



Volkswirtschaftsmonitor

Nr. 2 / Dezember 2011

Der europäische Währungsraum ist in den vergangenen Monaten in eine Spirale geraten, in welcher sich Spannungen in den öffentlichen Haushalten, ein fragiles Bankensystem und eine sich abschwächende Konjunktur gegenseitig negativ verstärken. Sich selbst erfüllende Prophezeiungen lauern: Ein Vertrauensverlust der Investoren kann abrupt eine solche Verschlechterung der Finanzen verursachen, dass einem Staat – oder einer Bank – nichts anderes als ein Zahlungsverzug bzw. die Insolvenz übrig bleibt. Angesichts des bereits angeschlagenen Vertrauens der Investoren könnte sich dies auf andere Teile des Finanzsystems ausweiten und den Fortbestand des europäischen Währungsraums gefährden.

Internationale Wachstumsperspektiven

Die Weltkonjunktur schwächt sich weiter ab. Der Welthandel ist seit März kaum noch gewachsen, bedingt auch durch eine wirtschaftliche Abschwächung der asiatischen Schwellenländer. In China ist die Produktion in der verarbeitenden Industrie im November zudem zum ersten Mal seit fast drei

Jahren wieder zurückgegangen. In seiner jüngsten Prognose vom September rechnet der IWF für die Jahre 2011 und 2012 mit einem Weltwirtschaftswachstum von jeweils 4%.

In den USA stieg das BIP im dritten Quartal um 0.5% gegenüber dem Vorquartal. Ein eingeschränktes Konsumentenvertrauen deutet auf eine Dämpfung der Konjunktur hin. Die anhaltend angespannte Lage auf dem Arbeitsmarkt belastet die Erwartungen, der Häusermarkt befindet sich weiterhin in der Rezession. Ein günstigeres Bild zeichnen die Indikatoren für die Industrie: Auftragseingänge und Produktion stiegen zuletzt.

Für den Euro-Raum zeichnet sich eine Rezession ab. Im Vergleich zum Vorquartal ist das BIP im dritten Quartal noch um 0.2% gestiegen, getragen primär durch Deutschland (+0.5%) und Frankreich (+0.4%). Die anhaltende Krise und die Eintrübung des weltwirtschaftlichen Umfeldes dämpfen die Erwartungen der Unternehmen und privaten Haushalte aber merklich. Die Auftragseingänge der Industrie sind im September gegenüber dem Vormo-

nat um 6.4% gefallen; der stärkste Rückgang seit Dezember 2008. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt bleibt angespannt. Im Oktober stieg die saisonbereinigte Arbeitslosenquote auf 10.3%, dem seit Juni 1998 höchsten Wert. Die britische Beratungsgesellschaft Capital Economics rechnet für den Euro-Raum mit einem Rückgang des BIP um 1.0% in 2012.

Die Konjunkturperspektiven für die Schweiz haben sich gleichfalls eingetrübt. Die negativen Auswirkungen der starken Währung und der abnehmenden Auslandsnachfrage sowie schwache Unternehmensinvestitionen dürften das wirtschaftliche Wachstum in der Schweiz vorübergehend stark bremsen. Das SECO prognostiziert für das Jahr 2012 ein BIP-Wachstum von 0.9% (nach 1.9% für 2011).

Als stark international orientierte Volkswirtschaft wird Liechtenstein sich der allgemeinen Negativentwicklung nicht entziehen können. Die Exporte sind im dritten Quartal um 4.1% gegenüber dem Vorjahr gefallen, während sie im ersten Quartal noch um 4% zugelegt hatten. Die Stimmung der Liechtensteiner Unternehmen spiegelt das sich verschlechternde Umfeld wider: Nur noch 37% der vom Amt für Statistik im 3. Quartal befragten Unternehmen bezeichneten die allgemeine Lage als gut, während es im Vorquartal noch 70% gewesen waren.

Internationale Finanzmärkte

Der internationale Finanzsektor wird immer mehr von den Turbulenzen im Zusammenhang mit der europäischen Schuldenkrise erfasst. Mit der Ausweitung der Krise auf Italien im Juli dieses Jahres ist diese in eine neue Phase getreten. Weite Teile des europäischen Bankensystems können sich nicht mehr über den Kapitalmarkt refinanzieren. Auch der europäische Versicherungssektor gerät

zunehmend in den Strudel hinein, insbesondere in den von der Schuldenkrise direkt betroffenen Ländern wie Italien oder Spanien.

Die von Banken aggregiert an Unternehmen oder private Haushalte vergebenen Kredite übersteigen die eingenommenen Einlagenvolumina. Die Differenz wird über die Finanzmärkte finanziert, über die Ausgabe von Anleihen oder durch Kredite an andere Banken. Investoren werden allerdings immer zurückhaltender bei der Finanzierung von Banken, da die damit verbundenen Risiken intransparent sind und sie häufig selber Schwierigkeiten bei der Mittelbeschaffung gegenüberstehen. Die Zurückhaltung der Investoren äussert sich in steigenden Finanzierungskosten und Refinanzierungsengpässen, durch die immer weitere Teile des Bankensystems von der EZB-Liquiditätsbereitstellung abhängig werden. In den ersten elf Monaten haben europäische Banken nur etwa zwei Drittel ihres Refinanzierungsbedarfs über die Ausgabe von Anleihen decken können, es klafft eine Finanzierungslücke von etwa USD 241 Mrd.¹

Banken müssen Risiken reduzieren, Anlagewerte verkaufen und Kosten verringern. So hat beispielsweise Unicredito angekündigt, die Geschäftstätigkeit und die Kreditvergabe auf seine Kernmärkte zu konzentrieren. Die UBS beabsichtigt, in den kommenden fünf Jahren USD 145 Mrd. risikogewichtete Anlagen sowie 10% der Beschäftigung im Investmentbanking abzubauen. BNP Paribas erwägt den Verkauf eines Private Equity Portfolios, was der Bank USD 700 Mio. einbringen soll. Die West LB ist dabei, eine Transaktion abzuschliessen, in welcher ein Private Equity Portfolio im Wert von USD 500 Mio. an ein Syndikat von Investoren verkauft wird. Gemäss Schätzungen von Morgan

¹ Financial Times „European banks feel funding freeze“, 27. November.

Stanley werden Banken in den kommenden Jahren Anlagewerte im Wert von USD 3300 Mrd. verkaufen.

Der Druck auf Finanzinstitute, Risiken zu reduzieren, wird durch erhöhte Eigenmittelanforderungen verschärft. Die European Banking Authority (EBA) hat im Oktober ein Massnahmenpaket verabschiedet, welches das Vertrauen in das Bankensystem wiederherstellen soll. Es beinhaltet, dass Banken Eigenmittelpuffer halten sollen, um Abschreibungen auf Staatsanleihen abfedern zu können. Bis Juni 2012 sollen sie eine Kernkapitalquote (Core Tier 1 capital ratio) von 9% erreichen. Im aktuellen Marktumfeld ist es allerdings sehr schwierig, Kapital an den Finanzmärkten aufzunehmen. Bis Ende 2011 sollen Banken zudem aufzeigen, wie sie beabsichtigen, die Bestimmungen zu erfüllen.

Die italienische Aufsichtsbehörde sah sich dazu veranlasst, die Eigenmittelanforderungen für Versicherer zu lockern. Italienische Versicherer haben demnach die Möglichkeit, Abschreibungen auf Staatsanleihen hinauszuzögern und so einen Solvenzkapital mindernden Effekt zu vermeiden. Die Massnahme wurde Ende September angekündigt, als die Zinsen von italienischen Staatsanleihen zwar bereits gestiegen, aber noch weit niedriger als derzeit gewesen waren.

Inflation und Zinsen

Einst als risikofreie Anlage geschätzt, sind Staatsanleihen inzwischen, so scheint es, zu einem ertragsfreien Risiko geworden: Die Zinsen für Staatsanleihen vieler europäischer Staaten sind markant gestiegen, deren Preise entsprechend gefallen. Der Kreis der Staaten, der als uneingeschränkt kreditwürdig eingeschätzt wird, ist immer kleiner geworden.

Spanien war kürzlich gezwungen, doppelt so hohe Zinsen wie noch im Vormonat zu zahlen. Italien musste am 29. November einen Zins von 7.56% zahlen für eine Anleihe und konnte damit EUR 7.5 Mrd. platzieren. Bei einer Auktion konnte Deutschland nur etwa zwei Drittel des angebotenen Volumens von EUR 6.0 Mrd. platzieren. Die Nachfrage nach der Anleihe reichte damit nicht aus, um das Angebot zu befriedigen. Angesichts des hohen Volumens, welches europäische Staaten emittieren müssen, besteht die Gefahr, dass die Zinsen weiter ansteigen bzw. die Nachfrage nicht ausreichen wird, um das Angebot zu befriedigen.

Markterwartungen können eine grosse Wirkung auf die finanzielle Stabilität eines Staates haben. Wenn die Märkte die Kreditwürdigkeit eines Staates in Frage stellen und die Zinsen dadurch in die Höhe getrieben werden, läuft der Staat ein immer grösser werdendes Refinanzierungsrisiko. Selbst solvente Länder könnten auf Grund von Liquiditätsengpässen in die Zahlungsunfähigkeit getrieben werden.

Staaten emittieren regelmässig Anleihen, um ältere Schuldverschreibungen abzulösen – ein Vorgehen, das als „Rollen der Schulden“ bezeichnet wird. Falls es nun unmöglich würde, Neuemissionen zu vernünftigen Zinsen auszugeben, so können die in derselben Zeitspanne fällig werdenden Anleihen nicht mehr gerollt werden. Die Rückzahlung fällt aus, und die Regierung wird gezwungen, ein Zahlungsmoratorium (Staatsbankrott) zu erklären und/oder mit Gläubigern eine Restrukturierung der Schulden auszuhandeln.

Die Inflationsraten sind moderat. Im Euro-Raum liegt die Inflationsrate bei 3.0% und damit über dem Zielwert der EZB. Angesichts der sich abschwächenden Konjunktur ist jedoch mit einem Rückgang der Inflation zu rechnen. Am 3. November hat die EZB den Leitzins um 25 Basispunkte auf 1.25% gesenkt.

In der Schweiz liegt die Inflationsrate bei -0.1%. Die SNB hat angekündigt, den am 6. September festgelegten Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro mit aller Konsequenz durchzusetzen und unbeschränkt Devisen zu kaufen. Sie strebt einen Dreimonats-Libor bei Null an.

Risiken

Die europäische Schuldenkrise ist derzeit der alles dominierende Risikofaktor. Der kurzfristige Refinanzierungsbedarf der Staaten wie auch der Banken ist enorm. Da Investoren selbst bei deutschen Bundesanleihen die Nase rümpfen, ist es fraglich, wie weit beispielsweise Italien oder Spanien in der Lage sein werden, ihre Schulden zu refinanzieren. Angesichts der Finanzierungslücke und der immer kürzer werdenden Finanzierung ist das Risiko des Ausfalls einer Bank zudem erhöht.

Der Ausfall eines Staates könnte zum Auseinanderbrechen des europäischen Währungsraums führen, muss es aber nicht. Niemand kann sagen, wie eine weitere Verschärfung der europäischen Krise zu bewerten wäre und welche Konsequenzen ein Auseinanderbrechen des europäischen Währungsraums haben würde. Die dazu im Umlauf befindlichen Szenarien können nicht fundiert sein, da es keine verlässlichen Vergleichswerte gibt.

Vieles spricht jedoch dafür, dass die Auswirkungen einer weiteren Verschärfung der Krise auf das globale Finanzsystem und die Realwirtschaft erheblich sein würden.

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

07. Dezember 2011