



Dr. Daniel Hartmann
Fundamentale Analyse

Eurokrise: Licht am Ende des Tunnels oder schleichendes Siechtum?

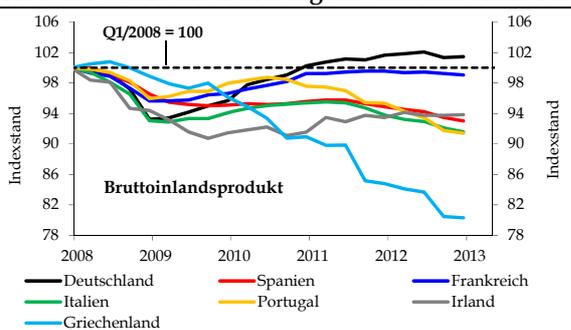
21. Juni 2013

www.bantleon.com

Der Euro – eine Totgeburt?

Die Eurozone befindet sich im 5. Jahr der Krise. Das Bruttoinlandsprodukt von Italien, Spanien, Portugal und Irland liegt Anfang 2013 6,0% bis 8,0% unter dem Vorkrisenniveau (2008), in Griechenland sind es sogar 20,0% – Tendenz (mit Ausnahme von Irland) weiter fallend (vgl. Abb. 1).

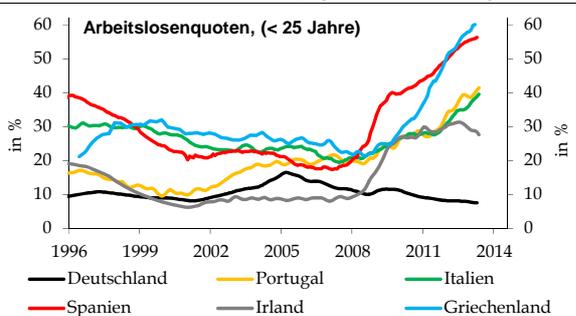
Abb. 1: Noch keine Befreiung aus dem Krisenmodus



Quellen: Eurostat, BANTLEON

Die Schwere der Krise zeigt sich unter anderem beim Erwerb langlebiger Konsumgüter wie Autos, deren Verkaufszahlen in den Südländern zwischen 2007 und Anfang 2013 um 50% bis 85% einbrachen. Insbesondere ist aber der Blick auf die Arbeitslosenraten schockierend, die Rekordhöchststände von teilweise über 25% (Spanien und Griechenland) erreicht haben. Die Jugendarbeitslosigkeit liegt gar zwischen 30% und 60% (vgl. Abb. 2).

Abb. 2: Das Drama der Jugendarbeitslosigkeit



Quellen: Eurostat, BANTLEON

Die Folge sind wachsende soziale Spannungen, die sich in einer zunehmenden Anzahl von »Wutbürgern« (*Beppe Grillo*) und politischen Regierungskri-

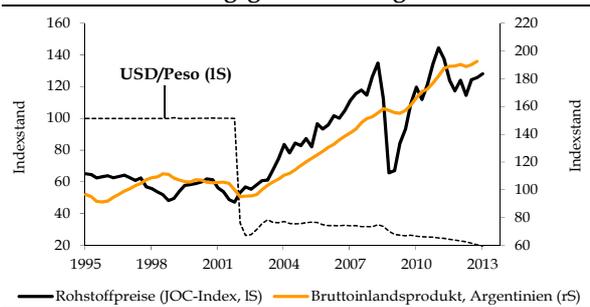
sen widerspiegeln. Ist der Euro zum Scheitern verurteilt oder müssen wir einfach noch etwas Geduld aufbringen?

Bleibt dem Süden nur der »Exit«?

Nicht wenige sehen für die Südländer weiterhin nur einen Ausweg aus der Misere: den »Exit« aus der Währungsunion, der eine kräftige externe Abwertung ermöglichen würde. Dass eine solche Strategie erfolgreich sein kann, zeigen historische Beispiele. So hatten etwa die skandinavischen Länder zu Beginn der 1990er Jahre nach einer schweren Banken- und Immobilienkrise ihre Anbindung an die DM aufgegeben und damit ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit innerhalb kürzester Zeit zurückerlangt. Was folgte, war ein Exportboom, der Skandinavien auf die Erfolgspur zurückführte.

Als jüngeres Beispiel liegt der Vergleich mit Argentinien auf der Hand, das seine nationale Währung (Peso) 1991 fest an den USD gebunden hatte. In den Folgejahren erlebte das Land einen Wirtschaftsboom, geriet dann aber 1998 (ähnlich wie die PIIGS-Länder 2008) in eine Leistungsbilanz- und Staatsschuldenkrise, die in eine tiefe Rezession und Ende 2001 schliesslich in den Staatsbankrott mündete. Die anschließende Wechselkursfreigabe, in deren Zug der Peso gegenüber dem USD um 72% abwertete, wirkte wie ein Befreiungsschlag (vgl. Abb. 3). Bereits Mitte 2002 begann die Wirtschaft wieder zu wachsen und nach lediglich drei Jahren erreichte das BIP das Vorkrisenniveau.

Abb. 3: Erfolgsgeschichte Argentinien?



Quellen: Ministerio de Economía y Finanzas, Bloomberg, BANTLEON

Umstritten bleibt allerdings, ob die Abwertung oder der gleichzeitig einsetzende Rohstoffboom die

massgebliche Treibkraft der Erfolgsgeschichte war. Überdies führt gerade das Beispiel Argentinens auch die negativen Seiten einer externen Abwertung vor Augen. So liessen sich ein Bank-Run und in der Folge der Zusammenbruch des Bankensystems nicht vermeiden. Ausserdem gingen private Schuldner mit Fremdwährungskrediten massenweise in Konkurs.

Mit Blick auf die Eurozone kommt hinzu, dass jeder Exit Ausstrahlungseffekte hervorruft, die den Bestand der gesamten Währungsunion gefährden. Das austretende Land selbst würde enorm an Glaubwürdigkeit verlieren. Ausserdem gibt es auch Beispiele für Länder, die sich mithilfe einer internen Abwertung aus einer schweren Banken- und Finanzkrise befreien konnten. Als aktuelle Vorbilder gelten die baltischen Staaten.

Lettland – Vorbild oder abschreckendes Beispiel?

Stärker noch als Südeuropa erlebte das Baltikum im vergangenen Jahrzehnt einen kreditgetriebenen Konsum- und Investitionsboom. Der Beitritt zum Europäischen Wechselkursmechanismus (WKM) im Jahr 2005 sorgte dabei für den letzten Kick – vor allem in Lettland. Am Vorabend der Finanzkrise (Ende 2007) wies dieses Land einen BIP-Zuwachs von 10%, einen Anstieg der Löhne um 20%, ein Wachstum der Bankkredite von über 40% und ein Leistungsbilanzdefizit von 22% des BIPs auf.

Nach der Lehman-Pleite brach das Wachstumsmodell in sich zusammen. Lettland kam nicht umhin, beim IWF, der EU und den nordischen Nachbarstaaten Ende 2008 einen Hilfskredit von 7,5 Mrd. EUR zu beantragen. Um sich aus der Krise zu befreien, setzte die lettische Regierung nicht auf eine externe Abwertung, sondern entschied sich bewusst für den beschwerlichen Weg der internen Abwertung. Bereits 2009 wurden die Löhne im öffentlichen Dienst um mehr als 20% gekürzt (vgl. Abb. 9).

Gleichzeitig musste der Bankensektor stabilisiert und das aus dem Ruder gelaufene Haushaltsdefizit (2009: -9,8% des BIPs) saniert werden. Um Letzteres zu erreichen, wurden drastische Konsolidierungsmassnahmen in Höhe von 11% des BIPs beschlossen (allen voran Kürzungen im Gesundheits- und Bildungsbereich). Mit dieser Strategie gelang es, den Vertrauensverlust aufseiten der Konsumenten und Unternehmen zu stoppen und ab Ende 2009 eine primär auf dem Export basierende Erholung einzuleiten, die bis heute anhält (vgl. Abb. 4).

Die Debatte über den »Erfolg« des lettischen Weges ist indes nicht abgeschlossen. Kritiker verweisen darauf, dass eine Abwertungsstrategie weniger volkswirtschaftliche Kosten verursacht hätte. Schliesslich brach das BIP zwischen Ende 2007 und

Mitte 2009 um knapp 25% ein (vgl. Abb. 4) und damit stärker als in Griechenland in 4 Jahren. Gleichzeitig schnellte die Arbeitslosenquote auf 21% und eine Auswanderungswelle wurde angeschoben.

Abb. 4: Lettland hat die Trendwende geschafft



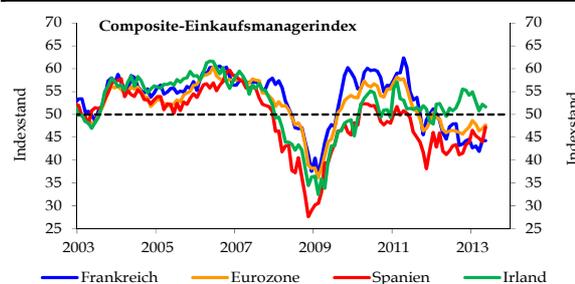
Quellen: Eurostat, BANTLEON

Die Befürworter des harten Sanierungskurses können anführen, dass Lettland seit 2011 wieder zur Wachstumsspitze gehört (BIP-Wachstum 2011: 5,2%, 2012: 5,4% und 2013: ca. 4,0%) und die Arbeitslosenquote mittlerweile auf 14,0% gefallen ist. Zudem ist die Haushaltssanierung weitgehend abgeschlossen (das öffentliche Defizit lag 2012 nur noch bei -1,2% des BIPs) und das Land wieder international kapitalmarktfähig – alle Rating-Agenturen stufen Lettland als »Investment-Grade« ein. Die Regierung verweist ausserdem darauf, dass einige Strukturformen unvermeidlich waren und das Land wieder eine klare Wachstumsperspektive besitzt. Das Mindeste, was sich sagen lässt: Lettland zeigt, dass eine Strategie der internen Abwertung in Kombination mit strikter Haushaltsdisziplin nicht zwangsläufig in eine Dauerrezession münden muss.

Comeback des keltischen Tigers?

Ein Euroland ist auf bestem Weg, den baltischen Staaten nachzueifern und damit zur ersten Erfolgsgeschichte der Eurozone zu avancieren: Irland.

Abb. 5: Irland über dem Durchschnitt



Quellen: Markit, BANTLEON

Der einstige »keltische Tiger«, der von der Immobilien- und Bankenkrise schwer gebeutelt wurde, befindet sich seit zwei Jahren in einer Stabilisierungsphase. Das Wachstum von 0,9% im Jahr 2012 (nach +1,4% 2011) nimmt sich zwar auf den ersten Blick bescheiden aus. Innerhalb der Eurozone war

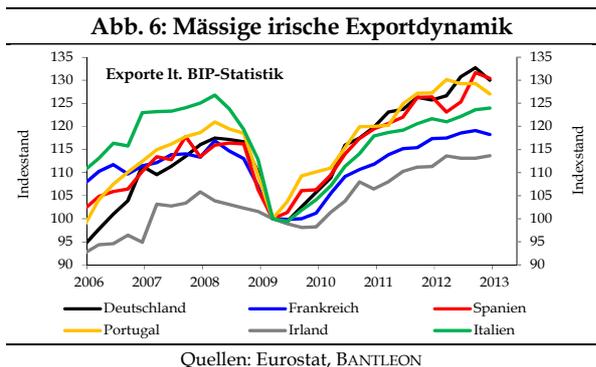
Irland damit jedoch (zusammen mit Estland und der Slowakei) Klassenbester. Die Ausnahmestellung zeigt sich auch in den Konjunkturbarometern. Der Composite-Einkaufsmanagerindex lag in den vergangenen 12 Monaten bei durchschnittlich 52,6 Punkten und damit erkennbar oberhalb der übrigen Länder (Eurozone 46,9 Punkte, vgl. Abb. 5). Anders als die restliche Peripherie feiert Irland auch erste Erfolge am Arbeitsmarkt: Die Arbeitslosenquote fiel seit Anfang 2012 von 15,0% auf 13,5%.¹

War die Erholung anfangs exportgetrieben, gibt es mittlerweile erste Wiederbelebenszeichen bei der Binnennachfrage. Die Investitionen in Maschinen und Anlagen legten 2012 sogar deutlich zu (+7,0%). Selbst am Immobilienmarkt scheint nach einem über 50%igen Preisverfall der Tiefpunkt in Reichweite – die Immobilienpreise in Dublin stiegen Anfang 2013 erstmals wieder an.

Damit Irland endgültig als Erfolgsgeschichte gewertet werden kann, muss insbesondere das Haushaltsdefizit (derzeit 7,5% des BIPs) noch stärker an die 3,0%-Marke herangeführt werden. Die Aussichten dafür sind günstig. Nicht zuletzt dank der jüngsten Massnahmen der irischen Regierung zur Umstrukturierung der Staatsschulden.²

Der irische Exporterfolg ist relativ

Das bessere Abschneiden Irlands im Vergleich zu den übrigen Peripherieländern wird in der Regel mit zwei Faktoren erklärt: der erfolgreichen Exportwirtschaft und der grösseren Flexibilität bei den Preisen und Löhnen. Beide Argumente halten aber einer genaueren Überprüfung nicht stand.

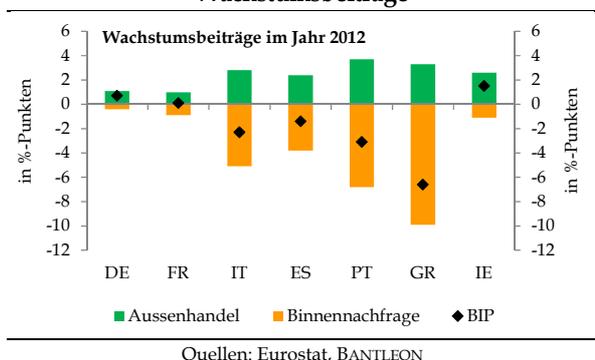


Was das Exportwachstum anbetrifft, schnitt Irland zwischen 2009 und 2012 im Vergleich der Euroländer sogar unterdurchschnittlich ab (vgl. Abb. 8). Die

¹ Der Rückgang des Erwerbepersonenpotentials half dabei. Aber auch die Arbeitslosenzahl sank seit Mitte 2012 von 325.000 auf 290.000.
² Vor allem die Liquidation der Reste der *Anglo Irish Bank* (IBRC) hat einen Umtausch von teuren, kurzlaufenden staatlichen Schuldversprechen (Promissory Notes) in langlaufende, billige Staatsanleihen ermöglicht.

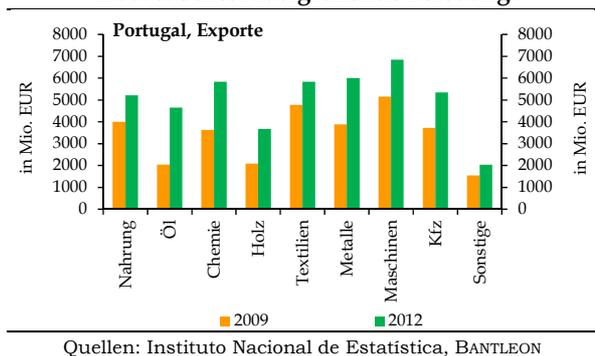
Exporte von Gütern und Dienstleistungen legten lediglich um knapp 15% zu, während es im Mittel der Eurozone 23% waren. Wesentlich dynamischer als in Irland wuchsen die Ausfuhren vor allem in Portugal und Spanien, die mit 27% bzw. 30% zur Spitzengruppe der Eurozone gehörten. Eine Erklärung für das mässige Abschneiden Irlands besteht in der Exportstruktur, die ihren Schwerpunkt in der nichtzyklischen Chemie- und Pharmaindustrie besitzt. Als Folge davon fiel einerseits der Absturz in den Jahren 2008/2009 weniger heftig aus. Umgekehrt verläuft die Belebung dafür aber auch träger.

Abb. 7: Der Aussenhandel leistete 2012 überall Wachstumsbeiträge



Dass der Export in Irland dennoch bedeutende Wachstumsbeiträge erzeugt, ist auf die hohe Exportquote (Exporte/BIP) zurückzuführen, die nahe 100% liegt und damit etwa dreimal so hoch ausfällt wie in Spanien und Portugal. Im Endeffekt lieferte der Aussenhandel in allen drei Ländern im Jahr 2012 ähnlich grosse Wachstumsbeiträge (vgl. Abb. 7).

Abb. 8: Sektorübergreifende Belebung



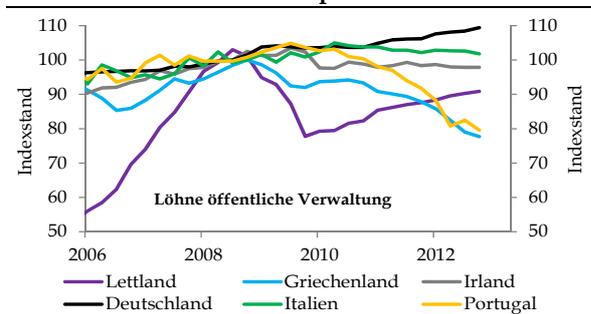
Warum verzeichneten gerade Spanien und Portugal so hohe Exportzuwächse? Zunächst blieb vielen iberischen Unternehmen angesichts der wegbrechenden Binnennachfrage gar nichts anderes übrig, als sich stärker dem Auslandsgeschäft zuzuwenden. Dies legt auch ein Blick in die sektorale Exportstruktur nahe. Abbildung 8 zeigt zum einen, dass die Südeuropäer weit mehr als nur Lieferanten von Zitrusfrüchten sind, sondern auch in den Kernbereichen des verarbeitenden Gewerbes prominent vertreten sind. Zum anderen wird deutlich, dass der

Trend zum Auslandsgeschäft sektorübergreifend erfolgte. Schliesslich ist aber noch ein weiteres Argument für den Exporterfolg relevant: In der preislichen Wettbewerbsfähigkeit holen die Länder gleichfalls auf.

Die Peripherie macht in Sachen Wettbewerbsfähigkeit Fortschritte

Den Bevölkerungen Lettlands und Irlands wurde viel Respekt für ihre Opferbereitschaft entgegengebracht. Den Auftakt der »Grausamkeiten« bildeten jeweils Lohnkürzungen bei Staatsbediensteten. So kündigte nach der lettischen auch die irische Regierung Ende 2009 harte Einschnitte in der öffentlichen Verwaltung an. Das durchschnittliche Lohnniveau sank dann gemäss den Daten von Eurostat 2010 immerhin um 4,0%. Den Südländern wird demgegenüber mangelnde Flexibilität attestiert. Die offiziellen Daten sprechen jedoch eine andere Sprache. Die Sparrunden in Griechenland und Portugal haben inzwischen zu kumulierten Kürzungen der staatlichen Löhne von über 20% geführt und damit lettische Verhältnisse erreicht (vgl. Abb. 9).

Abb. 9: Portugiesen und Griechen bringen hohe Opfer

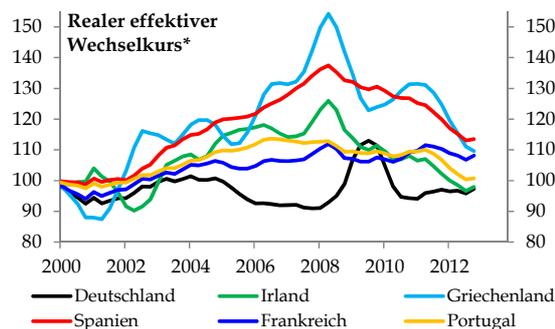


Quellen: Eurostat, BANTLEON

Zunehmend überträgt sich der Abwärtstrend auch auf die Industrielöhne. Mithin ist mit Ausnahme von Italien in ganz Südeuropa eine Trendwende bei den Lohnstückkosten beobachtbar. Dies zeigen verschiedene Indikatoren zur Messung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit. Ein besonders prominenter Massstab ist der reale effektive Wechselkurs auf Basis der Lohnstückkosten (vgl. Abb. 10). Hier werden zum einen die Entwicklung des Euros in Relation zu den wichtigsten Handelspartnern sowie die länderspezifische Lohnstückkostenentwicklung berücksichtigt. Demnach hat Irland seit 2009 real um über 20% »abgewertet«. Gleiches trifft aber auch auf Spanien und Griechenland zu, bei Portugal sind es immerhin 11%.

Alles in allem sind die Wettbewerbsnachteile, die sich in der Peripherie über Jahre aufgebaut haben, zwar noch nicht ganz verschwunden. Der Trend zeigt aber eindeutig in die richtige Richtung.

Abb. 10: Kräftige »Abwertung« in der Peripherie

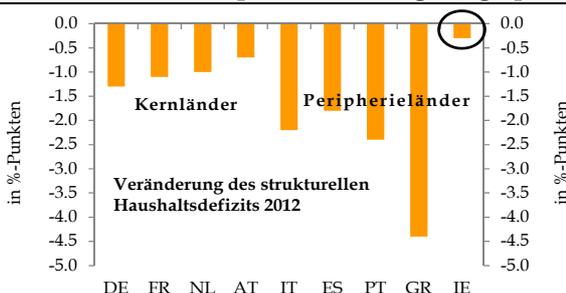


Quellen: EU-Kommission, BANTLEON
*auf Basis der Lohnstückkosten der Industrie

Die restriktive Fiskalpolitik hat Südeuropa ausgebremst

Wenn nicht mangelnde Lohnflexibilität und eine generelle Exportschwäche die Probleme der südeuropäischen Länder darstellen, wo liegt dann des Pudels Kern? Wie Abbildung 7 deutlich macht, ist die Binnennachfrage in Spanien, Portugal, Italien und Griechenland 2012 zwischen 4,0% und 10% eingebrochen. Zur Erklärung der heimischen Nachfrageschwäche können zahlreiche Ursachen angeführt werden: das Deleveraging (Entschuldung des Privatsektors), der Immobilienpreisverfall, die zurückhaltende Kreditvergabe der Banken oder die steigende Arbeitslosigkeit. An vorderster Stelle ist jedoch die restriktive Fiskalpolitik zu nennen, die 2012 in Spanien und Italien ihren Höhepunkt erlebte und in Griechenland und Portugal auf hohem Niveau fortgesetzt wurde.

Abb. 11: In Südeuropa wurde 2012 rigoros gespart



Quellen: EU-Kommission, BANTLEON

Ablesbar ist die ehrgeizige Haushaltskonsolidierung an der deutlichen Reduktion des strukturellen Haushaltsdefizits, das 2012 in den besagten vier Ländern um 2,0% bis 4,0% sank (vgl. Abb. 11). Berücksichtigt man die jüngste Erkenntnis, dass der Fiskalmultiplikator³ im aktuellen Umfeld (globale

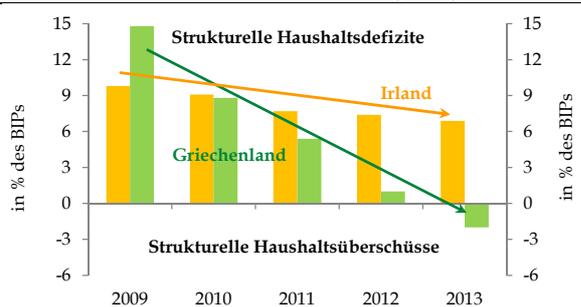
³ Ein Fiskalmultiplikator beschreibt die Auswirkungen eines Fiskalimpulses auf das Wirtschaftswachstum. Ein Multiplikator von 1,0 bedeutet, dass eine staatliche Konsolidierungsmassnahme von 1,0%-Punkten das Wachstum im gleichen Ausmass dämpft.

Wachstumsschwäche, Finanzkrise, Nullzinsuntergrenze in Geldpolitik) eher bei 1,0 (oder sogar darüber) als bei den normalerweise unterstellten 0,5 liegt, dürfte allein durch die Fiskalpolitik das Wachstum im vergangenen Jahr um 2,0%- bis 4,0%-Punkte reduziert worden sein.

Für einen hohen Fiskalmultiplikator spricht auch, dass die Regierungen an schnell wirksamen Massnahmen Interesse hatten – die damit verbundenen Wachstumseffekte waren zweitrangig. Neben Lohnkürzungen im öffentlichen Dienst waren vor allem Verbrauchssteuererhöhungen beliebt; etwa die zahlreichen Mehrwertsteuer- und Mineralölsteuererhöhungen. Berüchtigt sind überdies die Immobiliensteuern Italiens und Griechenlands. All diese Massnahmen trafen breite Bevölkerungskreise mit hoher Konsumneigung, die auf die Einschnitte beim verfügbaren Einkommen heftig reagierten. Wachstumsschonender wären Subventionskürzungen oder Vermögensabgaben gewesen, die aber politisch nicht durchsetzbar waren.

Im Gegensatz zu den Südländern wurden von Irland von Anfang an weniger einschneidende Sparmassnahmen gefordert – die Konsolidierung verlief wesentlich gradueller (vgl. Abb. 12). Im Jahr 2012 wurde das strukturelle Defizit gerade einmal um 0,3%-Punkte gesenkt. Entsprechend milder waren die Auswirkungen auf die Binnennachfrage. Über die Frage, warum der IWF und die EU bei Irland »gnädiger« waren, lässt sich nur spekulieren. Offensichtlich hat man die Bankensanierung als so schwerwiegendes Problem empfunden, dass bei der Haushaltskonsolidierung Nachsicht geübt wurde.

Abb. 12: Irland wurde von Anbeginn geschont



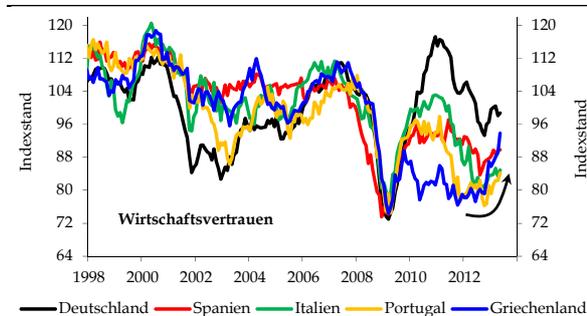
Quellen: EU-Kommission, BANTLEON

Die Entscheidung der EU-Kommission, die Defizitziele für 2013 länderübergreifend anzuheben⁴ und den Konsolidierungspfad insgesamt zu strecken, wird daher zur Stabilisierung der Binnennachfrage in der Peripherie beitragen. Die Konsequenzen sind bereits sichtbar. Grössere Steuererhöhungen – vor

⁴ In Spanien von 4,5% auf 6,3%, in Portugal von 4,5% auf 5,5% und in Italien von 1,8% auf 2,9% (jeweils im Verhältnis zum BIP).

allem für niedrige Einkommensgruppen – sind aktuell in keinem der PIIGS-Staaten geplant.

Abb. 13: Die konjunkturellen Hoffnungszeichen mehrten sich



Quellen: EU-Kommission, BANTLEON

Neben der zunehmenden Finanzmarktstabilisierung dürfte der abnehmende fiskalische Gegenwind die Ursache für die derzeit im Gang befindliche konjunkturelle Bodenbildung in den Peripherieländern sein. Die Stimmungsindikatoren haben sich zuletzt auf niedrigem Niveau stabilisiert (vgl. Abb. 13). Im Einklang damit deutet sich bei den Einzelhandels- und Pkw-Neuzulassungszahlen ein Ende des Abwärtstrends an. Selbst bei den Arbeitslosendaten gibt es erste Hoffnungszeichen. In Spanien war im Mai keine weitere Zunahme beobachtbar. Wir sind zuversichtlich, dass sich die Erholung in den nächsten Monaten fortsetzt und damit sich die Peripherie am Jahresende aus der Rezession befreit.

Fazit: Es gibt Lichtblicke in der Eurokrise

Alles in allem zeigen Lettland und Irland, dass ein konjunktureller Turnaround nach einer schweren Finanz- und Wirtschaftskrise nicht notwendigerweise einer externen Abwertung bedarf. Und die meisten südeuropäischen Länder sind von diesen »Vorbildern« gar nicht mehr so weit entfernt. Anders als von vielen erwartet, wurden bei der Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit bereits erkennbare Fortschritte erzielt. Parallel dazu können vor allem die iberischen Länder auf beachtliche Exporterfolge verweisen. Der massgebliche Hemmschuh für die Südländer war bislang die übermässig restriktive Fiskalpolitik. Mit der nunmehr abgesehenen Lockerung der Budgetziele für das laufende und die kommenden Jahre wurde dieser Bremsfaktor gemindert. Damit haben sich die konjunkturellen Perspektiven spürbar aufgehellt, was zur Entspannung der Lage beitragen wird. Mithin sind im Hinblick auf die Eurokrise nicht radikale Forderungen, sondern Geduld und Hartnäckigkeit gefragt – sie werden sich letztendlich auszahlen.

Rechtlicher Hinweis:

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.