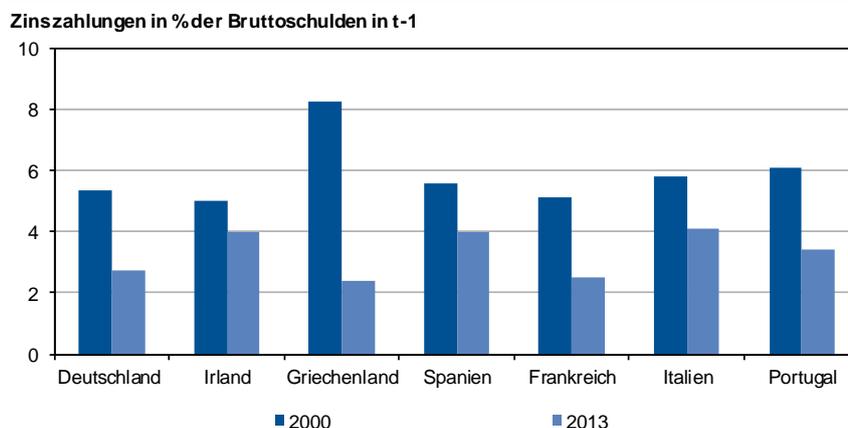


Dr. Klaus Bauknecht  
[klausdieter.bauknecht@ikb.de](mailto:klausdieter.bauknecht@ikb.de)

Ratingagenturen wie Standard and Poor's haben angefangen, einzelne Mitgliedsländer der Euro-Zone wieder etwas besser zu bewerten. So wurden in jüngster Zeit Spanien und Irland heraufgestuft. Als Begründung wird primär das sich aufhellende Konjunkturbild genannt. Sollten sich die Prognosen zur Erholung der Euro-Zone festigen, ist mit weiteren Bonitätsanhebungen zu rechnen, obwohl sich die Schuldenquote vieler Länder über die nächsten 18 Monate bestenfalls stabilisieren sollte. Trotz des sich verbessernden Konjunkturbilds bleibt die Handlungsbereitschaft der EZB weiterhin eine wichtige Stütze für die aktuellen Ratings vieler Euroländer. Denn die EZB hat zusammen mit dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) sichergestellt, dass sich der effektive Zinssatz der Krisenländer deutlich reduziert hat, was die Stabilisierung der Schuldenquote vereinfacht. Allerdings sind die größten Profiteure des aktuellen Niedrigzinsumfelds neben dem griechischen der deutsche und französische Staat, wie Abbildung 1 veranschaulicht. Der durchschnittliche Zinssatz hat sich seit dem Jahr 2000 für Deutschland und Frankreich halbiert. Es ist zu erwarten, dass die effektiven Zinssätze generell durch Refinanzierungen und wegen des noch auf mittlere Sicht anhaltenden Niedrigzinsumfelds weiter fallen werden.

Abb. 1: Entwicklung der effektiven Zinsen des Staates



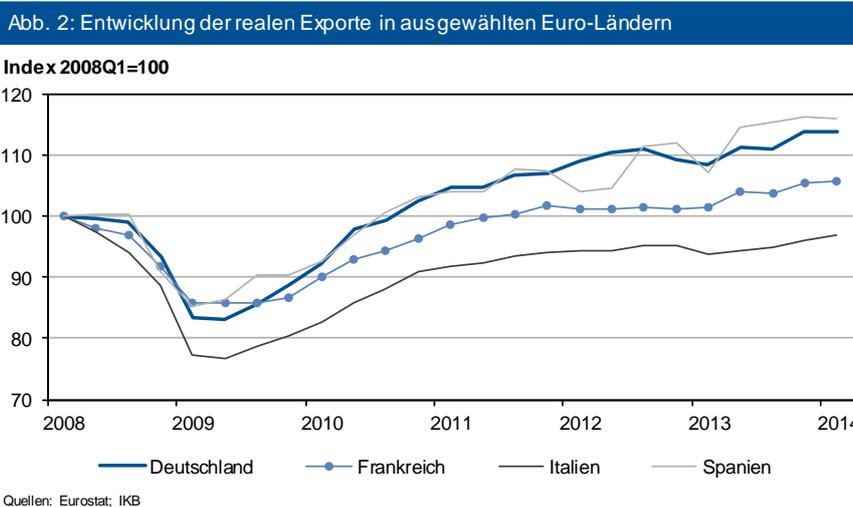
Quellen: Eurostat, IKB

S&P betont allerdings auch, dass der Verschuldungsgrad der Volkswirtschaft – im Privat- wie auch Staatssektor – weiterhin hoch ist und eine weitere Entschuldung stattfinden sollte, was wiederum das Wachstum kurzfristig belasten könnte. Ist dies wirklich der Fall? Nur dann, wenn die Wirtschaft wegen der Verschuldung nicht schnell genug wachsen kann, um die Schuldenquote zu senken bzw. die Verschuldung in Relation zum Vermögensanstieg zu relativieren. Höhere Schulden verhindern allerdings einen deutlichen Anstieg der Binnennachfrage durch den Privatsektor, sodass sich eine Wiederbelebung der inländischen Nachfrage als Treiber des Wachstums als schwierig erweisen könnte, insbesondere wenn Vermögenseffekte wie ein deutlicher Hauspreisanstieg die Bilanzen der Haushalte nicht zusätzlich verbessern. Worin liegt die Lösung? Sicherlich nicht in einem einseitigen Fokus auf Entschuldung, da dieser Prozess weder Zukunftsvertrauen noch Nachfrage stärkt und bis dato das Wachstum in der Euro-Zone deutlich belastet hat.

In einer längeren Studie der IKB ([siehe IKB Kapitalmarktstudie Oktober 2013](#)) wurde gezeigt, dass die Euro-Zone in zwei Gruppen aufgeteilt werden kann. Erstere ist primär durch einen Anstieg der Kredite gewachsen und letztere durch Leistungsbilanzüberschüsse – und weniger durch lokale Kreditvergabe. Nicht gerade überraschend befinden sich die Krisenländer in der ersten Gruppe und Länder wie Deutschland in der zweiten. Eine Entschuldung würde die Krisenländer besonders belasten, da deren Wachstumsmodell auf einer kreditgetriebenen Binnennachfrage beruht und die Entschuldung, wie anhand der BIP-Entwicklung in Spanien, Portugal oder Italien zu erkennen ist, mithin zu deutlichen BIP-Verlusten führt. Eine Strategie des einseitigen Sparens hat sich bis jetzt insbesondere für diese Länder als kontraproduktiv herausgestellt, wie die immer noch ansteigenden Schuldenquoten und Wohlfahrtsverluste zeigen. Die Sparmaßnahmen haben die Schuldentragfähigkeit der Länder mit hoher Sensitivität des Wachstums zur Kreditvergabe nicht gerade verbessert. Benötigt wird eine Reduzierung der Abhängigkeit von der lokalen Kreditvergabe, eine teilweise Entkoppelung von Schuldenaufbau und Wachstum, sodass die Wirtschaften mittelfristig durch ein höheres Wirtschaftswachstum die Schuldentragfähigkeit sicherstellen können. In diesem Zusammenhang stehen Strukturreformen im Vordergrund.

Strukturreformen sollen die Fähigkeit der Wirtschaft steigern, Wohlstand durch einen größeren und effizienteren Einsatz von Produktionsfaktoren zu schaffen – so zumindest die volkswirtschaftliche Sichtweise. Warum sind Strukturreformen so entscheidend? Sie bedeuten, dass die Angebotsseite der Wirtschaft sensitiver auf eine Steigerung der Nachfrage reagiert. Steigt die Nachfrage, sollte dies zunehmend durch einen Anstieg/Verschiebung der Angebotsseite bedient werden, sodass das volkswirtschaftliche Gleichgewicht nicht durch höhere Importe (Leistungsbilanzdefizit) oder höhere Inflation wiederhergestellt wird, sondern durch Wachstum der Wertschöpfung. Aus dieser Perspektive sind Strukturreformen absolut notwendig. Nur sollte auch klar sein, dass, wenn die Nachfrage nicht steigt, der Nutzen der Reformen nicht realisiert werden kann. **Entsprechend ist in der Euro-Zone beides erforderlich: Strukturreformen in Verbindung mit einer Stimulierung der Nachfrage, um die Schuldentragfähigkeit des Staates wie auch des Privatsektors zu gewährleisten.**

Ein Grund für die generelle Stabilisierung der Krisenländer in jüngster Zeit war sicherlich die steigende Nachfrage nach Exportgütern, die der gesamten Euro-Zone einen steigenden Leistungsbilanzüberschuss beschert hat. Hier hat die anziehende globale Nachfrage erste Erfolge der bisherigen Strukturreformen erkennen lassen – zumindest ansatzweise. Dies lässt sich zum Teil an der Entwicklung der Exporte (siehe Abbildung 2) erkennen. In Ländern wie Spanien hat die steigende globale Nachfrage zu einer deutlich höheren Wertschöpfung geführt, als dies in Italien oder Frankreich der Fall ist. Die beiden letztgenannten Länder reformieren ihre Angebotsseite eher zögerlich.



Exporte sollten auch angesichts der erwarteten und womöglich bereits sich abzeichnenden Euro-Schwäche sowie der globalen Erholung einen weiterhin positiven Einfluss auf die Nachfrage haben. Doch wenn die Strukturreformen weiter Früchte tragen sollen und die Schuldenquote entscheidend reduziert werden soll, ist ein nachhaltiger Anstieg der gesamten Nachfrage notwendig. Hierfür ist ein Anstieg der Kreditvergabe an Unternehmen notwendig, allerdings, um Produktion und Produktivität zu steigern, und nicht wie im Fall Spaniens, Immobilien anzuhäufen, die das Wertschöpfungspotenzial der Wirtschaft nicht erhöhen. Denn nur mit einer wettbewerbsfähigen Kapitalstruktur können Arbeitsplätze geschaffen und höhere Produktivität und damit Löhne für einen ansteigenden Konsum sichergestellt werden. **Der Entschuldung bzw. der rückläufigen Kreditvergabe an Unternehmen muss entschieden durch Strukturreformen und Impulse zur Förderung der Nachfrage entgegengewirkt werden.** Denn nur steigende Auftragsbücher verbessern die Unternehmerstimmung und damit das Investitionsumfeld. Deswegen bleiben wir bei unserer Aussage, dass jegliche weitere Konsolidierungsziele ausgesetzt werden sollten, insbesondere vor dem Hintergrund der bereits deutlich reduzierten Primärbilanzdefizite. **Solch ein Schritt würde unseres Erachtens nicht nur die Wachstumsrisiken in der Euro-Zone reduzieren, sondern auch das Risiko einer mittelfristigen Überschuldung.**

**Fazit:** Die Euro-Zone benötigt einen Anstieg der Binnennachfrage, die eine deutliche Reaktion der Angebotsseite in Form einer höheren Investitionsquote mit sich bringt. Deshalb ist der Fokus auf eine Entschuldung von Staat und Privatsektor kontraproduktiv. Ziel der EU-Wirtschaftspolitik muss es vielmehr sein, die Kräfte einer steigenden Nachfrage in nachhaltigeren und effizienteren Investitionsaktivitäten zu bündeln. Das wird durch Strukturreformen erreicht, die einen Anstieg der Kreditvergabe an Unternehmen bewirken. Nur höheres Wachstum und nicht einseitiges Sparen wird die Schuldentragfähigkeit der Krisenländer sicherstellen. Dies gilt für Staat und Privatsektor.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf  
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4118

20. Juni 2014

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer

Vorsitzender des Vorstands: Hans Jörg Schüttler

Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg, Dr. Michael H. Wiedmann