

# I-CV Länderstudie 2012

«Liquidität gesichert – Bonität verspielt?»

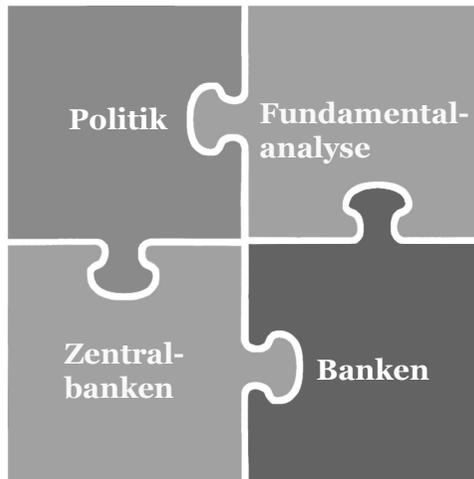
*September 2012*

# Executive Summary

---

- Wir erwarten einen weiteren Rückgang der offiziell mit AAA eingestuften Staaten
  - Schwaches Wachstum und höhere Sozialkosten in den Industrienationen lassen die Schuldenniveaus weiter ansteigen; die Schuldenlast der Schwellenländer verringert sich im gleichen Zeitraum kontinuierlich
  - Die längst überfällige Strukturbereinigung im Finanzsystem hat noch nicht stattgefunden
  - Durch die stark abnehmende Qualität der Aktiven werden die Zentralbanken (v.a. EZB) zu «Bad Banks», welche mittels künstlich zu tief gehaltenen Zinsen eine Enteignung von Sparern und Rentnern forcieren
  - Um die Belastung der Staatsfinanzen in Anbetracht der demografischen Entwicklung einigermaßen im Lot zu halten, ist ein drastisches Umdenken erforderlich
  - Solidarität zwischen den Staaten in der Eurozone wird auf die Probe gestellt. Eine Fiskalunion (Abgabe der politischen und fiskalen Souveränität) mit unlimitierten Transfers ist politisch schwer durchsetzbar
  - Deutschland verliert das AAA; Indien fällt in den Junk; Japan steht schweren Herausforderungen gegenüber
  - Schwellenländer sind bonitätstechnisch nach wie vor im Aufwärtstrend, werden aber durch institutionelle Schwächen gebremst
-

# Dominante Einflussfaktoren auf I-CV Sovereign Ratings



## Politik

- Die Stabilität, Integrität aber auch die Umsetzungsstärke eines Landes gewinnen in der Bonitätsanalyse von Staaten zunehmend an Bedeutung
- Industrienationen: Chancen einer Rückkehr zu einem ausgeglichenen Staatshaushalt; Einfluss supranationaler Institutionen
- In Schwellenländern: Stärke/Schwäche der Institutionen



## Fundamentalanalyse

- Eine umfassende Analyse der Wirtschaft, Fiskalpolitik, Demografie, Zukunftsaussichten, etc. anhand Daten diverser Quellen hilft die Widerstandsfähigkeit der einzelnen Länder zu erfassen und Reformfortschritte zu quantifizieren



## Zentralbanken

- Die Aktionen der Zentralbanken insbesondere der Europäischen Zentralbank beeinflussen die Bonitätsentwicklung zurzeit massgeblich
- Stellung, Politik und Unabhängigkeit sind zentrale Faktoren



## Banken

- Ein intaktes Bankensystem dient als Grundlage einer gesunden Volkswirtschaft
- Wir messen die Bedeutung, den Einfluss, regulatorischen Rahmenbedingungen und die Stärke des Bankensystems
- Mittels einem Stresstest ermitteln wir die Widerstandsfähigkeit wichtiger Banken in den jeweiligen Staaten

# Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Rückblick</b>
<b>2</b>	<b>Prognosen Internationaler Währungsfonds (IWF)</b>
<b>3</b>	<b>Sovereign-Modell: Aufbau Modell</b>
<b>4</b>	<b>Sovereign-Modell: Auszüge Modell &amp; Ratings</b>
<b>5</b>	<b>The view behind the rating</b>
<b>6</b>	<b>Fragen &amp; Diskussion</b>
<b>7</b>	Beilagen: Abkürzungsverzeichnis

# Rückblick I-CV Sovereign Studien

*«AAA ≠ AAA; wir erwarten eine nachhaltige Verschiebung der globalen Wirtschaftskräfte; Emerging Markets gewinnen massiv an Bedeutung»*

I-CV Länderstudie (September 2009)

*«In den nächsten fünf Jahren zeichnen sich mehrstufige Verschiebungen der offiziellen Ratingeinstufungen ab; Switch Peripherie EURO Staatsanleihen in selektive Corporates und Emerging Markets»*

I-CV Länderstudie (September 2010)

*«Schwache Eurostaaten mit angeschlagenen Banken bleiben unter Druck. Die Anzahl von AAA Staaten nimmt weiter ab, auch Deutschland ist exponiert.»*

I-CV Länderstudie (September 2011)

## Was ist seither geschehen?

- Massive Verschlechterung der Bonität der westlichen Industrienationen und Ausweitung der Sovereign Spreads
- Die Ratingwelt gleicht sich zunehmend an; verschiedene europäische Länder werden zurückgestuft, bleiben aber weiter unter Ratingdruck; Schwellenländer verfügen über weiteres Upgradepotential
- Schwellenländer und Corporates sind die eigentlichen Gewinner der Krise und erfreuen sich einer massiven Nachfrage durch Bondinvestoren
- Spanien muss seine Banken retten; auch in Italien stehen einzelne Institute nahe am Abgrund
- Die EZB muss mit massiven Stützungsprogrammen eingreifen (LTRO, OMT)

# Was ist seither geschehen?

<b>Erforderliche Massnahmen<sup>1)</sup></b>	<b>Status</b>	<b>Fortschritte</b>
↗ Neuer «realistischer» Bankenstresstest		↗ Kein Stresstest seitens EBA seit Juli 2011
↗ Zwangsrekapitalisierung der angeschlagenen Banken durch paneuropäisches TARP (Supranationalisierung; Debt-Equity Swap)		↗ LTRO, Banking Union; Spanien erhält EUR 100 Mia. für Banken vom EFSF/ESM; Details zu Bedingungen noch offen
↗ Effektiver Stabilisierungsmechanismus für illiquide Staaten; EZB als Lender-of-last resort etabliert		↗ SMP Exit – OMT (Outright Market Transactions) Enter ↗ Liquidität sichergestellt
↗ Restrukturierungsplan für insolvente Staaten		↗ Geordnetes Exitszenario noch offen ↗ Firewall aufgebaut
↗ Deleveraging Staaten und Zentralbanken		↗ Die Staaten und Zentralbanken sind mehrheitlich immer noch nicht im Deleverage Modus
↗ Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit		↗ Unterschiedliche Umsetzung innerhalb Eurozone
1. Rentenreformen		1. Teilweise umgesetzt
2. Umfassende Arbeitsmarktreformen		2. Gefahr, dass Reformanstrengungen durch OMT rückgängig gemacht werden
3. Redimensionierung der Staatsquote		3. Gegenläufige Tendenzen zeichnen sich ab
↗ Anpassung der Vertragsgrundlagen der Währungsunion		↗ Viele Ideen & Ansätze (Fiscal Compact, Banking Union) ↗ Umsetzbarkeit noch unklar; es bleibt ein langer und steiniger Weg

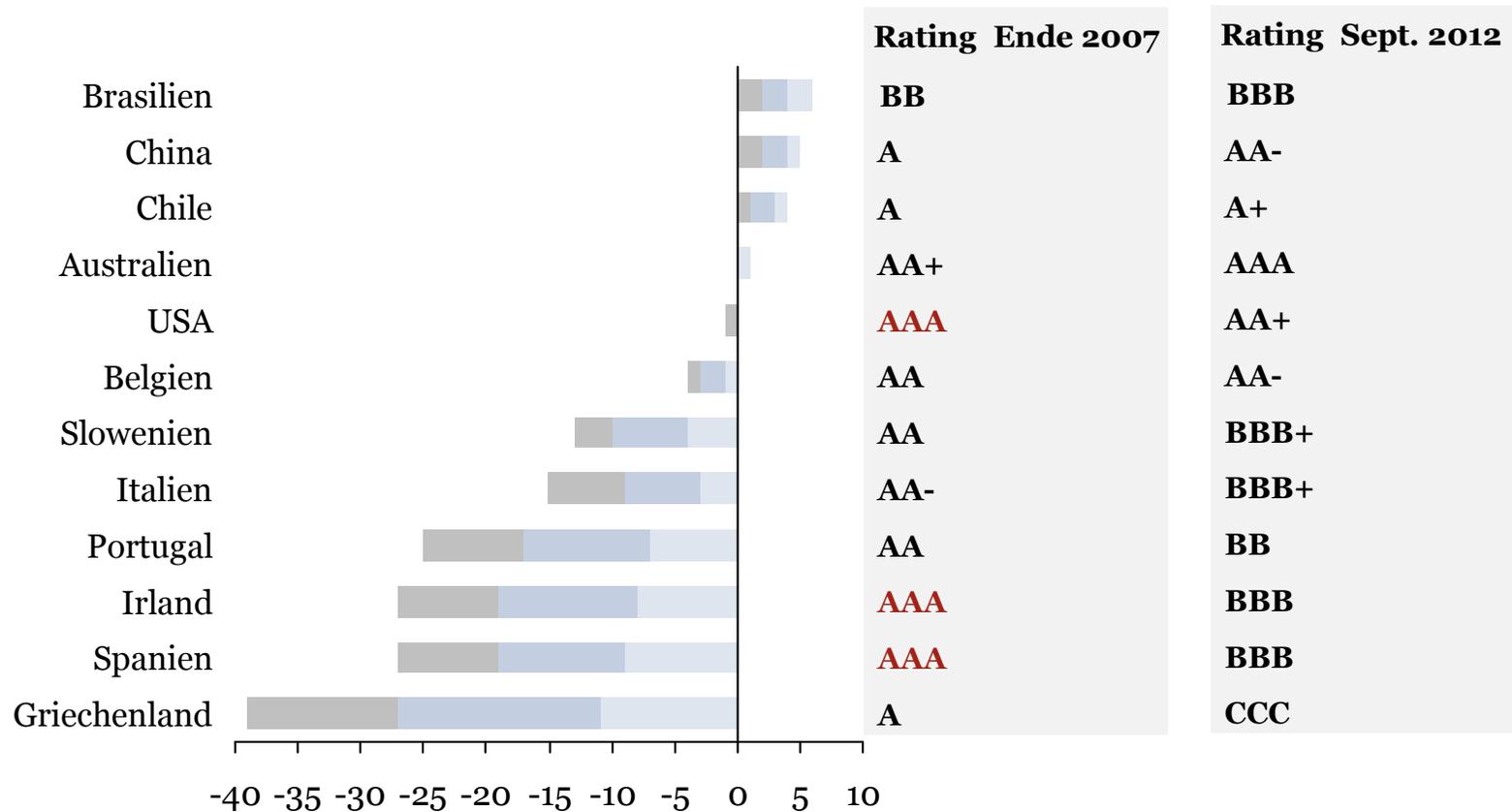
1) Vgl. I-CV Sovereign Studie 2011

# Ratingmigration: Auf- und Absteiger

## Auf- und Absteiger seit 2007 – Rasante Ratingverschiebungen

In Ratingstufen (kumuliert)

■ S&P ■ Moody's ■ Fitch

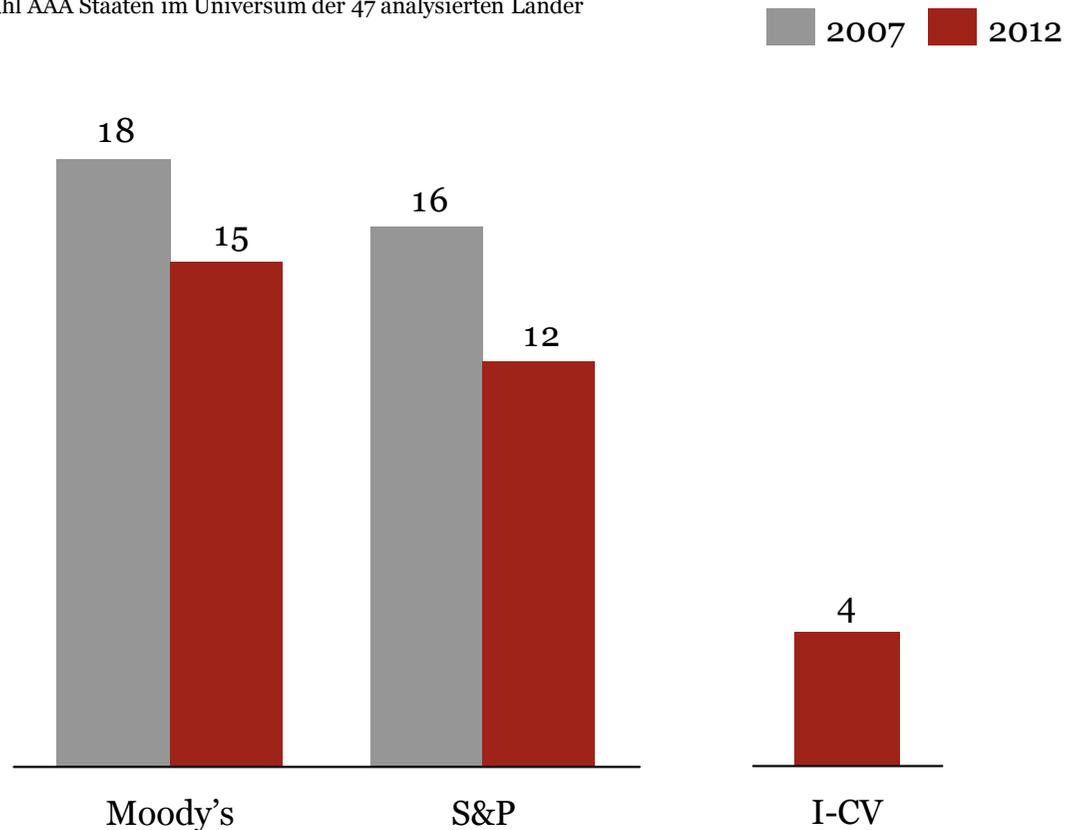


Quelle: S&P, Moody's, Fitch

# AAA-Club wird langsam kleiner

## Kontinuierlicher Rückgang der Anzahl AAA-Staaten seit 2007

Anzahl AAA Staaten im Universum der 47 analysierten Länder



Quelle: S&P, Moody's, I-CV

## Gründe:

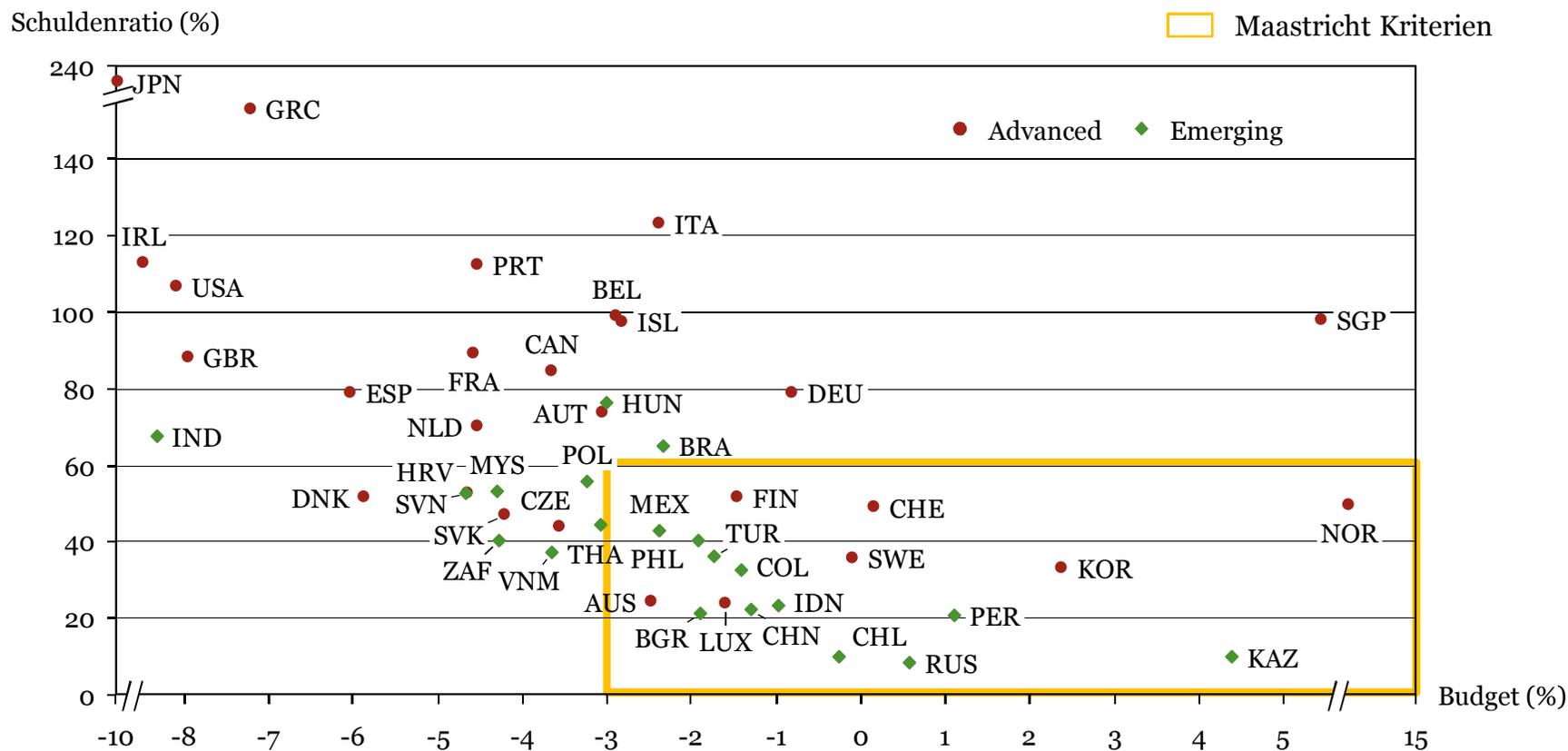
- 1) Die Kosten der fiskalen Lastenverteilung in der Währungsunion belastet die Finanzprofile der stärkeren Mitgliedstaaten
- 2) Das rezessionäre Makroumfeld wirkt sich negativ auf Defizite und Schuldenratios aus
- 3) Ungelöste Bankenkrise
- 4) Reformstau und Abweichung von den finanzpolitischen Zielsetzungen

## Fazit:

- Wir erwarten einen weiteren Rückgang der offiziell mit AAA eingestuften Staaten in den kommenden 3-5 Jahren

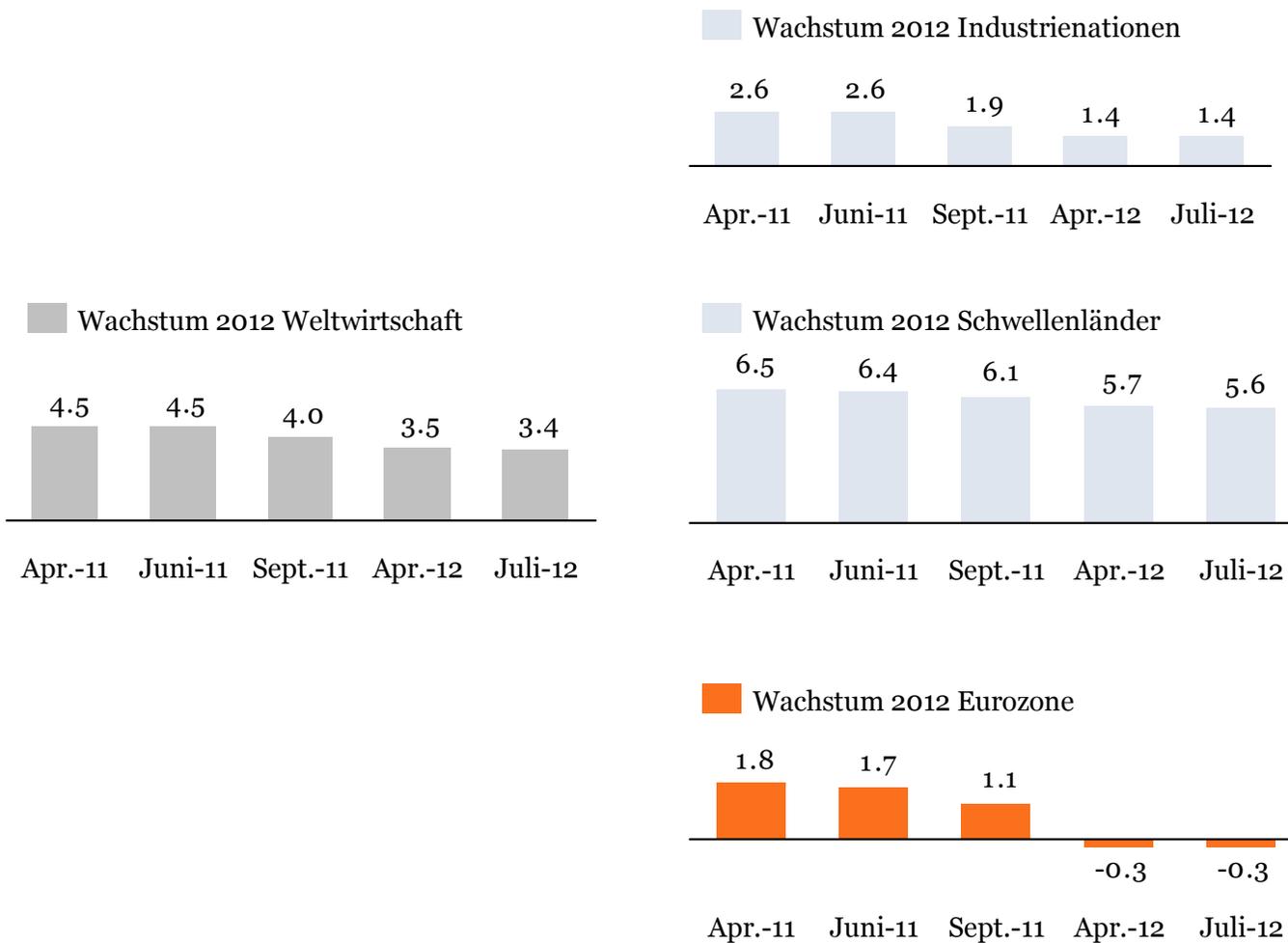
# Wo stehen wir heute?

Klassifizierung der Staaten nach Schuldenratio und Budgetdefizit bzw. -überschuss (2012)



Quelle: IWF, I-CV 2012

## Das Makroökonomische Umfeld schwächt sich 2012 weiter ab



Quelle: IWF World Economic Outlook, I-CV 2012

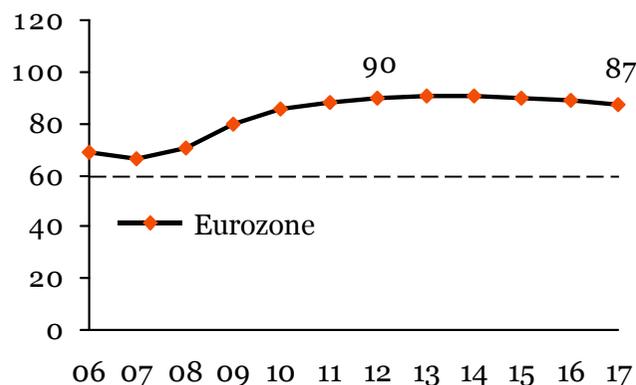
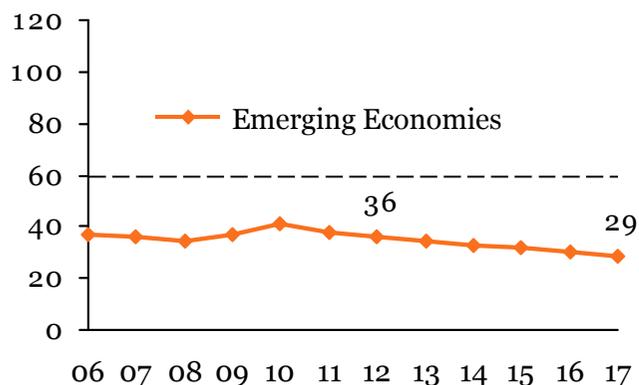
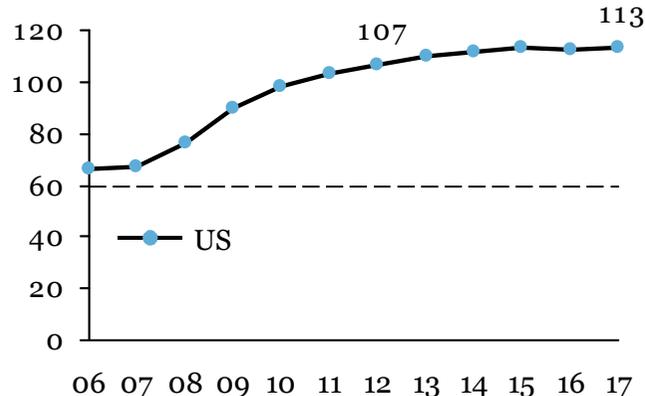
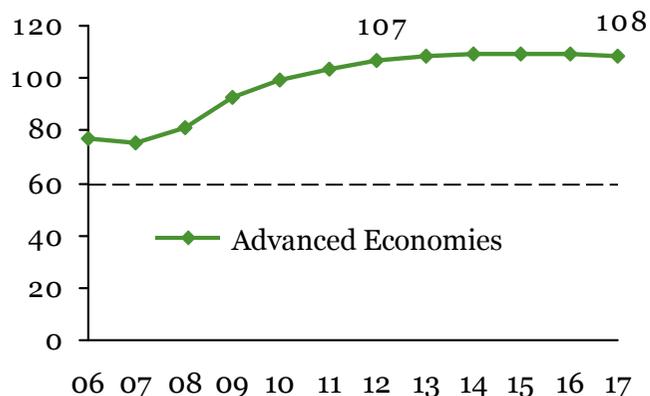
## Implikationen

- Die Wachstumsprognosen 2012 wurden in den letzten 18 Monaten für alle Regionen kontinuierlich nach unten revidiert
- Die Eurozone wird gemäss den Prognosen nach 2009 (-4.3%) im 2012 eine erneute Kontraktion verzeichnen (-0.3%)
- Probleme der Eurozone sind noch nicht gelöst
- Einzelne Elemente einer dauerhaften Lösung nehmen nur langsam konkretere Formen an
- Schwaches Wachstum bedeutet tiefere Steuereinnahmen und höhere Sozialkosten (Arbeitslosigkeit), was einen schnelleren Anstieg der Staatsschulden nach sich zieht
- **Fazit:** Die Schuldenniveaus steigen weiter an

# Ungleichgewichte akzentuieren sich

## Prognostizierte Entwicklung der Schuldenratios (2006-2017)

Alle Angaben in % des BIP



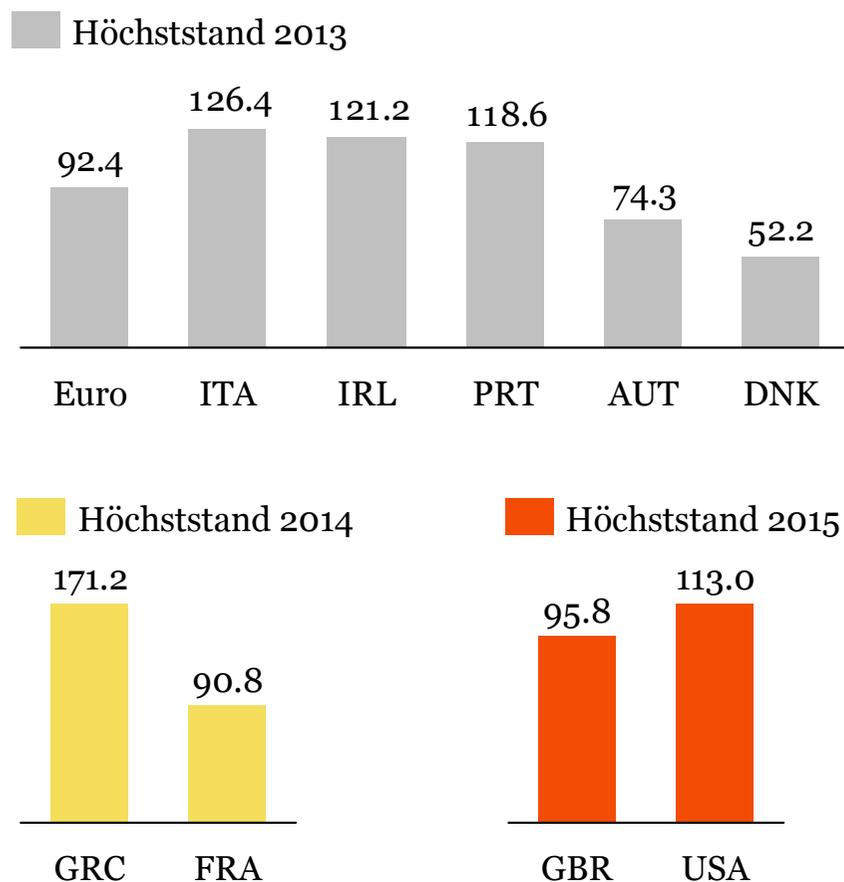
Quelle: IWF WEO 2012, I-CV

## Kommentare

- Schulden in den Industrienationen sind auf über 100% des BIP angestiegen; die Prognosen für 2017 weisen auf eine Stabilisierung auf hohem Niveau hin
- Die Schuldenlast der Schwellenländer verringert sich im gleichen Zeitraum kontinuierlich
- Die Krise hat tiefe strukturelle Defizite verursacht, welche durch die Überalterung noch verschärft werden
- Der Schuldenanstieg in den USA bleibt derweil ungebrochen. Der Höhepunkt ist gemäss Prognosen im 2015 (vgl. nächste Seite) erreicht
- ! Die Eurozone weist einen tieferen Schuldenstand als die USA aus

# Schuldenhöchststände bald erreicht?

## Schuldenratio: Prognostizierte Höchststände



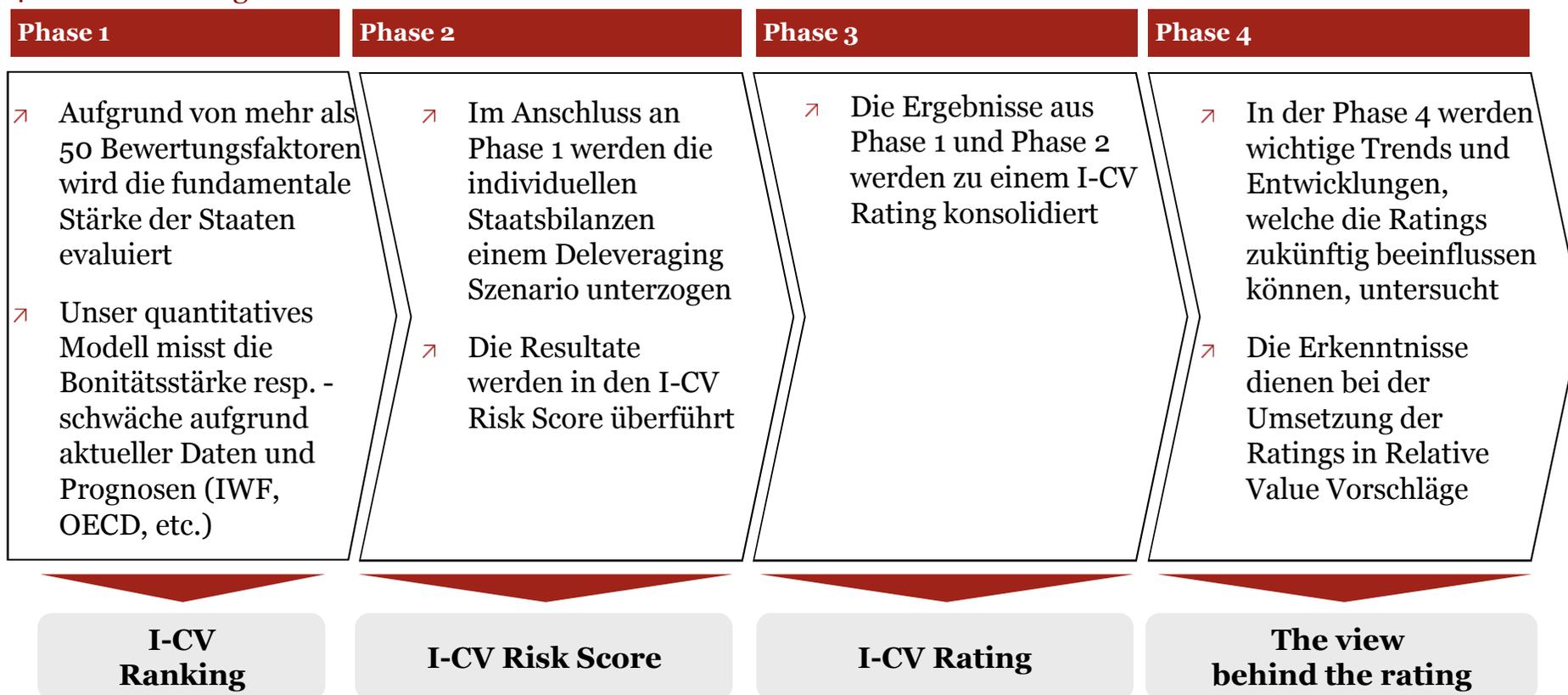
Quelle: IWF Fiscal Monitor, Juli 2012

## Kommentar

- Gemäss den aktuellen Prognosen des IWF erreicht eine Vielzahl der Staaten in unserem Universum den Schuldenhöchststand in den nächsten drei Jahren
- Danach wird von einem langsamen Schuldenabbau ausgegangen
- Diese Entwicklung ist auf abnehmende Defizite und die Unterlegung einer Verbesserung des Wachstumstrends zurückzuführen
- Wir sind skeptisch, ob sich nach dem steileren Anstieg der Schuldenratio (bedingt durch trübere Konjunkturaussichten) in der Tat ein schnellerer Abbau der Schulden abzeichnen wird
- ! Für Japan und Spanien ist innerhalb der nächsten fünf Jahre noch keine Stabilisierung der Schuldenratio mit anschliessender Reduktion prognostiziert

# Sovereign-Modell: 4 Phasen

Zur Beurteilung und Überwachung der Kreditqualität von Staaten setzt I-CV seit 2009 ein bewährtes 4-Phasen Sovereign-Modell ein:

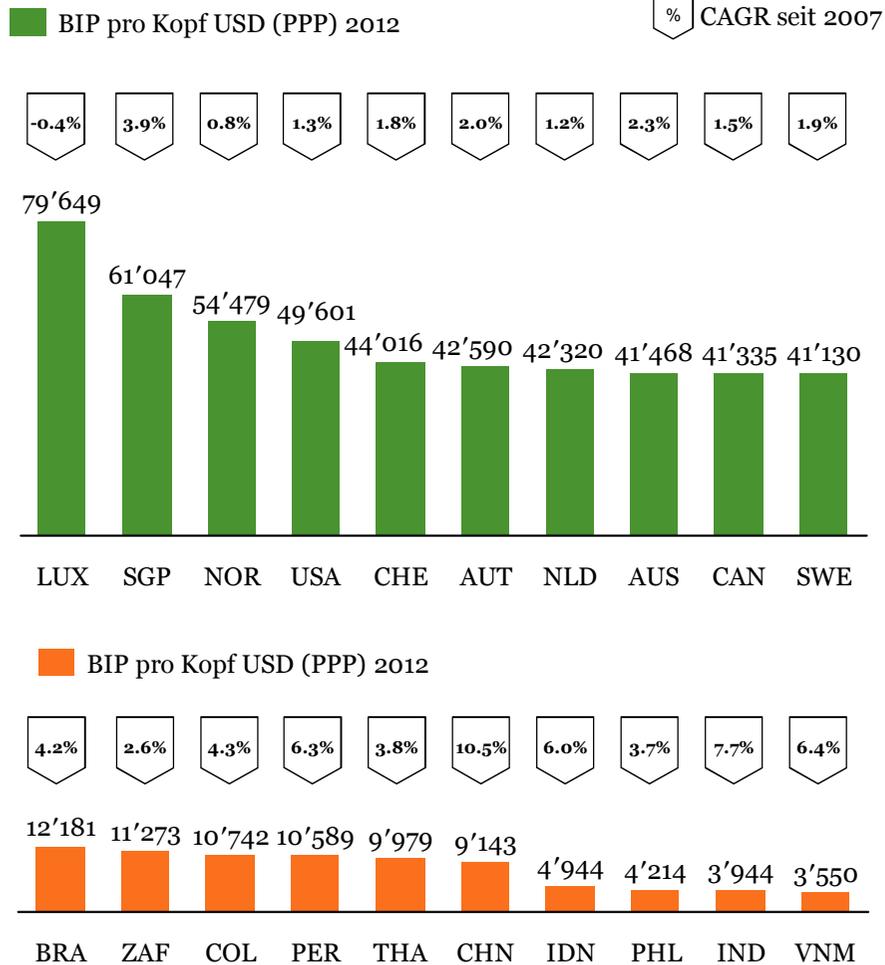


# Sovereign-Modell: Inputfaktoren

Inputfaktoren		Gewichtung
Wirtschaft	Stärken/Schwächen, Volkseinkommen, politische Stabilität, Sparquote, Ertragsbilanz, Geschäftsklima, Exportfähigkeit, Überhitzung	20%
Politik		
Fiskalpolitik	Budgetbilanz, Investorenbasis, Verschuldungskennzahlen, Zinsaufwand	10%
Monetäre Flexibilität	Inflation, Aussenverschuldung, Währungsreserven und -liquidität	15%
Banken	Einfluss BIP, Finanzierung, Private Kredite, Systemrisiko, I-CV Stress Test	20%
Aussichten 2012-2017	BIP, Exporte, Arbeitslosenquote, Budget, Schuldenanstieg, Schuldenratio	10%
Demografie	Altersquotient, Gesundheitskosten, Rentenzahlungen, Vorsorgegelder	10%
Deleveraging Potential	Steuer- und Sparquote, potentielle Assetverkäufe, Rentenausgaben, Privatverschuldung	15%

# Wirtschaftsleistung pro Kopf

## Wirtschaftsleistung pro Kopf – Top10 und Flop10



Quelle: IWF WEO 2012, I-CV

## Einleitung

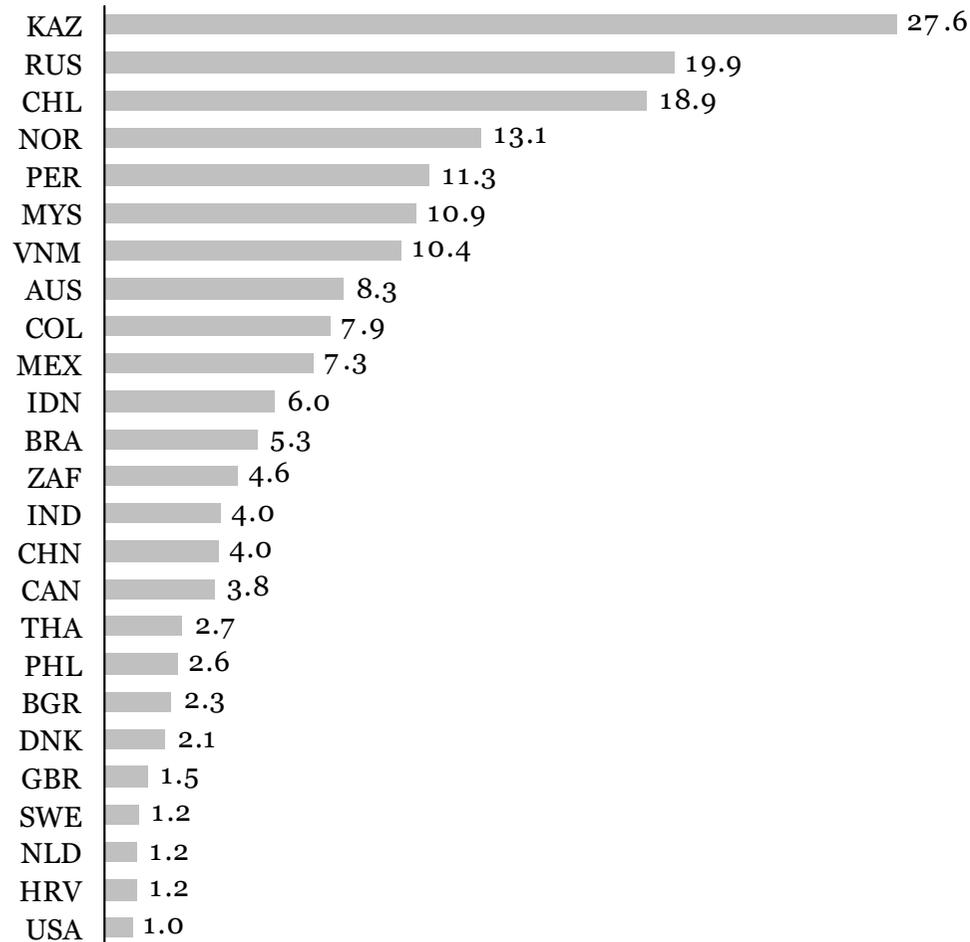
- Die Kennzahl BIP pro Kopf gibt Aufschluss über die Leistungsfähigkeit, den Entwicklungsstand und die Widerstandsfähigkeit eines Landes
- Das Gefälle zwischen den Industrienationen und den Schwellenländern ist immer noch massiv

## Implikationen

- Staaten mit hohem pro Kopf Einkommen verfügen allgemein betrachtet über eine höher entwickelte Wirtschaft (Infrastruktur, gut ausgebildete Arbeitskräfte)
- Sie können eine höhere Schuldenlast tragen und negative Konjunktorentwicklungen besser absorbieren
- Dies trifft jedoch nicht zwingend auf Staaten mit einer hohen Abhängigkeit von Rohstoffen zu
- Interessant: relativ kleine Staaten (Luxemburg, Singapur, Schweiz) verfügen über hohe Werte, obwohl sie bedingt durch Grösse und Relevanz in der globalen Wirtschaft eigentlich anfälliger wären (Singapur Paradox). Massnahmen der Politik und Privatwirtschaft haben die Widerstandsfähigkeit in kleinen Staaten über die Zeit gefördert

# Abhängigkeit von Rohstoffen

## Beitrag von Rohstoffabbau am BIP 2010 (in %) <sup>1)</sup>



1) Bei Irak, Kuwait und Brunei (nicht im Universum) liegt der Wert bei über 60%

Quelle: Weltbank, 2012

## Stärke oder Schwäche?

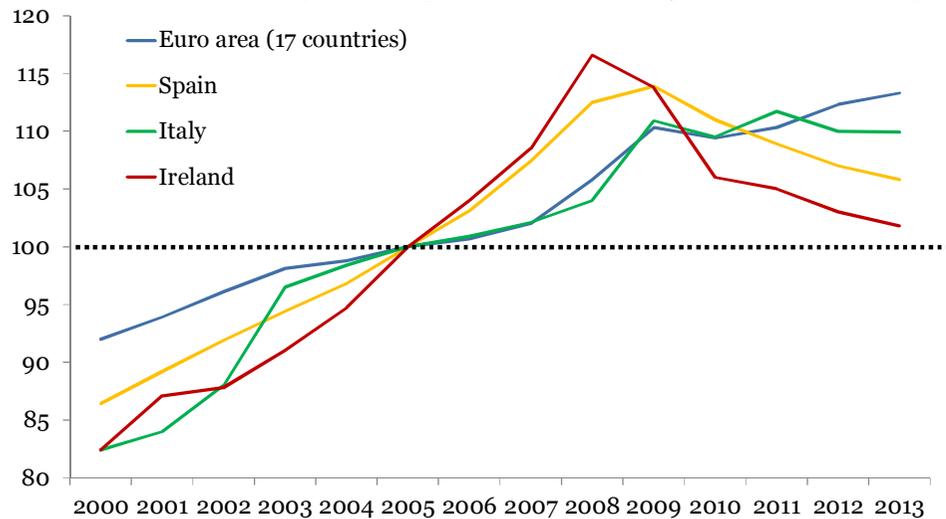
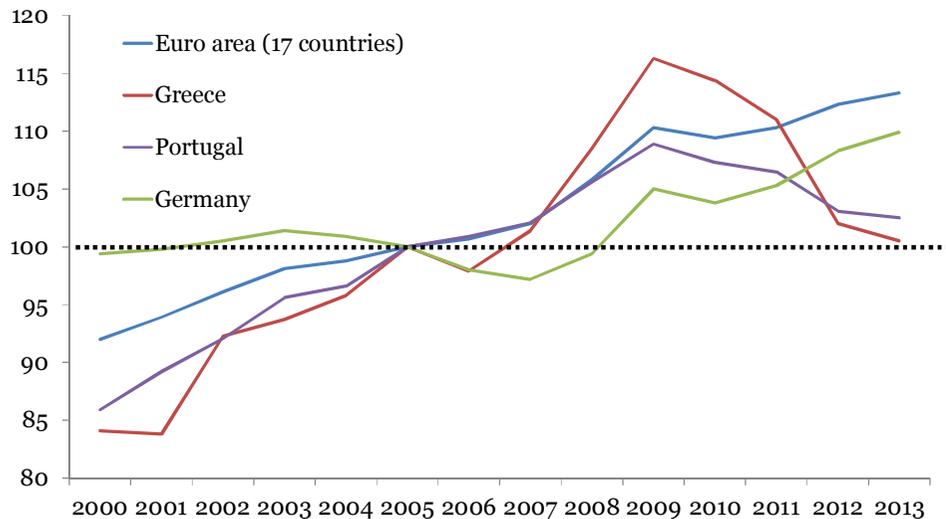
### Definition

- Die Kennzahl misst den Anteil der Rohstoffgewinnung (Öl, Gas, Kohle, Mineralien, Forstwirtschaft) am BIP, wobei die Produktionsfaktoren (Arbeit, Kapital, Energie) in Abzug gebracht werden

### Interpretation

- Ein Land mit hohem Rohstoffvorkommen profitiert von der grossen Nachfrage aus China (z.B. Australien von Eisenerzexporten)
- Eine intensivierete Ausbeutung der Rohstoffe verläuft aber oft Hand in Hand mit einem Rückgang im verarbeitenden Sektor («dutch disease»)
- Die stärker werdende Währung führt dazu, dass andere Exporte weniger konkurrenzfähig werden
- **Fazit:** Aus Bonitätssicht führt dies zu einer reduzierten Diversifikation und einer höheren Abhängigkeit von der Nachfrage und Preisentwicklung des Rohstoffs

## Eine Korrektur zeichnet sich ab (indexiert 2005=100)



Quelle: Eurostat, 2012

## Implikationen

- Die Lohnstückkosten haben im Zeitraum von 2000-2009 in der Eurozone stark zugenommen
- Seit der Krise hat sich bei den Krisenstaaten eine Trendumkehr eingestellt und die Massnahmen der Regierungen zeigen Wirkung
- Der Index für Griechenland, Portugal und Irland nähert sich dem Niveau von 2005 an
- Interessant: Deutschland konnte die Lohnstückkosten von 2006-2008 senken, der Anstieg erfolgte ab 2009, der aktuelle Stand ist immer noch unter dem Niveau der Eurozone
- Die rückläufigen Lohnstückkosten dürften die Wettbewerbsfähigkeit verbessern und zukünftig die Exportdynamik in der Eurozone beeinflussen (Peripherie exportiert, Deutschland importiert)
- **Gefahr:** Der Rückgang des Wohlstands (Kaufkraft) kann zu einer Verstärkung der innenpolitischen Spannungen führen

# Ease of Doing Business

## Weltbank – Ease of Doing Business Index

Sovereign	Index 2012	Sovereign	Index 2012
Singapore	100.0	Chile	79.2
United States	98.4	Peru	78.1
Denmark	97.9	Colombia	77.5
Norway	97.3	Spain	76.4
Great Britain	96.8	Kazakhstan	74.8
South Korea	96.2	Slovak Republic	74.2
Iceland	95.7	Luxembourg	73.1
Ireland	95.1	Hungary	72.6
Finland	94.6	Mexico	71.5
Canada	93.5	Bulgaria	68.2
Sweden	92.9	Poland	66.5
Australia	92.4	Czech Republic	65.4
Thailand	91.3	Turkey	61.6
Malaysia	90.7	Croatia	56.6
Germany	90.2	Italy	52.8
Japan	89.6	China	50.6
Switzerland	86.3	Vietnam	46.8
Belgium	85.2	Greece	45.7
France	84.7	Russian Federation	34.7
Portugal	84.1	Brazil	31.4
Netherlands	83.6	Indonesia	29.7
Austria	83.0	India	28.1
South Africa	81.4	Philippines	25.9
Slovenia	80.3		

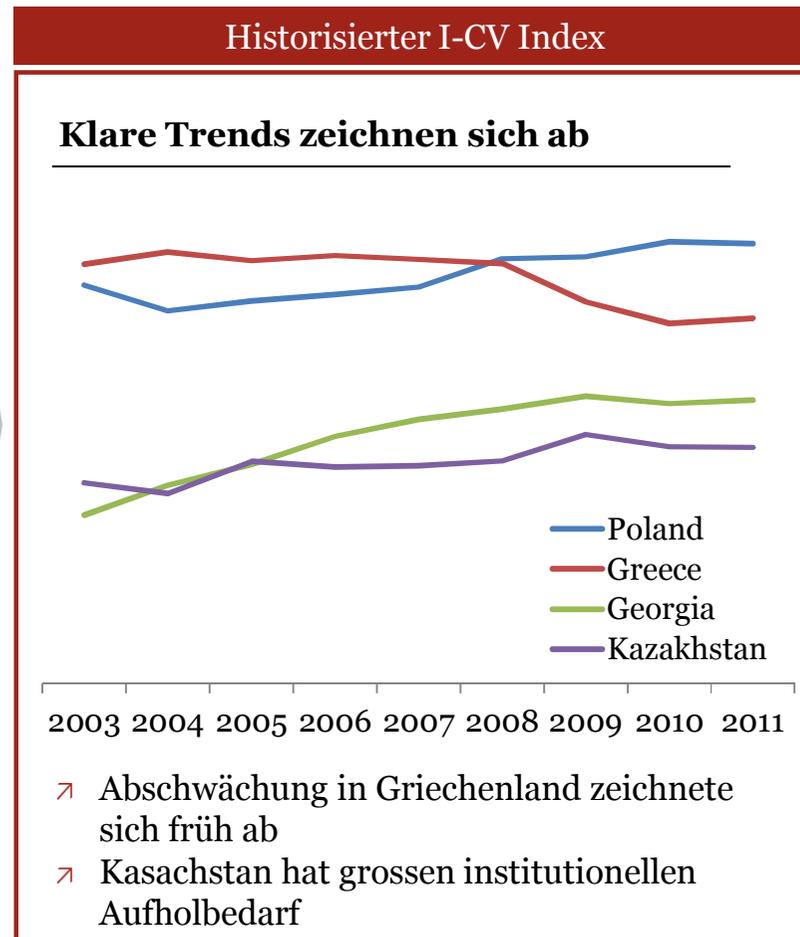
Quelle: Weltbank, Doing Business, 2012

## Implikationen

- Der Ease of Doing Business Index wird von der Weltbank erhoben
- Der Index umfasst zehn Dimensionen (Baubewilligungen, Elektrizität, Insolvenzverfahren, Anlegerschutz, etc.)
- Ein hoher Indexwert zeigt an, dass lokale Regulatorien und Rahmenbedingungen ein geschäftsfreundliches Umfeld bieten
- Ein tiefer Indexwert weist auf eine ausgeprägte Bürokratie und ein schwieriges Umfeld für Unternehmen hin
- Im untersuchten Universum fallen vor allem die tiefen Werte von Russland, Brasilien, Indien aber auch Griechenland, Italien und Kroatien auf
- ! Thailand und Malaysia sind hingegen unternehmensfreundlicher als Deutschland und die Schweiz

# Politische Komponenten gewinnen an Bedeutung

Qualitative Faktoren (Auswahl)	
Governance	➤ Organisatorische Effizienz, Produktivität und institutionelle Reife
Stabilität	➤ Politische Stabilität und sozialer Zusammenhalt eines Landes
Rechtssicherheit	➤ Struktur, Unabhängigkeit und Effizienz des Rechtssystems
Ethik	➤ Präsenz von Korruption in der Gesellschaft und das Ausmass der Schattenwirtschaft

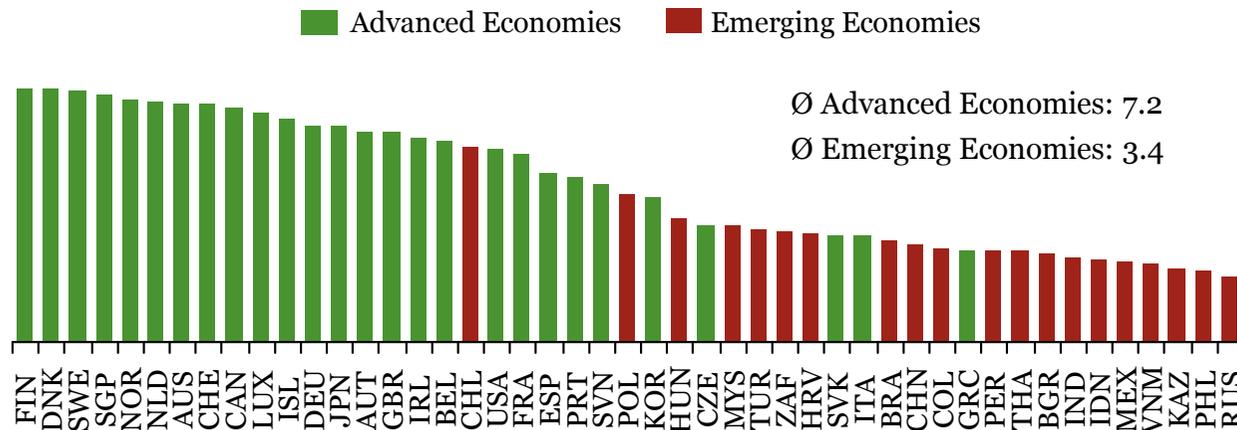


#### Indexkomposition:

- Governance Indikatoren der Weltbank
- Corruption Perceptions Index
- Kennzahlen des IWF/OECD

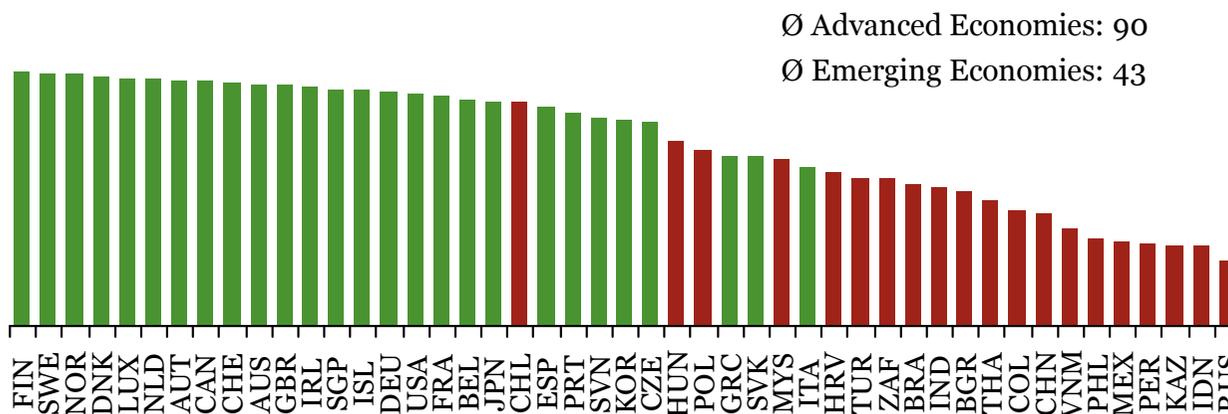
# Schuldenratios Top – Institutionen Flop

## Transparency International – Corruption Perceptions Index 2011



Quelle: Transparency International

## Weltbank – Rule of Law Index 2011



Quelle: Weltbank

## Corruption Perceptions Index

- Der Index wird jährlich basiert auf Umfrageergebnissen erhoben
- Der Index (0-10; 10 = wenig korrupt) gibt Auskunft über das Ausmass von Korruption und die Grösse der Schattenwirtschaft in einem Wirtschaftssystem

## Rule of Law

- Widerspiegelt den Gesetzesgehorsam der Bürger (Kriminalität, Gewalt), die juristische Durchsetzbarkeit von Verträgen und Grundrechten sowie die Qualität der Polizei und Gerichte
- Finnland erhält mit 100 die Bestnote

## Fazit

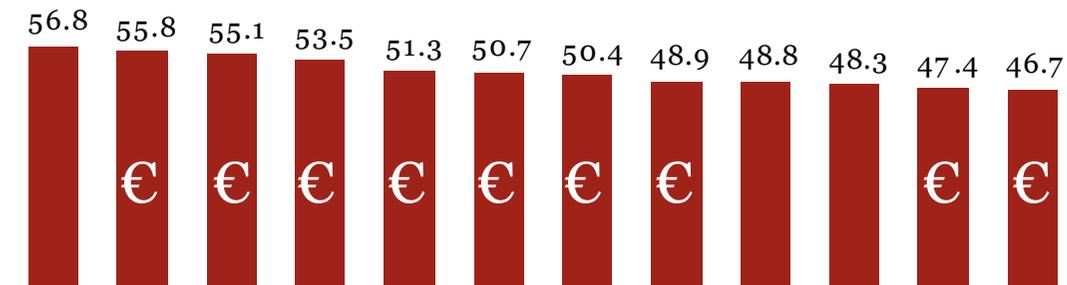
- Schwellenländer schneiden trotz Fortschritten in Bezug auf institutionelle Stabilität immer noch schlechter ab als Industrienationen
- Dies geht beim Fokus auf die Fiskalkennzahlen oft vergessen

# Hohe Staatsquote – Ein €-Phänomen?

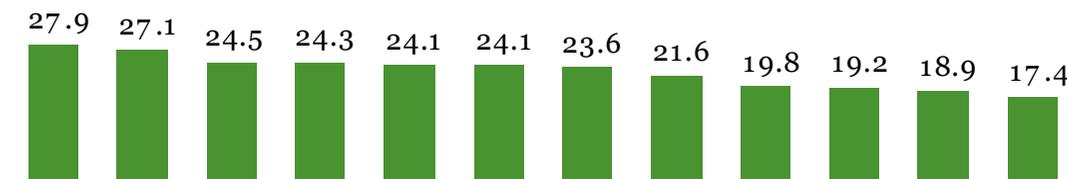
## Staatsquote (Ausgaben/BIP) im internationalen Vergleich

Alle Angaben in %

■ Staatsquote 2012



DNK FRA FIN BEL AUT ITA NLD GRC HUN SWE PRT SVN



MYS IND MEX THA CHN KAZ CHL KOR PER PHL IDN SGP

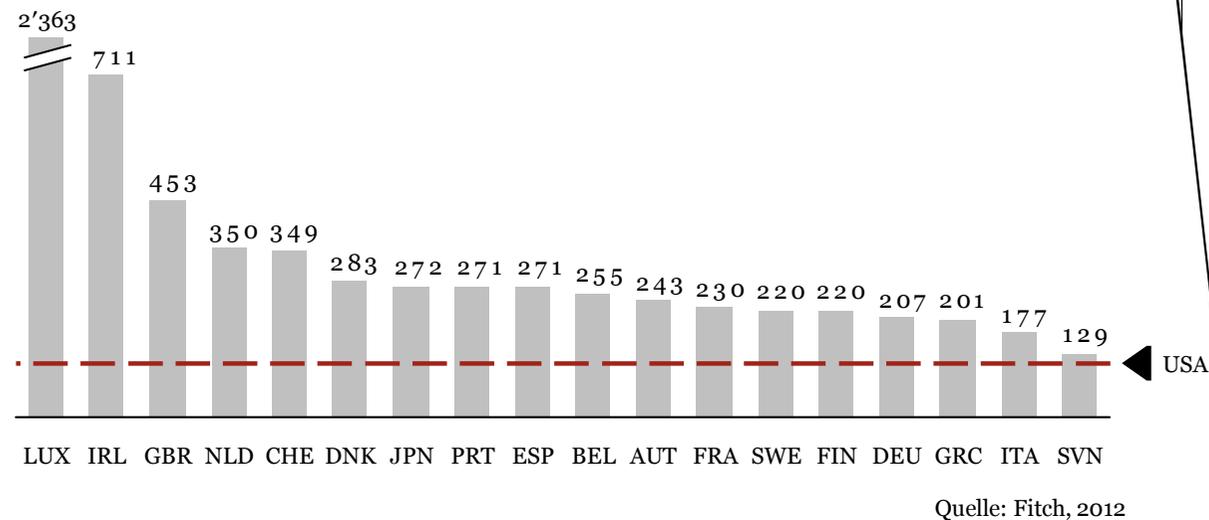
Quellen: IWF WEO, 2012

## Implikationen

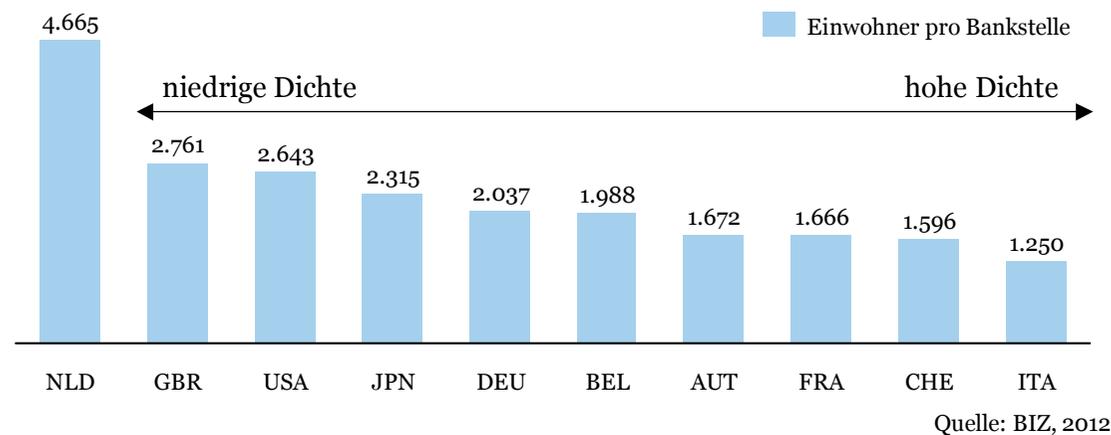
- Hohe Staatsausgaben, Transferzahlungen und Subventionen (an nicht konkurrenzfähige Wirtschaftszweige und Unternehmen) belasten das Wirtschaftswachstum
- Hohe Staatsausgaben scheinen vor allem im Euroraum ein weitverbreitetes Phänomen zu sein; neun der 17 Staaten sind in den Top12 vertreten
- Deutschland liegt mit 45.1% knapp hinter Grossbritannien (45.3%), USA 40%, Schweiz 34.7%, Singapur 17.4% (hat den Top Score im Bereich Government Effectiveness der Weltbank)
- ! Ein Ausgabenniveau von 20% (vgl. EZB Bulletin 04/2006) sollte theoretisch ausreichen, um die staatlichen Kernaufgaben (öffentliche Grundversorgung, Gesundheit, Bildung, Infrastruktur, etc.) zu erfüllen
- ! Investitionen in Forschung und Innovation sind in Industrienationen im tiefen einstelligen Bereich angesiedelt

# Überdimensioniertes Bankensystem in Europa

## Summe der Bankbilanzen im Verhältnis zum BIP (in %)



## Bankstellendichte in ausgewählten Länder



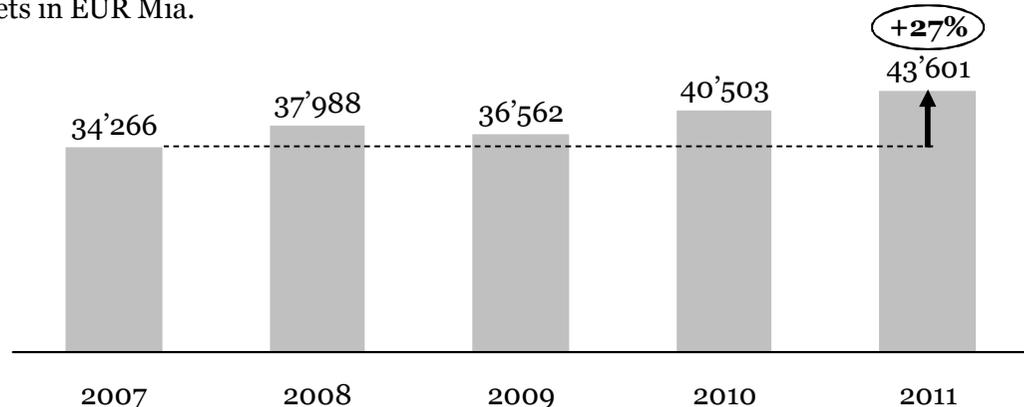
## Kommentare

- Obwohl die Schuldendynamik der USA negativer ausfällt als diejenige der Eurozone, präsentiert sich das Bankensystem in einem besseren Zustand
- Europäische Banken konnten vor der Krise dank günstigem Funding ins Ausland expandieren (z.B. Osteuropa, Geschäftsimmobilien USA). Der Rückzug aus Nicht-Kernaktivitäten wird nun schrittweise erfolgen müssen
- Durch die unterstützenden Massnahmen der EZB (LTRO) können sich die Banken auf Kosten der Sparer und Rentner sanieren
- Hohe Bankstellendichte in Europa (vgl. Grafik links unten) lässt auf Konsolidierungsdruck schliessen
- **Fazit:** Entsprechend hat die längst überfällige Strukturbereinigung im Finanzsystem nicht stattgefunden, zumal auch Banken, welche keine Existenzberechtigung haben, heutzutage gerettet werden

# Kredite fließen nicht in die Realwirtschaft

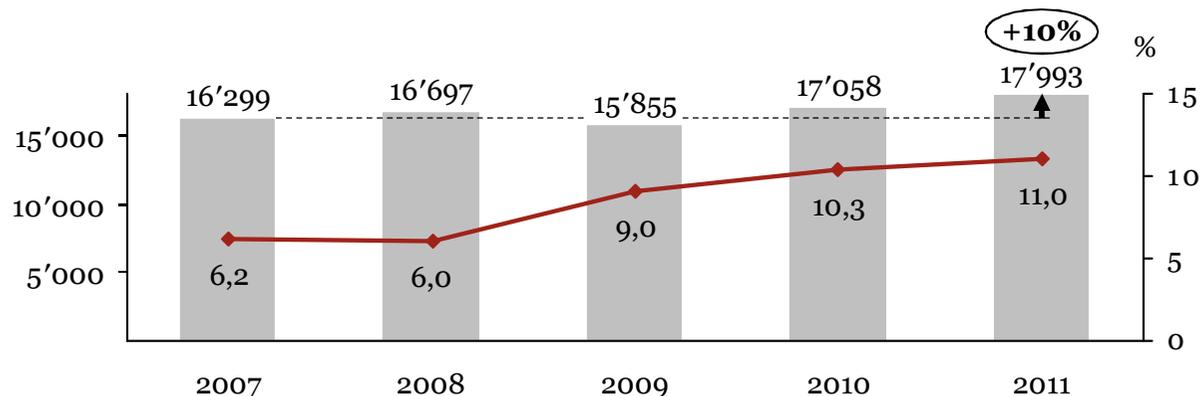
## Bankbilanzen weiten sich global nach wie vor aus (61 Universalbanken)

Bankassets in EUR Mia.



## Die risikogewichteten Aktiven stiegen proportional weniger an

■ RWA —◆— TCE



Quelle: I-CV Bankenstudie 2012

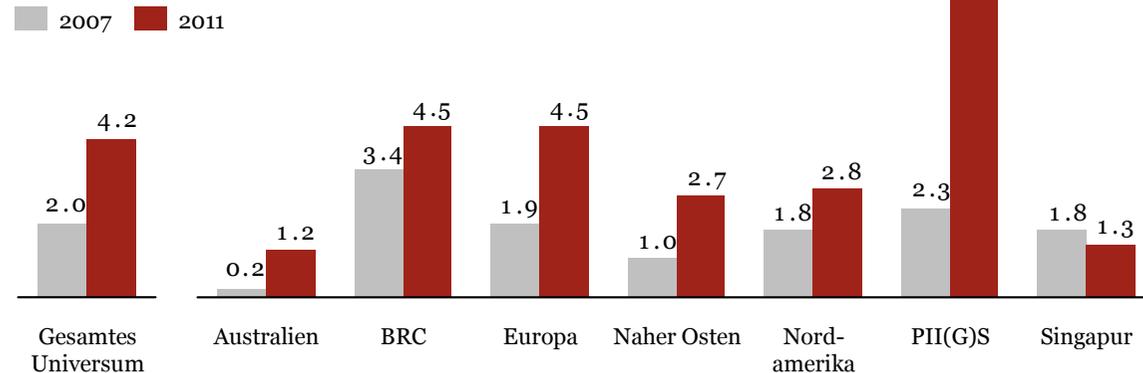
## Risikolose Aktiven?

- Mit Blick auf die Bilanzsummen hat noch kein Deleveraging stattgefunden: Die Bilanzaktiven der untersuchten Banken haben in den letzten 5 Jahren um 27% zugenommen
- Dank den Unterstützungsmassnahmen der Zentralbanken haben auch Banken in Europa die Bilanzsummen vergrössert, was nicht durch realwirtschaftliches Wachstum begründet werden kann
- Die RWA haben in diesen 5 Jahren «nur» um 10% zugelegt, was darauf hindeutet, dass Banken in vermeintlich «sichere» Aktiven investierten (Staatspapiere) und nicht die Kreditvergabe angekurbelt haben

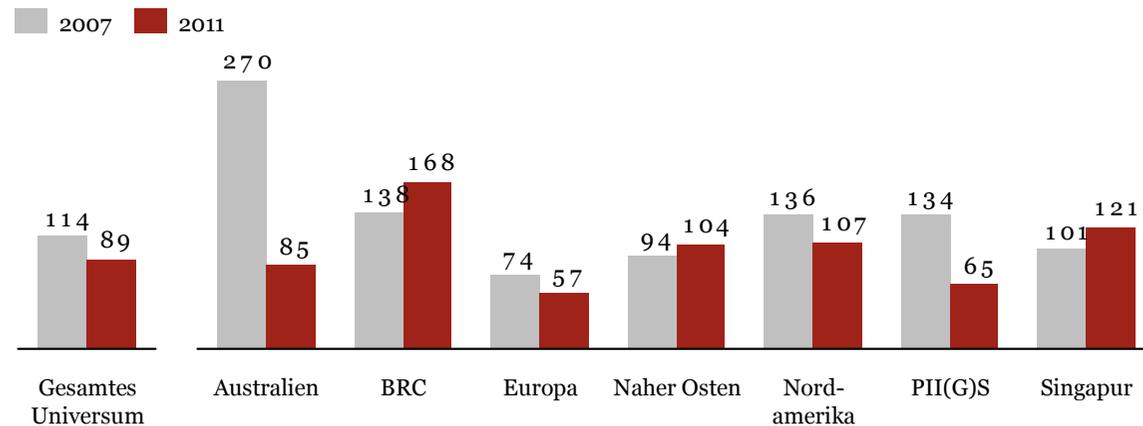
# Makroökonomisches Umfeld belastet Banken

## NPL (Non Performing Loans) / Gesamte Kredite

Alle Zahlen in %



## NPL Coverage (Reserven / NPL)



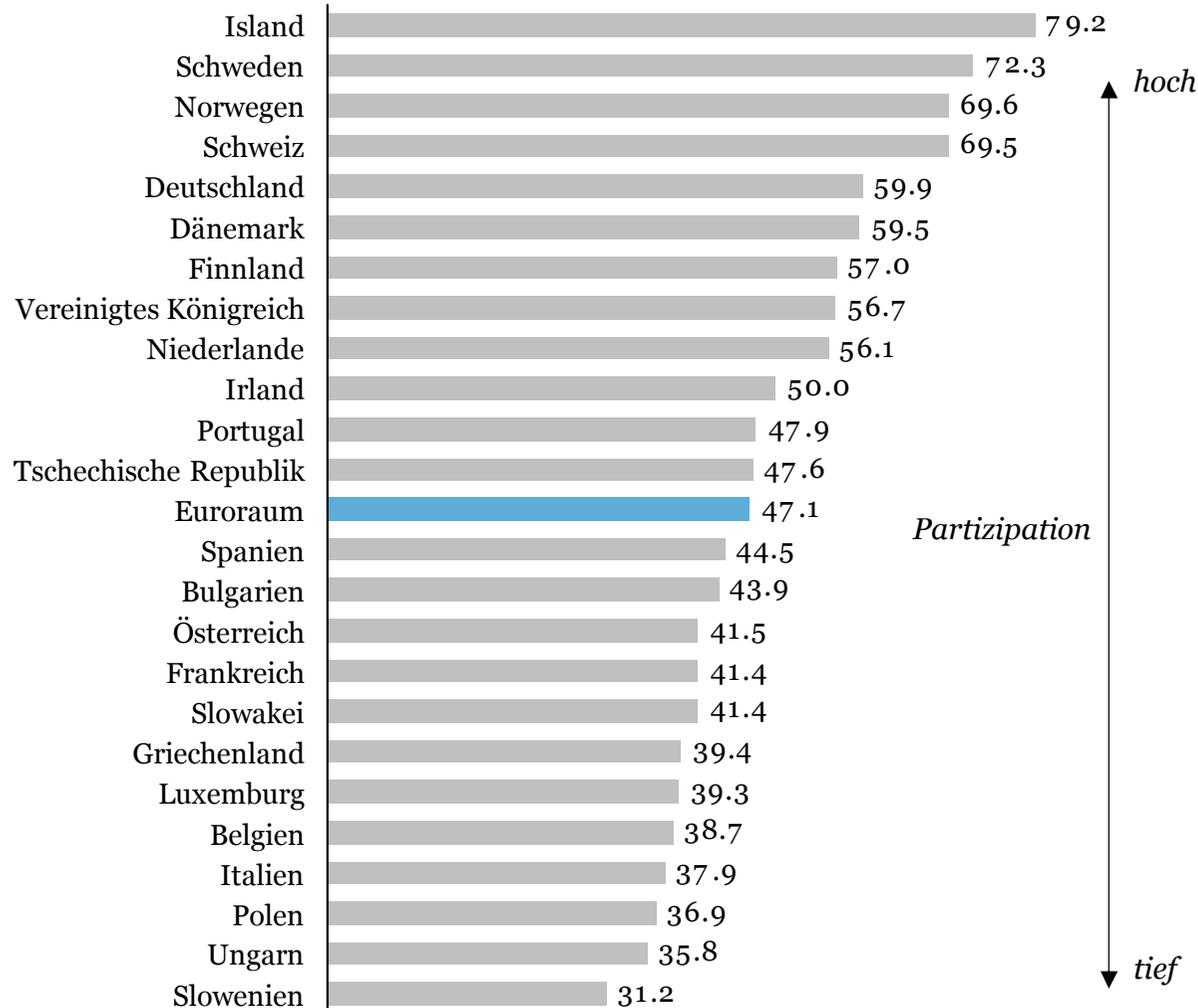
Quelle: I-CV Bankenstudie 2012

## Implikationen

- Während in Singapur und Australien die NPL auf tiefem Niveau gehalten werden konnten, sind diese in BRC und Europa deutlich angestiegen; bei den Banken in PII(G)S sind sie förmlich explodiert
- Besonders alarmierend ist nicht der alleinige Anstieg der NPL in Europa und PII(G)S, sondern die dazu gehörige tiefe Coverage – vor dem Hintergrund sinkender Werte der Sicherheiten
- Sollten die NPL weiter ansteigen und der Recovery Wert tiefer als erwartet ausfallen, wird sich dies unweigerlich negativ auf das Eigenkapital dieser Banken auswirken
- ! Die grössten Ungleichgewichte machen wir im italienischen und spanischen Bankensystem aus

# Langwierige Assimilierungsprozesse

Anteil Erwerbstätiger in der Altersgruppe von 55-64 Jahren (in %)



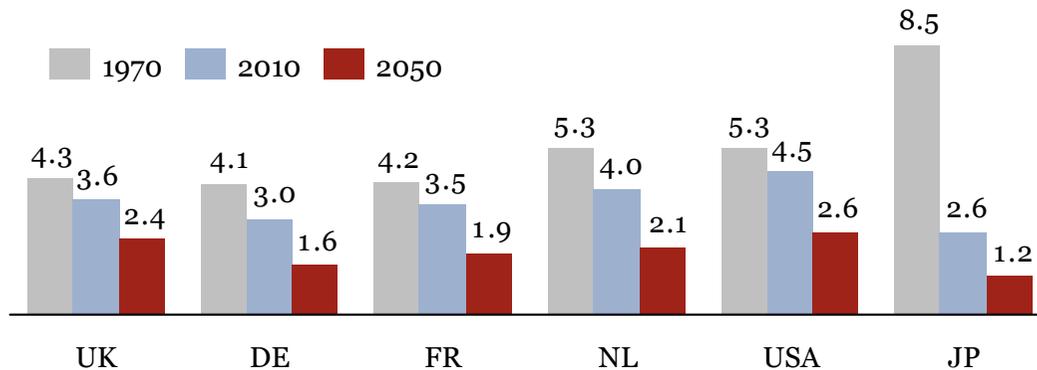
Quelle: Eurostat, 2012

## Kommentare

- Es bestehen grosse Unterschiede in Bezug auf die Arbeitsmärkte und Rentensysteme in Europa
- Auffällig ist, dass die Arbeitnehmer im geografischen Norden Europas länger einer Erwerbstätigkeit nachgehen als im Süden und Osten
- Die tiefen Partizipationsraten älterer Arbeitnehmer im Osten (Polen, Ungarn, Slowenien) sind ein Resultat der staatlichen Rentensysteme bzw. der – kultur (Thema: Frührente)
- Diese Ungleichgewichte lassen sich auch durch die nun (teils zaghaft) implementierten Arbeitsmarkt- und Rentenreformen nicht kurzfristig angleichen
- **Fazit:** Um die Belastung der Staatsfinanzen in Anbetracht der demografischen Entwicklung eingermassen im Lot zu halten, ist ein drastisches Umdenken erforderlich

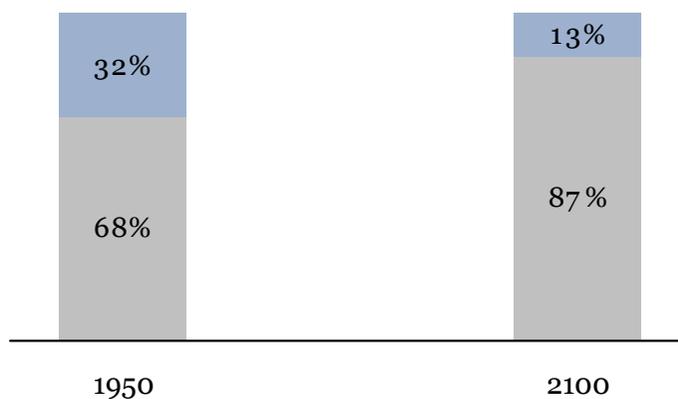
# Zukünftige Herausforderungen

## Verhältnis Anzahl der Erwerbstätigen zu Rentenbezügern



## Prognostizierte Verschiebung der Weltbevölkerung

Advanced Economies (blue), Developing Economies (grey)



Quelle: Eurostat, 2012

## Kommentare

- In Anbetracht der zukünftigen demografischen Herausforderungen sind Anpassungen der Rentensysteme und Arbeitsmodelle unumgänglich
- Mögliche Ansätze:
  - Heraufsetzung des Rentenalters
  - Quersubventionierung aus anderweitigen Einnahmen (Steuern)
  - Eigenverantwortung an Bürger zur Finanzierung des Lebensabends übertragen (Steueranreize)
  - Neue und flexible Arbeitsmodelle fördern
  - Geburtenpolitik anpassen (China)

## Schematische Staatsbilanz

Aktiven	Staatsbilanz	Passiven
Steuerhoheit (NPV der zukünftigen Steuereinnahmen)		Verpflichtungen (NPV der zukünftigen Primärausgaben)
Sachgüter		Bruttoschulden
Beteiligungen		
Andere Aktiven		Eigenkapital (Spielraum für zukünftige Steuererleichterungen)

Quelle: MorganStanley 2010

## Mögliche Sanierungsmassnahmen

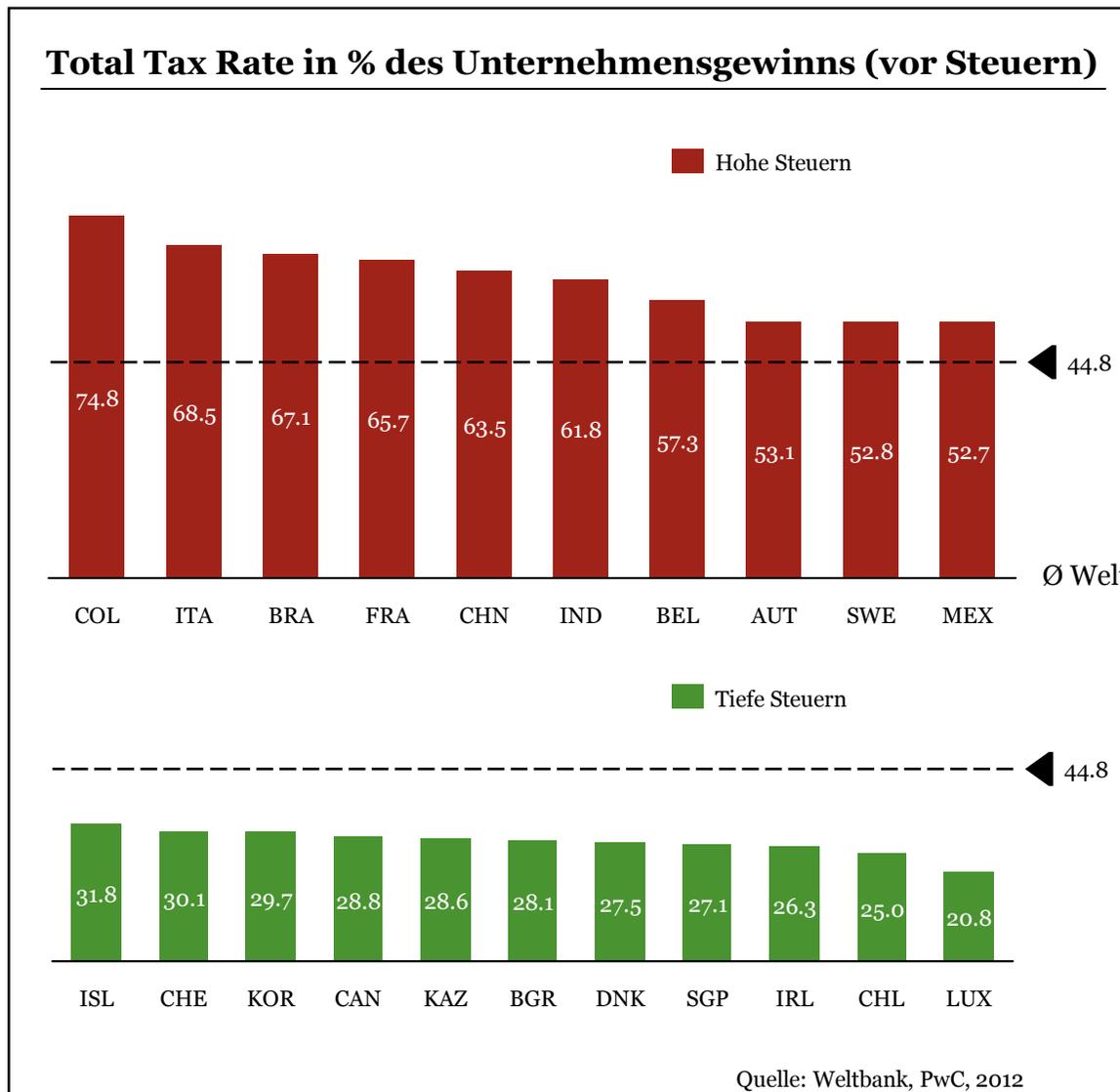
### Aktivseite

1. Erhöhung der Steuersätze
2. Aufbau von Steuersubstrat durch Wachstum (unternehmensfreundliche Rahmenbedingungen, Förderung Konsum und Handel, etc.)
3. Verkauf von Sachgütern (z.B. Immobilien)
4. Veräusserung von Beteiligungen (Banken, Telecoms, etc.), Privatisierungen

### Passivseite

1. Reduktionen der Primärausgaben (Verwaltung, Landesverteidigung, Justiz, Bildung, Gesundheit, soziale Wohlfahrt, Verkehr) -> Staatsquote
2. Erwirtschaftung eines Primärüberschusses zur Reduktion der Bruttoschulden
3. Reduktion der zukünftigen Belastungen (Eventualverpflichtungen) durch Rentenreformen

**Fazit:** Staaten mit intakter Fiskalpolitik verfügen über die Flexibilität, Steuern zu senken und so die Wirtschaft zu stimulieren ohne die Verbindlichkeiten gegenüber der Öffentlichkeit und Bondholdern zu gefährden

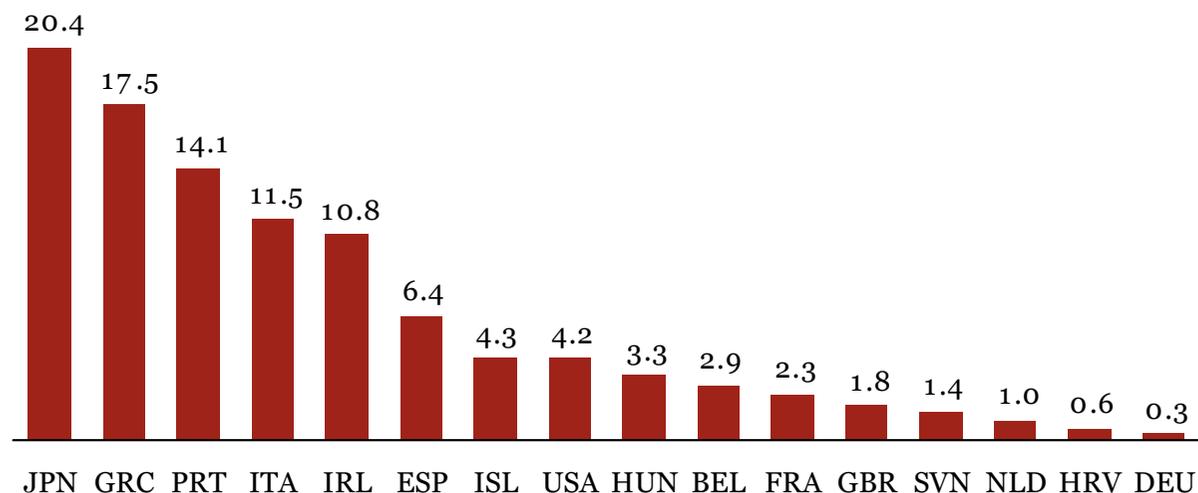


## Implikationen

- Ein wettbewerbsfähiges Steuersystem für Unternehmen fördert Investitionen und Wirtschaftswachstum
- Die hohen Steuersätze in Europa sind durch die Beiträge an Sozialversicherungen begründet (im Fall von Frankreich sind 70% pro Steuer-Euro für Sozialversicherungen)
- Schwellenländer erheben im Vergleich hohe Steuern auf Unternehmensgewinne (Kolumbien, Brasilien, China, Indien)
- Länder mit hohen Steuersätzen sind für Unternehmen weniger attraktiv; insbesondere, wenn die Steuern in keinem Standortvorteil (Infrastruktur) resultieren
- **Fazit:** Der Handlungsspielraum der Regierung ist begrenzt, da bei zu hohen Steuern das Steuersubstrat abwandert

## Zielsetzung: Bis 2026 ein Schuldenratio von 60% (Start: 2016)

■ Erforderlicher Primärüberschuss ab 2016 (in % des BIP)



Quelle: I-CV Berechnungen, IWF Prognosen

Annahmen:

Wachstum entspricht langjährigem Durchschnitt, aktuelle 10 Jahres Zinsen, Inflationsprognose 2014

## Kommentare

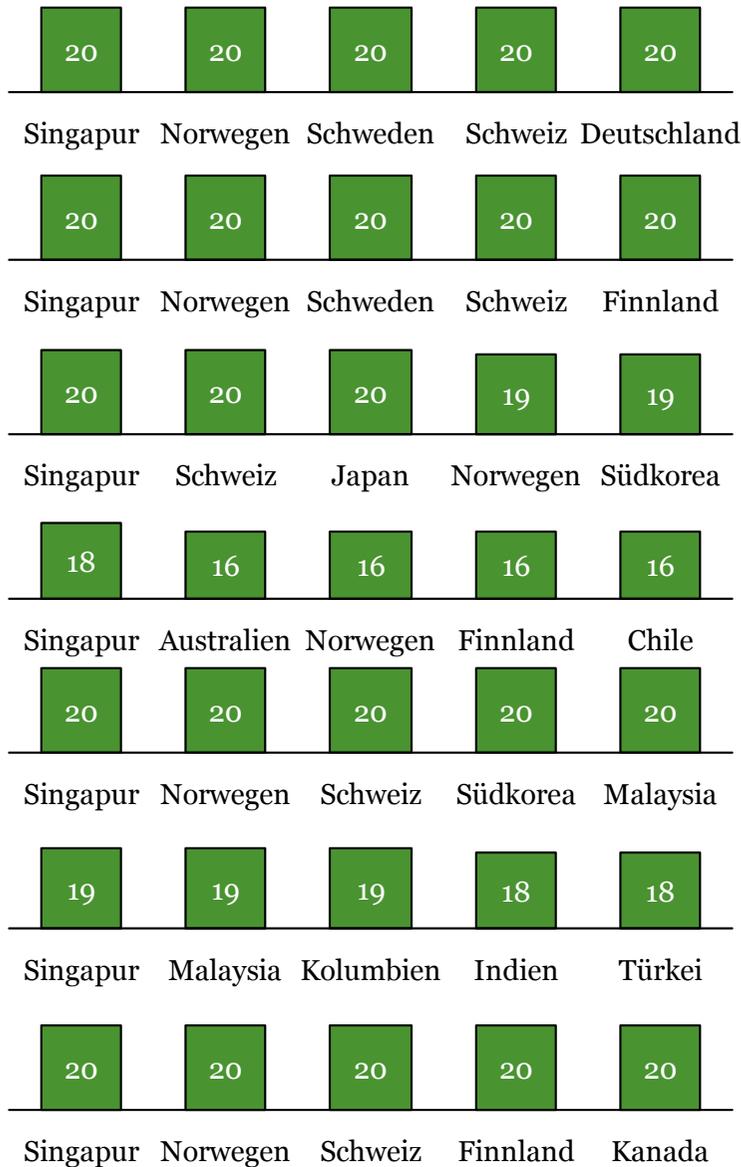
- Das Gesamtbild präsentiert sich unter diversen Szenarien unverändert
- Japan, Griechenland, Portugal, Italien und Spanien stehen vor grossen und langfristigen Herausforderungen
- Irland hat die besten Chancen, vorausgesetzt das nationale Bankensystem erholt sich
- Der Ratingdruck auf die USA und Grossbritannien bleibt bestehen (trotz eigener Währung und Inflation)
- In den Niederlanden, Spanien, Kroatien, Slowenien und den USA bleiben Primärdefizite die Regel
- Primärüberschüsse werden für Deutschland, Grossbritannien, Ungarn, Italien, Irland und Island prognostiziert
- **Fazit:** Eine Rückkehr zu Schuldenratios von 60% bleibt für die meisten Staaten ausser Reichweite

# I-CV Rating: Zusammensetzung

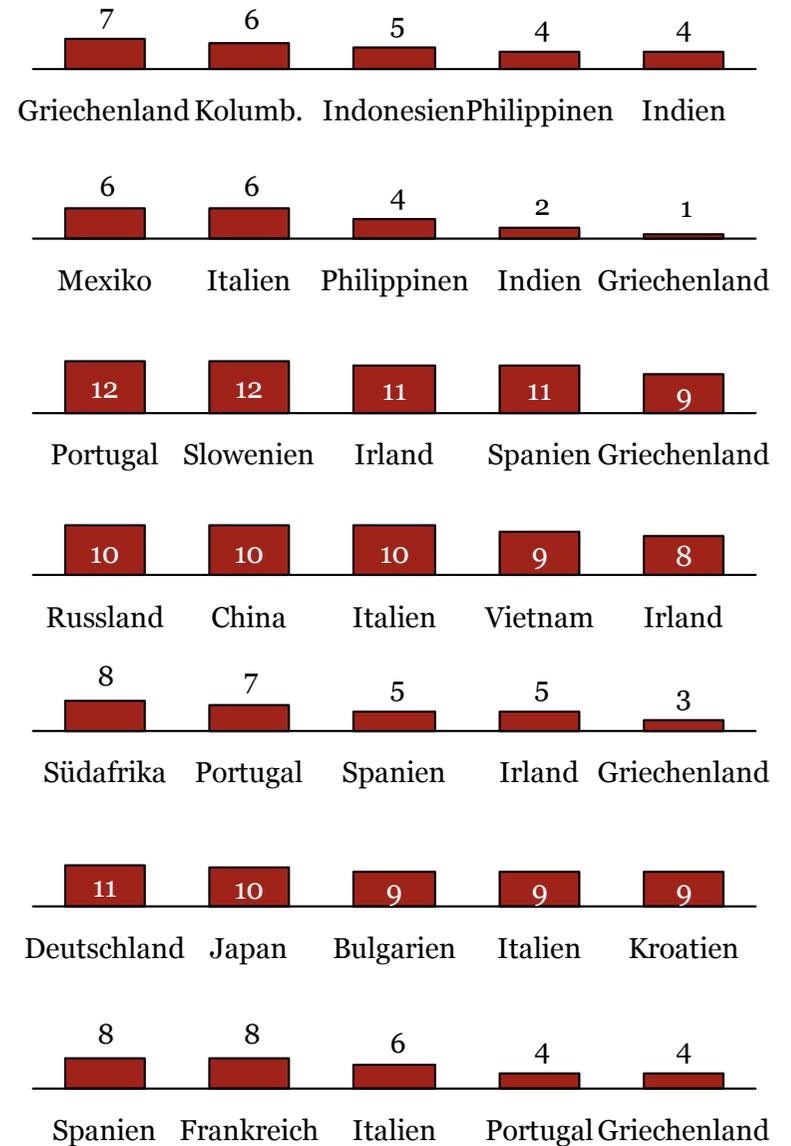
## Inputfaktoren

- Wirtschaft
- Politik
- Fiskalpolitik
- Monetäre Flexibilität
- Banken
- Aussichten 2012-2017
- Demografie
- Deleveraging

## Top5 (20=AAA)

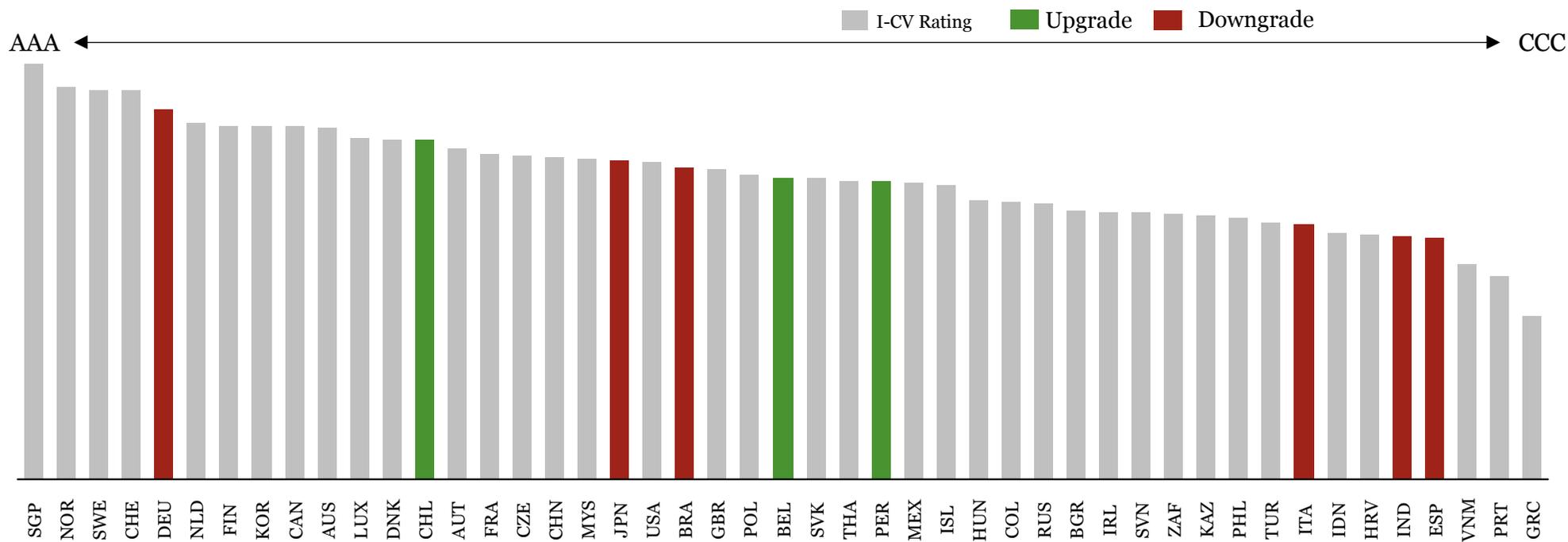


## Flop5 (20=AAA)



# Veränderungen im I-CV Ratinguniversum

## Upgrades & Downgrades im I-CV Universum



Quelle: I-CV 2012

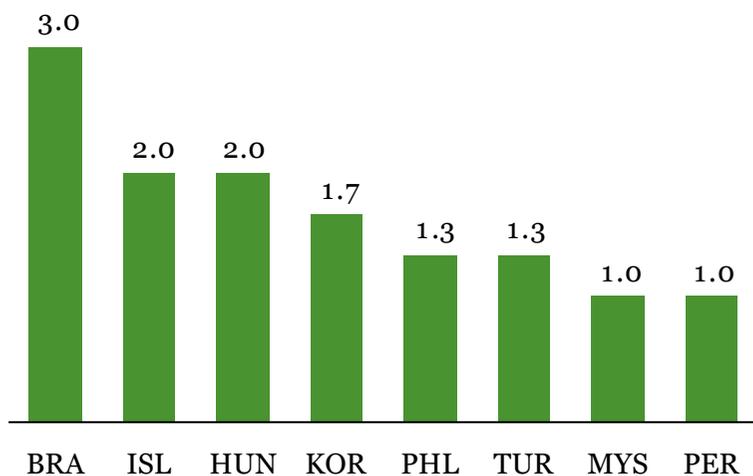
### Neue Abdeckung:

➤ Bulgarien, Kasachstan, Kolumbien, Kroatien, Luxemburg, Peru, Philippinen, Slowenien, Thailand, Vietnam

## Upgrade- und Downgradepotential im Vergleich zum Composite Rating der Agenturen

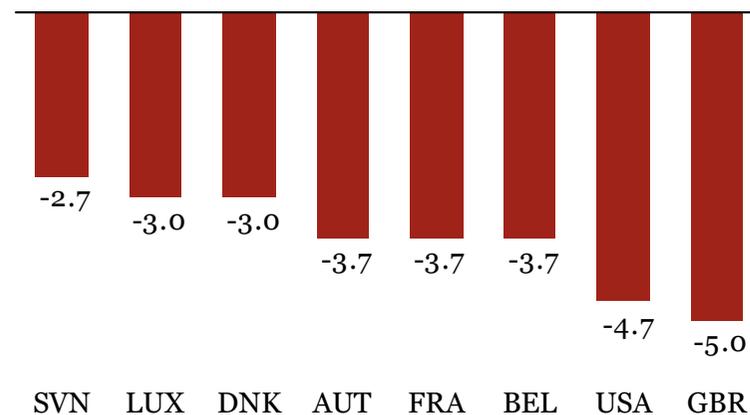
### Upgrade Kandidaten

(in Ratingstufen/Notches)



### Downgrade Kandidaten

(in Ratingstufen/Notches)



Quelle: S&P, Moody's, Fitch, I-CV, 2012

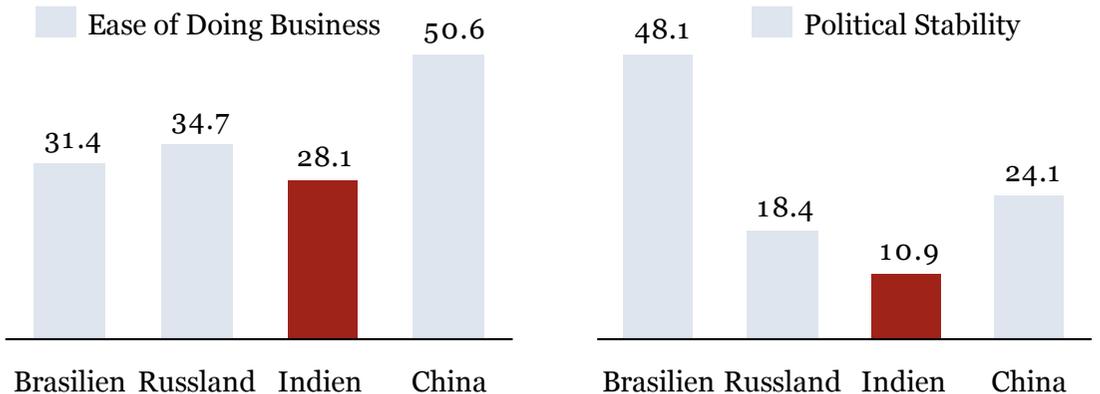
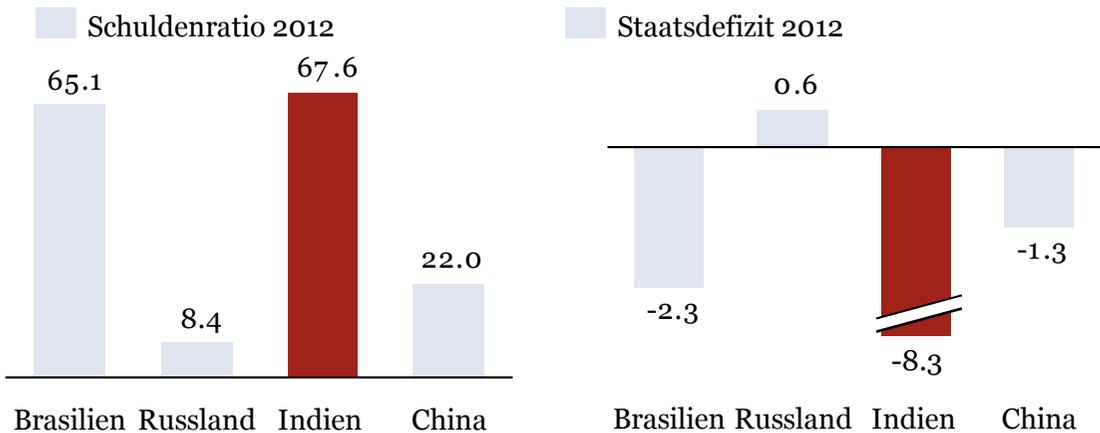
# I-CV Ratingübersicht

Sovereign	Code	I-CV Rating	+/-	Moody's	S&P	Fitch	Composite	Diff. zu I-CV	Sovereign	Code	I-CV Rating	+/-	Moody's	S&P	Fitch	Composite	Diff. zu I-CV
Singapore	SGP	AAA		Aaa	AAAu	AAA	20.0	0.0	Slovak Republic	SVK	A-		A2	A	A+	15.3	-1.3
Norway	NOR	AAA		Aaa	AAA	AAA	20.0	0.0	Thailand	THA	BBB+		Baa1	BBB+	BBB	12.7	0.3
Sweden	SWE	AAA		Aaa	AAA	AAA	20.0	0.0	Peru	PER	BBB+	1	Baa2	BBB	BBB	12.0	1.0
Switzerland	CHE	AAA		Aaa	AAAu	AAA	20.0	0.0	Mexico	MEX	BBB+		Baa1	BBB	BBB	12.3	0.7
Germany	DEU	AA+	-1	Aaa	AAAu	AAA	20.0	-1.0	Iceland	ISL	BBB+		Baa3	BBB-	BBB-	11.0	2.0
Netherlands	NLD	AA		Aaa	AAAu	AAA	20.0	-2.0	Hungary	HUN	BBB		Ba1	BB+	BB+	10.0	2.0
Finland	FIN	AA		Aaa	AAA	AAA	20.0	-2.0	Colombia	COL	BBB		Baa3	BBB-	BBB-	11.0	1.0
South Korea	KOR	AA		Aa3	A	AA-	16.3	1.7	Russian Federation	RUS	BBB		Baa1	BBB	BBB	12.3	-0.3
Canada	CAN	AA		Aaa	AAA	AAA	20.0	-2.0	Bulgaria	BGR	BBB-		Baa2	BBB	BBB-	11.7	-0.7
Australia	AUS	AA		Aaa	AAAu	AAA	20.0	-2.0	Ireland	IRL	BBB-		Ba1	BBB+	BBB+	12.0	-1.0
Luxembourg	LUX	AA-		Aaa	AAA	AAA	20.0	-3.0	Slovenia	SVN	BBB-	-2	Baa2	A	A-	13.7	-2.7
Denmark	DNK	AA-		Aaa	AAA	AAA	20.0	-3.0	South Africa	ZAF	BBB-		A3	BBB+	BBB+	13.3	-2.3
Chile	CHL	AA-	1	Aa3	A+	A+	16.3	0.7	Kazakhstan	KAZ	BBB-		WR	BBB+	BBB	12.3	-1.3
Austria	AUT	A+		Aaa	AA+	AAA	19.7	-3.7	Philippines	PHL	BBB-		Ba2	BB+	BB+	9.7	1.3
France	FRA	A+		Aaa	AA+u	AAA	19.7	-3.7	Turkey	TUR	BBB-		Ba1	BB	BB+	9.7	1.3
Czech Republic	CZE	A+		A1	AA-	A+	16.3	-0.3	Italy	ITA	BBB-	-1	Baa2	BBB+u	A-	13.0	-2.0
China	CHN	A+		Aa3	AA-	A+	16.7	-0.7	Indonesia	IDN	BB+		Baa3	BB+	BBB-	10.7	-0.7
Malaysia	MYS	A		A3	A-	A-	14.0	1.0	Croatia	HRV	BB+		Baa3	BBB-	BBB-	11.0	-1.0
Japan	JPN	A	-2	Aa3	AA-u	A+	16.7	-1.7	India	IND	BB+	-2	Baa3	BBB-u	BBB-	11.0	-1.0
United States	USA	A		Aaa	AA+u	AAA	19.7	-4.7	Spain	ESP	BB+	-1	Baa3	BBB+	BBB	12.0	-2.0
Brazil	BRA	A	-1	Baa2	BBB	BBB	12.0	3.0	Vietnam	VNM	BB-		B1	BB-	B+	7.3	0.7
Great Britain	GBR	A		Aaa	AAAu	AAA	20.0	-5.0	Portugal	PRT	B+		Ba3	BB	BB+	9.0	-2.0
Poland	POL	A-		A2	A-	A-	14.3	-0.3	Greece	GRC	CCC		C	CCC	CCC	3.0	1.0
Belgium	BEL	A-	1	Aa3	AAu	AA	17.7	-3.7									

Quelle: S&P, Moody's, Fitch, I-CV, 2012

# I-CV Ratingveränderungen: Indien

## Indien fällt ins Non-Investment Grade zurück



Quellen: IWF & Weltbank, 2012

## Stärken & Schwächen

- + Globale Technologieunternehmen, hohe Sparraten, junge Bevölkerung
- Chronische Zwillingdefizite: Budget und Ertragsbilanz, negative Handelsbilanz, hohe Inflation
- Grosser Agri-Sektor (50% der Erwerbstätigen und 17% des BIP), grosses Einkommensgefälle
- 10% Arbeitslose, schwache Infrastruktur, Korruption, Analphabetenquote 30%

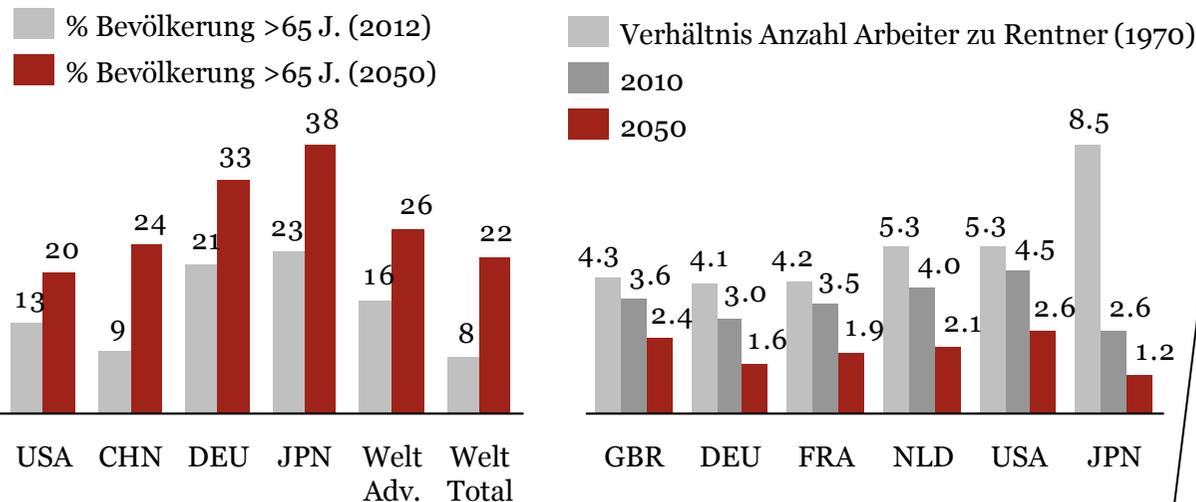
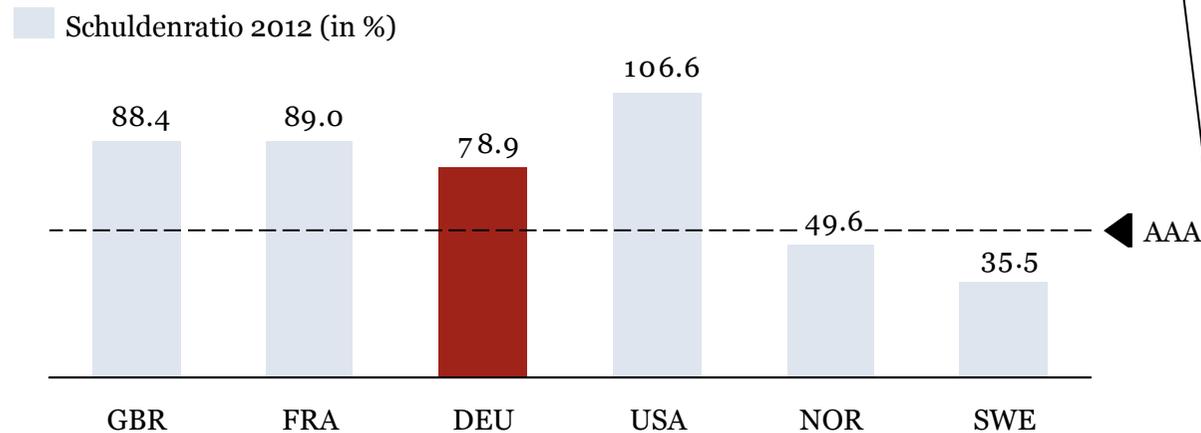
## Konklusion

- Das Ausbleiben wichtiger Reformen und sich verschärfende Probleme im Bankensektor (Zunahme NPL & restructured Loans) führen zu einer Reduktion des Ratings
- 70% der Banken im Staatsbesitz mit Kapitalbedarf von >USD 90 Mia.
- Höchstes Schuldenratio (Schulden/BIP) unter den BRICs

**I-CV Rating (neu): BB+**

# I-CV Ratingveränderungen: Deutschland

## Deutschland verliert das AAA



Quellen: IWF & Weltbank, 2012

## Stärken & Schwächen

- + Diversifizierte, konkurrenzfähige, exportstarke Wirtschaft, Überschuss der Ertragsbilanz
- + Geringes Haushaltsdefizit, tiefes Zinsniveau, geringe Inflation
- Abnehmendes Wachstum (Euro-Raum), potenzielle Euro-Verbindlichkeiten
- Hohe Staatsschuld: hohe Steuerquote, negative Demografie, exponierte Banken

## Konklusion

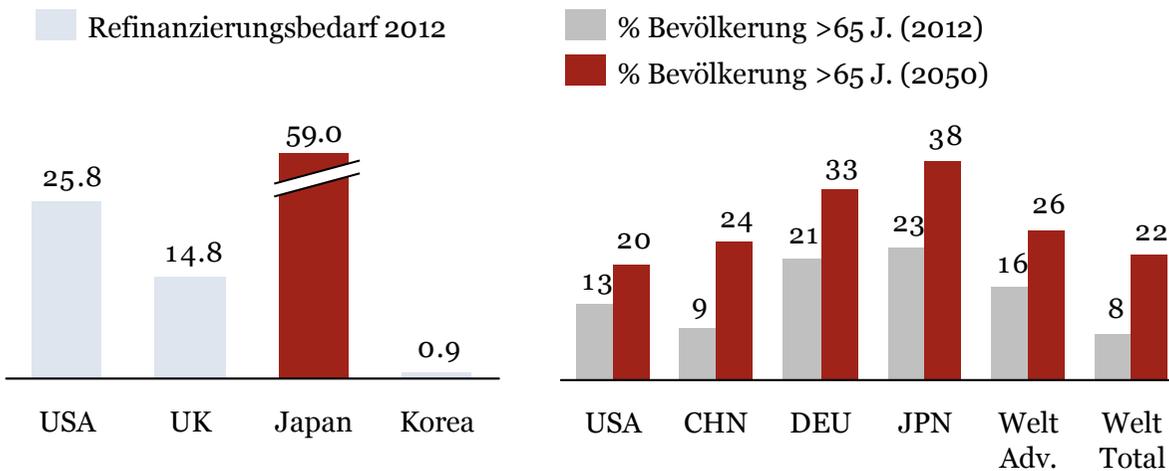
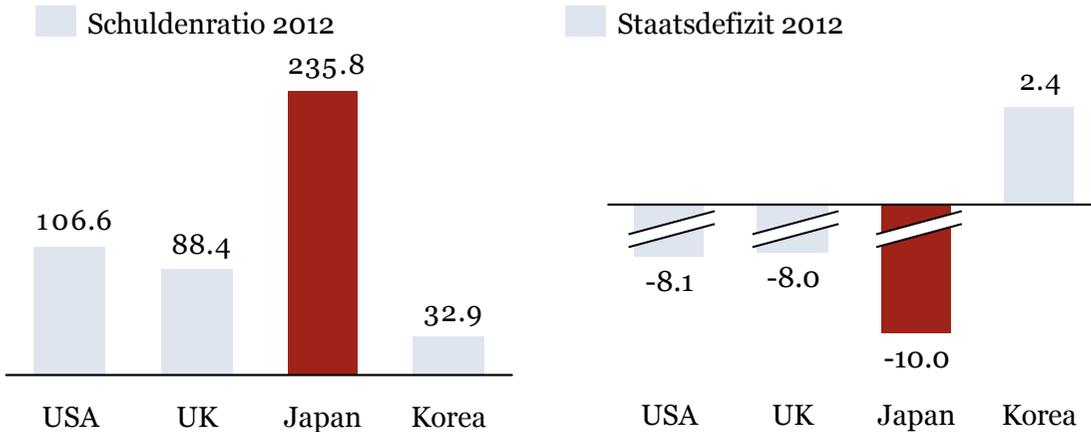
- Ein wirkungsvoller Mechanismus in der Eurozone erfordert Garantien/Transfers zugunsten schwächerer Länder
- Deutschland ist Hauptsponsor im Euroverbund (EZB)
- Eine Zusammenlegung der Ressourcen wird die Verbindlichkeiten auf über 80% des BIP ansteigen lassen
- Grosse demografische Herausforderungen und Gefahr eines Währungsschocks

**I-CV Rating (neu): AA+**

# I-CV Ratingveränderungen: Japan

## Immense Herausforderungen – Politische Lähmung

Angaben (ausser Bevölkerung über 65) in % des BIP



Quellen: IWF & Weltbank, 2012

## Stärken & Schwächen

- + Erholung vom schweren Erdbeben, kurzfristige Aufhellung in der Wirtschaft
- + Hohe Finanzierungsflexibilität im In- und Ausland, Nettokreditor, tiefe Privatverschuldung
- Tiefe Wachstumsraten, hohe Budgetdefizite treiben Staatsschuld höher - gegen 250%
- Vermehrte Konkurrenz von China/Korea, schrumpfender Arbeitsmarkt

## Konklusion

- ↗ Chronische Defizite und ein schwacher Reformwille treiben die Schuldenquote ungebremst in die Höhe
- ↗ Abschwächung der Wirtschaft (Leistungsbilanzdefizit, rückläufige Exporte)
- ↗ Demografische Sackgasse wird ein Rückgang der Sparquote zur Folge haben

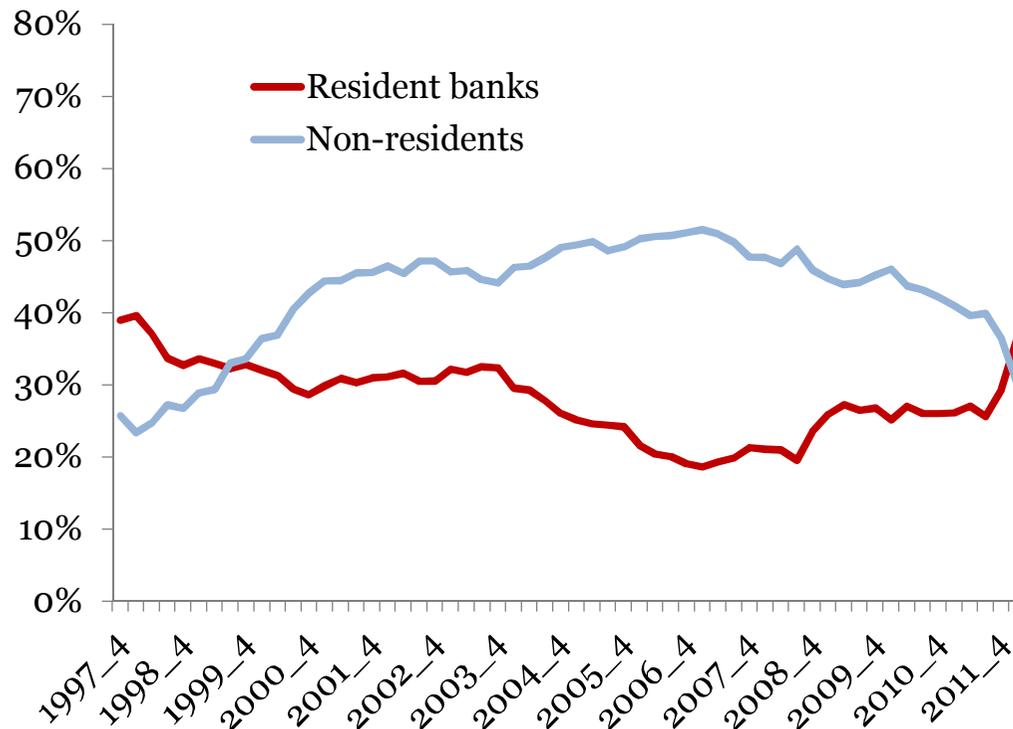
**I-CV Rating (neu): A**

# Wer kauft heute noch Staatsanleihen?

*the view behind  
the rating*

## Entwicklung der Investorenstruktur von Staatsanleihen

### Beispiel: Spanien <sup>1)</sup>



1) Entwicklung in Italien ist vergleichbar

Quelle: Bruegel, 2012

## Implikationen

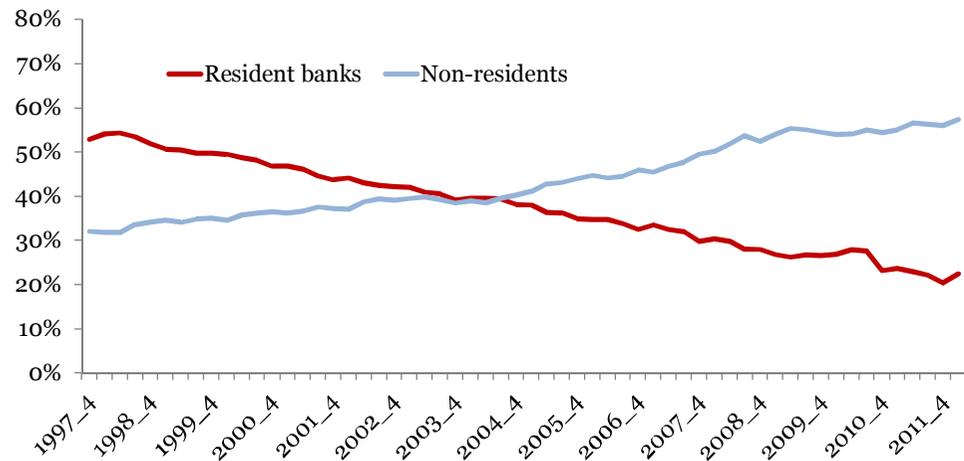
- Ausländische Investoren erhöhten seit Beginn der Währungsunion ihr Exposure an PIIGS Staatsanleihen
  - 1) Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite
  - 2) Fehlannahme der Risikokonvergenz
- Motivation:
  - 1) Regulatorische Bevorteilung von Investitionen in Staatsanleihen; Risikogewichtung von 0% entspricht risk-free return > 0
  - 2) Staatsanleihen galten als liquide, notenbankfähige Sicherheiten
- Die Krise bewirkte neues Risikobewusstsein und Flucht ausländischer Investoren aus PIIGS Staatsanleihen in sichere oder rentablere Papiere (DE, FR, NL und EMs)
- Finanzielle Repression: Inländische Banken und EZB kompensieren den Abfluss durch den rapiden Aufbau ihrer Bestände (LTRO)
- **Fazit:** Zustandekommen des gordischen Knotens zwischen Staaten und inländischen Banken

# «Unter den Blinden...

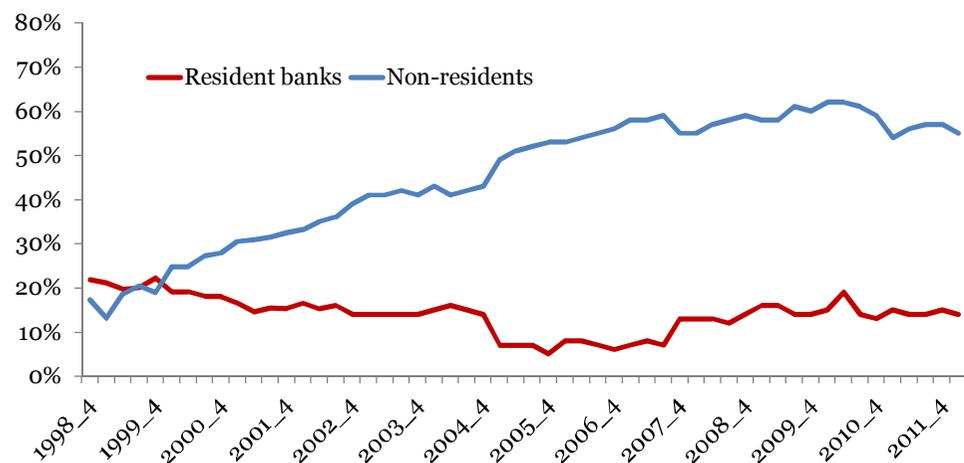
*the view behind  
the rating*

## Entwicklung der Investorenstruktur von Staatsanleihen

### Deutschland



### Frankreich



Quelle: Bruegel, 2012

## Implikationen

- ...ist der Einäugige König»
- Als solide wahrgenommene staatliche Schuldner erleben deutliche Mittelzuflüsse ausländischer Investoren und profitieren von historisch niedrigen Finanzierungskosten
- Dies trotz anhaltender fundamentaler Schwächen und mittelfristig ebenfalls negativer wirtschaftlicher Aussichten
- Erforderliche strukturelle Anpassungen erfolgen nicht, unvollkommen oder zu spät
- Kapitalexporthoren suchen nach alternativen Währungen und Jurisdiktionen, um Werthaltigkeit ihres Vermögens zu sichern
- Dies führt allerdings mittelfristig zu einer steigenden Importnachfrage und damit besseren Exportchancen der europäischen „Partner“

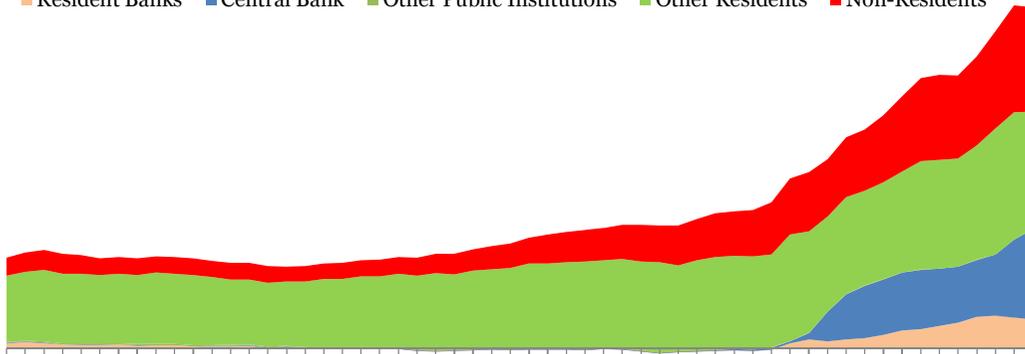
# Wer kauft heute noch USD & GBP Staatsanleihen?

*the view behind  
the rating*

## Entwicklung der Investorenstruktur von Staatsanleihen

### Grossbritannien

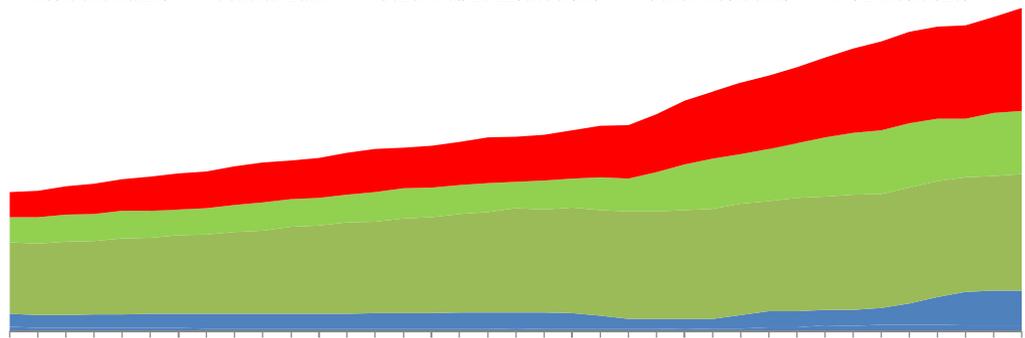
Resident Banks Central Bank Other Public Institutions Other Residents Non-Residents



1998\_2 1998\_4 1999\_2 1999\_4 2000\_2 2000\_4 2001\_2 2001\_4 2002\_2 2002\_4 2003\_2 2003\_4 2004\_2 2004\_4 2005\_2 2005\_4 2006\_2 2006\_4 2007\_2 2007\_4 2008\_2 2008\_4 2009\_2 2009\_4 2010\_2 2010\_4 2011\_2 2011\_4

### USA

Resident Banks Central Bank Other Public Institutions Other Residents Non-Residents



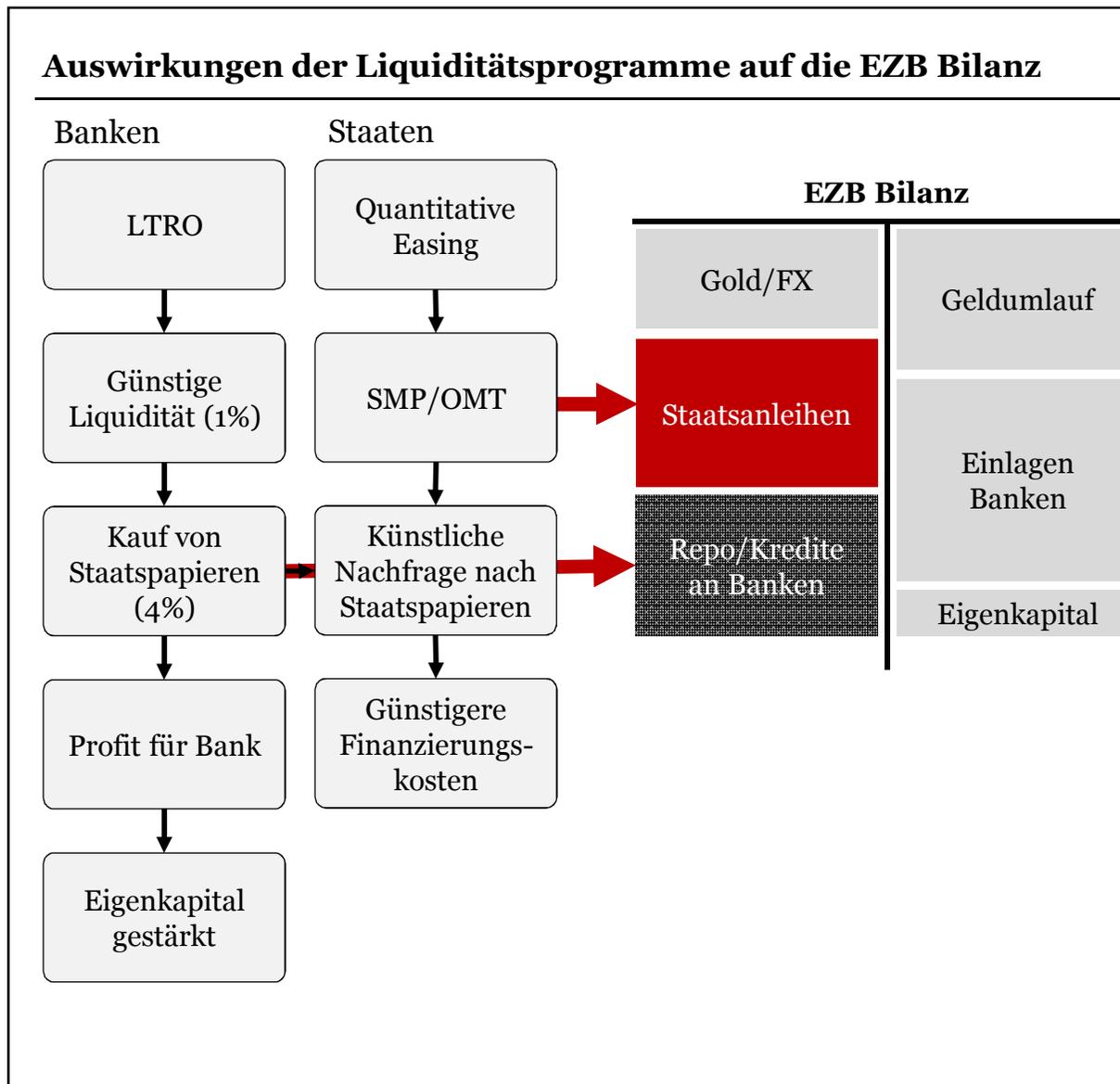
Quelle: Bruegel, 2012

## Implikationen

- Ausländische Investoren mit einer Abneigung gegen Schuldner aus Weichwährungsländern des Euroraumes investieren verstärkt in USD und GBP – Staatsanleihen
- Dies trotz ähnlicher Schwächen in diesen Volkswirtschaften (vgl. I-CV Rating)
- Angesichts der massiven Haushaltsdefizite reichen in UK und USA weder die inländischen Ersparnisse noch diese „künstliche“ Auslandsnachfrage aus
- Sowohl in UK als auch in USA schliesst die Zentralbank die Nachfragerlücke nach inländischen Staatsanleihen
- ! Kurzfristig stimulierenden Effekten steht auch hier mittelfristig ein massives Inflationspotential gegenüber

# Das Dilemma der Europäischen Zentralbank

*the view behind  
the rating*



## Implikationen

- «Free Lunch» für Banken
- Aufblähung der EZB-Bilanz bei gleichzeitig abnehmender Qualität der EZB-Aktiven (Repogeschäft mit maroden Banken, Staatsanleihen stützungsbedürftiger Staaten als Sicherheit) macht die EZB immer mehr zur Bad Bank
- Glaubwürdigkeit und Unabhängigkeit der EZB leidet in hohem Masse
- Instrumentalisierung für politische Prioritäten
- Informationsgehalt der Preise von Staatsanleihen und CDS wird fragwürdig

## Wer bezahlt dafür?

- ! Real-Money Accounts, Sparer und Pensionäre werden durch künstlich tiefe Zinsen kontinuierlich geschädigt
- ! Hohes politisches und soziales Konfliktpotential

## Das Problem der Europäischen Zentralbank (EZB)

### Zu viele Ziele:

Geldwertstabilität
Wechselkurs
Zinsniveau und -struktur
Stützung von Banken
Bankenaufsicht
Wachstumsförderung
Beschäftigung
Erhalt des Euroraums

### Wenige Instrumente:

Zinsen	Geld- menge	Collateral Policy
--------	----------------	----------------------

### Restriktionen:

- «No bail-out Klausel» - Keine Finanzierung von Staatshaushalten

## Implikationen

- Die Krise hat gezeigt, dass Kapital und Ersparnisse dahin fließen wo es will und nicht wohin es politisch sollte
- Starke EU-Länder (z.B. mit Leistungs-bilanzüberschüssen) haben wenig Anreize in Länder mit tiefer Wettbewerbsfähigkeit, Defiziten und entsprechendem Kapitalbedarf zu investieren
- Es sei denn, die Investoren überschätzen die wirtschaftliche Konvergenz oder die EZB stellt diese als Lender-of-last-resort künstlich her
- Schlechte Gläubiger verdrängen gute Gläubiger. Die Zentralbanken dienen zunehmend zur Defizitfinanzierung, da Investoren Risiken realistischer einschätzen

### Fazit:

- Die Bankensysteme der Peripherie erleben Einlagenrückgänge (Deckung der Ausgaben, Kapitalflucht). Diese fließen in solide Staaten
- Kompetenzerweiterung und Machtanstieg der EZB gefährdet deren politische Unabhängigkeit

Ebene	Schwerpunkte	Umsetzung
<b>Banken</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Vertrauen wiederherstellen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Realistischer Bankenstresstest</li> <li>➤ Liquidität sicherstellen</li> <li>➤ Zwangsrekapitalisierung oder Liquidation</li> <li>➤ Rückkehr zur Rolle als Intermediär</li> </ul>
<b>Staaten</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Stabilisierungsmechanismus für illiquide aber solvente Staaten schaffen</li> <li>b) Restrukturierung insolventer Staaten</li> <li>c) Wiederherstellung Wettbewerbsfähigkeit</li> <li>d) Deleveraging Staaten &amp; Zentralbanken</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Einrichtung einer Brandmauer (EZB als Lender-of-last-resort)</li> <li>➤ Klare Kriterien für Überbrückungskredite</li> <li>➤ Schuldentausch nach einheitlichem Verfahren (Befreiung aus Schuldenfalle)</li> <li>➤ Allenfalls Ausgliederung aus Währungsunion</li> <li>➤ Arbeitsmarktreformen</li> <li>➤ Förderung Bildung und Innovation</li> <li>➤ Senkung der Staatsquote</li> <li>➤ Rentenreformen</li> <li>➤ Exportförderung, steuerliche Anreize</li> <li>➤ Sparmassnahmen (Enttabuisierung: Sozialwesen, Militär)</li> <li>➤ Zentralbanken entlasten</li> </ul>
<b>Eurozone</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Vertragsgrundlagen der Währungsunion anpassen</li> <li>b) Zentrale Kontrolle</li> <li>c) «One Voice»</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Klare Kriterien für Schuldentrückführung und Budgetdisziplin</li> <li>➤ Einsetzung strikter Schuldenbremse</li> <li>➤ Banking Union mit zentraler Aufsicht</li> <li>➤ Delegation von Kompetenzen</li> <li>➤ Wegbereitung für eine politische und fiskale Union</li> </ul>

## Chancen

- OMT ermöglicht den Staaten sich ohne Druck der Märkte auf nachhaltige Reformen zu konzentrieren
- Reformen werden angepackt und greifen
- Sparmassnahmen setzen am richtigen Ort an
- Rückkehr zu ausgeglichenen Budgets
- Kredite fließen wieder und stimulieren Wachstum
- Stärker als erwartete Erholung der Wirtschaft
- Nachhaltige Disziplinierung der Staaten durch klare Kriterien
- Krise als Katalysator für tiefere Integration der monetären Union

## Risiken

- Sparmassnahmen reduzieren Wettbewerbsfähigkeit und erhöhen Hypothek für zukünftige Generationen
- Kurzfristige Medikation wird zur langfristigen Therapie (OMT/LTRO); fehlende Exitstrategie
- Staaten verpassen Chance für Strukturreformen, Schuldenberge wachsen weiter an
- Kreditfluss in Realwirtschaft findet nicht statt
- Supranationale Stabilisierungsmechanismen greifen nicht
- Tiefzinsumfeld (hunt for yield) führt zu Fehlallokationen von Kapital (Blasenbildung)
- Undifferenzierter Geldfluss in EM & Corporates (Releveraging)
- Scheitern des Euro-Experimentes (Visionen, Kosten, Kultur)

## Implikationen für Bond Investoren

- Die Bereitstellung der bedingten Liquidität seitens EZB (OMT) verschafft Zeit und Entlastung, nimmt die Regierungen aber in die Pflicht
- Die strukturellen Probleme lassen sich durch monetäre Massnahmen alleine nicht lösen
- Die einzelnen Staatsoberhäupter müssen sich als Krisenmanager behaupten, um die Trendumkehr zu schaffen; hier erwarten wir grosse Diskrepanzen
- Auch bei den Emerging Markets besteht teilweise ein hoher Reformbedarf

## Empfehlungen

- Wir empfehlen Anleihen solider Industrienationen bzw. reformwilliger Staaten (Bsp. Finnland, Norwegen, Schweden, Südkorea, Tschechien, Polen, Chile, Peru) und würden die Finger von umsetzungsschwachen Ländern (Bsp. Frankreich, UK, Japan, Indien, Kroatien, Slowenien, Portugal, Spanien) lassen
- Weiterhin positiv sind wir – jeweils abgestützt auf eine umfassende Kreditanalyse – für Unternehmens- und Finanzanleihen aus Industrienationen (Bsp. Stattkraft, CEZ, Renault, Telefonica, AIG, Citigroup) sowie Schwellenländern und Emerging Markets (Bsp. Hyundai, Petronas, SingTel, Odebrecht, Sberbank, Banco Santander Chile)

# Empfehlungen

*the view behind  
the rating*

Overweight	Marketweight	Underweight
<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Brazil</li><li>➤ Chile</li><li>➤ Czech Republic</li><li>➤ Iceland</li><li>➤ Italy</li><li>➤ Malaysia</li><li>➤ Norway</li><li>➤ Peru</li><li>➤ Poland</li><li>➤ Singapore</li><li>➤ South Korea</li><li>➤ Sweden</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Australia</li><li>➤ Austria</li><li>➤ Belgium</li><li>➤ Bulgaria</li><li>➤ Canada</li><li>➤ China</li><li>➤ Colombia</li><li>➤ Finland</li><li>➤ Germany</li><li>➤ Hungary</li><li>➤ Ireland</li><li>➤ Luxembourg</li><li>➤ Mexico</li><li>➤ Netherlands</li><li>➤ Philippines</li><li>➤ Russian Federation</li><li>➤ Slovak Republic</li><li>➤ Switzerland</li><li>➤ Thailand</li><li>➤ Turkey</li><li>➤ United States</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Croatia</li><li>➤ Denmark</li><li>➤ France</li><li>➤ Great Britain</li><li>➤ Greece</li><li>➤ India</li><li>➤ Indonesia</li><li>➤ Japan</li><li>➤ Kazakhstan</li><li>➤ Portugal</li><li>➤ Slovenia</li><li>➤ South Africa</li><li>➤ Spain</li><li>➤ Vietnam</li></ul>

Quelle: I-CV, 12.09.2012

# Fragen & Diskussion



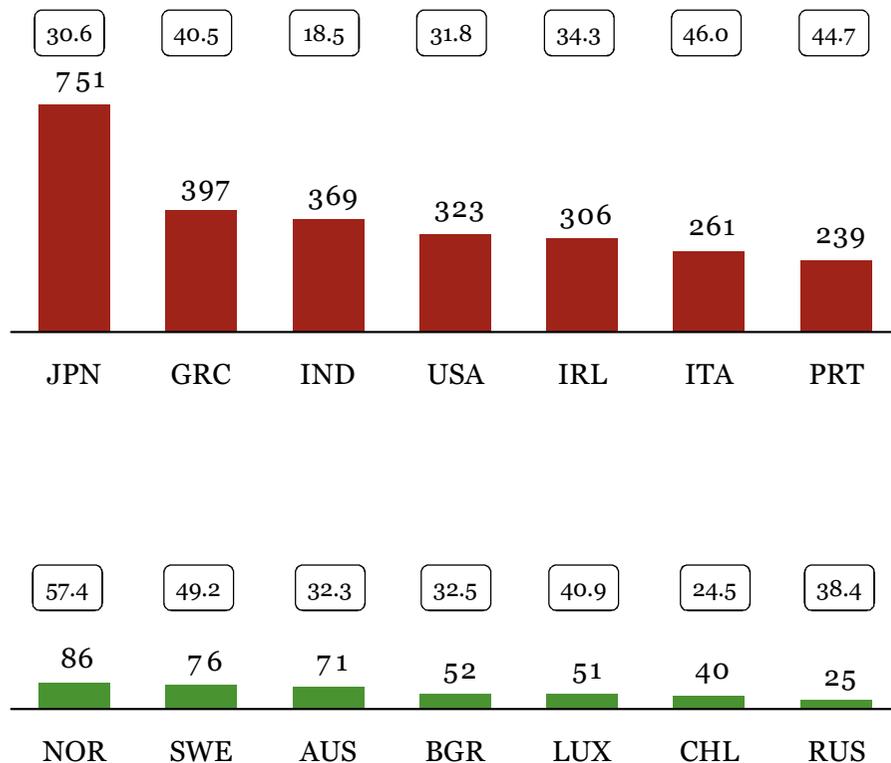
# Abkürzungsverzeichnis

<b>ISO2</b>	<b>ISO3</b>	<b>Sovereign</b>	<b>Wirtschaft</b>	<b>ISO2</b>	<b>ISO3</b>	<b>Sovereign</b>	<b>Wirtschaft</b>
AT	AUT	Austria	Advanced	IT	ITA	Italy	Advanced
AU	AUS	Australia	Advanced	JP	JPN	Japan	Advanced
BE	BEL	Belgium	Advanced	KR	KOR	South Korea	Advanced
BG	BGR	Bulgaria	Emerging	KZ	KAZ	Kazakhstan	Emerging
BR	BRA	Brazil	Emerging	LU	LUX	Luxembourg	Advanced
CA	CAN	Canada	Advanced	MX	MEX	Mexico	Emerging
CH	CHE	Switzerland	Advanced	MY	MYS	Malaysia	Emerging
CL	CHL	Chile	Emerging	NL	NLD	Netherlands	Advanced
CN	CHN	China	Emerging	NO	NOR	Norway	Advanced
CO	COL	Colombia	Emerging	PE	PER	Peru	Emerging
CZ	CZE	Czech Republic	Advanced	PH	PHL	Philippines	Emerging
DE	DEU	Germany	Advanced	PL	POL	Poland	Emerging
DK	DNK	Denmark	Advanced	PT	PRT	Portugal	Advanced
ES	ESP	Spain	Advanced	RU	RUS	Russian Federation	Emerging
FI	FIN	Finland	Advanced	SE	SWE	Sweden	Advanced
FR	FRA	France	Advanced	SG	SGP	Singapore	Advanced
UK	GBR	Great Britain	Advanced	SI	SVN	Slovenia	Advanced
GR	GRC	Greece	Advanced	SK	SVK	Slovak Republic	Advanced
HR	HRV	Croatia	Emerging	TH	THA	Thailand	Emerging
HU	HUN	Hungary	Emerging	TR	TUR	Turkey	Emerging
ID	IDN	Indonesia	Emerging	US	USA	United States	Advanced
IE	IRL	Ireland	Advanced	VN	VNM	Vietnam	Emerging
IN	IND	India	Emerging	ZA	ZAF	South Africa	Emerging
IS	ISL	Iceland	Advanced				

# Schulden zu Staatseinnahmen

## Schulden zu Staatseinnahmen (2012)

In %

% Staatseinnahmen in % des BIP


Quelle: IWF, 2012

## Kommentare

- Die Fähigkeit zum Schuldendienst bzw. zur Tilgung ergibt sich aus den Einnahmen des Staates (Steuern) und nicht direkt aus der Grösse der Wirtschaft (BIP)<sup>1)</sup>
- Die Ausgaben des Staates sind zudem Bestandteil der BIP Zusammensetzung, tragen aber nichts zur Tragbarkeit der Schulden bei
- Das Ratio wird als ehrlicher propagiert, da es Aussagen über die Tragbarkeit der Schulden abhängig von den aktuellen Einnahmen zulässt
- Bei Schulden zu Staatseinnahmen von 751% (vgl. Japan) würde es rund 7.5 Jahre dauern, die Schulden zu begleichen, vorausgesetzt alle anderen Staatsausgaben (Löhne des Personals, Subventionen, etc.) würden während dieser Zeit ausgesetzt
- Deutschland liegt mit 183% im Schnitt, die Schweiz mit 128% im hinteren Drittel
- **Fazit:** Die Tragbarkeit der Schulden hängt davon ab, wie viel Steuereinnahmen realistischerweise erhoben werden können (vgl. Staatseinnahmen zu BIP). Diese lassen sich nicht beliebig steigern (Laffer Curve)

1) BIP = Konsum+Investitionen+Staatsausgaben+Exporte-Importe

# The view behind the rating – Wie weiter?



# The view behind the rating

Independent Credit View AG

Flössergasse 10

8001 Zürich

Tel. +41 43 817 68 45

E-Mail: [info@i-cv.ch](mailto:info@i-cv.ch)

[www.i-cv.ch](http://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 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. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen dieses Dokuments ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der I-CV und vollständiger Quellenangabe gestattet. Als Gerichtsstand gilt der Firmensitz des Unternehmens in Zürich (Schweiz).