

Fokus

Volkswirtschaft

Nr. 36, 13. November 2013

Irland: Rückkehr mit Risiken

Autoren:

Sören Karau

Barbara Richter, Telefon 069 7431-8221,

Stephanie Schoenwald, Telefon 069 7431-6446, research@KfW.de

Nach drei Jahren der Refinanzierung durch ein Hilfspaket des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der EU schickt sich Irland an, Anfang 2014 als erstes der Programmländer der Eurozone an den Kapitalmarkt zurückzukehren. Es wird ihm wohl gelingen. Der keltische Tiger gilt weithin als Musterschüler der Troika, der die strengen Konsolidierungsvorgaben vorbildlich umsetzt.

Erste Gehversuche am Kapitalmarkt stießen bei Investoren auf Wohlwollen und die Zinsen sind stark zurückgegangen. Irlands Wirtschaft ist jedoch noch immer von der Bankenkrise gekennzeichnet, die das Land 2007/08 unverhofft traf und in einer Staatsschuldenkrise mündete. Daher hängt auch die Nachhaltigkeit der Rückkehr an die Finanzmärkte davon ab, ob das Bankensystem die Altlasten hinter sich lassen kann. Springt die Wirtschaft an, dürfte die Solvenz des irischen Staates sichergestellt sein. Bleibt die erhoffte Erholung aber aus, könnte aus einer gefeierten Rückkehr an den Kapitalmarkt ein Rückfall in die Abhängigkeit neuerlicher Hilfszahlungen werden.

Ende September 2010 platzierte Irland seine vorerst letzte Anleihe am Kapitalmarkt. Seitdem finanziert sich die grüne Insel vornehmlich über ein Hilfspaket des IWF und der EU. Der Konsolidierungskurs, auf den sich Irland in Absprache mit der Troika begeben hat, sollte es dem Land ermöglichen, das Vertrauen internationaler Investoren zurückzugewinnen und dauerhaft wieder Zugang

zum Kapitalmarkt zu erlangen. Mit dem Auslaufen des Hilfspakets Anfang 2014 möchte sich Irland wieder vollständig bei privaten Investoren refinanzieren und die Finanzkrise endlich hinter sich lassen.

Rückblick: Eine Bankenkrise wird zur Staatsschuldenkrise

Ihren Ursprung hatte die irische Finanzkrise in einer exzessiven Ausweitung des Kreditgeschäfts der Banken im Immobilienmarkt. Als die Hauspreise 2007 zu fallen begannen, gerieten die Banken mangels ausreichender Rückstellungen in Bedrängnis. Der irische Staat – im Glauben es handele sich vornehmlich um eine Liquiditäts- und keine Solvenzkrise – sprach Garantien für sechs der größten Banken des Landes aus, die ihn über 64 Mrd. EUR (39 % des Bruttoinlandsprodukts 2012, BIP) kosten und erst im März 2013 auslaufen sollten. Die Rekapitalisierung einiger großer Banken brachte diese zum Teil unter staatliche

Kontrolle, die irische Regierung aber selbst in Finanznot. Mit dem IWF und der EU wurde 2010 ein Rettungspaket in Höhe von 85 Mrd. EUR (54 % des BIP 2010) vereinbart, Irland verpflichtete sich im Gegenzug zu Konsolidierungsmaßnahmen in Höhe von 15 Mrd. EUR (10 % des BIP 2010).

Konsolidierung im Zeitplan, vorsichtige Rückkehr an den Kapitalmarkt bereits gelungen

Erste Erfolge sind erkennbar. So konnte Irland bereits im Jahr 2012 die Stimmung am Kapitalmarkt testen und platzierte Schuldscheine im Wert von mehr als 12 Mrd. EUR (7 % des BIP 2012). Als großer Erfolg gilt die Begebung einer zehnjährigen Anleihe über 5 Mrd. EUR im März 2013 – zunächst waren lediglich drei geplant, Gebote bestanden für zwölf Mrd. EUR.¹ Vorausgegangen war bereits die Platzierung von 2,5 Mrd. EUR, sodass der Refinanzierungsbedarf Irlands für 2014 laut Angaben des Finanzministeriums bereits gedeckt ist. Damit konnte ein befürchtetes „funding cliff“ vermieden werden, die Refinanzierung einer milliardenschweren im Januar 2014 auslaufenden Anleihe, die als wesentliches Hindernis einer baldigen vollständigen Rückkehr an den Kapitalmarkt galt.

Grafik 1: Rendite 10-jähriger irischer Staatsanleihen

Bis 14. März 2013 Oktober-2020-Anleihe, ab 15. März 2013 März-2023-Anleihe (in Prozent)



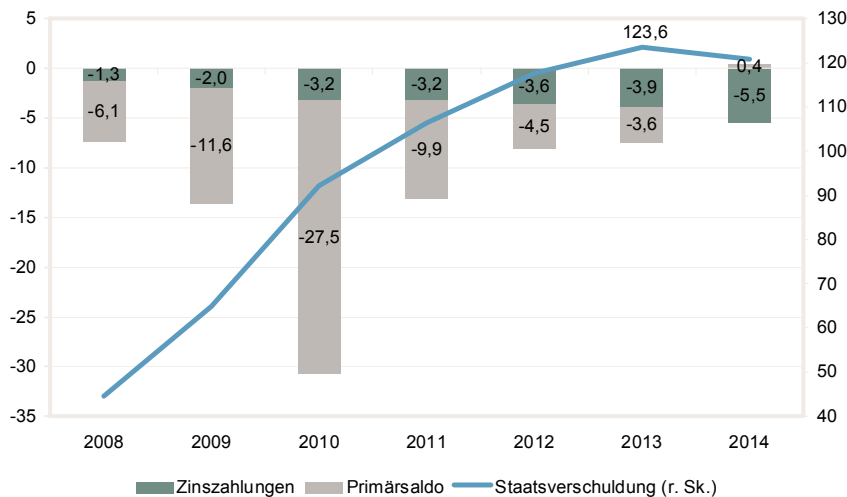
Quelle: Bloomberg

Aber nicht nur die erfolgreiche Platzierung erster Anleihen macht Mut, auch die Zinsentwicklung ausstehender irischer Staatsanleihen gibt Anlass zum Optimismus (siehe Grafik 1). So haben sich die Renditen seit dem Höhepunkt der Krise Mitte 2011 kontinuierlich verringert, der Spread zu zehnjährigen deutschen Bundesanleihen schrumpfte bereits im Sommer 2013 auf gut 200 Basispunkte zusammen. Zwar hat auch das OMT-Versprechen Mario Draghis im Sommer 2012 seinen Anteil an der Entwicklung – ist die Einengung der Spreads zu Bundesanleihen doch auch bei anderen Peripheriestaaten zu beobachten –, doch sind die Ursachen auch bei Irland selbst zu suchen.

Zunächst wäre da der Konsolidierungskurs, der bislang vorbildlich umgesetzt worden ist (siehe Grafik 2). Zwar war auch im Jahr 2012 das Defizit mit 8,2 % des BIP immer noch sehr hoch, jedoch deutlich unter der Vorgabe der Troika von 8,6 %. Insbesondere hohe Steuereinnahmen sorgten für Erleichterung und bescherten unerwartete Mehreinnahmen, die auch die Budgets der folgenden Jahre entlasten werden. Auch im Jahr 2013 sind weiter Fortschritte zu vermelden und das Defizit wird unter der im Programm gesetzten Grenze bleiben. Das Finanzministerium plant bereits 2014 erstmals wieder einen Primärüberschuss zu erzielen und erneut die Defizitgrenze der Troika einzuhalten.

Grafik 2: Staatsdefizit und -verschuldung

Anteil am BIP (in Prozent)



Quelle: Eurostat, IWF

Die Entwicklung der Arbeitslosigkeit dürfte die weitere Konsolidierung zusätzlich erleichtern. Im September 2013 lag die Arbeitslosenquote bei 13,3 % und damit bereits zwei Prozentpunkte unter dem Höchststand während der Krise.

Das Investorenvertrauen spiegelt aber auch die erfolgreichen Verhandlungen des irischen Finanzministers Michael Noonan mit der Europäischen Zentralbank (EZB) im Frühjahr 2013 wider. Er erreichte die Erlaubnis, die so genannten Promissory Notes, die jährliche milliardenschwere Zahlungsverpflichtungen nach sich zogen, in langfristige Staatsanleihen umzutauschen. Weil diese erst ab

dem Jahr 2038 bedient werden müssen, wird der Staatshaushalt in den kommenden zehn Jahren um gut 20 Mrd. EUR (12 % des BIP 2012) entlastet.² Einen weiteren Anteil an der komfortablen Schuldensituation hat ein zweiter Deal Noonans: Er erreichte eine Laufzeitverlängerung der ausstehenden EFSM- und EFSF-Kredite um sieben Jahre, und vermeidet so allein für 2014 mehr als 5 Mrd. EUR an Rückzahlungsverpflichtungen. Auch steigt mit der Vereinbarung die durchschnittliche Restlaufzeit der irischen Staatsschulden auf komfortable zwölf Jahre, deutlich mehr als der EWU-Durchschnitt von gut sieben Jahren.

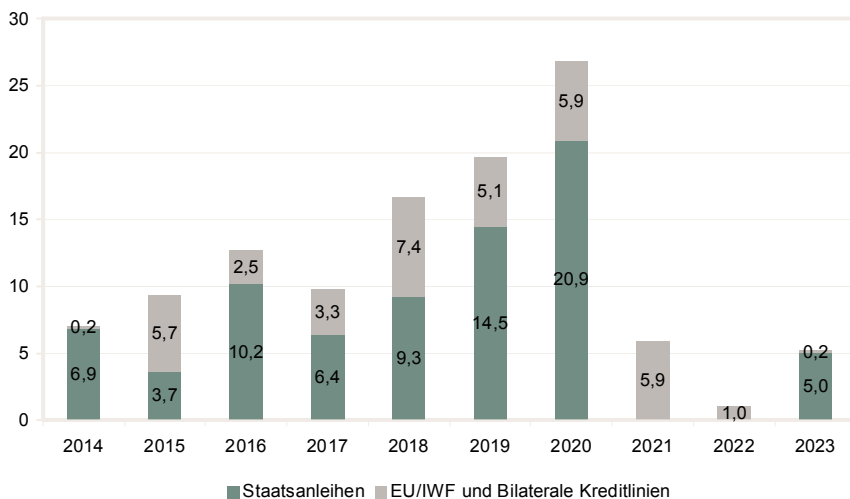
Schuldentragfähigkeit noch nicht gesichert

Trotz dieser Erfolge ist die Nachhaltigkeit der Rückkehr Irlands an den Kapitalmarkt nicht vollständig gesichert. So wird die grüne Insel nur dann langfristig auf eigenen Beinen stehen können, wenn Investoren Vertrauen in die Schuldentragfähigkeit zurückgewinnen. Diese wird zunächst von höheren erwarteten Refinanzierungskosten in den kommenden Jahren belastet. Sind 2014 und 2015 Rückzahlungen von jeweils unter 10 Mrd. EUR fällig, steigen die zu refinanzierenden Schulden ab 2018 stark an und erreichen 2020 knapp 27 Mrd. EUR (17 % des BIP 2012) (siehe Grafik 3).

Ob Irland diese erwarteten Mehrausgaben finanzieren können, hängt letztlich von einer entscheidenden Stellgröße

Grafik 3: Laufzeitenprofil der langfristigen Schulden des irischen Staates

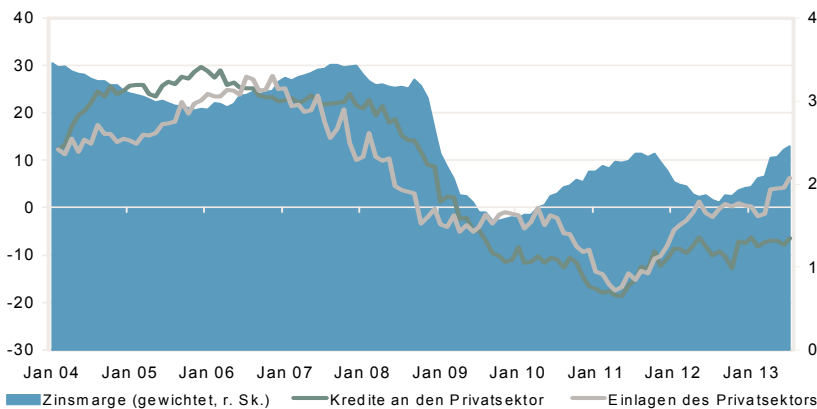
(in Mrd. EUR)



Quelle: NTMA

Grafik 4: Ausstehende Volumina von Einlagen und Krediten, Zinsmarge

Wachstumsrate ggü. Vorjahr (Kredite und Einlagen, in Prozent) bzw. gewichtete Zinsdifferenz (Zinsmarge, in Prozentpunkten)



Quelle: irische Zentralbank

ab: dem Wachstum. Sowohl der IWF als auch das irische Finanzministerium gehen davon aus, dass der Schuldenstand gemessen am BIP bereits in diesem Jahr mit 123 % seinen Höhepunkt erreicht. Dem liegt allerdings die Annahme zu Grunde, dass Irlands Wachstum mehr und mehr an Fahrt gewinnen und 2015 Werte von 2,5 % pro Jahr erreichen (IWF) oder sogar überschreiten (Finanzministerium) wird.

Jüngste Konjunkturdaten geben jedoch Anlass zur Skepsis. Die EU-Kommission senkte jüngst die Wachstumsprognose für das Jahr 2013 auf nur noch 0,3 %, und auch das Wachstum im Vorjahr lag mit 0,2 % deutlich niedriger als zunächst errechnet. Sollte das Wachstum der nächsten Jahre geringer ausfallen als prognostiziert, könnte die Schuldendynamik kippen: Der IWF geht davon aus, dass bei einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von nur 1 % das Verhältnis von Schulden zum BIP bereits auf einen nicht nachhaltigen Pfad geraten würde.

Bankensystem als Achillesferse

Ein weiteres wesentliches Risiko für die Schuldentragfähigkeit sieht der IWF in möglichen Belastungen aus der Restrukturierung des Bankensystems. Dabei handelt es sich um potenzielle Altlasten aus der Bankenkrise, die erneut den Staatshaushalt belasten könnten. Sollten etwa die Veräußerungsgewinne der staatlichen Bad Bank NAMA (National Asset Management Agency) niedriger ausfallen als geplant oder die Ergebnis-

se eines für Anfang 2014 anstehenden neuerlichen Bankenstresstests erheblichen zusätzlichen Kapitalbedarf anzeigen, könnte sich der Staat gezwungen sehen, erneut Milliarden nachzuschließen.

Eine Bestandsaufnahme der Lage des Bankensystems ist daher für die nachhaltige Rückkehr an den Kapitalmarkt zentral. Die Verfassung der Banken entscheidet unmittelbar, ob der Staat durch erneut nötige Kapitalspritzen belastet wird. Auch ist ein gesundes Bankensystem über eine anspringende Kreditvergabe eine notwendige Voraussetzung für die wirtschaftliche Erholung, die wiederum die Schuldentragfähigkeit sichert.

Der Anpassungsprozess im irischen Bankensystem ist noch nicht abgeschlossen. Die Profitabilität ist noch nicht wieder hergestellt, die Banken bauen nach wie vor ihre Kreditportfolios ab und die Bilanzen der sechs von der staatlichen Garantie betroffenen Banken sind zwischen Ende 2010 und Mitte 2013 um 37 % geschrumpft. Allerdings verringerte sich mit dem Schrumpfungsprozess auch die Abhängigkeit von EZB-Kreditlinien. Diese hatten im Januar 2011 noch 93 Mrd. EUR betragen, fielen bis Mai 2013 aber auf knapp 36 Mrd. EUR.³

Auch die Refinanzierungsbedingungen der Banken haben sich verbessert. So konnte beispielsweise die Bank of Ireland im März 2013 eine fünfjährige Anleihe von 500 Mio. EUR zu nur 2,75 %

herausbringen, während der Zins vier Monate vorher noch bei etwa 3,13 % gelegen hatte. Zudem halten irische Sparer wieder mehr Einlagen bei den Banken, was zu sinkenden Einlagenzinsen und damit steigenden Zinsmargen führt (siehe Grafik 4). Zusammen mit der weiter schrumpfenden Kreditvergabe sorgen die steigenden Einlagen zudem für eine Normalisierung der Loan-to-Deposit Ratios der Banken, die vor der Krise mit bis zu 220 % aus dem Ruder gelaufen waren.

Ein wesentlicher Grund für das anhaltende Schrumpfen der Kreditvergabe ist der große Anteil notleidender Kredite auf den Bilanzen der Banken. Dieser ist 2013 nochmals angestiegen und lag in der ersten Hälfte 2013 bei über 26 % der ausstehenden Kredite (zum Vergleich: Griechenland: 29 %, Spanien: 12,2 %).

Insbesondere auf dem Hypothekenmarkt geraten Schuldner zunehmend in Verzug, so ist der Anteil der notleidenden Hypothekensumme seit Krisenbeginn kontinuierlich angestiegen und lag im Juni 2013 bei über 17 % (zum Vergleich: Spanien: 5,2 %). Eine stützende Wirkung könnte von einer Erholung der Hauspreise ausgehen. Diese hatten sich seit September 2007 etwa halbiert und treten seit Januar 2012 auf der Stelle. Am aktuellen Rand lässt sich allerdings eine Aufwärtsdynamik ausmachen, die – von der Hauptstadt Dublin getrieben – eine Entspannung andeuten könnte. Entsprechend ist auch die Zahl der Hypotheken mit weniger als 90 Tage im Verzug jüngst leicht gesunken.

Ein zweifaches Problem stellen die weit verbreiteten Tracker Mortgages dar. Bei diesen Hypotheken ist der Kreditzins an den EZB-Leitzinssatz gekoppelt. Derzeit ist der Leitzins so niedrig, dass er unter den Einlagezinsen liegt und so die Margen der Banken belastet. Wenn sich die Eurozone erholt und der Leitzins angehoben wird, drohen jedoch weitere Hypothekenausfälle, wenn die irische Wirtschaft bis dahin noch nicht genug Schwung hat, um für ausreichende Einkommen der Hypothekenschuldner zu sorgen.

Die Banken sträuben sich bisher, Verluste aus Hypothekengeschäften abzuschreiben. Deshalb hat die Zentralbank

den Banken aufgegeben, einem bestimmten Anteil der säumigen Schuldner tragfähige Umschuldungen zu unterbreiten. Um den Druck zu erhöhen, sollen künftig auch feste Zielwerte für abgeschlossene Umschuldungen hinzukommen, bei deren Nichteinhalten die Banken die Hypothekenschulden abschreiben müssen. Allerdings dürfte die Zentralbank auch zukünftig nicht allzu streng in ihren Vorgaben sein, würde sie sonst doch erneute Bankpleiten riskieren.

Größere Klarheit über die Qualität der Bankbilanzen dürfte nunmehr eine Bilanzprüfung bringen, die bis Ende November abgeschlossen sein soll sowie ein zweiter umfangreicher Stresstest, dessen Ergebnisse aber nicht vor März 2014 erwartet werden, da er methodisch an den EZB Asset Quality Review angelehnt werden soll.⁴ Der IWF zeigt sich

skeptisch und sieht noch hohe potenzielle Belastungen in den Bilanzen der Institute. Für den Fall, dass weiterer Kapitalbedarf besteht, sollte daher ein glaubwürdiger Backstop zur Verfügung stehen.

Ausblick: Noch nicht über dem Berg

Irland scheint vorerst das Vertrauen der Investoren wieder gewonnen zu haben. Die Konsolidierung verläuft nach Plan und die Übereinkünfte mit EZB und EU verschaffen dem Land zusätzlich Luft. Entsprechend große Vorschusslorbeeren hat das Land bei Investoren einfahren können. Die Zinsen sind stark gesunken, die Begebung erster Anleihen am Kapitalmarkt kann als großer Erfolg verbucht werden. Momentan deutet alles darauf hin, dass die Rückkehr an den Kapitalmarkt 2014 gelingen wird.

Ob diese allerdings nachhaltig sein und Irland nicht in der Zukunft erneut auf Hilfen angewiesen sein wird, hängt von der Erholung der irischen Wirtschaft und der Stabilität der irischen Banken ab. Sollte das Wachstum wie erhofft anspringen, dürfte sich auch die Situation der Banken stabilisieren und die Kreditvergabe ausgeweitet werden. Ein binnenwirtschaftlicher Wachstumsimpuls ist aber wiederum erst auf die Vergabe neuer Kredite angewiesen. Vor diesem Hintergrund und angesichts des hohen Exportanteils Irlands (109 % des BIP 2012) fällt der Blick auf die Haupthandelspartner im Ausland. Und so wird die Nachhaltigkeit der Rückkehr an den Kapitalmarkt nicht zuletzt von einer wirtschaftlichen Erholung in der restlichen Eurozone, dem Vereinigten Königreich und der USA abhängen. Ganz über den Berg ist Irland noch nicht. ■

¹ Für zwei fünf- und achtjährige Anleihen im Juli 2012 hatten Investoren noch eine (gewichtete) Rendite von 5,95 % gefordert.

² Als sich insbesondere die Anglo Irish Bank im Zuge der Finanzkrise außerstande sah, sich im Interbankenmarkt zu refinanzieren, versprach die irische Regierung über Schuldscheine (daher der Name „Promissory Notes“) jährliche Zahlungen an Anglo Irish zu leisten, damit diese mit einer solchen Garantie im Rücken Notfallkredite (Emergency Liquidity Assistance, ELA) der EZB in Anspruch nehmen konnte. Insgesamt gab die Regierung Promissory Notes i. H. v. 31 Mrd. EUR (19 % des BIP) aus, die Höhe der jährlichen Zahlungen sollte sich die ersten zwölf Jahre auf 3,1 Mrd. EUR pro Jahr (2 % des BIP) belaufen, hätten den Staatshaushalt also über Jahre massiv belastet und die Rückkehr an den Kapitalmarkt erschwert.

³ Zusätzlich fielen mit der Auflösung des Anglo-Irish-Nachfolgerinstituts IBRC im Februar 2013 ELA-Hilfskredite i. H. v. etwa 40 Mrd. EUR weg. Damit hat sich die Nutzung von Eurosystem-Mitteln (EZB-Fazilitäten plus ELA-Kredite) insgesamt seit dem Höhepunkt Anfang 2011 von knapp 160 Mrd. EUR (98 % des BIP 2012) um gut 120 Mrd. EUR reduziert.

⁴ Im Rahmen des ersten Stresstests (des Prudential Capital Assessment Review, PCAR) hatte die irische Zentralbank 2011 einen zusätzlichen Kapitalbedarf von 24 Mrd. EUR für die drei untersuchten Banken (Allied Irish Bank, Bank of Ireland und Permanent TSB) festgestellt, woraufhin neue Kapitalspritzen des Staates folgten sowie regelmäßige Kapital- und Liquiditätsprüfungen durch die Zentralbank.