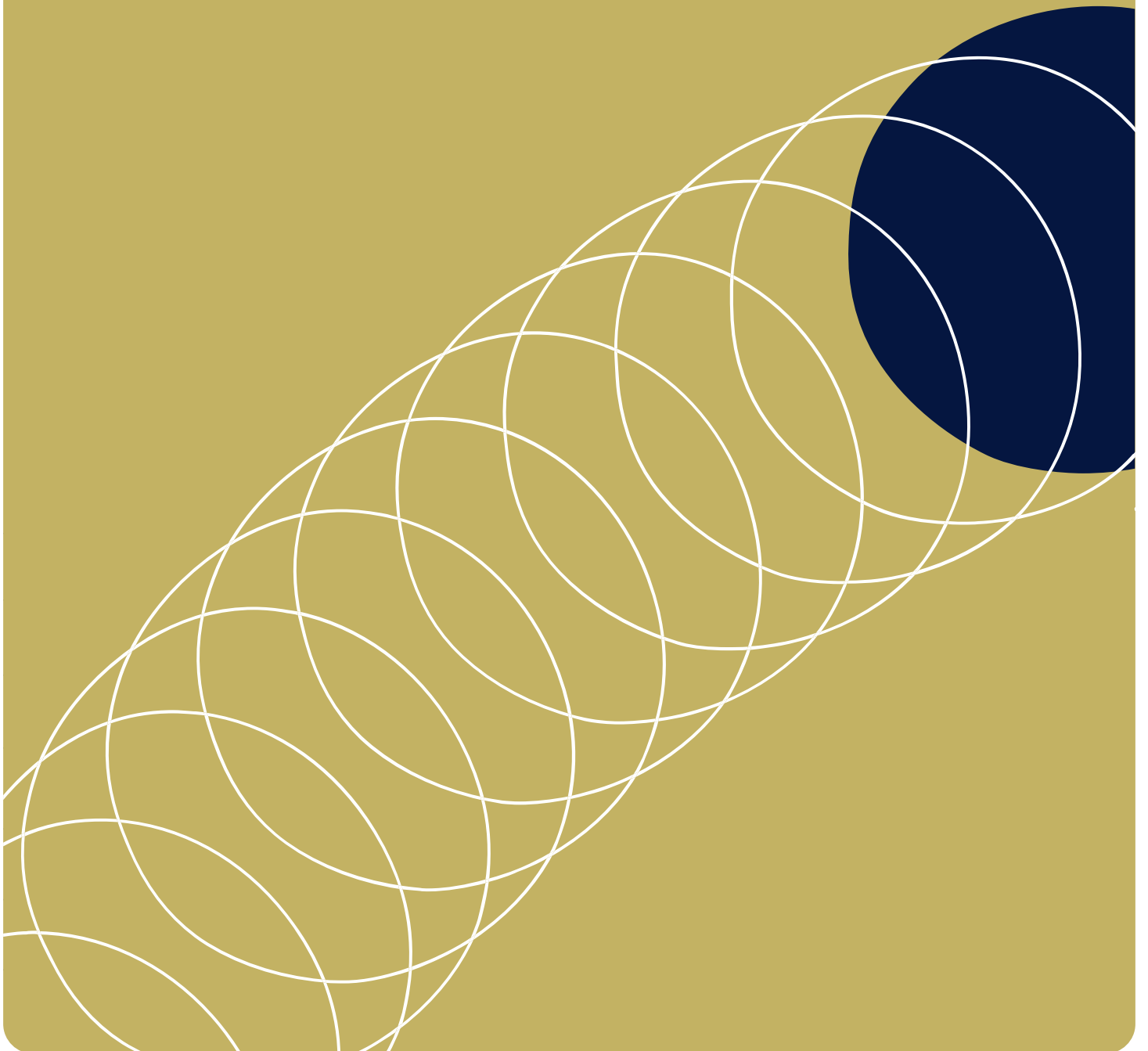


## S&P-Entscheid schwächt vor allem Italien

News aus den Finanzmärkten | 16. Januar 2012



## S&P-Entscheid schwächt vor allem Italien

Dr. Jörg Zeuner, Chief Economist; Martina Honegger, Senior Asset Manager Fixed Income

Standard & Poor's (S&P) verschärfte am Freitagabend die europäische Schulden- und Vertrauenskrise. Italien zahlt voraussichtlich den höchsten Preis, Bundesanleihen profitieren. Für Anleger gilt weiterhin der Verzicht auf Peripherieanleihen.

Die amerikanische Ratingagentur S&P senkte am Freitag die Kreditwürdigkeit von insgesamt neun Mitgliedsländern der Eurozone: Frankreich, Italien, Malta, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien, Spanien und Zypern. Deutschland, Finnland, Luxemburg und die Niederlande sind die letzten Euroländer mit dem höchsten Rating aller drei grossen Agenturen. Nur noch Deutschland verbleibt mit einem stabilen Outlook. Alle anderen Länder (mit Ausnahme der Slowakei) wurden mit einem negativen Outlook versehen. Das heisst, dass es eine 1:3 Chance gibt, dass es in den nächsten zwei Jahren zu einer (weiteren) Herabstufung kommen wird.

Ratings im Überblick

	Moody's	S&P	Fitch
Österreich	Aaa	AA+ ↓	AAA
Belgien	Aa3	AA	AA+
Finnland	Aaa	AAA	AAA
Frankreich	Aaa	AA+ ↓	AAA
Deutschland	Aaa	AAA	AAA
Griechenland	Ca	CC	CCC
Irland	Ba1	BBB+	BBB+
Italien	A2	BBB+ ↓	A+
Luxemburg	Aaa	AAA	AAA
Malta	A2	A- ↓	A+
Niederlande	Aaa	AAA	AAA
Portugal	Ba2	BB ↓	BB+
Slowakei	A1	A ↓	A+
Slowenien	A1	A+ ↓	AA-
Spanien	A1	A ↓	AA-
Zypern	Baa3	BB+ ↓	BBB

Quelle: VP Bank, Bloomberg

Auf politischer Ebene sorgte vor allem die Herabstufung Frankreichs bereits über das Wochenende für viele Kommentare. In Frankreich stehen Wahlen an. Der Entscheid dürfte politisch ausgeschlachtet werden und die Randparteien stärken. Allgemein findet S&P seine wichtigsten Begründungen in der hohen Staatsverschuldung bei niedrigem Wachstum sowie der politischen Uneinigkeit über die richtige Krisenstrategie. Hinzu kommt das Engagement des Bankensektors in der Peripherie (Frankreich) und Osteuropa (Österreich) sowie die hohen Zinsen bei der Refinanzierung von Staatsanleihen und zögerlichen Strukturreformen (Italien, Portugal, Spanien).

### Italien: Das „wahre“ Opfer

Ökonomisch wird die neue Ausgangslage für Italien die grössten Auswirkungen haben. Italien fällt mit seinem neuen BBB+ unter die Stufe, die viele institutionelle Investoren in ihren Anlageregeln noch als investierbar akzeptieren (A). Nicht nur wenn Moody's oder Fitch nachziehen, dürften viele institutionelle Investoren ihr Italienportfolio weiter abbauen, da in vielen Reglements das tiefste Rating als ausschlaggebend gilt. Die Renditen dürften wieder steigen und die Europäische Zentralbank (EZB) zu weiteren Anleihenkäufen zwingen. Das Krisenmanagement der EZB wurde im Übrigen im Bericht von S&P lobend erwähnt.

### Auswirkungen auf Banken und supranationale Schuldner

Einige europäische Banken, vor allem aus den betroffenen Ländern, dürften in den kommenden Wochen ebenfalls herabgestuft werden. Die Spirale aus steigenden Schulden, steigenden Zinsen, weniger Wachstum und schrumpfenden Bankbilanzen setzt sich erst einmal fort. Wir rechnen auch mit einer Herabstufung des Rettungsschirms EFSF sowie eventuell einiger supranationaler Organisationen. Für den EFSF ist dies wohl nur noch zu verhindern, wenn die verbleibenden vier AAA-Länder ihre Garantien erhöhen oder der zur Verfügung stehende Betrag zur Finanzierung von Staatsdefiziten reduziert wird. Ersteres wird vor allem in Deutschland und Finnland politisch sehr schwierig werden. Zwar verlangt der Markt bereits seit geraumer Zeit eine Rendite eher im AA-Bereich für Anleihen des EFSF, allerdings dürfte sich die Mittelaufnahme dann noch weiter erschweren. Die angedachte Hebelung rückt wohl in weite Ferne. Der Fokus dürfte sich vermehrt auf den bereits auf Mitte dieses Jahres vorgezogenen dauerhaften Krisenmechanismus ESM verlagern, denn die Struktur sieht im Voraus einbezahltes Kapital vor.

### Deutschland: Der «lachende» Dritte

Die Herabstufungen sind zum Teil in den Rendite-niveaus bereits seit längerem reflektiert. Grosse Renditebewegungen dürften zunächst ausbleiben. Vor allem Bundesanleihen dürften dennoch von der neuen Ausgangslage profitieren:

- Der Ratingentscheid von S&P fiel etwas härter aus als allgemein erwartet. Vor allem die deutliche Unterscheidung der verschiedenen Länder wurde vom Markt so nicht erwartet.

- Je stärker die Ratings der Euroländer und ihrer Banken und Institutionen sinken, desto grösser wird die (relative) Attraktivität der deutschen Staatsanleihen als sicherer Hafen.
- Lediglich die Einschätzung von Deutschland bleibt insgesamt unverändert, nachdem S&P die drei anderen verbleibenden AAA-Länder neu mit einem negativen Ausblick versehen hat.

Der Abstand Deutschlands zu den anderen Euroländern wird also grösser. Die Renditen werden folgen. Die niedrigen Zinsen in Deutschland dürften daher weiter (ins Negative) fallen. Im Hinblick auf die Konvergenz der Euroländer ist dies keine gute Entwicklung.

Renditen von Bundesanleihen



Quelle: VP Bank, Bloomberg

### Politische Implikationen

Der Ratingentscheid S&Ps dürfte auch eine politische Komponente haben. Deutschlands Position am Verhandlungstisch wird aufgrund der Kombination aus Höchstnote und stabilem Ausblick gestärkt. Der Druck hin zu mehr Sanktionen und einer stärkeren fiskalpolitischen Integration dürfte steigen, während die Einführung eines Eurobonds noch unwahrscheinlicher wird. Auch eine explizitere Rolle der EZB in der Krisenbekämpfung lehnt Deutschland weiterhin ab. Die Rhetorik im Vorfeld des nächsten Eurogipfels Ende Januar könnte das stärkere Gewicht Deutschlands bereits durchblicken lassen. Auf dem eingeschlagenen Weg wird die Eurokrise allerdings noch einige Zeit weiter schwelen.

### Fazit

S&P verschärft die europäische Schulden- und Vertrauenskrise. Die allgemeine Reaktion der Bondmärkte dürfte jedoch zunächst verhalten ausfallen. Die Herabstufungen waren insgesamt erwartet worden. Falls es zu weiteren Schritten kommt, dürfte das die Bondanleger jedoch überraschen. Sie sind derzeit noch nicht eingepreist. Die negativen Outlooks bilden somit eine anhaltende Quelle der Verunsicherung und Volatilität. Bundesanleihen spielen eine noch wichtigere Rolle als sicherer Hafen und profitieren von den Ratingrevisoren, für Italien könnten sie die grössten negativen Folgen haben.

Unter den Downgrades litt der EUR an den Finanzmärkten mit am stärksten. Erstmals seit dem Jahr 2010 unterschritt die Gemeinschaftswährung wieder die Marke von 1.27 gegenüber dem US-Dollar. Kurzfristig sind weitere Kurverluste des EUR nicht auszuschliessen. Die hohen Bestände an spekulativen Terminverkäufen mahnen allerdings zur Vorsicht: Das Korrekturpotential zulasten des USD ist nicht unerheblich.

Bondanleger sollten sich weiterhin auf die Kernländer der Eurozone einschliesslich Frankreich, konzentrieren. Wir halten auch die supranationalen Institutionen für hinreichend garantiert. Auf der Suche nach Rendite bei vertretbarem Risiko empfehlen wir den Unternehmenssektor mit Ausnahme der Banken, innerhalb aber auch zunehmend ausserhalb Europas. Sollten Sie grosse Anleihepositionen in Ihrem Portfolio haben, empfehlen wir Ihnen diese gemeinsam mit unseren Beraterinnen und Beratern so gut wie möglich zu diversifizieren.

## Kontakt

Economics & Investment Office  
Tel +423 235 65 44  
investment@vpbank.com  
www.vpbank.com

### Disclaimer

Diese Publikation wurde von unseren Mitarbeitenden 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 in der Publikation enthaltenen Informationen und Angaben stellen insbesondere weder eine Offerte noch ein Angebot, aber auch keine Aufforderung zur Offertstellung oder ein öffentliches Inserat dar, welches zu Transaktionen oder sonstigen Geschäftsaktivitäten mit den beschriebenen Produkten und/oder Dienstleistungen auffordert.

Bezüglich der Gefahren, die Sie im Zusammenhang mit allfälligen Anlagen in Produkte und/oder der Inanspruchnahme von Dienstleistungen, die in der vorliegenden Publikation vorgestellt werden, zu berücksichtigen haben, verweisen wir auf die jeweiligen Risikoaufklärungen, wie z.B. die Broschüre "Risiken im Effektenhandel" des Liechtensteinischen Bankenverbandes, und empfehlen Ihnen, 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 über Produkte und/oder Dienstleistungen, geltend gemacht werden, ausdrücklich ab.

Der Inhalt der Publikation ist urheberrechtlich geschützt und seine Verwendung ausser zum privaten Gebrauch bedarf unserer vorgängigen Zustimmung.

© Verwaltungs- und Privat-Bank Aktiengesellschaft - Aeulestrasse 6 - 9490 Vaduz - Liechtenstein  
Tel +423 235 66 55 - Fax +423 235 65 00 - info@vpbank.com - www.vpbank.com