in der Schweiz kein Thema. Dank der guten Wirtschaftslage konnten die Staatsschulden der Eidgenossen zwischen 2004 und 2008 deutlich von knapp 60% auf 44% reduziert werden. Da sich die konjunkturellen Massnahmen der Schweiz auf die Geldpolitik konzentriert haben, hat die Schuldenquote auch während

der Krise nur unwesentlich auf aktuell 45% zugenommen. Das prognostizierte Haushaltsdefizit von 0.5% des BIP für 2010 trägt daher in der Schweiz bereits im laufenden Jahr massgeblich zur Stabilisierung der Schuldenquote bei.

Wie steht es um die USA und Japan?

Auch ausserhalb Europas wird die Verschuldung diskutiert. Die USA weisen eine Schuldenquote von über 80% aus, die Japan von rund 180%.

Die USA unternehmen derzeit keine grossen Anstrengungen, ihr Haushaltsdefizit zu kürzen. Dieses wird auch in diesem Jahr mindestens 10% des BIP betragen und die Schuldenquote bald über die 100%-Marke drücken.

Wir erwarten Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen aber nicht vor den Kongresswahlen im November. Die USA kann sich noch immer günstig refinanzieren. Die Nachfrage nach US Schuldtiteln ist nach wie vor hoch.

Auch Japan profitiert von den günstigen Refinanzierungsbedingungen. Die Zinsen liegen aufgrund der anhaltenden Deflation seit über 10 Jahren nahe Null. Die hohe Sparquote der Haushalte und das Vertrauen der Anleger in japanische Schuldtitel erlaubt eine Staatsverschuldung von 180% des BIP. Die Krisenbekämpfung und sinkende Steuereinnahmen haben aber auch im japanischen Haushalt eine grosse Lücke hinterlassen. In 2010 dürfte das Defizit rund 8% betragen; 2008 waren es noch weniger als 3%.

Die VP Bank Gruppe

Die Verwaltungs- und Privat-Bank Aktiengesellschaft ist eine in Liechtenstein domizilierte Bank und untersteht der Finanzmarktaufsicht Liechtenstein (FMA), Heiligkreuz 8, Postfach 279, LI-9490 Vaduz, www.fma-li.li.

Verwaltungs- und Privat-Bank Aktiengesellschaft

Aeulestrasse 6 - LI-9490 Vaduz - Liechtenstein
Tel +423 235 66 55 - Fax +423 235 65 00
info@vpbank.com - www.vpbank.com - MwSt.-Nr. 51.263 - Reg.-Nr. FL-0001.007.080

VP Bank (Schweiz) AG

Bahnhofstrasse 3
Postfach 2993
CH-8022 Zürich
Schweiz
Tel +41 44 226 24 24
Fax +41 44 226 25 24
info.ch@vpbank.com

IFOS Internationale Fonds Service Aktiengesellschaft

Aeulestrasse 6
LI-9490 Vaduz
Liechtenstein
Tel +423 235 67 67
Fax +423 235 67 77
ifos@vpbank.com

IGT Intergestions Trust reg.

Aeulestrasse 6
LI-9490 Vaduz
Liechtenstein
Tel +423 233 11 51
Fax +423 233 22 24
igt@vpbank.com

VP Bank (Luxembourg) S.A.

Avenue de la Liberté 26
LU-1930 Luxembourg
Luxemburg
Tel +352 404 770-1
Fax +352 481 117
info.lu@vpbank.com

VPB Finance S.A.

Avenue de la Liberté 26
LU-1930 Luxembourg
Luxemburg
Tel +352 404 777 383
Fax +352 404 777 389
vpbfinance@vpbank.com

VP Bank and Trust Company (BVI) Limited

3076 Sir Francis Drake's Highway
Road Town, Tortola
VG-British Virgin Islands
Tel +1 284 494 11 00
Fax +1 284 494 11 99
info.bvi@vpbank.com

VP Vermögensverwaltung GmbH

Theatinerstrasse 12
DE-80333 München
Deutschland
Tel +49 89 21 11 38-0
Fax +49 89 21 11 38-99
info@vpvv.de, www.vpvv.de

Verwaltungs- und Privat-Bank Aktiengesellschaft Hong Kong Representative Office

Suites 1002-1003
Two Exchange Square
8 Connaught Place
Central - Hong Kong
Tel +852 3628 99 99
Fax +852 3628 99 11
info.hk@vpbank.com

VP Wealth Management (Hong Kong) Ltd.

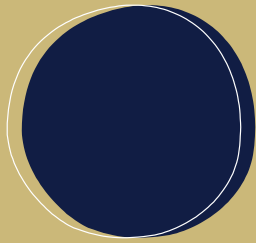
Suites 1002-1003
Two Exchange Square
8 Connaught Place
Central - Hong Kong
Tel +852 3628 99 00
Fax +852 3628 99 55
info.hkwm@vpbank.com

VP Bank (Singapore) Ltd.

9 Raffles Place
#42-01 Republic Plaza
Singapore 048619
Tel +65 6305 0050
Fax +65 6305 0051
info.sg@vpbank.com

VP Bank (Switzerland) Limited Moscow Representative Office

World Trade Center
Entrance 7, 5th Floor, Office 511
12 Krasnopresnenskaya Emb.
RU-123610 Moscow
Russian Federation
Tel +7 495 967 00 95
Fax +7 495 967 00 98
info.ru@vpbank.com



Wichtige Hinweise / Disclaimer

Diese Publikation wurde von unseren Mitarbeitern aufgrund von Informationsquellen erstellt, welche von uns als zuverlässig eingestuft werden. Obwohl wir bei der Erstellung dieser ausschliesslich zu Ihrer Information dienenden Publikation die grösstmögliche Sorgfalt walten lassen, können wir keine Garantie oder Zusicherung für die Vollständigkeit, Aktualität oder Richtigkeit des Inhalts dieser Publikation abgeben.

Die vorliegende Informationsschrift stellt insbesondere weder eine Offerte noch ein Angebot, aber auch keine Aufforderung zur Offertstellung oder ein öffentliches Inserat dar, welches zu Transaktionen mit den beschriebenen Produkten auffordert. Bezüglich der Gefahren, die Sie im Zusammenhang mit allfälligen Anlagen zu berücksichtigen haben, verweisen wir auf die Broschüre „Risiken im Effektenhandel“ des Liechtensteinischen Bankenverbandes und empfehlen, sich durch eine qualifizierte Fachperson (Kundenbetreuer) beraten zu lassen.

Abschliessend lehnen wir jegliche Haftung für sämtliche Schäden respektive Verluste, welche auf der Grundlage der in dieser Publikation enthaltenen Informationen geltend gemacht werden, ausdrücklich ab.

© VP Bank Gruppe