

Fokus Volkswirtschaft

Nr. 9, 8. November 2012

Wege aus der Eurokrise: Wachstum braucht Finanzierung

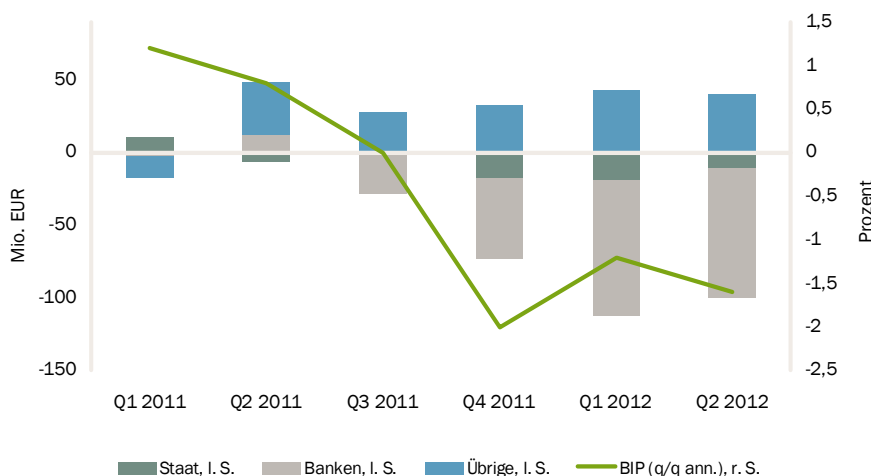
Autor: Dr. Jörg Zeuner, Telefon 069 7431-2931, research@KfW.de

Rezessionen in den Reformländern erschweren die Konsolidierung. Die Kapitalabflüsse aus diesen Ländern sind eine wesentliche Ursache für das Schrumpfen der Volkswirtschaften. Dringend notwendige Fremdfinanzierung für Unternehmen und Investitionen fehlt. Die Umkehr der Kapitalströme und eine bessere Kreditversorgung der Privatwirtschaft würden das Wachstum fördern.

Die Eurokrise hat viele Ursachen. Die Rezessionen haben neben der Konsolidierung aber vor allem einen zweiten wesentlichen Auslöser: die plötzliche Abkehr vieler Investoren und Banken von den Unternehmenssektoren der heutigen Reformländer (Grafik 1a). Die fehlende Finanzierung zwingt die Unternehmen zur Einstellung von Investitionsvorhaben und Entlassungen. Beschäftigte und Arbeitslose schränken ihren Konsum ein, die Volkswirtschaften schrumpfen (Grafik 1b).

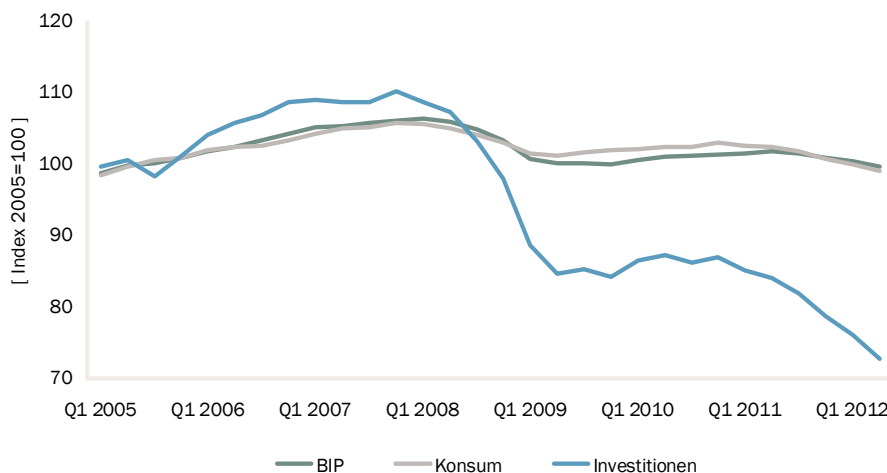
Der Vertrauensverlust der Kapitalgeber hat zwei Hauptgründe: (i) Die Reformstaaten sind schwach. In Irland und Spanien führte das Platzen der Immobilienblasen in die Instabilität. Vor der Krise erfüllten beide Volkswirtschaften die Maastricht-Kriterien. Italiens Wachstum (rund 1 % jährlich von 2002–2006) war zu schwach und die Schuldenquote (rund 120 % des BIP im Jahr 2009) zu hoch, um den plötzlichen Renditeanstieg langfristig aus Steuereinnahmen finanzieren zu können. Die Schuldenfähigkeit des Staates geriet in Zweifel. Griechenland und Portugal fehlten Haushaltsdisziplin und Wettbewerbsfähigkeit. In fast allen Ländern waren die Lohnstückkosten im Rückblick zu hoch. (ii) Es gab keinen europäischen Mechanismus,

Grafik 1a: Spanien – Nettokapitalimporte in Mio. EUR und BIP-Wachstum in Prozent



Quelle: Banco de España, Eurostat, eigene Berechnung

Grafik 1b: BIP / Konsum / Investitionen der Reformländer (o. GR)



Quelle: Eurostat, Datastream, eigene Berechnung

der für die Stabilität des Bankensystems in den Peripherieländern sorgen konnte. Der Eurozone fehlte ein schnell und reibungslos funktionierendes Krisenmanagementsystem (Grafik 2).

Im Gegensatz zu den Regierungen fehlt es der Privatwirtschaft in den Reformländern immer noch an Finanzierung.

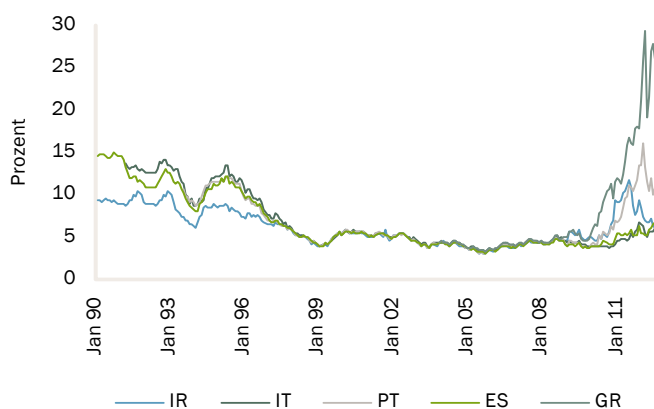
Die Regierungen der Programmländer Griechenland, Irland und Portugal erhalten finanzielle Hilfen von der Europäischen Union und dem Internationalen Währungsfonds. Italien und Spanien haben noch Kapitalmarktzugang, Irland und Portugal kehren in absehbarer Zeit an den Kapitalmarkt zurück. Das Anleihenkaufprogramm (OMT) der EZB dürfte vor allem institutionelle Investoren bald wieder in die Staatsanleihenmärkte der Reformländer zurücklocken. Viele von ihnen rollieren ihre auslaufenden Staatsanleihenpositionen in diesen Ländern derzeit zwar noch nicht. Die zuständigen Anlageausschüsse könnten diese Entscheidung aufgrund des OMT aber bald revidieren. Die Renditen sind attraktiv, das Risiko aufgrund der erwarteten EZB-Käufe im Krisenfall begrenzt. Im Gegensatz dazu erhalten die Banken in den Reformländern derzeit fast ausschließlich von der EZB Refinanzierung. Und selbst wenn Geld vorhanden ist, müssen viele Banken ihre Bilanzen aufgrund von Risikoüberlegungen verkürzen, anstatt sie zu verlängern. Kreditzinsen und Vergabestandards sind entsprechend prohibitiv für die Unternehmen, Neukredite für Wachstum fehlen. Der Abschwung reduziert die Kreditnachfrage zusätzlich (Grafiken 3a-c).

Die Rezessionen haben auch die Konsolidierungserfolge überschattet – vor allem in Griechenland.

Gemessen am geschätzten BIP für 2012 im ersten Hilfsprogramm weist vor allem Griechenland heute den Schuldenstand aus, den man nominal damals zum Ziel der Reformen gemacht hatte. Irland und Portugal konsolidieren noch erfolgreicher (Grafik 4). Auch dort sind die Kosten in Form von Wachstumseinbrüchen aber höher als erwartet.

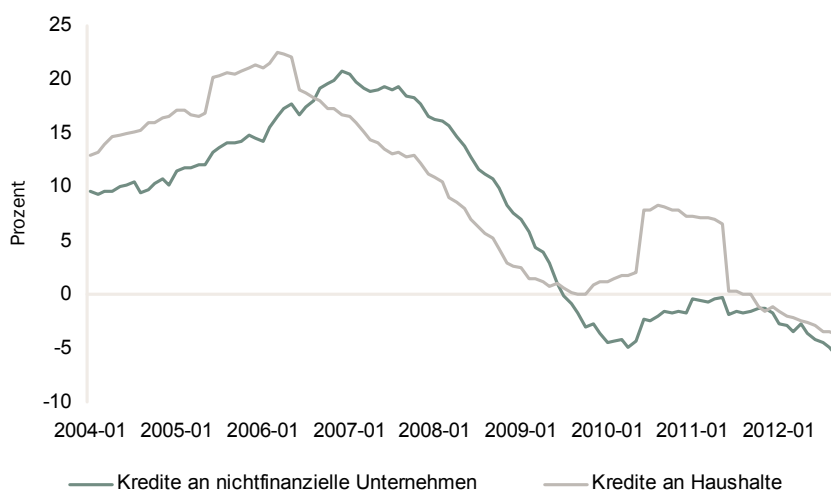
Erfreulicherweise sind auch die Leistungsbilanzdefizite auf dem Rückmarsch (Grafik 5). Dabei schadet die Mitgliedschaft in der Währungsunion weniger als erwartet. In Irland, Spanien und Italien werden die Exporte in diesem Jahr voraussichtlich wachsen. Gleichzeitig liefert die Mitgliedschaft in der Eurozone den Reformländern

Grafik 2: Zinsen Staatsanleihen (10 Jahre) in Prozent



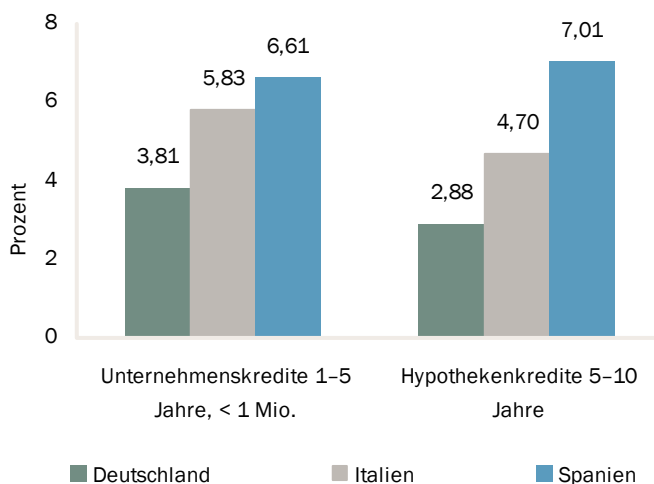
Quelle: Datastream

Grafik 3a: Kreditvergabe GIIPS-Banken in Prozent



Quelle: Datastream

Grafik 3b: Zinsen für Unternehmenskredite / Hypothekenkredite in Prozent



Quelle: EZB, Feri

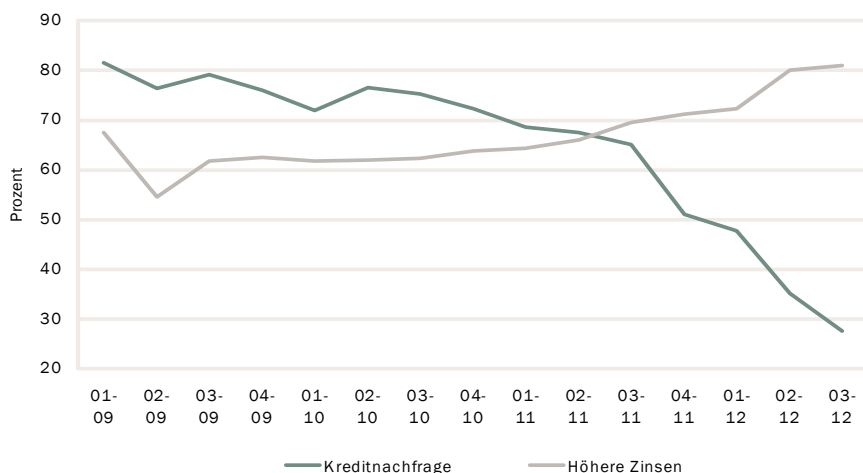
Stabilität. Sie dürfte in erster Linie eine Panik unter den inländischen Sparern bisher verhindert haben.

Eine wichtige Voraussetzung für nachhaltiges Wachstum ist die Bereitstellung von Finanzierung für Unternehmen, Exporte und Investitionen. Kapitalzuflüsse helfen Rezessionen schneller zu überwinden. Das Beispiel Korea zeigt diesen Zusammenhang eindrücklich (Grafik 6). Für die Reformländer ergeben sich mehrere Möglichkeiten diesem Beispiel zu folgen: Die mutige Politik der EZB im September schaffte die erste Voraussetzung für Nettokapitalzuflüsse in der Zukunft. Der schrittweise Umbau der Eurozone sollte das Vertrauen weiter stärken. Staatliche Partnerschaften mit privaten ausländischen Investoren zur Finanzierung von Infrastruktur (sog. Private Public Partnerships) könnten zu zusätzlichen Kapitalzuflüssen führen. So könnten in den Reformländern die öffentlichen Investitionen trotz Haushaltskonsolidierung auch wieder steigen; die Mittel würden effizient eingesetzt.

Im September hat die Politik von EZB und Europäischer Union noch keine positiven Spuren an den Kreditmärkten hinterlassen. Das Volumen der ausstehenden Kredite an europäische private Nichtbanken ist noch einmal deutlich gefallen. Hier die Trendumkehr zu schaffen, wäre erfolgreiche Wachstumsförderung. Ein möglicher Weg: Neue Kanäle für Export-, Unternehmens- und Investitionskredite aus dem Ausland zu europäischen Zinskonditionen. Die Mittel müssten größtenteils von Akteuren außerhalb der Reformstaaten zur Verfügung gestellt werden. Sie könnten durch geeignete Besicherungsinstrumente – z. B. aus EU-Mitteln – unterlegt werden und damit das Investoreninteresse unterstützen. Nur so gelänge eine Refinanzierung zu niedrigen Zinsen, die dann an die Unternehmen weitergegeben werden könnten.

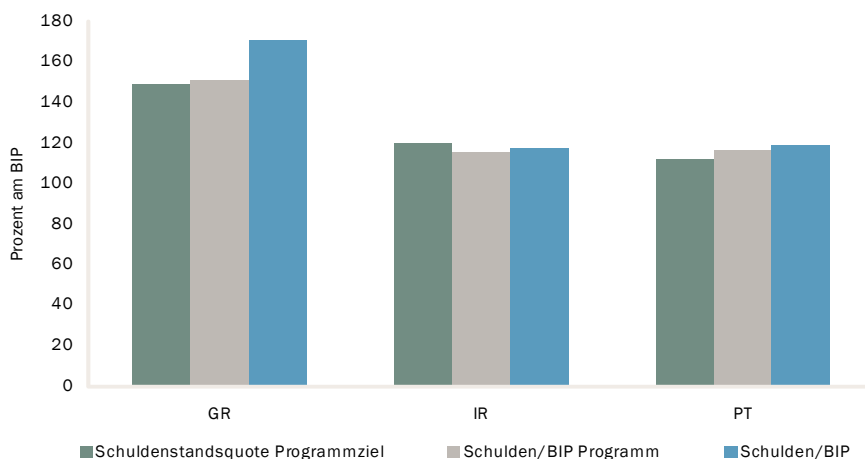
Bei der Auswahl der Unternehmen helfen die Erfahrungen aus der deutschen Mittelstands- und Gründungsfinanzierung. Um ineffiziente Strukturen nicht zu zementieren, sollten vor allem wettbewerbsfähige Unternehmen finanziert werden, die den größten volkswirtschaftlichen Nutzen in Form von Wachstum, Innovation und Beschäftigungssicherung bringen. Das sind oft Unternehmen mit folgenden Merkmalen: (i) überdurchschnittlicher Internationalisierungsgrad (Exportquote und/oder Aus-

Grafik 3c: Anteil an KMU in Spanien, die Kredit nachfragen und von höheren Fremdkapitalkosten (Zinsen) betroffen sind



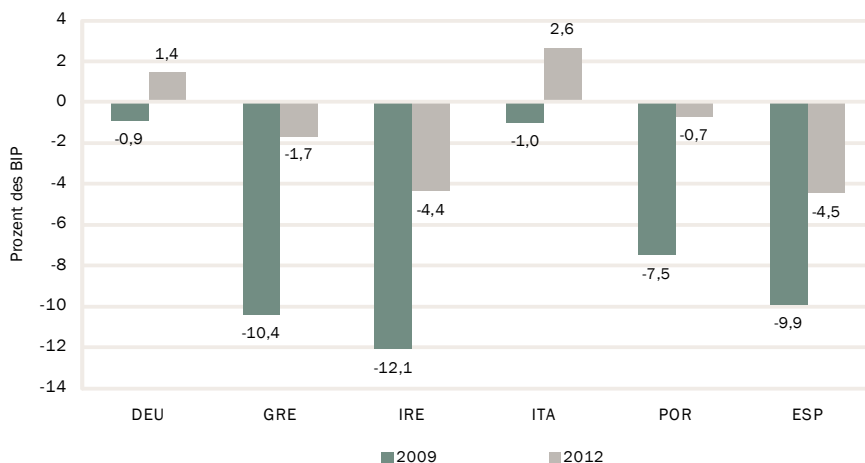
Quelle: Cámaras (span. Handelskammer), Irish Small and Medium Enterprises Association (ISME)

Grafik 4: Konsolidierungsergebnisse 2012 in Prozent am BIP



Quelle: IWF, eigene Berechnungen

Grafik 5: Leistungsbilanzsalden in Prozent des BIP



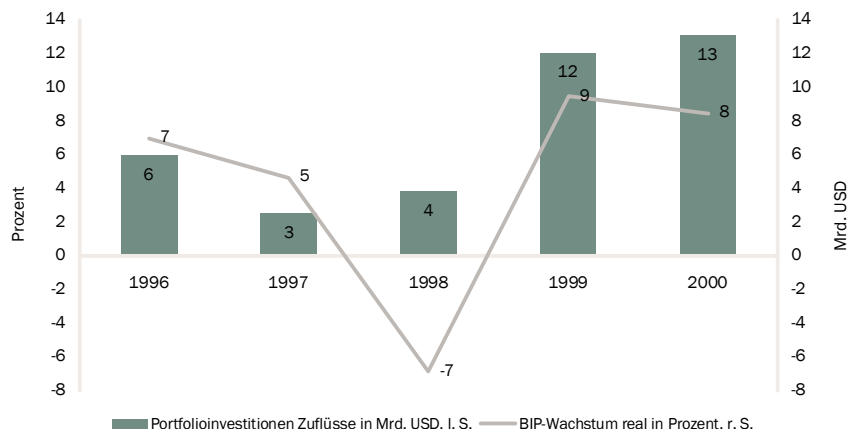
Quelle: World Economic Outlook

landsumsatz), (ii) überdurchschnittlicher Innovationsgrad (FuE-Aktivitäten der letzten drei Jahre, neue Produkte oder Prozesse), (iii) hohe Produktivität, (iv) gesunde Finanzierungsstruktur (Eigenkapitalausstattung und Verschuldungsgrad) und (v) eine zukunftsfähige strategische und organisatorische Ausrichtung (z. B. Vertriebsstruktur, Nachfolgeplanung, strategische Allianzen). Eine finanzielle Unterstützung entwicklungschwacher aber arbeitsintensiver Unternehmen kann für die Sicherung von Arbeitsplätzen ebenfalls sinnvoll sein, sollte sich aber vor allem arbeitsmarktpolitischer Instrumente bedienen.

Fazit

Die wirtschaftspolitischen Bemühungen der Reformländer mussten in den letzten Jahren das Einfrieren der Kredit- und Kapitalmärkte verkraften und sich auf eine radikale Anpassung der Realwirtschaft an schwierige Finanzierungsbedingungen konzentrieren. Der Einbruch der privaten Nettokapitalzuflüsse aus dem Ausland erschwert seit Beginn der Krise den Kurs von Staat und Wirtschaft in den Reformstaaten. Die Folge: ein deutlicher Abbau der Defizite im Staatshaushalt und in der Leistungsbilanz, weniger Neukredite und ein deutlicher Rückgang der Beschäftigung.

Grafik 6: Korea – BIP-Wachstum in Prozent und Portfoliozuflüsse in Mrd. USD



Quelle: Weltbank, World Development Indicators, www-database October 2012

Der schmerzhafte Prozess der Anpassung ist mittlerweile sehr weit fortgeschritten. Setzt sich der Anpassungsprozess im derzeitigen Tempo und ohne negative externe Einflüsse fort, dürften die makroökonomischen Ungleichgewichte – gemessen an Leistungsbilanz, Haushaltsdefizit und Lohnstückkosten – bald beseitigt sein.

Eine wichtige Voraussetzung für positive Wachstumsraten ist die Bereitstellung von Finanzierung. Die Erfahrungen der Asienkrise zeigen: eine Umkehr der Kapitalströ-

me zu angemessenen Konditionen hilft, Rezessionen zu beenden. Dazu einen Beitrag zu leisten ist Erfolg versprechende Wirtschaftspolitik. Strukturreformen müssen für die Nachhaltigkeit der gemachten Anstrengungen sorgen. ■