



Wirtschaftliche Anpassung im Euroraum:

Wo stehen wir?

25. Januar 2012

Autor

Thomas Mayer
+49 69 910-31800
tom.mayer@db.com

Editor

Thomas Mayer

Deutsche Bank AG
DB Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Thomas Mayer

In dieser Ausgabe befassen wir uns mit der Frage, in welchem Umfang die Volkswirtschaften des Euroraums seit Beginn der Eurokrise Anpassungsleistungen erbracht haben, und zeigen auf, wie die Zahlungsbilanzungleichgewichte durch die Zentralbanken des Euroraums finanziert werden.

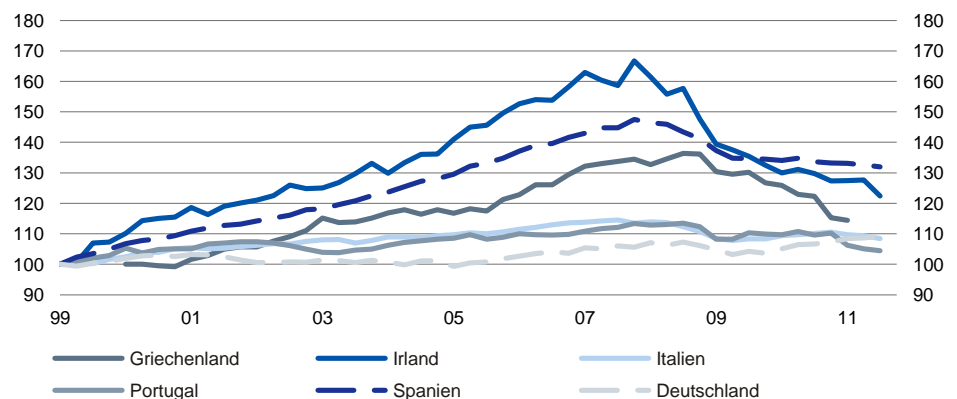
Wir kommen zu dem Ergebnis, dass die zur Wiederherstellung des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts erforderlichen Korrekturen in Bezug auf die Entwicklung der Binnennachfrage und der Kosten zwar eingeleitet wurden, aber bei weitem noch nicht abgeschlossen sind. Gleichzeitig führt die Finanzierung der anhaltenden Zahlungsbilanzungleichgewichte durch die Zentralbanken des Euroraums dazu, dass sich die Ungleichgewichte innerhalb des Interbanken-Zahlungsverkehrssystems Target2 vergrößern.

Die Exporte (und dementsprechend auch die Importe) Griechenlands, Irlands, Portugals und Spaniens reagieren anscheinend nicht hinreichend preissensibel, um ein außenwirtschaftliches Gleichgewicht durch Anpassungen der relativen Preise herzustellen. Daraus ergibt sich, dass die Anpassungen überwiegend über die Entwicklung der Binnennachfrage erfolgen müssen. Die Exporte Italiens und Deutschlands scheinen dagegen preissensibler zu sein, weshalb die Korrektur der Leistungsbilanzsalden in diesen Ländern einfacher ist.

Eine einfache illustrierende Berechnung zeigt, dass das BIP in Griechenland, Portugal und Spanien wahrscheinlich noch deutlich schrumpfen muss, damit ein außenwirtschaftliches Gleichgewicht erreicht wird.

Binnennachfrage: GIIPS-Länder und Deutschland

Q1/99=100



Quellen: Eurostat, Haver Analytics, Deutsche Bank



Wirtschaftliche Anpassung im Euroraum: Wo stehen wir?

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz

	BIP-Wachstum			Inflation			Leistungsbilanzsaldo			Budgetsaldo		
	in % gg. Vj.			in % gg. Vj.			in % des BIP			in % des BIP		
	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P
USA	1,8	2,5	3,0	3,3	3,2	2,4	-3,3	-3,3	-3,5	-8,1	-5,8	-5,6
Japan	-0,8	0,7	1,1	-0,3	-0,3	-0,1	2,2	2,2	2,6	-9,0	-9,4	-8,3
Euroland	1,6	-0,5	1,0	2,7	1,9	1,5	-0,7	-0,4	-0,4	-4,2	-3,5	-2,6
Deutschland	3,0	0,0	1,0	2,3	1,7	1,5	5,4	4,8	4,4	-1,0	-1,3	-1,0
Frankreich	1,6	-0,3	1,2	2,2	1,8	1,4	-2,8	-2,6	-2,7	-6,0	-5,4	-4,4
Italien	0,3	-1,3	0,3	2,9	2,3	1,6	-3,8	-2,0	-1,0	-4,0	-2,0	-0,7
Großbritannien	0,9	0,0	1,5	4,5	2,8	1,7	-1,2	-1,4	-1,5	-8,4	-8,0	-6,4
Australien	2,1	4,1	3,4	3,5	3,0	2,9	-2,0	-2,3	-2,8	-3,3	-2,5	0,1
Kanada	2,4	2,5	3,1	3,0	2,5	2,4	2,9	-2,5	-2,3	-2,1	-1,8	-1,0
Asien (ohne Japan)	7,3	6,9	7,4	4,8	3,9	4,5	2,6	1,8	1,5	-2,4	-2,6	-2,1
China	9,1	8,3	8,6	5,3	2,8	3,5	3,9	3,2	2,4	-2,0	-2,2	-1,5
Indien	7,3	7,3	8,0	9,4	6,5	7,0	-2,9	-3,2	-3,3	-8,1	-7,4	-7,0
Lateinamerika	4,3	3,6	4,2	8,4	8,0	7,7	-0,8	-1,5	-1,7	-2,0	-1,9	-1,8
Brasilien	2,8	3,2	5,0	6,5	5,3	5,6	-2,2	-2,6	-3,0	-1,9	-1,5	-1,7
M-/O-Europa/Afrika	4,5	3,7	4,5	7,0	6,7	6,7	0,2	-0,5	-1,1	-2,0	-2,2	-0,7
Russland	4,5	4,6	4,9	8,5	5,9	6,9	6,0	4,4	0,7	0,2	-0,4	0,6
G7	1,4	1,3	2,1	2,6	2,3	1,8						
Welt	3,6	3,3	4,0	4,4	3,4	3,3						

Zins- und Wechselkursprognosen

		Wechselkursprognosen				Zinsprognosen ¹				Renditespreads ¹				
		25. Jan.	3M	6M	12M	24. Jan.	3M	6M	12M	24. Jan.	3M	6M	12M	
USA	USD pro EUR	1,30	1,30	1,25	1,35	3M	0,56	0,50	0,50	0,50				
	JPY pro USD	78	74	72	75	10J	2,05	1,75	1,75	2,35				
Japan	JPY pro EUR	101	96	90	101	3M	0,33	0,30	0,30	0,30	-0,23	-0,20	-0,20	-0,20
						10J	1,01	1,10	1,10	1,20	-1,09	-0,70	-0,70	-1,20
Euroland	USD pro EUR	1,30	1,30	1,25	1,35	3M	1,16	1,20	1,20	1,25	0,60	0,70	0,70	0,75
	JPY pro EUR	101	96	90	101	10J	1,96	2,30	2,40	2,60	-0,14	0,50	0,60	0,20
Großbritannien	USD pro GBP	1,56	1,51	1,49	1,71	3M	1,05	0,85	0,85	0,85	-0,11	-0,35	-0,35	-0,40
	GBP pro EUR	0,83	0,86	0,84	0,79	10J	2,17	2,40	2,50	2,70	0,26	0,15	0,15	0,15
Schweiz	CHF pro EUR	1,21	1,25	1,25	1,25	3M	0,00	0,00	0,00	0,00	-1,16	-1,20	-1,20	-1,25
Australien	USD pro AUD		1,02	1,00	1,00	3M	4,00	3,75	3,75		3,69	3,50	3,25	3,25
Kanada	CAD pro USD	1,01	1,00	1,00	1,00	3M	1,00	1,00	1,75		0,79	0,50	0,50	1,25
China ²	CNY pro USD	6,30	6,29	6,18	6,10	1J	3,50	3,50	3,50		2,69	2,95	3,20	2,75
Indien ²	INR pro USD	50,1	51,5	50,5	48,5	3M	8,50	8,25	7,50		7,94	8,00	7,75	7,00
Brasilien ²	BRL pro USD	1,76	1,80	1,80	1,85	3M	9,50	9,50	9,50		10,44	9,00	9,00	9,00
Russland ²	RUB pro USD	30,6	30,7	29,8	28,0	6M	8,00	8,00	8,00		7,44	7,50	7,50	7,50

1) 3M-Zinsen sind 3M-Einlagensätze. 10J-Renditen sind annualisiert für Japan, Euroland und Schweiz, nicht-annualisiert für alle anderen Länder. Spreads auf Basis annualisierter Renditen und gg. USA; Ausnahmen Großbritannien und Schweiz: Spread gg. Euroland. 10J-Bonds in Euroland sind 10J-Bundesanleihen.

2) Stand der Prognosen: 13. Januar 2012

Quellen: Nationale Behörden, Bloomberg, Deutsche Bank.
Prognoseänderungen in Blau



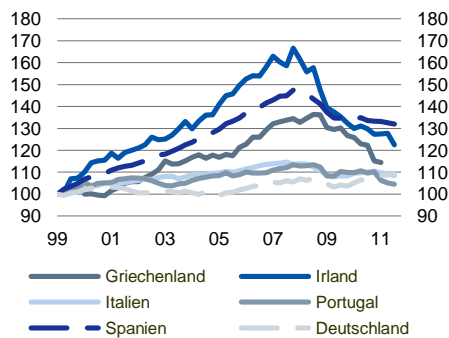
Wirtschaftliche Anpassung im Euroraum: Wo stehen wir?

BIP-Korrekturen im Euroraum: Wo stehen wir?

Binnennachfrage: GIIPS und Deutschland

1

Q1/99=100



Quellen: Eurostat, Haver Analytics, Deutsche Bank

In früheren Artikeln haben wir die Auffassung vertreten, dass sich hinter der Staatsschulden- und Bankenkrise im Euroraum eine Zahlungsbilanzkrise verbirgt. Eine kreditgetragene Expansion der Binnennachfrage hat in einer Reihe von EWU-Mitgliedsländern zu einem Verlust an externer Wettbewerbsfähigkeit sowie einem dauerhaft nicht tragbaren Niveau der Verschuldung im öffentlichen und privaten Sektor geführt. In diesem Beitrag untersuchen wir, in welchem Umfang die Volkswirtschaften des Euroraums seit Beginn der Krise Anpassungsleistungen erbracht haben und wie die Zahlungsbilanzungleichgewichte durch das System der Zentralbanken im Euroraum finanziert werden. Wir gelangen zu dem Schluss, dass tragbare Zahlungsbilanzsalden immer noch nicht in Sicht sind. Insofern dürften die Risiken für die EWU auf absehbare Zeit fortbestehen.

Der Kater nach der Party

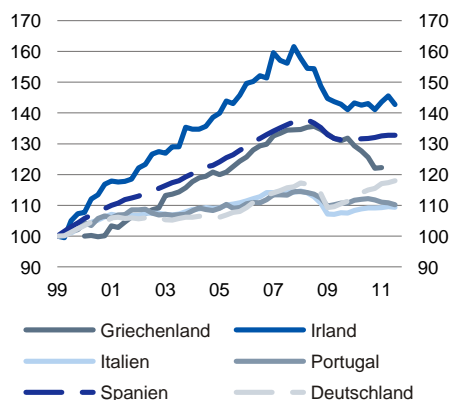
Der Leitzinsrückgang und die Konvergenz der Kapitalmarktzinsen auf das deutsche Niveau in einem globalen Niedrigzinsumfeld veranlassten eine Reihe von EWU-Mitgliedsländern zu einer übermäßigen Kreditaufnahme, um das Wachstum auf der Grundlage des staatlichen und privaten Konsums sowie von Wohnungsbauinvestitionen zu finanzieren. Das kräftige Wachstum der Binnennachfrage stützte das BIP im ersten Jahrzehnt der EWU. Diese Länder verloren die Kontrolle über die Arbeitskosten, büßten im internationalen Vergleich an Wettbewerbsfähigkeit ein und verzeichneten hohe Leistungsbilanzdefizite. Als die globale Kreditblase platzte, wurde es sehr schwierig, fällige staatliche und private Verbindlichkeiten sowie anhaltende Defizite bei Ersparnis und Investitionen zu finanzieren, so dass die EWU in eine Krise geriet.

Seit Beginn der EWU-Krise Anfang 2010, d.h. nachdem die griechischen Behörden offengelegt hatten, dass über Jahre hinweg falsche Zahlen für die staatlichen Haushaltsdefizite und die Staatsverschuldung veröffentlicht worden waren, haben die einzelnen Volkswirtschaften gewisse Anpassungsleistungen erbracht. Grafik 1 auf Seite 3 zeigt, dass die Binnennachfrage in den am stärksten betroffenen Ländern (Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien) deutlich geschrumpft ist. Es gibt bisher keine Anzeichen dafür, dass der Rückgang der Binnennachfrage zum Ende gekommen ist.

BIP: GIIPS-Länder und Deutschland

2

Q1/99=100



Quellen: Eurostat, Haver Analytics, Deutsche Bank

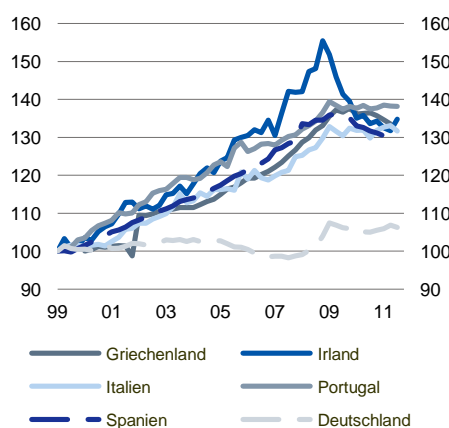
Der Rückgang der Binnennachfrage führte vor allem in Griechenland, von wo die Krise ihren Ausgang nahm (Grafik 2), zu einer beträchtlichen Schrumpfung des BIP. Portugal folgte Griechenland in die Rezession, wohingegen Irland nach einer schweren Rezession in den Jahren 2008-2010 im vergangenen Jahr eine moderate Erholung verzeichnete. In Italien und Spanien, die erst in jüngster Zeit von der Eurokrise in Mitleidenschaft gezogen wurden, blieb das BIP-Wachstum im vergangenen Jahr positiv, dürfte aber in diesem Jahr negativ werden, wenn die fiskalpolitischen Sparmaßnahmen und die restriktiven Kreditbedingungen zu wirken beginnen.

Die Rezession führte zu einem Anstieg der Arbeitslosenzahlen und dämpfte das Lohnwachstum. In Irland, Griechenland und Spanien sanken dadurch die Lohnstückkosten, obwohl sich das Produktivitätswachstum verlangsamte (Grafik 3). So wurde der während des ersten Jahrzehnts der EWU verzeichnete Anstieg der Lohnstückkosten zumindest zu einem kleinen Teil rückgängig gemacht. Im Vergleich dazu blieben die Lohnstückkosten in Italien und Portugal weitgehend stabil. Insgesamt hat sich die beträchtliche Diskrepanz der Lohnstückkosten zwischen Deutschland und den GIIPS-Ländern bisher jedoch kaum verringert.

Lohnstückkosten: GIIPS-Länder und Deutschland

3

Q1/99=100



Quellen: Eurostat, Haver Analytics, Deutsche Bank

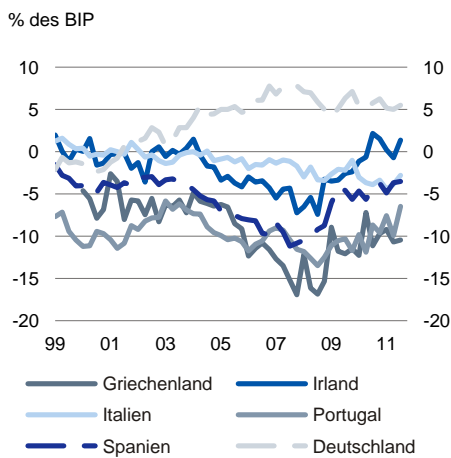
Der Rückgang der Binnennachfrage führte in allen GIIPS-Ländern zu einem Rückgang der Leistungsbilanzdefizite (Grafik 4). Je nach Land war der Umfang dieses Rückgangs jedoch recht unterschiedlich. Während Irland statt eines De-



Wirtschaftliche Anpassung im Euroraum: Wo stehen wir?

Leistungsbilanzsalden: GIIPS -Länder und Deutschland

4



fizits inzwischen einen Leistungsbilanzüberschuss verzeichnet und Spaniens Defizit merklich zurückging, verringerten sich die Defizite Griechenlands und Portugals kaum. Italiens Defizit blieb weitgehend unverändert. Gleichzeitig verzeichnet Deutschland weiterhin einen sehr hohen Überschuss.

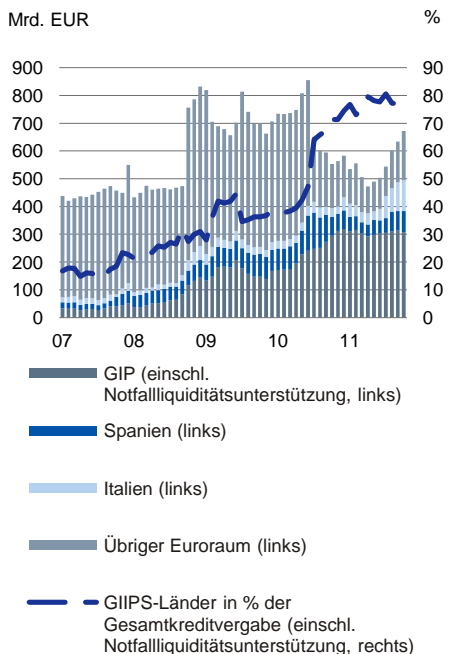
Dieser kurze Überblick über einige wichtige Indikatoren sowie eine genauere Analyse der Situation in den einzelnen Ländern deuten darauf hin, dass die meisten in finanziellen Schwierigkeiten steckenden Länder des Euroraums gerade erst damit begonnen haben, ihre Volkswirtschaften an das Ende der Ära preiswerter und reichlich vorhandener Kredite anzupassen. Irland scheint in dieser Hinsicht eine Ausnahme darzustellen. Hier sieht es so aus, dass der Anpassungsprozess sehr viel weiter fortgeschritten ist als in anderen Ländern. Insbesondere verzeichnet Irland wieder einen Leistungsbilanzüberschuss, was darauf hindeutet, dass die Binnennachfrage und die Anpassung der Lohnstückkosten ein Stadium erreicht haben, das mit einer Rückkehr zum außenwirtschaftlichen Gleichgewicht im Einklang steht.

Zahlungsbilanzdefizite als schwerwiegendes Problem

Die erste Runde der Finanzkrise in den USA, die im Zusammenbruch von Lehman Brothers gipfelte, führte zu einem Vertrauensverlust und zu Finanzierungsschwierigkeiten im Bankensektor. Im Euroraum waren vor allem Banken in schwächeren Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten betroffen, die ausländisches Kapital benötigten. Sie mussten am stärksten auf die Unterstützung der EZB zurückgreifen. Grafik 5 zeigt, dass der Anteil der GIIPS-Länder an der gesamten Kreditvergabe der EZB ab Mitte 2007 anstieg, als bekannt wurde, dass französische Geldmarktfonds wegen ihres Engagements in US-Subprime-Hypotheken geschlossen werden mussten.

Normale Refinanzierungen der EZB zuzüglich Notfallliquiditätsunterstützung

5



Die zweite Runde der Finanzkrise setzte ein, als die neue griechische Regierung im September 2009 erklärte, dass nicht nur das Haushaltsdefizit 2009 sehr viel höher – als zu Jahresbeginn angenommen – ausfallen würde, sondern dass ihre Vorgängerregierungen außerdem systematisch die Unwahrheit über den Zustand der griechischen Staatsfinanzen gesagt hatten. Da es an einem ausgearbeiteten Rahmenwerk für das Management einer Finanzkrise mangelte, reagierten die EU-Behörden zögerlich auf Griechenlands fiskalpolitische Probleme und konnten daher eine Finanzierungskrise nicht abwenden, die letztlich alle GIIPS-Regierungen in Mitleidenschaft zog. Im Zuge des Anstiegs der Risikoprämien für EWU-Staatsanleihen erhöhten sich auch die Risikoprämien für Banken, die Anleihen dieser Staaten hielten, so dass die Banken immer stärker auf EZB-Mittel zurückgreifen mussten. Daher erhöhte sich der Anteil der GIIPS-Länder an der gesamten Kreditvergabe der EZB weiter und lag Mitte 2011 bei 80% (Grafik 5).¹

Das von den Banken in den GIIPS-Ländern geliehene Zentralbankgeld wurde zur Finanzierung von Nettozahlungen an andere Länder des Euroraums – vor allem Deutschland – verwendet, die ursprünglich aufgrund der Leistungsbilanzdefizite und – als das Kapital aus den in Schwierigkeiten geratenen Ländern abfloss – in jüngster Zeit auch aufgrund von Kapitalbilanzdefiziten entstanden. Da die EZB im Zahlungsverkehrssystem Target2 als Clearingstelle für Interbanken-Zahlungen zwischen den Ländern des Euroraums fungiert, spiegeln die Salden der Zentralbanken des Euroraums gegenüber der EZB in diesem System in etwa die kumulierten Zahlungsbilanzsalden der EWU-Mitgliedsstaaten wider. Das Verhältnis zwischen der Kreditaufnahme der GIIPS-Länder bei der

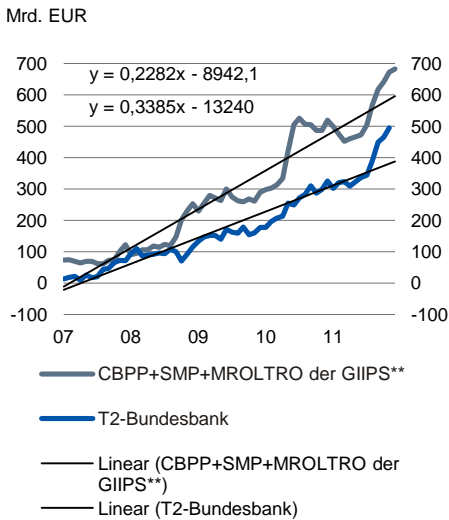
¹ Grafik 5 zeigt, dass der Anteil der GIIPS-Länder an der gesamten Kreditvergabe der EZB zum Jahresende 2011 hin leicht zurückging. Dies spiegelt aber leider keine Entspannung bei den Finanzierungsproblemen wider. Vielmehr wurde es allmählich auch für französische Banken schwierig, sich an den Kapitalmärkten zu finanzieren, so dass sie gezwungen waren, sich an die EZB zu wenden.



Wirtschaftliche Anpassung im Euroraum: Wo stehen wir?

Kreditvergabe der EZB an Banken der GIIPS u. Target2-Forderungen der Bundesbank*

6



*gg. der EZB

**CBPP=Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen
SMP=Wertpapiermarktprogramm
MRO=Hauptrefinanzierungsgeschäft
LTRO=Langfristiges Refinanzierungsgeschäft

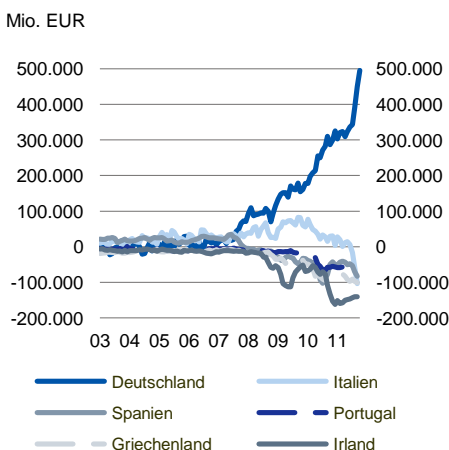
Quellen: EZB, Deutsche Bank

EZB und den Target2-Forderungen Deutschlands gegenüber der EZB ist in Grafik 6 dargestellt. Grafik 7 auf der nächsten Seite gibt einen Überblick über die Entwicklung der Target2-Salden Deutschlands und der GIIPS-Länder in den vergangenen Jahren. Zuletzt war bei den Target2-Salden der Zentralbanken des Euroraums eine klare Nord-Süd-Kluft zu erkennen: Die „nördlichen“ Zentralbanken hielten umfangreiche Forderungen gegenüber der EZB, während die „südlichen“ hohe Verbindlichkeiten eingegangen waren (Grafik 8).

Es sieht so aus, als ob die Zentralbanken ursprünglich nur Leistungsbilanzdefizite über Target2 finanzierten. In jüngster Zeit wurde die Finanzierung jedoch auch auf Kapitalbilanzdefizite ausgeweitet. Dies zeigt Grafik 9, in der die Target2-Forderungen der Bundesbank gegenüber der EZB und der seit Mitte 2007 – d.h. dem Beginn der ersten Phase der Finanzkrise – aufgelaufene Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands gegenüber den Ländern des Euroraums dargestellt sind. Von Mitte 2007 bis Mitte 2011 entsprach Deutschlands kumulierter Leistungsbilanzüberschuss gegenüber der restlichen EWU weitgehend den Target2-Forderungen gegenüber der EZB, was darauf hindeutet, dass die Bundesbank überwiegend Deutschlands Nettoexporte in die Partnerländer der EWU finanzierte. Seit Mitte 2011 sind die Target2-Forderungen jedoch deutlich angestiegen. Zwar sind noch keine Daten zum Leistungsbilanzsaldo Deutschlands gegenüber seinen EWU-Partnerländern in der zweiten Jahreshälfte 2011 verfügbar, aber es gibt keine Anzeichen dafür, dass die Leistungsbilanzüberschüsse parallel zu den Target2-Forderungen in die Höhe geschneit seien. Es ist vielmehr sehr wahrscheinlich, dass Deutschlands Leistungsbilanzüberschuss gegenüber den übrigen EWU-Ländern wegen der dort eingeführten Sparprogramme zurückgegangen ist. Daher scheint die Bundesbank seit Mitte des vergangenen Jahres nicht nur die Leistungsbilanzdefizite, sondern auch Kapitalbilanzdefizite der EWU-Partnerländer zu finanzieren.

Target2-Salden Deutschlands und der GIIPS-Länder

7



Quellen: Eurostat, Haver Analytics, Deutsche Bank

Wie das Gleichgewicht wieder hergestellt werden kann

Wie wir in früheren Artikeln erläutert haben, wurde das Kreditrisiko dadurch, dass die Zentralbanken des Euroraums Zahlungsbilanzdefizite finanzierten, vom privaten auf den öffentlichen Sektor verlagert. Wenn außerdem in den Defizitländern Kredite bei der Zentralbank zur Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten aufgenommen werden, kommt es in den Ländern mit Zahlungsbilanzüberschüssen – insbesondere Deutschland – zu einem Anstieg der Reserven, was in diesen Ländern langfristig zu höheren Inflationsraten führen könnte. Um die Kreditwürdigkeit zurückzugewinnen und damit den Risikotransfer zu beenden, müssen die Länder mit Zahlungsbilanzdefiziten die Verschuldung des privaten und des öffentlichen Sektors verringern und die Wettbewerbsfähigkeit ihres Sektors für handelbare Güter wieder herstellen. Dies kann erreicht werden, indem die Binnennachfrage im Vergleich zum Angebot gedämpft wird und/oder indem die Preise im Inland im Vergleich zu den ausländischen Preisen sinken. Letzteres kann durch einen Rückgang der Preise im Inland und/oder einen Anstieg der Preise im Ausland erfolgen. Wie umfangreich sind die notwendigen Anpassungen, und über welche Kanäle können sie in Gang gebracht werden?

Irland ist es bereits gelungen, wieder einen Leistungsbilanzüberschuss zu erzielen. Griechenland, Italien, Portugal und Spanien weisen dagegen weiterhin mehr oder weniger hohe Defizite auf. Unglücklicherweise scheinen die Exporte Griechenlands, Portugals und Spaniens nicht sehr preissensibel zu sein. Daher besteht in diesen Ländern anscheinend nur wenig Spielraum für eine Steigerung der Exporte durch relative Preisanpassungen. Italien scheint sich in einer etwas besseren Lage zu befinden; es dürfte ein gewisser Spielraum zur Steigerung der Exporte durch Preis- und Kostensenkungen vorhanden sein. Dies ist in den Grafiken 10-11 dargestellt, die den Anteil der (nominalen) Güter- und Dienstleistungsexporte der GIIPS-Länder bzw. Deutschlands an den gesamten EWU-Exporten zeigen. Grafik 10 zeigt, dass beim Anteil der griechischen bzw.



Wirtschaftliche Anpassung im Euroraum: Wo stehen wir?

Target2-Salden (Mrd. EUR, ca. Q4 2011)

8

Deutschland	463,3
Niederlande	143,1
Luxemburg	97,5
Finnland	66,0
Malta	-8,7
Slowakei	-11,0
Österreich	-32,0
Belgien	-52,8
Portugal	-61,7
Frankreich	-98,5
Griechenland	-105,7
Irland	-119,3
Spanien	-150,8
Italien	-191,4

Quellen: Deutsche Bank, nationale Zentralbanken

portugiesischen Exporte an den gesamten EWU-Exporten seit 1999 kein eindeutiger Trend zu erkennen ist, obwohl die Lohnstückkosten in diesen Ländern im Vergleich zu Deutschland stark angestiegen sind. Grafik 11 zeichnet für Irland und Spanien ein ähnliches Bild. Im Vergleich dazu ist der Anteil Italiens an den gesamten Exporten von 13,1% auf 11,0% zurückgegangen, wohingegen sich derjenige Deutschlands von 27,3% auf 31,4% erhöht hat.

Wenn die Exporte (und dementsprechend auch die Importe) relativ unsensibel für relative Preisveränderungen sind, muss die Korrektur der Leistungsbilanz über eine Senkung der Binnennachfrage erfolgen. Im Folgenden schätzen wir, wie stark das BIP schrumpfen müsste, um ein außenwirtschaftliches Gleichgewicht herzustellen. Unsere Beispielberechnung stützt sich auf zwei ganz einfache Annahmen. Erstens gehen wir davon aus, dass die Exporte unverändert bleiben. Zweitens nehmen wir an, dass das Verhältnis zwischen Importen und Binnennachfrage konstant bleibt, so dass der zum Ausgleich des Leistungsbilanzsaldos notwendige Rückgang der Importe zu einem entsprechenden Rückgang der Binnennachfrage führt. Die Ergebnisse unserer Berechnungen sind in Grafik 12 zusammengefasst. In der ersten Zeile weisen wir das Verhältnis zwischen den nominalen Güter- und Dienstleistungsimporten und den Exporten im Durchschnitt der Jahre 2005-2006 aus. Wir gehen davon aus, dass dieses Verhältnis durch eine Senkung der Importe auf 1 gesenkt wird. Die zweite, dritte und vierte Zeile der Tabelle stellen das Verhältnis zwischen Binnennachfrage bzw. Importen und Exporten und dem BIP dar. Im Fall Irlands, wo rund 15% des BIP durch Re-Exporte von Importen der Tochtergesellschaften ausländischer Unternehmen erwirtschaftet werden, verwenden wir das BNP und bereinigen dieses um die Exporte von Gütern und Nicht-Faktor-Dienstleistungen, indem wir die Netto-Faktor-Zahlungen (d.h. hauptsächlich Gewinne) im Ausland abziehen. Die Veränderung des BIP in % wird durch den gewichteten Durchschnitt der Veränderung seiner Nachfragekomponenten ausgedrückt, d.h.:

$$BIP = s_d dd + s_x x - s_m m,$$

Dabei stehen BIP, dd, x und m für die Veränderung des BIP, der Binnennachfrage, der Exporte und der Importe in %, und s_d , s_x und s_m bezeichnen die Anteile der Binnennachfrage, der Exporte und der Importe am BIP. Unter der Annahme, dass das Verhältnis zwischen Importen und Binnennachfrage konstant bleibt ($dd=m$) und die Exporte unverändert sind ($x=0$), können wir die Gleichung wie folgt umformen:

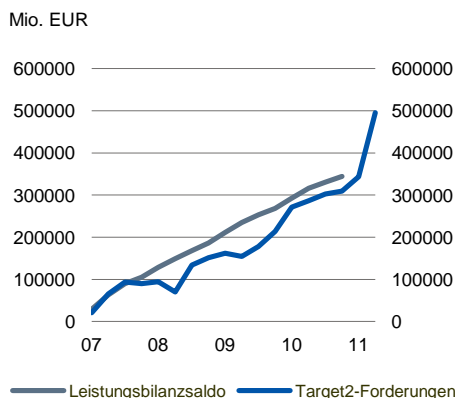
$$BIP = (s_d - s_m) m$$

Zeile 5 der Tabelle zeigt, bei welchem BIP-Wert für m der Wert für M/X auf 1 sinkt. Zeile 6 gibt an, wie stark das tatsächliche BIP seit seinem Höchststand bis zum letzten Quartal, für das Daten verfügbar sind, geschrumpft ist (Q3 2011; Ausnahme: Irland, wo sich die Daten auf Q2 2011 beziehen).

Aus diesen Annahmen und Parametern ergibt sich, dass eine Senkung der Importe um 43,8% in Griechenland eine Schrumpfung des BIP um 34,5% erfordern würde. Bisher ist das BIP gegenüber seinem Höchststand lediglich um 9,2% zurückgegangen. Dies deutet darauf hin, dass für einen Leistungsbilanzausgleich eine weitere, merkbare Kontraktion des BIP erforderlich wäre. Unsere Berechnungen zeigen, dass das BIP auch in Portugal und Spanien noch deutlich schrumpfen müsste, in Italien dagegen kaum noch. In Irland fiel die BNP-Kontraktion sehr viel stärker aus als es nach unseren Berechnungen erforderlich gewesen wäre. In Deutschland müsste das BIP wohl um 7,0% ansteigen, um Importe und Exporte ins Gleichgewicht zu bringen. Seit Beginn der Finanzkrise im Jahr 2007 ist Deutschlands BIP um 10,0% gewachsen, und das Verhältnis zwischen Importen und Exporten ist um 5%-Punkte (von 85,0% auf 90,0%) gestiegen. Entgegen den Annahmen für unsere Berechnungen hat Deutschlands BIP-Wachstum von einem Anstieg der Exporte um 16% seit Anfang 2007 profitiert.

Deutschland: Leistungsbilanzsaldo und Target2-Forderungen der Bundesbank

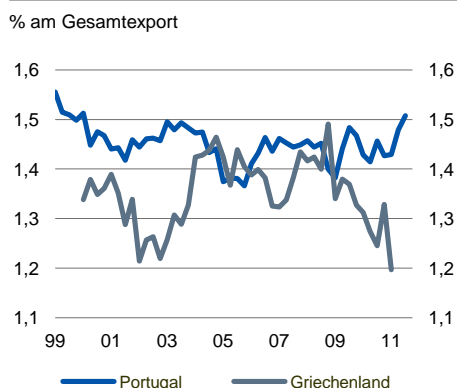
9



Quellen: Eurostat, Haver Analytics, Deutsche Bank

Anteil der Exporte an den Gesamtexporten des Euroraums

10



Quellen: Eurostat, Haver Analytics, Deutsche Bank

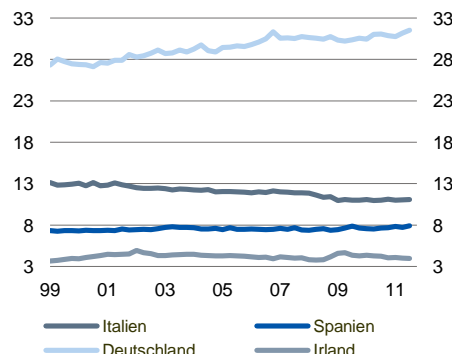


Wirtschaftliche Anpassung im Euroraum: Wo stehen wir?

Anteil der Exporte an den Gesamtexporten des Euroraums

11

% am Gesamtexport



Quellen: Eurostat, Haver Analytics, Deutsche Bank

Wie ein außenwirtschaftliches Gleichgewicht erreicht werden kann – eine Beispielberechnung (Werte in %)

12

	Griechenland	Irland	Italien	Portugal	Spanien	Deutschland
1. M/X	143,8	103,7	101,6	130,8	122,5	87,5
2. S _d	111,4	103,4	100,4	109,0	105,8	94,6
3. S _m	32,7	79,7	27,3	38,4	31,8	38,0
4. S _x	22,7	92,0	26,9	29,3	26,0	43,4
5. BIP*	-34,5	-0,9	-1,2	-21,8	-16,6	7,0
6. BIP**	-9,2	-23,6	-0,8	-1,1	-1,6	10,0

*Simulation
**Tatsächlich

Quellen: Eurostat, Haver Analytics, Deutsche Bank

Fazit

In diesem Artikel befassten wir uns mit der Frage, in welchem Umfang seit Beginn der Krise Anpassungsleistungen vollbracht wurden, und zeigten auf, wie die Zahlungsbilanzungleichgewichte durch die Zentralbanken des Euroraums finanziert werden. Wir kamen zu dem Ergebnis, dass die zur Wiederherstellung des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts erforderlichen Korrekturen in Bezug auf die Entwicklung der Binnennachfrage und der Kosten zwar eingeleitet wurden, aber bei weitem noch nicht abgeschlossen sind. Gleichzeitig führt die Finanzierung der anhaltenden Zahlungsbilanzungleichgewichte durch die Zentralbanken des Euroraums dazu, dass sich die Ungleichgewichte innerhalb des Interbanken-Zahlungsverkehrssystems Target2 vergrößern. Die Exporte (und dementsprechend auch die Importe) Griechenlands, Irlands, Portugals und Spaniens reagieren anscheinend nicht hinreichend preissensibel, um ein außenwirtschaftliches Gleichgewicht durch Anpassungen der relativen Preise herzustellen. Daher muss die Anpassung in diesen Ländern vor allem durch eine Veränderung der Binnennachfrage erfolgen. Die Exporte Italiens und Deutschlands scheinen dagegen preissensibler zu sein, weshalb die Korrektur der Leistungsbilanzsalden in diesen Ländern einfacher ist. Eine einfache illustrierende Berechnung zeigte, dass das BIP in Griechenland, Portugal und Spanien wahrscheinlich noch deutlich stärker schrumpfen muss, damit ein außenwirtschaftliches Gleichgewicht erreicht wird. Da also ein tragbarer Zahlungsbilanzsaldo für die meisten Problemländer noch nicht in Sicht ist, scheinen die Gefahren für die EWU noch auf absehbare Zeit bestehen zu bleiben.

Thomas Mayer (+49 69 910-30800, tom.mayer@db.com)



Wirtschaftliche Anpassung im Euroraum: Wo stehen wir?

Datenkalender

Land	Zeit	Daten	DB Prognose	Konsens	Tatsächl. Wert	Letzter Wert
Montag, 30. Jan.						
DE	0:00	HVPI (Jan)	-0,5% (2,3%)			0,7% (2,3%)
IT	10:00	ISAE-Geschäftsklimaindex (Jan)				92,5
	11:00	Erzeugerpreise (Dez)				0,1% (4,2%)
USA	14:30	Verbraucherausgaben (Dez)	0,1%	0,1%		0,1%
		-Kernrate (Dez)		0,1%		0,1%
Dienstag, 31. Jan.						
JP	0:50	Industrieproduktion, vorl. (Dez)				-2,7%
	6:00	Baufträge (Dez)				21,0%
FR	8:45	Verbraucherausgaben (Dez)		0,0%		-0,1%
		Erzeugerpreise (Dez)				0,4%
GB	10:30	Konsumentenkredite (Dez)				GBP 0,4 Mrd.
EWU	11:00	Arbeitslosenrate (Dez)				10,3%
USA	14:30	Arbeitskosten (Q4)		0,4%		0,3%
	16:00	Verbrauchervertrauen der Uni Michigan (Jan)		68		64,5
Mittwoch, 1. Feb.						
CH	9:15	Einzelhandelsumsätze (Dez)				-0,2%
	9:30	PMI Industrie (Jan)				50,7
IT	9:45	PMI Industrie (Jan)				44,3
FR	9:50	PMI Industrie (Jan)				
DE	9:50	PMI Industrie (Jan)	50,9			
EWU	10:00	PMI Industrie (Jan)				
	11:00	HVPI, 1. Schätzung (Jan)		2,5%		2,7%
GB	10:30	PMI Industrie (Jan)	49,5%			49,6%
USA	16:00	Bauausgaben (Dez)		0,6%		1,2%
		ISM-Index Industrie (Jan)	54,0	54,3		53,9
Donnerstag, 2. Feb.						
CH	8:00	Handelsbilanz (Dez)				
EWU	11:00	Erzeugerpreise (Dez)				0,2% (5,3%)
USA	14:30	Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe (KW4)		420,000		
		Produktivität (Q4)	-0,3%	1,0%		2,3%
		Arbeitskosten (Q4)	2,6%	0,4%		-2,5%
Freitag, 3. Feb.						
IT	9:45	PMI Dienstleistungen (Jan)				44,5
FR	9:50	PMI Dienstleistungen (Jan)				
DE	9:55	PMI Dienstleistungen (Jan)	54,5			
EWU	10:00	PMI Dienstleistungen (Jan)				
	11:00	Einzelhandelsumsätze (Dez)		0,7%		-0,8%
GB	10:30	PMI Dienstleistungen (Jan)	53,5			54,0
USA	14:30	Arbeitslosenrate (Jan)	8,4%	8,6%		8,5%
	16:00	Auftragseingänge (Dez)		1,0%		1,8%

Den laufend aktualisierten Datenkalender finden Sie auch auf der Seite Makroökonomie von DB Research.

Quellen: Reuters, Deutsche Bank



Wirtschaftliche Anpassung im Euroraum: Wo stehen wir?

Geldpolitische Sitzungen der Notenbanken

Datum	Land	Ereignis
--	--	--

Events und Veröffentlichungen

1. Feb.	USA	Veröffentlichung des ADP-Beschäftigungsberichts
---------	-----	---

Quellen: Reuters, Deutsche Bank, EU

Leitzinssätze (Stand: 25. Januar)

Land	Rate	Letzter Schritt	Datum	Aktueller Stand
USA	Diskont-Satz	+25 Bp.	19. Feb. 10	0,75%
	Fed Funds Rate	-100 Bp.	16. Dez. 08	0,00%-0,25%
Kanada	Call Loan Rate	+25 Bp.	8. Sep. 10	1,00%
	Bank Rate	+25 Bp.	8. Sep. 10	1,25%
Australien	Cash Rate	-25 Bp.	6. Dez. 11	4,25%
Neuseeland	Cash Rate	-25 Bp.	9. März 11	2,50%
Japan	Diskont-Satz	-20 Bp.	19. Dez. 08	0,30%
	Tagesgeld-Satz	-20 Bp.	5. Okt. 10	0,00 - 0,10%
Euroland	Refi-Satz	-25 Bp.	8. Dez. 11	1,00%
Großbritannien	Bank Rate	-50 Bp.	5. Mrz. 09	0,50%
Schweden	Repo-Satz	-25 Bp.	20. Dez. 11	1,75%
Dänemark	Ausleihe-Satz	-10 Bp.	15. Dez. 11	0,70%
Norwegen	Einlagen-Satz	-50 Bp.	14. Dez. 11	1,75%
Schweiz	3M-LIBOR	-50 Bp.	3. Aug. 11	0,00%-0,25%

Quellen: Reuters, Deutsche Bank

© Copyright 2012. Deutsche Bank AG, DB Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.