

A wide, horizontal decorative banner with a red-to-white gradient background and several white, curved, wavy lines that create a sense of movement and depth.

## Volkswirtschaftsmonitor

Nr. 1 / Juli 2011

Nouriel Roubini, US-Ökonom, auch als „Dr. Doom“ bekannt, warnt, der Euro-Raum stünde vor dem Zusammenbruch.<sup>1</sup> Da dieser kein optimaler Währungsraum sei und eine fiskalische oder politische Union ein ferner Traum, bliebe für Länder wie Griechenland oder Portugal über kurz oder lang, er spricht von fünf Jahren, nur der Austritt aus dem Europäischen Währungsraum. Er steht mit seiner Skepsis nicht alleine: Jürgen Stark, Chefvolkswirt der Europäischen Zentralbank (EZB), beispielsweise meint, die Umschuldung eines Mitgliedslands könne die Auswirkungen der Lehman-Pleite in den Schatten stellen.

### **Internationale Wachstumsperspektiven**

Zur europäischen Schuldenkrise kommt hinzu, dass die jüngsten Wirtschaftszahlen aus den USA

---

<sup>1</sup> Nouriel Roubini „The eurozone heads for break up“, Financial Times, 13. Juni 2011.

ausgesprochen enttäuschend ausgefallen sind. So ist die Arbeitslosenrate (auf 9,1%) wieder gestiegen, während die Häuserpreise gefallen sind und der private Verbrauch lahmt. Trotz umfangreicher Stimulierungsbemühungen der US-Regierung und der Zentralbank ist der konjunkturelle Aufschwung nach dem Ende der Finanzkrise gerade in den USA bislang enttäuschend schwach gewesen. Zu allem Überfluss stellen die Rating-Agenturen in Aussicht, die Kreditwürdigkeit des US-Staates in Bälde herabzustufen.

Die konjunkturelle Dynamik des Euro-Raums scheint sich gleichfalls abzuschwächen. Der Purchasing Managers Index (PMI) für die Industrie, ein anerkannter Konjunkturindikator, fiel im Juni auf ein 18-Monatsstief. Sorgen bezüglich der weiteren konjunkturellen Entwicklung in Japan, nach dem Erdbeben im März, sowie steigende Inflationsraten in China und anderen sich entwickelnden Märkten tragen zu einer Stimmungsverschlechterung bei.

Die Konjunktur des Euro-Raums bleibt durch starke Länderdivergenzen zwischen Kern- und Peripherieländern geprägt: Während die deutsche Wirtschaft noch solide wächst, und damit eng mit ihr verflochtene Volkswirtschaften wie Österreich oder die Niederlande profitieren, können sich die von der Staatsschuldenkrise primär betroffenen Länder Griechenland, Portugal und Irland nur sehr langsam aus der Stagnation bzw. Rezession lösen. Auch hier signalisieren die jüngsten PMI-Zahlen nichts Gutes für die Industrie: Nach Griechenland und Spanien lässt die verbreitete Abkühlung im Mai nun auch Italien und Irland in die Rezession abgleiten.

Im Währungsraum Schweiz belastet die hohe Bewertung des Frankens zunehmend die Konjunktur. Die Wirtschaftsentwicklung verlief im bisherigen Jahresverlauf trotz erster Verlangsamungsanzeichen immer noch recht solide. Die Aufwertungstendenz bedeutet für Schweizer – und Liechtensteiner – Unternehmen allerdings eine Verschlechterung ihrer preislichen Wettbewerbsfähigkeit auf internationalen Märkten. Die bislang noch bemerkenswert positive Entwicklung der Warenexporte ist wesentlich der schwungvollen Auslandsnachfrage, nicht zuletzt aus Deutschland, zu verdanken.

Gemäss dem Staatssekretariat für Wirtschaft SECO haben viele Firmen ihre Exportpreise in Franken gesenkt, um konkurrenzfähig zu bleiben. Dies geht zulasten ihrer Margen und kann kaum über längere Zeit fortgesetzt werden. Bei anhaltend starkem Franken dürfte der negative Wechselkurseffekt immer mehr auf die Exporte durchschlagen. Das SECO hat seine Wachstumsprognose für das Jahr 2012 von 1,9% auf 1,5% gesenkt. Für das Jahr 2011 rechnet sie unverändert mit einem Wirtschaftswachstum von 2,1%.

Die konjunkturelle Situation Liechtensteins ähnelt der Schweiz. Die Arbeitslosigkeit ist innert Jahres-

frist von 2,7% auf 2,3% im Mai 2011 gefallen; die Exporte liegen im April um 2,8% über dem Vorjahreswert; die Einschätzungen der Unternehmen bleiben insgesamt positiv. Grundsätzlich ist zu bemerken, dass die Konjunktur Liechtensteins volatiliter als die der Schweiz ist und die Realwirtschaft noch mehr als diese abhängig ist von der Auslandsnachfrage. Vor diesem Hintergrund stellen die Aufwertung des Frankens und die europäische Schuldenkrise ernstzunehmende Risikofaktoren für die hiesige Volkswirtschaft dar. Es ist daher mit einer spürbaren Abschwächung der konjunkturellen Dynamik zu rechnen.

#### **„Brady Bonds“ für Europa?**

Die Euro-Finanzminister gaben am 2. Juli einen neuen Milliardenkredit an Griechenland frei. Die Rate beträgt 12 Milliarden Euro. Das Parlament in Athen hatte zuvor den innenpolitisch umstrittenen Sparplan der Regierung von Ministerpräsident Giorgos Papandreou angenommen und damit den Weg für die Auszahlung der Tranche freigemacht. Mit dem neuen Kredit dürfte die Zahlungsfähigkeit Griechenlands bis in den Herbst hinein gesichert sein.

Die Verschuldung Griechenlands – wie auch einiger anderer Länder – ist allerdings zu hoch, als dass man davon ausgehen würde, dass das Land diese jemals begleichen wird. Die öffentliche Verschuldung wird gemäss Schätzungen der Europäischen Kommission bis auf 160% des BIPs zum Ende dieses Jahres ansteigen. Griechenland ist nicht in der Lage, seine öffentliche Verschuldung auf dem aktuellen Niveau zu stabilisieren. Der griechische Staat macht Schulden, um seine alten zu bezahlen, und kann dennoch nicht verhindern, dass die Gesamtschuld weiter ansteigt. Dies liegt auch an der Höhe der Marktzinsen, die das Land auf seine Schulden bezahlen muss, welche bis 26% hoch liegen.

Eine Stabilisierung der öffentlichen Verschuldung wäre theoretisch dann möglich, wenn die Zinsen, die der griechische Staat für die Kreditaufnahme bezahlt, drastisch fallen würden. Die Zahlungsfähigkeit eines Landes ist allgemein dann gesichert, wenn das reale, d.h. inflations-adjustierte, Wirtschaftswachstum langfristig höher ist als der reale Marktzins. Würde Griechenland bspw. einen Marktzins von 3% zahlen, so wie dies dem deutschen Staat derzeit vergönnt ist, dann läge der real zu leistende Zinssatz bei einer unterstellten Inflationsrate von 1,5% bei 1.5% (= 3% - 1.5%). Gelänge es Griechenland, langfristig ein jährliches Wirtschaftswachstum von etwa 3% zu erzielen, so könnte die Auslandsschuld, über einen Zeitraum von zwanzig Jahren betrachtet, markant reduziert und im Verhältnis zum BIP bei etwa 70% stabilisiert werden.<sup>2</sup>

Dies führt zum Gedanken, eine Art Brady-Plan für den Euro-Raum ins Auge zu fassen. Der ursprüngliche Brady-Plan, benannt nach dem ehemaligen US-Finanzminister Nicholas F. Brady, wurde Ende der 1980er Jahre zur Lösung der lateinamerikanischen Schuldenkrise entwickelt. „Brady Bonds“ waren Staatsanleihen, die von vorwiegend lateinamerikanischen Ländern emittiert wurden, im Austausch gegen Anleihen, die nicht mehr bedient wurden. Sie waren mit US-Staatsanleihen besichert. Dadurch wurde das Verlustpotenzial der Gläubiger begrenzt. Den betroffenen Ländern wurden vorab Kredite gewährt, u.a. vom Internationalen Währungsfonds IWF, mit denen sie die zur Besicherung dienenden US-Staatsanleihen kauften, und die sie im Gegenzug auf die Durchführung von Wirtschaftsreformen verpflichteten.<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Jeffrey Sachs “Greece can be saved – here’s how to do it”, Financial Times, 30. Juni 2011.

<sup>3</sup> Peter Allen und Gary Evans “A Trichet plan for the Eurozone”, 24. April 2011, [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).

Ein Brady-Plan für den Euro-Raum könnte in etwa so funktionieren:<sup>4</sup> Erstens, Griechenland vereinbart mit der internationalen Staatengemeinschaft eine Strategie, welche langfristig den Weg zu stabilen primären Haushaltsüberschüssen beinhaltet. Zweitens, im Austausch gegen ausstehende Staatsanleihen emittiert Griechenland Brady Bonds, die den Gläubigern die Wahl geben zwischen längeren Laufzeiten und Abschlägen auf den Nominalwert. Drittens, die internationale Staatengemeinschaft kündigt die laufenden Rettungskredite an Griechenland und stellt dafür Mittel als Pfand für griechische Staatsanleihen bereit. Die European Financial Stability Facility (EFSF) begibt (Null-Kupon-) Anleihen und leiht diese der griechischen Regierung. Der griechischen Regierung würden die Mittel zur Besicherung der Brady Bonds dienen, die mit ähnlichen Laufzeiten begeben würden.

Brady Bonds würden auf der Basis der Besicherung geratet und die EZB könnte sie als Pfand akzeptieren. Das griechische Bankensystem hätte weiterhin Zugang zur Liquidität der EZB, die Gefahr der Überwälzung auf das internationale Finanzsystem verschwände. Die Höhe der von Griechenland zu leistenden Zinszahlungen würde sich an der Besicherung orientieren, könnte aber auf ähnlichen Niveaus wie deutsche oder französische Staatsanleihen fixiert werden.

Das grösste Hindernis für Brady Bonds ist die Politik. Die Besicherung von griechischen Anleihen mit EFSF-Anleihen könnte als Fiskaltransfer interpretiert werden, die europäische Staatengemeinschaft würde mit ihrer Kreditwürdigkeit hinter griechischen Staatsanleihen stehen. Auf der anderen Seite ist, im Gegensatz zur gegenwärtigen Situation, mit Brady Bonds kein Geldtransfer nach Athen verbunden, und der private Sektor würde an Verlusten

---

<sup>4</sup> Financial Times “A Brady plan to end Europe’s crisis”, Editorial, 4. Juli 2011.

beteiligt, insbesondere wenn mit dem Swap der Anleihen Abschläge auf den Rückzahlungswert verbunden sind.

Selbst eine erfolgreiche Restrukturierung griechischer und/oder anderer, bspw. portugiesischer, Staatsanleihen wird das strukturelle Problem des Euro-Raums, welches in der mangelnden Wettbewerbsfähigkeit einiger vorwiegend südeuropäischer Länder liegt, nicht lösen. Da diese, als Mitglieder des Euro-Raums, ihre Währung nicht abwerten können, können sie ihre Exportmöglichkeiten angesichts des niedrigen Inflationsniveaus praktisch nur über Lohn- und Preisdeflation verbessern. Dies hingegen wäre mit substantiellen volkswirtschaftlichen Kosten und voraussichtlich hohem gesellschaftlichem Widerstand verbunden.

#### **Verschossenes Pulver der Wirtschaftspolitik**

Ein internationales Problem ist, dass das Pulver der Wirtschaftspolitik vielerorts verschossen scheint: Nachdem die wichtigsten Zentralbanken die Zinsen bereits auf nahe Null gesenkt haben und Wertpapiere verschiedenster Art zur Stabilisierung des Finanzsystems aufkaufen, gibt es nicht mehr viel Spielraum, die Wirtschaft zusätzlich monetär zu stimulieren. Im Euro-Raum, und möglicherweise nicht nur dort, ist der Grad der Abhän-

gigkeit der Geschäftsbanken von der Liquiditätsbereitstellung der Zentralbank zudem immer noch sehr hoch. Der europäische Bankensektor hat die letzte Finanzkrise offenkundig immer noch nicht überwunden.

Gleichzeitig leiden viele Staaten unter hoher öffentlicher Verschuldung, die nicht zuletzt dadurch so hoch geworden ist, dass sie die Schulden des Bankensektors übernehmen mussten. Sollte eine neuerliche Krisensituation entstehen, wären die Mittel der Wirtschaftspolitik, dieser entgegenzutreten, deutlich weniger als während der jüngsten Finanzkrise.

---

#### **Impressum:**

Dieser Newsletter wurde durch die Finanzmarktaufsicht (FMA) Liechtenstein erstellt.

#### **Ansprechpartner:**

Dr. Christian Schmidt  
Chefökonom  
Stab der Geschäftsleitung  
Tel: +423 236 71 22  
E-Mail: christian.schmidt@fma-li.li

08. Juli 2011