

# **Regionaler Wirtschaftsausblick: EUROPA**

## **Neubewertung der Risiken**

### **April 2008**

#### **Zusammenfassung**

#### **Ausblick: Fahrt durch stürmische Gewässer**

Die Ausbreitung der Krise an den Finanzmärkten hat den europäischen Konjunkturausblick beträchtlich eingetrübt. Europa konnte sich den Herausforderungen der Finanzturbulenzen zwar aus einer Position starker gesamtwirtschaftlicher Eckdaten stellen, die Übertragungswirkungen der in den Vereinigten Staaten erwarteten leichten Rezession, die globale Neubewertung der Risiken und die Verwerfungen im Finanzsystem wirken sich jedoch negativ auf die Konjunktur in Europa aus. Die Aufwertung des Euro und die hohe Inflationssteigerung, die durch Nahrungsmittel- und Energiepreise angetrieben wird, verschärfen diese Störungen noch weiter. In Europa wird ein starker Wachstumseinbruch erwartet, um 1¼ Prozentpunkte im Laufe des Jahres 2008, wobei die Wachstumsraten in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften den Prognosen zufolge für einen bestimmten Zeitraum sogar unter das Potentialwachstum fallen werden.

Die mit diesem Wachstumsausblick verbundenen Risiken sind beträchtlich. Das Abwärtsrisiko besteht darin, dass die Übertragungswirkungen der globalen Wachstumsschwäche sogar noch größer sein könnten als erwartet, dass es zu einer plötzlichen Korrektur der globalen Ungleichgewichte mit einer weiteren Aufwertung des Euro kommt und dass sich die Kreditknappheit zu einer richtiggehenden Kreditklemme ausweitet. Die Risiken sind größer in den Ländern, die eine Korrektur der Häuserpreise bewältigen müssen, dieser Faktor wird in Europa jedoch dadurch abgeschwächt, dass die Haushalte in geringerem Ausmaß grundpfandrechtl. gesicherte Kredite aufnehmen. Aufstrebende Volkswirtschaften mit großen Leistungsbilanzdefiziten und einer hohen Auslandsschuldenquote sind besonders anfällig gegenüber einem Umschwung im Anlegervertrauen. Das Aufwärtsrisiko besteht darin, dass die Binnennachfrage insbesondere kurzfristig stärker ausfallen könnte als prognostiziert, da die Lage auf den Arbeitsmärkten weiterhin gut ist.

Die Herausforderung für die Entscheidungsträger in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften besteht darin, das Vertrauen in das Finanzsystem wiederherzustellen und die Auswirkungen der Finanzsektorkrise auf die Realwirtschaft so weit wie möglich zu begrenzen und dabei gleichzeitig die hart erarbeitete Glaubwürdigkeit bei der Bekämpfung der Inflation sowie die langfristige Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen zu sichern. Die unmittelbare Priorität besteht darin, das Vertrauen der Gegenparteien wiederherzustellen und die Solidität der Finanzinstitutionen zu stärken. Liquidität sollte weiterhin je nach Bedarf bereitgestellt werden. Die Zentralbanken müssen das richtige Gleichgewicht finden zwischen der Unterstützung der Realwirtschaft und der Prävention von Zweitrundeneffekten, die durch die jüngste Inflationssteigerung entstehen können. Die Inflation liegt im Euroraum zurzeit

zwar über dem Zielkorridor, sie wird im Laufe des Jahres 2009 angesichts des zunehmend negativen Konjunkturausblicks aber voraussichtlich wieder auf unter zwei Prozent fallen. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat deshalb Spielraum für eine Lockerung ihres geldpolitischen Kurses. In Ländern, die über fiskalpolitischen Spielraum verfügen, sollten die automatischen Stabilisatoren voll zur Geltung kommen, um den Abschwung abzufedern. Falls es zu einem stärkeren Wachstumseinbruch kommen sollte, könnten zeitgerechte, vorübergehende und gut gezielte fiskalische Impulse die Konjunktur in einigen Ländern effektiv ankurbeln.

Die europäischen Schwellenländer wachsen nach wie vor sehr stark, ihre Dynamik ist jedoch durch den Konjunkturabschwung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die Risikoneubewertung und die steigenden Rohstoffpreise gefährdet. Die Finanzturbulenzen haben erste Auswirkungen auf die Kosten und die Verfügbarkeit von Finanzierungen: Die Aufschläge auf Staats- und Privatanleihen sind gestiegen, die kurzfristigen grenzüberschreitenden Finanzströme sind zurückgegangen und das Kreditwachstum verlangsamt sich in einigen Ländern. In den meisten Ländern wird sich das Wachstum voraussichtlich nur geringfügig verlangsamen. Dadurch wird es sich dem Potentialwachstum annähern und der Gefahr einer Konjunkturüberhitzung entgegenwirken. Da in Ländern mit großen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten das Risiko einer harten Landung zunimmt, sollte das Augenmerk auch weiterhin auf den Abbau der Schwachstellen und die Steuerung des Nachfragedrucks gelenkt werden.

## **Finanzturbulenzen: ein Test für die Widerstandskraft und ein Dämpfer für das Wachstum**

Die Finanzstörungen haben sich in den europäischen Finanzsystemen schnell ausgebreitet (siehe Kapitel 2). Direkte Bewertungs- und Einkommensverluste aus Wertpapieren, die mit bonitätsschwachen Hypothekenkrediten zusammenhängen, haben das Eigenkapital und die Rentabilität der europäischen Finanzinstitute geschwächt. Die zunehmende Unsicherheit über risikoträchtige Positionen und das Gegenparteiisiko hat zu einer Neubewertung des Kreditrisikos geführt, die allerdings in den einzelnen Forderungsklassen asymmetrisch erfolgt ist. Der Rückgang der Risikobereitschaft hat auf den Märkten für kurzfristige unbesicherte Schuldtitel und Interbankkredite zu Verwerfungen in einem bisher einzigartigen Ausmaß geführt.

Trotz der Tiefe und Breite der Turbulenzen haben sich die europäischen Finanzsysteme bisher relativ gut behauptet. Die Solidität der wichtigsten systemrelevanten Institute wurde gesichert, indem Anteilseigner und externe Anleger frisches Kapital bereitstellten, wo dies erforderlich war. Aufgrund dieser Maßnahmen, und weil klassisch strukturierte Schuldtitel von der Krise weniger betroffen sind, hat sich in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften Europas die Kreditvergabe der Banken gut behauptet und Übertragungseffekte auf die europäischen Schwellenländer waren begrenzt.

Der Test, dem Europas Finanzsysteme unterzogen wurden, ist jedoch noch nicht vorbei. Aus verschiedenen Schätzungen geht hervor, dass die Wertberichtigungen in vielen Finanzinstituten noch an die Realität angepasst werden müssen. Bis zur Stabilisierung des

Häusermarkts in den Vereinigten Staaten wird der Wert von zweitklassigen Hypothekenkrediten voraussichtlich noch weiter fallen. Die andauernde finanzielle Notlage verbreitet sich auf andere Formen von Schuldtiteln und Zahlungsausfallversicherungen und kann durch die Auswirkungen auf Banken in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften über deren Tochterunternehmen auch auf die europäischen Schwellenländer übergreifen. Außerdem bleibt die Liquiditätslage trotz der aggressiven Vorgehensweise der führenden Zentralbanken angespannt.

Die Folgen der andauernden Krise für die Realwirtschaft sind ebenfalls Grund zur Sorge. Analytische Studien zeigen, dass die Auswirkungen auf das Wachstum – verursacht durch steigende Finanzierungskosten, eine Kreditklemme sowie die Korrektur der Aktienkurse und Häuserpreise – voraussichtlich beträchtlich sein werden. Eine Verschärfung der Kreditknappheit, die durchaus möglich ist, würde den Konjunkturabschwung noch verstärken.

## **Europäische Schwellenländer: Sicherung der Konvergenz und Abbau der Schwachstellen**

Eine Analyse der Aussichten und Schwachstellen der europäischen Schwellenländer (siehe Kapitel 3) legt den Schluss nahe, dass der Konvergenztrend der Region auf starken Fundamentaldaten basiert und deshalb andauern wird, selbst wenn sich das Tempo verlangsamt. Da die Strukturreformen in den meisten Ländern weit vorangeschritten sind, wird das Wachstum hauptsächlich von Produktivitätssteigerungen angetrieben. Die Wachstumsraten lagen in den letzten Jahren in den meisten Ländern jedoch über dem geschätzten Potentialwachstum und eine Anpassung findet bereits statt.

Das schnelle Wachstum ging in mehreren Volkswirtschaften einher mit steigenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten, darunter große Leistungsbilanzdefizite und eine hohe Auslandsverschuldung, wodurch die Gefahr einer harten Landung erhöht wird. Die relativ großen Leistungsbilanzdefizite der Region sind zwar aufgrund der gesamtwirtschaftlichen Eckdaten zu rechtfertigen, die Defizite einiger Länder sind jedoch möglicherweise zu hoch, was den Schluss nahe legt, dass mittelfristig Anpassungsbedarf besteht. Durch eine hohe Auslandsverschuldung und Bilanzschwächen wird die Anfälligkeit in einigen Ländern noch weiter erhöht.

Die Wirtschaftspolitik und die Strukturreformen müssen stärker darauf ausgerichtet werden, die Ungleichgewichte der europäischen Schwellenländer anzugehen. Die Geldpolitik ist in den meisten Teilen der Region relativ locker und sollte gestrafft werden, wo dies möglich ist. Bei der Haushaltskonsolidierung wurde die gute Konjunkturlage nicht immer voll genutzt und ihr muss bei der Steuerung der Binnennachfrage eine größere Rolle beigemessen werden, insbesondere in Ländern, in denen der Schwerpunkt der Geldpolitik auf Wechselkursstabilität gelegt wird. Unsere Analyse zeigt auch eine enge Verbindung zwischen Strukturreformen und Potentialwachstum, was den Schluss nahe legt, dass weitere Fortschritte bei diesen Reformen entscheidend sind, um eine reibungslose Konvergenz in den europäischen Schwellenländern sicherzustellen. Die Strukturreformen werden außerdem

dazu führen, dass Ressourcen in den Sektor der handelbaren Güter verlagert werden, was dazu beiträgt, die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte zu reduzieren.