



Euroraum

Ausgleich der Leistungsbilanzsalden ist möglich

22. Februar 2012

Autoren

Gilles Moec
+44 20 754-52088
gilles.moec@db.com
Peter Sidorov
+44 20 754-70132
peter.sidorov@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

Wenn die Leistungsbilanzungleichgewichte im Euroraum wieder ins Lot kommen, ist dies eines der sichersten Anzeichen, dass eine Lösung der Staatsschuldenkrise im Euroraum näher rückt.

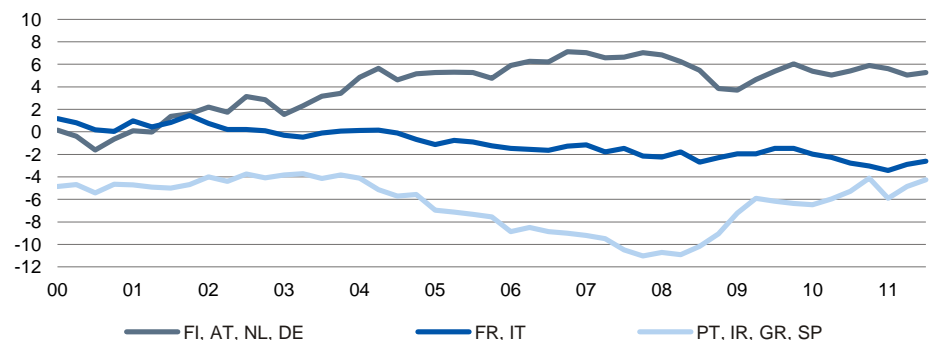
Insofern sind in den Peripherieländern bereits deutliche Fortschritte zu erkennen: Das aggregierte Leistungsbilanzdefizit dieser Länder ist nicht einmal mehr halb so hoch wie vor drei Jahren. Interessanterweise sind die Überschüsse derjenigen Länder, die noch über ein AAA-Rating verfügen, jedoch nicht im selben Umfang gesunken.

Einige Peripherieländer, wie z.B. Spanien und Portugal, haben ihre Anteile am Weltmarkt erhöht und so ihre Abhängigkeit von der Entwicklung in Europa verringert. Frankreich und Italien dagegen verlieren weiterhin Marktanteile, und ihre Leistungsbilanzdefizite steigen. Der pessimistische Blick auf die Peripherieländer, demzufolge diese nach einer jahrelangen Verschlechterung ihrer Wettbewerbsfähigkeit nicht mehr in der Lage seien, ihre Leistungsbilanzdefizite auszugleichen, lässt sich also anhand der Fakten nicht länger rechtfertigen.

Gleichzeitig müssen Frankreich und Italien glaubwürdige Strategien umsetzen, um Marktanteile zurückzugewinnen. Eine moderate Lohnpolitik reicht hierfür nicht aus.

Ländergruppierungen im Euroraum: Leistungsbilanzsalden

Leistungsbilanzsalden in % des BIP, sb.



Quellen: Nationale Zentralbanken, Berechnungen und Saisonbereinigung Deutsche Bank



Euroraum: Ausgleich der Leistungsbilanzsalden ist möglich

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	1,7	2,7	3,0	3,1	2,5	2,6	-3,3	-3,1	-3,2	-8,2	-5,9	-5,6
Japan	-0,9	2,5	1,5	-0,3	-0,4	-0,2	2,1	2,3	2,7	-10,1	-10,1	-9,2
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	3,1	0,0	1,0	2,5	1,7	1,5	5,4	4,8	4,4	-1,0	-1,3	-1,0
Frankreich	1,7	-0,3	1,2	2,3	1,8	1,4	-2,8	-2,6	-2,7	-6,0	-5,4	-4,4
Italien	0,4	-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	2,9	2,1	-1,2	-1,4	-1,5	-8,4	-8,0	-6,4
Australien	2,1	4,1	3,4	3,4	3,0	2,9	-2,0	-2,3	-2,8	-3,3	-2,5	0,1
Kanada	2,4	2,5	3,1	2,9	2,5	2,4	2,9	-2,5	-2,3	-2,1	-1,8	-1,0
Asien (ohne Japan)	7,4	6,9	7,5	6,0	3,8	4,3	3,1	2,4	2,0	-2,4	-2,6	-2,2
China	9,2	8,3	8,6	5,3	2,8	3,5	3,9	3,2	2,5	-2,0	-2,2	-1,5
Indien	7,3	7,3	8,0	9,4	6,6	6,8	-2,9	-3,0	-3,2	-5,5	-4,8	-4,5
Lateinamerika	4,3	3,6	4,2	8,5	8,0	7,6	-0,8	-1,5	-1,6	-2,2	-1,9	-2,0
Brasilien	2,8	3,2	5,0	6,5	5,1	5,5	-2,1	-2,5	-3,1	-2,6	-1,6	-2,0
M-/O-Europa/Afrika	4,5	3,7	4,5	7,0	6,9	6,7	0,1	-0,5	-1,7	-1,8	-2,3	-1,4
Russland	4,3	4,6	4,9	8,5	5,5	7,4	5,5	4,2	0,7	0,8	-0,4	0,6
G7	1,4	1,7	2,2	2,6	1,9	1,9						
Welt	3,6	3,4	4,1	4,3	3,2	3,3						

Zins- und Wechselkursprognosen

		Wechselkursprognosen				Zinsprognosen ¹				Renditespreads ¹				
		22. Feb.	3M	6M	12M	22. Feb.	3M	6M	12M	22. Feb.	3M	6M	12M	
USA	USD pro EUR	1,32	1,29	1,25	1,35	3M	0,49	0,50	0,50	0,50				
	JPY pro USD	80	76	72	75	10J	2,03	1,75	1,75	2,35				
Japan	JPY pro EUR	106	98	90	101	3M	0,19	0,30	0,30	0,30	-0,30	-0,20	-0,20	-0,20
						10J	0,97	1,00	1,10	1,20	-1,11	-0,80	-0,70	-1,20
Euroland	USD pro EUR	1,32	1,29	1,25	1,35	3M	1,03	1,20	1,20	1,25	0,54	0,70	0,70	0,75
	JPY pro EUR	106	98	90	101	10J	1,95	2,30	2,40	2,60	-0,13	0,50	0,60	0,20
Großbritannien	USD pro GBP	1,58	1,55	1,51	1,57	3M	1,04	0,85	0,85	0,85	0,01	-0,35	-0,35	-0,40
	GBP pro EUR	0,84	0,83	0,83	0,86	10J	2,23	2,40	2,50	2,70	0,33	0,15	0,15	0,15
Schweiz	CHF pro EUR	1,21	1,23	1,23	1,23	3M	0,09	0,05	0,05	0,05	-0,94	-1,15	-1,15	-1,20
Australien*	USD pro AUD	1,01	1,04	1,00	1,00	3M	4,25	4,00	3,75	3,75	3,76	3,50	3,25	3,25
Kanada*	CAD pro USD	1,00	1,00	1,00	1,00	3M	1,00	1,00	1,00	1,75	0,51	0,50	0,50	1,25
China ²	CNY pro USD	6,30	6,27	6,16	6,08	1J	3,50	3,50	3,50	3,50	2,69	2,95	3,20	2,75
Indien ²	INR pro USD	49,2	48,9	48,8	48,5	3M	8,50	8,50	8,25	7,50	8,01	8,00	7,75	7,00
Brasilien ²	BRL pro USD	1,71	1,75	1,75	1,80	3M	10,50	9,50	9,50	9,50	10,01	9,00	9,00	9,00
Russland ²	RUB pro USD	31,5	28,5	28,0	27,0	6M	8,00	8,00	8,00	8,00	7,51	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; *Zahlen geben die Leitzinsen an

2) Stand der Prognosen: 20. Februar 2012

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



Euroraum: Ausgleich der Leistungsbilanzsalden ist möglich

- Wenn die Leistungsbilanzungleichgewichte im Euroraum wieder ins Lot kommen, ist dies als eines der sichersten Anzeichen dafür zu sehen, dass eine Lösung der Staatsschuldenkrise im Euroraum näher rückt. Insofern sind in den Peripherieländern bereits deutliche Fortschritte zu erkennen: Das aggregierte Leistungsbilanzdefizit dieser Länder ist nicht einmal mehr halb so hoch wie vor drei Jahren. Interessanterweise sind die Überschüsse derjenigen Länder, die noch über ein AAA-Rating verfügen, jedoch nicht im selben Umfang gesunken. Einige Peripherieländer, wie z.B. Spanien und Portugal, haben ihre Anteile am Weltmarkt erhöht und so ihre Abhängigkeit von der Entwicklung in Europa verringert. Frankreich und Italien dagegen verlieren weiterhin Marktanteile, und ihre Leistungsbilanzdefizite steigen.
- Der pessimistische Blick auf die Peripherieländer, demzufolge diese nach einer jahrelangen Verschlechterung ihrer Wettbewerbsfähigkeit nicht mehr in der Lage seien, ihre Leistungsbilanzdefizite auszugleichen, lässt sich also anhand der Fakten nicht länger rechtfertigen. Gleichzeitig müssen Frankreich und Italien glaubwürdige Strategien umsetzen, um Marktanteile zurückzugewinnen. Eine moderate Lohnpolitik reicht hierfür nicht aus.

Drei verschiedene Trends der Leistungsbilanzentwicklung im Euroraum

Inzwischen ist es keine neue Erkenntnis, wenn man die Staatsschuldenkrise im Euroraum als Problem von Leistungsbilanzungleichgewichten und nicht als fiskalpolitisches Problem beschreibt. Vom Blickpunkt der finanziellen Stabilität aus kann die Entscheidung der EZB, unbegrenzt Liquidität gegen eine breitere Palette an Sicherheiten zur Verfügung zu stellen, letztlich als ein Weg gesehen werden, um die ausgetrockneten privaten Kapitalströme in die Peripherieländer zu ersetzen und so weiterhin die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite zu ermöglichen. Daher sind geldpolitische Entscheidungen derzeit von zentraler Bedeutung – abgesehen von der Erleichterung für den Bankensektor durch die EZB-Politik. Aus realwirtschaftlicher Sicht stehen die Peripherieländer vor dem Problem, dass sie die richtigen politischen Entscheidungen treffen müssen, um ihre Leistungsbilanzdefizite auszugleichen, ohne dabei ihre Volkswirtschaften in eine Rezessions- und Deflationsspirale abgleiten zu lassen, die nach Auffassung der Anleger nicht mit einer langfristigen Tragbarkeit der Verschuldung vereinbar wäre.

An anderer Stelle haben wir zu Jahresbeginn erläutert, dass die Peripherieländer (mit Ausnahme Griechenlands) bei recht konservativen Annahmen zur Entwicklung der weltweiten Nachfrage ihre Handelsbilanzdefizite innerhalb von drei Jahren ohne Kontraktion des BIP abbauen könnten. Über diese beruhigenden Projektionen hinaus gehen wir im vorliegenden Artikel auf die Korrekturen ein, die im Euroraum seit Beginn der Krise bereits erfolgt sind.

Die Mitgliedsländer des Euroraums mit den höchsten Leistungsbilanzdefiziten (in absteigender Reihenfolge: Griechenland, Portugal, Spanien und Irland) haben diese Defizite seit der Talsohle im Jahr 2008 bereits deutlich abgebaut. BIP-gewichtet wurde das aggregierte Defizit von 10,9% des BIP in Q2 2008 auf 4,3% in Q3 2011 verringert. Innerhalb dieser Ländergruppe gibt es jedoch beträchtliche Unterschiede: Irland verzeichnet seit Q3 2010 wieder überwiegend Überschüsse; Griechenland dagegen, das am anderen Ende der Skala liegt, erwirtschaftete in Q3 2011 immer noch ein beträchtliches Defizit in Höhe von 9,4% des BIP. Spanien und Portugal (wobei wir für Portugal die Daten für Oktober und November betrachten) haben ihre Defizite jeweils auf 3-4% reduziert.

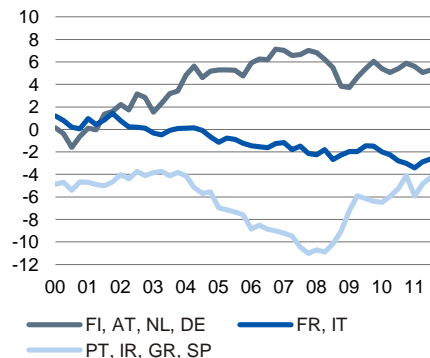


Euroraum: Ausgleich der Leistungsbilanzsalden ist möglich

Drei Gruppen von Ländern

1

Leistungsbilanzsalden in % des BIP, sb.*



*Berechnungen und Saisonbereinigung Deutsche Bank

Quellen: Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

All diese Länder haben ihre Salden jedoch nach dem Crash von 2008 verbessern können.

Noch interessanter ist, dass diese Defizitverringerung nicht mit einer Verschlechterung der Leistungsbilanzsalden in den Ländern mit einem „strukturellen Überschuss“ einherging; Finnland, Österreich, die Niederlande und Deutschland verzeichnen weiterhin einen aggregierten Überschuss.

Die „Verlierer“ sind in dieser Phase des Leistungsbilanzausgleichs Frankreich und Italien, deren Leistungsbilanzdefizite sich zuletzt weiter ausgeweitet haben (Grafik 1).

Importe oder Exporte?

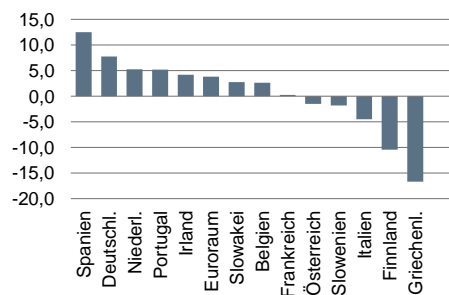
Rein intuitiv wäre zu erwarten, dass ein Einbruch der Importe infolge des raschen Schuldenabbaus im öffentlichen und privaten Sektor den größten Beitrag zur Verringerung der Leistungsbilanzdefizite in den Peripherieländern leisten sollte. Tatsächlich jedoch verläuft die Entwicklung differenzierter.

Vergleicht man die jüngsten Zahlen zur volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (Q3 2011) mit denjenigen vor der Krise (Q4 2007), so hat Spanien – noch vor Deutschland – seine Exporte am stärksten steigern können (Grafik 2).

Gutes Abschneiden einiger Peripherieländer bei der Exportentwicklung

2

Exporte von Gütern und Dienstleistungen, Q3 2011/Q4 2007



Quelle: EUDATA

Innerhalb der Gruppe von Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten leisten die Exporte und Importe sehr unterschiedliche Beiträge zur Verringerung des Leistungsbilanzdefizits (Grafik 3). In Spanien und Portugal gingen die Importe rascher zurück als die Exporte anstiegen.¹ Dennoch erhöhten sich die Exporte dieser Länder stärker als im Euroland-Durchschnitt; Spanien verzeichnete sogar einen beträchtlich stärkeren Zuwachs. Angesichts Irlands hoher Wettbewerbsfähigkeit überrascht es, dass das Land kein stärkeres Exportwachstum verzeichnete als der Euroraum insgesamt. Dies liegt möglicherweise daran, dass Irlands Exporte (z.B. Pharmaprodukte) nicht konjunkturabhängig sind. Irland war in gewissem Umfang gegen den kräftigen Einbruch der weltweiten Nachfrage in den Jahren 2008/2009 geschützt; in der jetzigen Situation dagegen stellt die Weltwirtschaft keine nennenswerte Stütze dar.

Der bemerkenswerte Umschwung von Irlands Leistungsbilanzsaldo ist ganz überwiegend auf den Einbruch der Importe zurückzuführen. Dieser wiederum ist die Folge eines massiven Rückgangs der Binnennachfrage, die in Q3 2011 um ein Viertel niedriger war als Ende 2007.

Importeinbruch erklärt den Umschwung der Leistungsbilanzsalden nicht in allen Peripherieländern

3

Q3 11/Q4 07	Importe	Exporte	Binnennachfrage
Spanien	-13,9	12,5	-10,5
Portugal	-7,3	5,2	-7,7
Irland	-12,2	4,2	-26,9
Griechenland	-30,2	-16,7	-14,2

Quelle: EUDATA

Griechenland ist insofern ein Rätsel, da sowohl Importe als auch Exporte des Landes noch deutlich niedriger sind als vor der Krise. Dass die Importe deutlich zurückgingen, ist angesichts der fiskalpolitischen Einschnitte verständlich. Die Entwicklung der Exporte ist jedoch schwieriger zu erklären. Der jüngste IWF-Bericht spricht von besonderen Problemen im Transportsektor. Unseres Erachtens könnten auch Probleme bei der Kreditversorgung, Unternehmensverlagerungen und Unterbrechungen der Lieferketten aufgrund sozialer Unruhen eine Rolle spielen. Da außerdem in Q3 2011 noch ein beträchtliches Leistungsbilanzdefizit verzeichnet wurde, kommen Zweifel daran auf, ob das Land seinen Leistungsbilanzsaldo auf kurze bis mittelfristige Sicht ausgleichen kann. Dies steht mit den Ergebnissen im Einklang, die wir mit Hilfe einer anderen Methode ermittelt und Anfang des Jahres an anderer Stelle dargelegt haben.

In jedem Fall stellt die Entwicklung der Exporte zumindest einiger Peripherieländer die weit verbreitete Auffassung in Frage, diese Länder hätten im ersten Jahrzehnt der Währungsunion so stark an Wettbewerbsfähigkeit eingebüßt, dass Exportwachstum als Lösungsstrategie nicht in Frage komme.

¹ Da die Importe die Exporte übersteigen, kann sich das Leistungsbilanzdefizit selbst dann weiter ausweiten, wenn die Importe (in Prozent) weniger stark sinken als die Exporte.



Euroraum: Ausgleich der Leistungsbilanzsalden ist möglich

Einige Peripherieländer gewinnen Marktanteile hinzu

4

	1999/2007		2008/2011	
	Export-entwicklung	Relative Lohnstück-kosten	Export-entwicklung	Relative Lohnstück-kosten
Frankreich	-21,9	2,3	-4,3	-2,8
Deutschland	14,3	-10,8	3,0	-1,9
Italien	-22,9	24,9	-9,5	7,7
Irland	16,0	-1,9	0,9	-32,7
Portugal	-13,8	1,9	3,3	--
Spanien	-9,6	26,6	8,8	-8,5

Quelle: OECD

Die Exportentwicklung lässt sich am besten messen anhand der Differenz zwischen der tatsächlichen Veränderung des Exportvolumens und der Veränderung der weltweiten Nachfrage – d.h. anhand des Wachstums der Importe in den Ländern, in die die Exporte gehen. Wenn das Verhältnis zwischen Exporten und weltweiter Nachfrage sinkt (bzw. ansteigt), verliert (bzw. gewinnt) das Exportland Marktanteile. Rein intuitiv sollten sich die Marktanteile verändern, wenn sich die Wettbewerbsfähigkeit verändert. Letztere wird in der Regel anhand der relativen Lohnstückkosten gemessen, d.h. der Entwicklung der nationalen Lohnstückkosten (die wiederum auf Produktivität und Löhnen beruhen) im Vergleich zur Entwicklung in anderen Ländern, die als Wettbewerber auftreten.

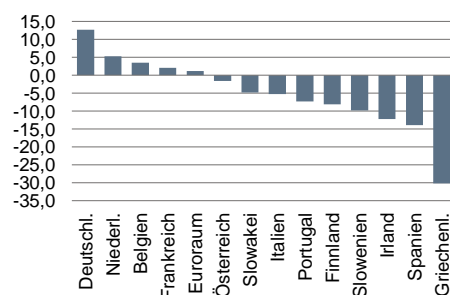
Aus ökonomischer Sicht ist die Beziehung zwischen Wettbewerbsfähigkeit und Marktanteilen jedoch nicht so eindeutig. Die ersten acht Jahre der Währungsunion sind ein gutes Beispiel dafür (Grafik 4). Italien und Spanien mussten ähnlich hohe Verluste an Wettbewerbsfähigkeit (25%) hinnehmen. Dabei verlor Italien jedoch doppelt so viele Marktanteile wie Spanien. Frankreich und Italien verloren etwa gleich viele Marktanteile, wobei sich Frankreichs relative Lohnstückkosten in diesem Zeitraum jedoch kaum veränderten. Portugal verlor bei gleichbleibender Wettbewerbsfähigkeit mehr Marktanteile als Spanien.

Damit wollen wir nicht sagen, die relativen Lohnstückkosten seien bedeutungslos. Sie sind von Bedeutung. So führt ein rascher Anstieg der Lohnstückkosten zu einer geringeren Rentabilität der Unternehmen, da die Löhne rascher ansteigen als die Produktivität. Dies dämpft letztendlich die Investitionstätigkeit und damit das Potenzialwachstum. Diese bittere Lektion hatte Spanien zu verkraften, als sich zeigte, dass der BIP-Boom des vergangenen Jahrzehnts zum großen Teil auf eine höhere Verschuldung und nicht auf eine tatsächliche Verbesserung der Produktivität zurückzuführen war. Die anhand der relativen Lohnstückkosten gemessene Wettbewerbsfähigkeit ist jedoch nur *ein* Faktor, der die Exportentwicklung bestimmt. Die Produktpalette und die nicht preisbezogene Wettbewerbsfähigkeit (Qualität, Möglichkeiten, sich an Präferenzen der Kunden anzupassen) sind ebenfalls von Bedeutung.

Anstieg der Importe im Euroraum

5

Importe Q3 2011/Q4 2007



Quelle: EUDATA

Ungeachtet der verfolgten Strategie scheinen Portugal und insbesondere Spanien ihre Marktanteile seit Ende 2007 stärker erhöht zu haben als Deutschland. Die spanischen Exportunternehmen haben die in den Jahren 1999 bis 2007 aufgelaufenen Verluste inzwischen nahezu wettgemacht. Der schwächere reale effektive Wechselkurs hat wahrscheinlich dazu beigetragen. Unseres Erachtens haben sich die spanischen Hersteller jedoch außerdem angesichts des Einbruchs der Binnennachfrage verstärkt auf ausländische Märkte konzentriert.

Italien und Frankreich verlieren weiterhin Marktanteile. Dies kann im Fall Italiens durch die Entwicklung des realen effektiven Wechselkurses erklärt werden; in Frankreich sind jedoch eindeutig andere Faktoren im Spiel. Frankreichs ungünstige Exportentwicklung lässt sich nicht durch ein Wundermittel lösen. In Q4 2011 waren die französischen Exporte allerdings bemerkenswert hoch (dieses Quartal wird von unserer Analyse nicht erfasst, da für die meisten Länder noch keine Daten verfügbar sind). In diesem Quartal haben die Unternehmen möglicherweise begonnen, ihre Exportstrategie zu ändern.

Unterstützung durch die Entwicklung innerhalb oder außerhalb Europas?

Grafik 4 zeigt, dass sich der reale effektive Wechselkurs für Deutschland weiterhin verbessert und das Land Marktanteile hinzugewinnt. Dies mag als Beispiel gesehen werden, das Land verfolge eine „nicht kooperative“ Strategie. Statt sich weiter auf die Lohnmäßigung zu konzentrieren, solle Deutschland einen stärkeren binnenwirtschaftlichen Konsum zulassen, um so zur Konver-

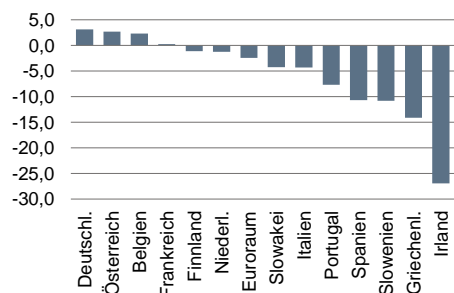


Euroraum: Ausgleich der Leistungsbilanzsalden ist möglich

Deutschland hat Frankreich in Bezug auf das Wachstum der Binnennachfrage überholt

6

Binnennachfrage Q3 2011/Q4 2007

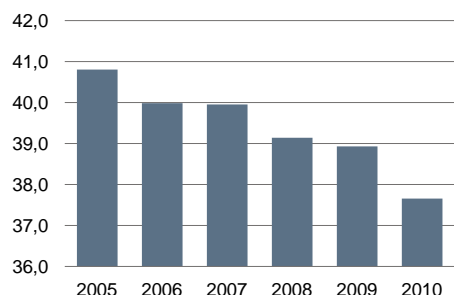


Quelle: EUDATA

Deutschland führt mehr Güter aus anderen Ländern als dem Euroraum ein

7

Anteil des Euroraums an Deutschlands Güterimporten



Quelle: EUDATA

Einige Peripherieländer halten ihre Marktanteile in Deutschland

8

Anteile an deutschen Güterimporten

	Frankreich	Spanien	Portugal	Italien
2007	8,2	2,7	0,5	5,8
2008	7,9	2,6	0,5	5,8
2009	8,0	2,9	0,5	5,6
2010	7,6	2,8	0,5	5,3

Quelle: STbAa

genz der Leistungsbilanzsalden im gesamten Euroraum beizutragen. Diese Argumentation führt unseres Erachtens in gewisser Weise in die Irre.

Finnland, Österreich, die Niederlande und insbesondere Deutschland haben einen beträchtlichen Beitrag zur Erholung der Importe im Euroraum insgesamt geleistet (Grafik 5). In Q3 2011 waren Deutschlands Importe um 13,9% höher als vor der Rezession, d.h. in Q4 2007. Die Niederlande, ein weiteres Land mit „strukturellen Überschüssen“, verzeichneten den zweithöchsten Importzuwachs.

Unseres Erachtens wird es zunehmend schwierig, die Auffassung zu vertreten, dass die Binnennachfrage in Deutschland bewusst niedrig gehalten werde. In Q3 2011 lag die Binnennachfrage in Deutschland um 3,0% über dem Stand Ende 2007 (Grafik 6). Im Gegensatz dazu hat sich die Binnennachfrage in Frankreich – traditionell das Land des Euroraums, in dem der Konsum immer robust ist – kaum erholt (Anstieg um lediglich 0,3% ggü. Q4 2007). Die deutschen Gewerkschaften fordern beträchtliche Lohnsteigerungen. In Deutschland werden keine diskretionären Haushaltskürzungen durchgeführt. Im Gegensatz zum übrigen Euroraum bricht die Kreditvergabe nicht ein. Es ist durchaus möglich, dass die Binnennachfrage in Deutschland beschleunigt ansteigt.

Dennoch stellt sich für die anderen europäischen Länder die Frage, inwieweit sie von einer Konjunkturbelebung in Deutschland (und den anderen Überschussländern) profitieren können. Insgesamt gelingt ihnen dies derzeit nicht. Deutschland importiert zunehmend Güter aus anderen Ländern als dem Euroraum (Grafik 7).

Einige Länder des Euroraums, darunter auch Peripherieländer, konnten jedoch ihre Marktanteile in Deutschland beibehalten. Italien und Frankreich haben dagegen Anteile am deutschen Markt verloren.

Selbst wenn die iberischen Länder von einer Konjunkturbelebung in Deutschland profitieren, kann dies jedoch nicht die einzige Stütze für ihre Exporte sein. Deutschland nimmt nur 10% von Spaniens Exporten ab.

Glücklicherweise scheinen einige Peripherieländer ihre Exportmärkte erfolgreich über den Euroraum hinaus ausgeweitet zu haben. Spaniens Beispiel ist sehr aufschlussreich. Spaniens Exportstruktur ist normalerweise stark auf Europa ausgerichtet. 2007 gingen 69,4% der gesamten Güterexporte des Landes in die EU. Dieser Anteil ging auf 65,3% im Jahr 2011 zurück. Von noch größerer Bedeutung ist allerdings die Tatsache, dass 57% des gesamten Wachstums der spanischen Güterexporte von 2007 bis 2011 auf die Entwicklung in außereuropäischen Märkten zurückzuführen sind (Grafik 9).

An einigen außereuropäischen Märkten hat Spanien bemerkenswert gut abgeschnitten. So konnte Spanien seinen Marktanteil in Brasilien seit 2007 bei 1,5% halten, obwohl im vergangenen Jahrzehnt insgesamt eine Diversifizierung der Importe hin zu Nicht-OECD-Ländern stattfand. Selbst Deutschland hat in Brasilien an Boden verloren (Rückgang des Marktanteils von 7,2% auf 6,7%), ebenso wie Frankreich (von 2,9% auf 2,4%). Es kann schon sehr lohnend sein, den Marktanteil in einem Land gleich zu halten, dessen gesamte Güterimporte seit 2007 um 88% (gemessen am Wert) angestiegen sind.

Fazit

Die Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen den verschiedenen Mitgliedsstaaten des Euroraums kommen allmählich ins Lot. Allerdings ist nicht allgemein eine Entwicklung hin zu einem ausgeglichenen Saldo zu erkennen. Die Peripherieländer machen gute Fortschritte, während bei den Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen keine größeren Veränderungen zu erkennen sind. „Verlierer“ sind Frankreich und Italien, deren Leistungsbilanzdefizite sich weiter verschlechtern, aber noch tragbarer sind als in den meisten Peripherieländern.



Euroraum: Ausgleich der Leistungsbilanzsalden ist möglich

Spaniens Ausrichtung auf den Euroraum nimmt ab

9

11 Monate 2007 / 11 Monate 2011

Gesamtexporte (Güter)	18,1
-----------------------	------

Anteile:

EU 27	7,7
-------	-----

Euroraum	5,9
----------	-----

Deutschland	1,2
-------------	-----

Nicht zur EU gehörende Mittelmehrländer	2,6
--	-----

Asiat. Schwellenländer	1,1
------------------------	-----

Lateinamerika	1,7
---------------	-----

OPEC	1,6
------	-----

Sonstige	3,5
----------	-----

Quelle: INEa

Ein Leistungsbilanzdefizit wird nicht nur über die preisliche Wettbewerbsfähigkeit ausgeglichen. Es könnte in die Irre führen, wenn man sich nur auf die Lohnstückkosten konzentriert. Dementsprechend sind Strategien, die sich nur auf Lohnmäßigung konzentrieren – die allerdings wahrscheinlich in jedem Fall notwendig ist – nicht unbedingt erfolgreich.

Gilles Moec (+44 20 754-52088, gilles.moec@db.com)

Peter Sidorov (+44 20 754-70132, peter.sidorov@db.com)



Euroraum: Ausgleich der Leistungsbilanzsalden ist möglich

Datenkalender

Land	Zeit	Daten	DB Prognose	Konsens	Tatsächl. Wert	Letzter Wert	
Montag, 27. Feb.							
FR	8:45	Erzeugerpreise (Jan)				-0,1%	
EWU	10:00	Geldmenge M2 (Jan)		1,9%		1,6%	
USA	16:00	Verkauf anstehender Häuser (Jan)		-0,6%		-3,5%	
Dienstag, 28. Feb.							
DE	0:00	HVPI (Feb)	0,5% (2,1%)			-0,5% (2,3%)	
	8:00	GfK-Index (Mär)	6,0			5,9	
EWU	11:00	Verbrauchervertrauen (Feb)		-20,1		-20,7	
USA	14:30	Verkauf langlebiger Güter (Jan)		0,4%		3,0%	
	16:00	Verbrauchervertrauen (Feb)		65,0		61,1	
Mittwoch, 29. Feb.							
JP	0:50	Industrieproduktion (Jan)				3,8%	
	6:00	Baufträge (Jan)				-1,5%	
FR	8:45	Verbraucherausgaben (Jan)		0,2%		-0,7%	
CH	9:00	KOF-Konjunkturbarometer (Feb)				-0,17	
DE	9:55	Arbeitslosenrate (Feb)	6,7			6,7%	
GB	10:30	Konsumentenkredite (Jan)				GBP -0,4 Mrd.	
EWU	11:00	HVPI (Jan)		-0,3% (2,7%)		0,3% (2,7%)	
USA	14:30	BIP (Q4)		2,9%		2,8%	
		BIP-Deflator (Q4)		0,4%		0,4%	
		Verbraucherausgaben (Q4)		0,7%		0,7%	
		-Kernrate (Q4)		1,1%		1,1%	
	15:45	Chicago PMI (Feb)		62,0		60,2	
Donnerstag, 1. März							
CH	7:45	BIP (Q4)				0,2% (1,3%)	
	9:30	PMI Industrie (Feb)				47,3	
IT	9:45	PMI Industrie (Feb)				46,8	
FR	9:50	PMI Industrie (Feb)					
DE	9:55	PMI Industrie (Feb)	50,1				
EWU	10:00	PMI Industrie (Feb)					
	11:00	HVPI (Feb)		-2,8%			
		Arbeitslosenrate (Jan)					10,4%
GB	10:30	PMI Industrie (Feb)				52,1	
USA	14:30	Verbraucherausgaben (Jan)		0,4%		0,0%	
		-Kernrate (Jan)		0,1%		0,2%	
		Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe (KW8)		398,000			
	16:00	Bauausgaben (Jan)		1,2%			1,5%
		ISM-Index Industrie (Jan)		55,0			54,1
Freitag, 2. März							
JP	0:50	Verbraucherpreise, national (Jan)				-0,2%	
		Verbraucherpreise, Tokio (Feb)				-0,3%	
EWU	11:00	Erzeugerpreise (Jan)				-0,2% (4,3%)	

Den laufend aktualisierten Datenkalender finden Sie auch auf der Seite Makroökonomie von DB Research.
Quellen: Reuters, Deutsche Bank

Fortsetzung nächste Seite



Euroraum: Ausgleich der Leistungsbilanzsalden ist möglich

Leitzinssätze (Stand: 22. Februar)

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.	16. Feb. 12	1,50%
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

Geldpolitische Sitzungen der Notenbanken

Datum	Land	Ereignis
--	--	--

Events und Veröffentlichungen

02. Mrz.	Euroland	Sitzung des Europäischen Rates
----------	----------	--------------------------------

Quellen: Reuters, Deutsche Bank, EU

© 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.