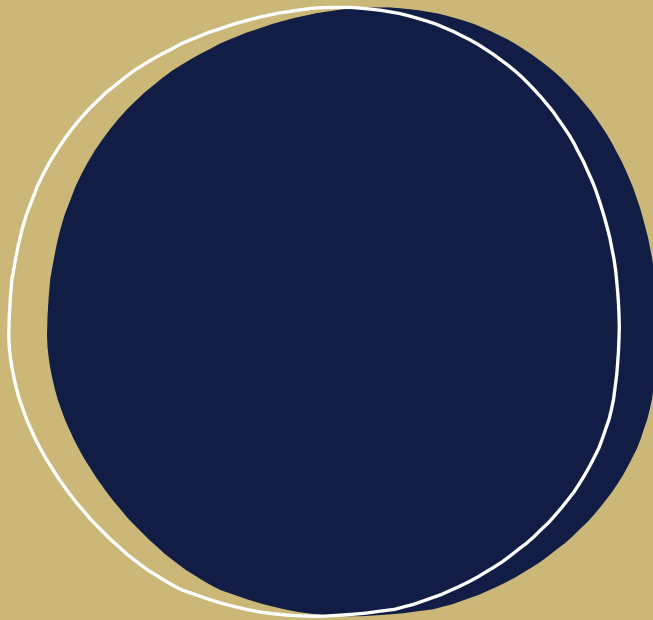


# News aus den Finanzmärkten

Die Welt nach der Krise

Teil 1: Staatsschulden belasten Wachstum

01. September 2009





Die Welt nach der Krise

## Teil 1: Staatsschulden belasten Wachstum

Dr. Jörg Zeuner, Chief Economist, und Oliver Schlumpf, Junior Asset Allocation Strategist

**Die Finanz- und Wirtschaftskrise treibt die Staatsverschuldung wichtiger Industrieländer in ungewohnte Höhen. Eine Stabilisierung der Schuldenquote ist möglich – eine Entwertung durch Inflation nicht nötig. Das Wirtschaftswachstum dürfte in den kommenden Jahren jedoch geringer ausfallen als in der Vergangenheit. Ein Sparkurs würde es unnötig weiter reduzieren.**

### Staatsschulden steigen zu schnell

Die Pakete zur Rettung der angeschlagenen Banken, die zahlreichen Konjunkturprogramme, sowie die Mehrausgaben zur Finanzierung von Arbeitslosigkeit und Kurzarbeit erhöhen die öffentlichen Ausgaben vieler Industriestaaten deutlich. Gleichzeitig sinken aufgrund der Rezession die Einnahmen aus Einkommens- und Körperschaftsteuer. Innerhalb eines Jahres hat sich deshalb die Schuldenquote (Staatsschulden in Prozent des BIP) in Grossbritannien von 36% auf über 50% und in der Euro-Zone von 54% auf 60% erhöht. In den USA ist die Verschuldung von rund 50% auf knapp 65% des BIP angewachsen. Spitzenreiter unter den Industriestaaten ist Japan mit einer Staatsverschuldung von 180% des BIP.

### Primärüberschuss stoppt gefährliche Dynamik

Jährlich wiederkehrende, hohe Haushaltsdefizite lassen die Staatsschulden immer weiter ansteigen. Die höheren Schulden verursachen höhere Zinszahlungen. Diese belasten wiederum das Budget im Folgejahr.

Sind die nominalen Schuldzinsen höher als das nominale BIP Wachstum – wie derzeit – nimmt die Schuldenquote selbst dann zu, wenn ein öffentlicher Haushalt vor Zinszahlungen ausgeglichen ist. In diesem Fall müssen zur Deckung von

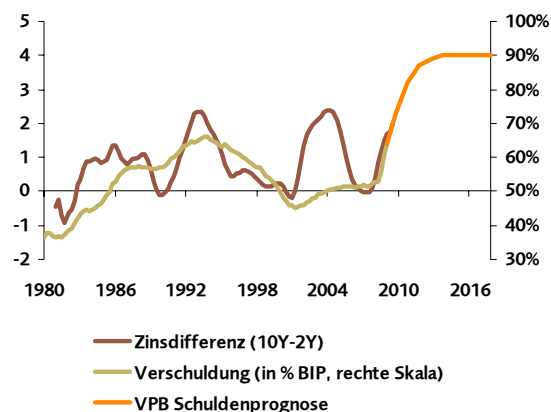
Zinszahlungen zusätzliche Schulden aufgenommen werden. Diese steigen wiederum schneller als das BIP. Ein Staat muss daher in der Regel einen so genannten Primärüberschuss (Haushaltsüberschuss vor Zinszahlungen) erwirtschaften, will er seine Schuldenquote senken.

Die USA dürfte das laufende Haushaltsjahr mit einem Primärdefizit um die 9% des BIP abschliessen. Der Konsolidierungsbedarf ist also gross. Um das BIP Wachstum jedoch nicht zu gefährden, wäre ein Sparkurs bereits 2010 eindeutig verfrüht. Trotz des hohen Defizits erachten wir die eingeführten Konjunkturprogramme - auch in ihrem Umfang - für angebracht, da diese den Nachfrageausfall der privaten Haushalte ersetzen. Es findet eine Umschuldung von den Privaten zum Staat statt, was das Vertrauen in die Haushalte stärkt und somit deren Zinskosten tief hält.

### Hohe Schulden belasten das Wachstum

Eine steigende Schuldenquote hat meist höhere Zinsen zur Folge. Das Länderrisiko steigt. Höhere Zinsen wiederum belasten das Wachstum in den Folgejahren.

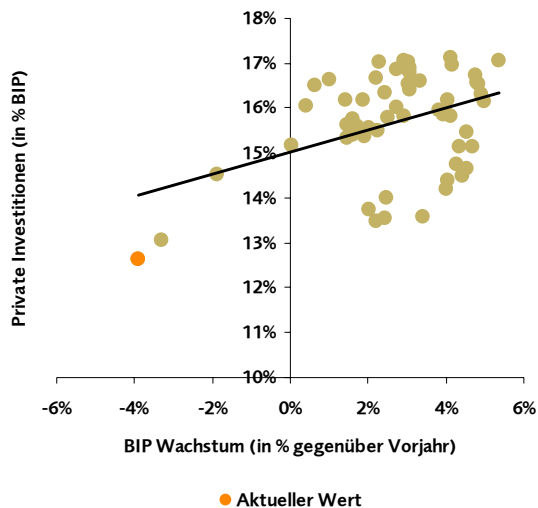
USA: Verschuldung erhöht langfristige Zinsen



Quellen: VP Bank, Datastream

Das so genannte „Crowding Out“ ist eine weitere Wachstumsbremse. Der erhöhte Kreditbedarf des Staates absorbiert einen höheren Anteil der Ersparnis der Privaten (Haushalte und Unternehmen). Dieser Anteil steht somit nicht mehr zur Kapitalbildung zur Verfügung. Daraus resultiert eine niedrigere Investitionsquote bei den Privaten, das Produktivitätswachstum geht zurück, mit den entsprechenden negativen Folgen für das BIP Wachstum.

USA: Geringere Investitionen als Wachstumsbremse



Quellen: VP Bank, Datastream

Diesem Effekt kann eine Regierung zwar durch Kapitalaufnahme im Ausland entgegenwirken, vorausgesetzt es finden sich ausreichend Gläubiger. Ein solcher Schritt belastet jedoch zunehmend die eigene Währung, weil Konsum und Leistungsbilanzdefizite über Gebühr ansteigen.

### Schuldenabbau ist unrealistisch

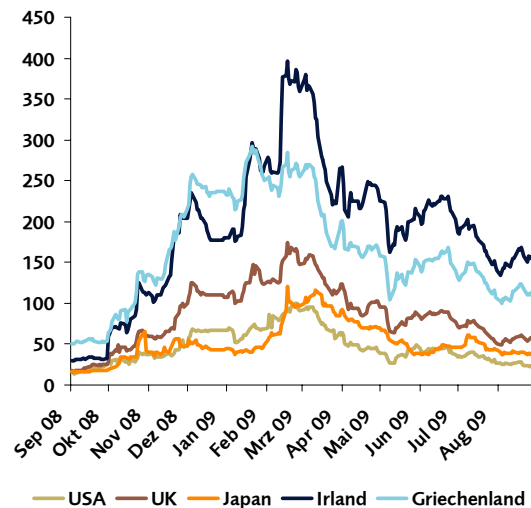
Ein Abbau der Schulden innerhalb der nächsten zehn Jahre ist aufgrund der negativen Wachstumseffekte unrealistisch. Nimmt man an, dass das Haushaltsdefizit der USA im nächsten Jahr nur unwesentlich zurückgeht, müsste in den darauf folgenden Jahren ein Primärüberschuss von jährlich etwa 4% des BIP erwirtschaftet werden, um auf eine Schuldenquote von unter 60% zurückzufallen. Das erfordert Einsparungen, die in einem schwierigen wirtschaftlichen und sozialen Umfeld nicht realistisch erscheinen. Daher sind Schuldenzyklen um einige Jahre länger als Konjunkturzyklen.

### Angst vor Staatsbankrott dennoch unbegründet

Dennoch ist ein Staatsbankrott in weiter Ferne. Zwar schliessen einzelne Marktteilnehmer den Ausfall eines G7 Staates nicht komplett aus, jedoch ist der CDS (Credit Default Swap) Spread – der verlangte Aufschlag für die Versicherung ge-

gen einen Zahlungsausfall – selbst für Grossbritannien wieder deutlich gesunken seit dem Downgrade durch Standard & Poor's im Mai. Ohnehin liegen die Aufschläge für die G7 Staaten am unteren Ende des Spektrums. Die CDS Spreads von Ländern wie Irland und Griechenland haben hingegen ihr Niveau wie vor dem Lehman-Kollaps noch nicht wieder erreicht.

CDS Sätze ausgewählter Länder



Quellen: VP Bank, Datastream

Das Beispiel Japan zeigt, wie das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit auch hohe Schuldenquoten zulässt. Obwohl die Staatsschulden in den vergangenen zehn Jahren von 100% auf 180% des BIP angewachsen sind, liegen die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen noch immer unter 2%. So lässt sich sogar der hohe Schuldenstand Japans vergleichsweise leicht finanzieren. Neben dem Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit gründen die tiefen Renditen zudem auf der jahrelangen Deflation in Japan. Die USA genießen ein solches Vertrauen derzeit (leider) nicht. Zudem könnten mögliche Bedenken über zukünftig hohe Inflationsraten für steigende Renditen am langen Ende sorgen.

### „Weg-inflationieren“ kommt nicht in Frage

Inflation reduziert den realen Wert einer Schuld und begünstigt somit den Schuldner. Ein moderner Staat kann jedoch nur begrenztes Interesse an hohen Inflationsraten bzw. Hyperinflation haben. Zum einen müssen Politiker Wahlen gewinnen. Zum anderen werden fast wöchentlich Staatsanleihen am Kapitalmarkt refinanziert. Der Staat wird also über steigende Zinskosten sofort bestraft, wenn die Teuerung anzieht. Es gelingt angesichts der Verfügbarkeit von Informationen heute kaum noch, Marktteilnehmer mit Preissteigerungen „zu überraschen“.

Ohnehin gibt es derzeit keine Anzeichen, dass die Notenbanken ihre Unabhängigkeit verlieren und systematisch Staatshaushalte finanzieren werden. Öffentliche Defizite sind jedoch nur dann inflationär, wenn sie über die Notenpresse finanziert werden. In jedem anderen Fall käme es zu einer Verlagerung von Kaufkraft hin zum Staat, aber es würde keine zusätzliche Kaufkraft „geschaffen“.

Die Unabhängigkeit der Notenbanken bewährt sich also ein weiteres Mal und dürfte zur Stabilisierung der Staatsschulden erheblich beitragen.

### Stabilisierung der Schulden möglich

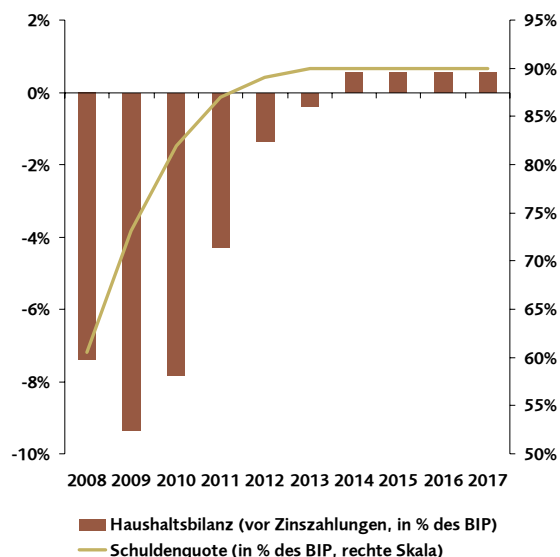
Eine hohe Schuldenquote scheint also unvermeidbar. Bei einem moderaten Wirtschaftswachstum von 1% im nächsten und bis zu 2.5% in den Folgejahren und unter der Annahme von maximal 2% Inflation, erscheint die Stabilisierung der amerikanischen Schuldenquote bei rund 90% des BIP ab etwa 2013 realistisch. Zur Erreichung dieses Ziels bei einem Zinssatz von maximal 5% genügen jährliche Einsparungen von rund 2% des BIP über drei Jahre. Ein leichter Anstieg der Steuereinnahmen in diesem Szenario würde die notwendigen Ausgabenkürzungen sogar noch reduzieren. Ein Herauswachsen aus den Schulden ist in diesem Szenario jedoch nicht möglich.

### Fazit

Trotz weiter ansteigender Staatsschulden wird es unter den G-7-Staaten keinen Staatsbankrott geben. Die Regierungen können die Schulden in den nächsten Jahren mit Einsparungen in realistischer Grössenordnung auf hohem Niveau stabilisieren. Ein Schuldenabbau würde grössere Anstrengungen erfordern, die uns unrealistisch erscheinen. Die Staatsschulden wirken daher auf absehbare Zeit als Wachstumsbremse, da sie die Zinsen nach oben treiben. Den Regierungen ist es aufgrund der Unabhängigkeit der Notenbanken nicht möglich, ihre Gläubiger mittels Inflation zu enteignen.

Wie sieht die Welt nach der Krise aus? Ihr Economics and Investment Team versucht in den nächsten Wochen und Monaten erste Antworten auf diese Frage zu formulieren. Ihre Themenwünsche beziehen wir gerne in unsere Analyse ein und freuen uns auf Ihre Anregungen, entweder direkt unter [investment@vpbank.com](mailto:investment@vpbank.com) oder über Ihre Beraterinnen und Berater.

Prognose: US Haushaltsbilanz und Staatsverschuldung



Quellen: VP Bank, Datastream

# 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 684, LI-9490 Vaduz, [www.fma-li.li](http://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](mailto:info@vpbank.com) - [www.vpbank.com](http://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](mailto: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](mailto: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](mailto:igt@vpbank.com)

## VP Bank (Luxembourg) S.A.

Avenue de la Liberté 26

LU-1930 Luxembourg

Luxembourg

Tel +352 404 770-1

Fax +352 481 117

[info.lu@vpbank.com](mailto:info.lu@vpbank.com)

## VPB Finance S.A.

Avenue de la Liberté 26

LU-1930 Luxemburg

Luxemburg

Tel +352 404 777 383

Fax +352 404 777 389

[info.lu@vpbank.com](mailto:info.lu@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](mailto: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](mailto:info@vpvv.de), [www.vpvv.de](http://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](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto:info.ru@vpbank.com)

## VP Wealth Management (Middle East) Ltd.

Dubai International Financial Centre

The Gate Village

Building no 5

4th Floor, Unit 8

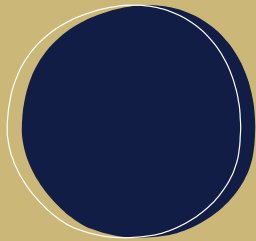
Dubai

United Arab Emirates

Tel +971 4 425 9250

Fax +971 4 425 9240

[info.ae@vpbank.com](mailto:info.ae@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