KFW-RESEARCH

Akzente

EWU-LÄNDER DRIFTEN IN DER KRISE WIEDER STÄRKER AUSEINANDER

Nr. 16, Januar 2010

kfw BANKENGRUPPE

Herausgeber
KfW Bankengruppe
Palmengartenstraße 5-9
60325 Frankfurt am Main
Telefon 069 7431-0
Telefax 069 7431-2944
www.kfw.de

Redaktion
KfW Bankengruppe
Abteilung Volkswirtschaft
research@kfw.de

Petra Ott-Laubach
Telefon 069 7431-3453

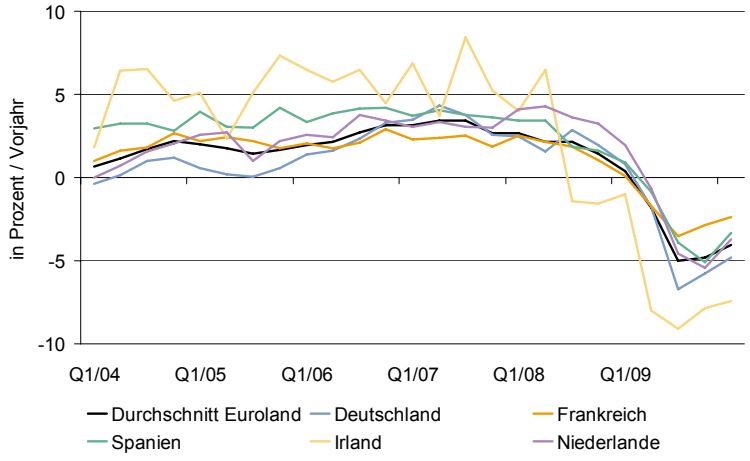
ISSN 1869-2583
Copyright Titelbild: KfW Bildarchiv /Angelika Kohlmeier
Frankfurt am Main, Januar 2010

EWU-LÄNDER DRIFTEN IN DER KRISE WIEDER STÄRKER AUSEINANDER

Von Wachstumsstars zu Sorgenkindern

Infolge der Weltfinanzkrise sind die BIP-Wachstumsraten auch in den Euroländern deutlich in den negativen Bereich abgerutscht. Während die Wachstumsstars der letzten Dekade wie Spanien und Irland besonders unter dem Wegbrechen ihrer in den letzten Jahren boomenden Bau- und Konsumnachfrage leiden, musste Deutschland vor allem dem starken Rückgang der globalen Güternachfrage Tribut zollen. Seit dem 2. Quartal 2009 hat sich die Wirtschaftslage in der Eurozone auf deutlich niedrigerem Niveau wieder stabilisiert (Grafik 1). Dies gilt auch für Irland, das zuvor von allen westeuropäischen EWU-Ländern den stärksten BIP-Rückgang hinnehmen musste.

Finanzkrise und Ende des Immobilienbooms führen zu starkem Wachstumseinbruch in der Eurozone.



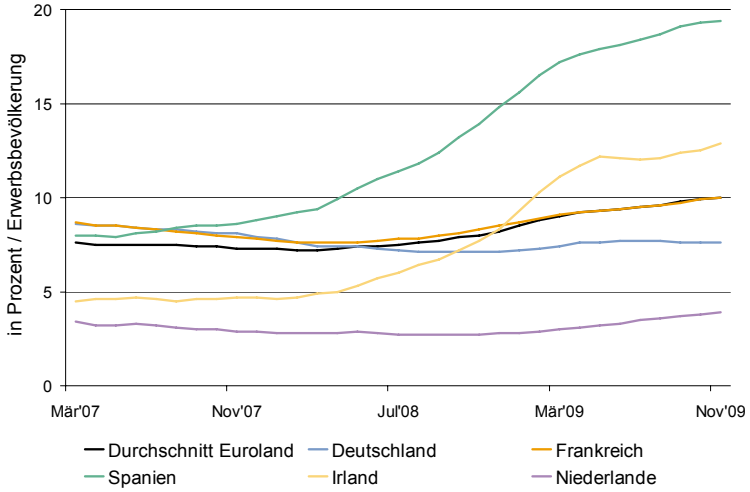
Quelle: Feri Datenbank

Grafik 1: Reale Veränderungsraten des Bruttoinlandsprodukts im Euroraum und in ausgewählten EWU-Mitgliedsländern

Der starke Wachstumseinbruch hat zu einem EWU-weiten Anstieg der Arbeitslosenquoten geführt. Dabei ist eine deutliche Divergenz der Raten in den einzelnen EWU-Ländern festzustellen. In Spanien und Irland hat sich die Beschäftigungssituation am stärksten verschlechtert; mit knapp 20 % liegt die Arbeitslosenquote in Spanien am höchsten (Grafik 2). Deutlich unter dem EWU-Durchschnitt liegen derzeit Länder wie Deutschland oder die Niederlande mit Raten von unter 8 % bzw. knapp 4 %. Während in Deutschland die großzügige Kurzarbeiterregelung den Anstieg der

Die Divergenz in den Arbeitslosenquoten der EWU-Länder hat sich verstärkt.

Arbeitslosigkeit seit Ausbruch der Krise gedämpft hat, lässt sich die schon seit längerem deutlich unter EWU-Durchschnitt liegende niederländische Rate unter anderem auf die dortige hohe Teilzeitbeschäftigungsquote zurückführen. Mit einer schnellen Besserung der Beschäftigungssituation in der Eurozone ist angesichts der erwarteten, eher schleppenden konjunkturellen Erholung nicht zu rechnen. Zur geringen Wachstumsdynamik kommen noch erhebliche strukturelle Probleme hinzu. Der überdimensionierte Bausektor muss in einigen Ländern noch weiter zurückgeführt werden, was von einem entsprechenden Arbeitsplatzabbau begleitet sein wird.



Quelle: Feri Datenbank

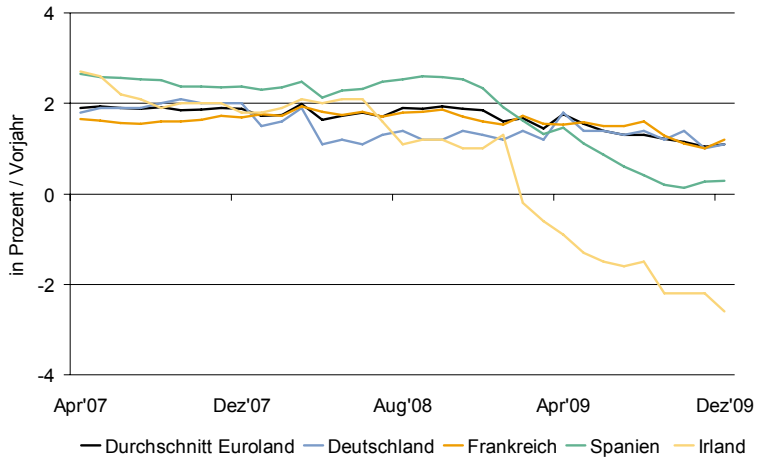
Grafik 2: Erwerbslose in Relation zur Erwerbsbevölkerung im Euroraum insgesamt und in ausgewählten EWU-Mitgliedsländern

Hohes Realzinsniveau bremst Erholung in vormaligen Boomländern

Ausgeprägte deflationäre Tendenzen in Irland.

Ein stärkeres Auseinanderdriften der EWU-Länder zeigt sich auch bei den monetären Indikatoren. Die um die volatilen Energie- und Lebensmittelpreise bereinigten Verbraucherpreis-Kernraten weisen seit dem Ausbruch der Finanzkrise in allen EWU-Ländern einen abwärtsgerichteten Trend auf. Deflationäre Tendenzen sind bislang aber nur in den vormaligen Boomländern Irland und Spanien zu beobachten. Die irische Kernrate lag zuletzt bei -2,6 % gegenüber dem Vorjahr (Grafik 3). Dies wirkt sich spürbar auf die Entwicklung der Realzinsen aus. Die Renditen 10-jähriger öffentlicher Anleihen abzüglich der Inflations-Kernraten liegen derzeit in

Irland bei über 7 % und damit um gut fünf Prozentpunkte höher als in den EWU-Kernländern Frankreich und Deutschland. Auch Spanien und Griechenland weisen mit knapp 4 % ein überdurchschnittlich hohes Realzinsniveau auf, was ein schwerwiegendes Handicap für die wirtschaftliche Erholung dieser Länder darstellt.



Quelle: Feri Datenbank

Grafik 3: Kerninflationsraten im Euroraum insgesamt und in ausgewählten EWU-Mitgliedsländern

Erhebliche Verschlechterung der Budgetsalden

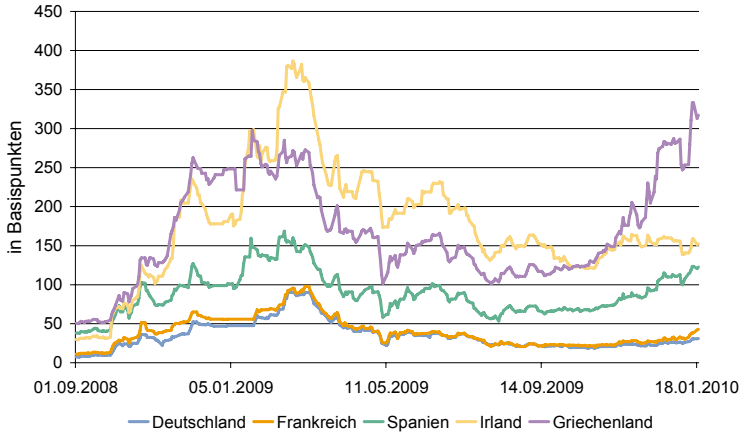
Die Finanzmarktkrise führt zu deutlicher Ausweitung der Haushaltsdefizite und starker Zunahme der Gesamtverschuldung, die vor allem im Fall Griechenlands kritische Werte erreicht.

Die infolge der Krise eingeleiteten Bankenstützungs- und Konjunkturstimulierungsmaßnahmen haben deutliche Spuren in den öffentlichen Haushalten hinterlassen. Nicht nur der berüchtigte Defizitsünder Griechenland, sondern auch die fiskalpolitischen Musterschüler der letzten Dekade, Irland und Spanien, werden gemäß den Prognosen der EU-Kommission nach 2009 auch im Jahr 2010 ein laufendes Budgetdefizit von mehr als 10 % des nationalen Bruttoinlandsprodukts aufweisen. Entsprechend werden die Gesamtschuldenstände rasant anwachsen. Im Fall Irlands prognostiziert die EU-Kommission von 2007 bis 2011 eine annähernde Vervierfachung (von 25 % auf 96 % des BIP) und im Fall Spaniens eine Verdoppelung des Schuldenstands (von 36 % auf 74 % des BIP). Die vom Niveau her kritischsten Werte werden aber in Griechenland erreicht (prognostizierter Anstieg von 96 % im Jahr 2007 auf 135 % des BIP im Jahr 2011).

Vor diesem Hintergrund hat an den Finanzmärkten die Sensibilität für unterschiedliche Länderrisiken in der Eurozone stark zugenommen.

Investoren zeigen erhöhte Sensibilität für Länderrisiken in der Eurozone.

Dies lässt sich unter anderem an der deutlichen Spreizung der Kreditausfallprämien, den Credit Default Swap-Spreads[1], ablesen, die in den letzten Monaten insbesondere für Griechenland und Spanien deutlich anzogen. Im Fall Griechenlands wird derzeit sogar das auf dem Höhepunkt der Finanzmarktkrise verzeichnete Niveau deutlich übertroffen. Aber auch in Irland übersteigen die CDS-Spreads weiterhin das Vorkrisenniveau (Grafik 4).



Quelle: Bloomberg

Grafik 4: CDS-Spreads für ausgewählte EWU-Mitgliedsländer (5-jährige Laufzeiten in US-Dollar)

Längerfristige Perspektiven

Trend zur stärkeren Divergenz in der Wirtschaftsentwicklung der EWU-Mitgliedsländer dürfte sich fortsetzen.

Die seit dem Ausbruch der Finanzkrise zu beobachtende wieder stärkere Divergenz in der wirtschaftlichen Entwicklung der EWU-Mitgliedsländer dürfte anhalten. Die wachstumsstärksten Länder der letzten Jahre Irland, Spanien aber auch Griechenland stehen vor erheblichen strukturellen Herausforderungen. Das bisherige auf einem Bau- und Konsumboom fußende Wachstumsmodell ist obsolet. Der Weg zu einer nachhaltigen Erholung erscheint steinig. Im Gegensatz zu den Anfangsjahren der Währungsunion können diese Länder nämlich nicht auf den Rückenwind konvergenzbedingt fallender Zinsen hoffen. Im Gegenteil, sie müssen derzeit aufgrund ihres deutlich höheren Realzinsniveaus erhebliche Wachstumsnachteile gegenüber den EWU-Kernländern hin-

[1] Als Credit Default Swap-Spread, kurz CDS-Spread, bezeichnet man die Ausfallprämie bei einem CDS-Kontrakt, die als Ausgleich für die Übernahme des Ausfallrisikos einer Kreditschuld gezahlt wird. Diese wird üblicherweise in Basispunkten pro Jahr angegeben.

nehmen. Der Ausfall der bisherigen binnenwirtschaftlichen Antriebskräfte kann kurzfristig wohl auch nur begrenzt durch ein forciertes Exportwachstum kompensiert werden. Die hohen Leistungsbilanzdefizite dieser Länder in den vergangenen Jahren zeugen von einem erheblichen Verlust an außenwirtschaftlicher Wettbewerbsfähigkeit. Da der Wechselkurs als Korrektiv wegfällt, wird sich dies nur über den schmerzlichen Weg einer längeren Preiszurückhaltung und einer (zumindest relativen) deutlichen Lohnstückkostensenkung korrigieren lassen. Um die regionalen Ungleichgewichte in der Eurozone zu reduzieren, müssen aber auch bisherige Exportüberschussländer wie Deutschland ihre Wirtschaftsstrukturen neu austarieren und ihre Binnennachfrage stärken. Dies sollte in erster Linie durch eine stärkere private und öffentliche Investitionstätigkeit erfolgen. Als Ziele einer längerfristigen Investitionsoffensive bieten sich die Felder an, auf denen diese Länder ohnehin vor großen strukturellen Herausforderungen stehen.

Hohe Realzinsen, mangelnde außenwirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit und der Druck zur Sanierung der öffentlichen Haushalte dämpfen mittelfristiges Erholungspotenzial in vormaligen EWU-Boomländern.

Zunächst dürften die strukturellen Anpassungsprozesse Wachstum kosten. Auch von der mittelfristig notwendigen Sanierung der öffentlichen Haushalte werden wachstumsdämpfende Effekte ausgehen. Irland ist bereits mit einem ambitionierten Sparprogramm für den öffentlichen Sektor vorgeprescht. Die griechische Regierung hat unter dem Druck der EU und der Ratingagenturen ähnliche Maßnahmen angekündigt. Angesichts erheblicher Proteste der Bevölkerung ist aber fraglich, ob ein rigider Sparkurs implementiert und mittelfristig auch durchgehalten werden kann. Die unterschiedlichen Länderrisiken dürften deshalb auf dem Radarschirm der internationalen Investoren bleiben und in einer anhaltenden Spreizung der CDS-Spreads ihren Ausdruck finden.

Unterschiedliche Länderrisiken in der Eurozone bleiben im Fokus der Finanzmarktteilnehmer.

Auch wenn eine schnelle Rückkehr zur Konvergenz der Vorfinanzkrisenära nicht zu erwarten ist, erscheinen die zunehmenden Spekulationen darüber, dass es zum Ausscheren einzelner Länder aus der Eurozone oder gar einem Auseinanderbrechen der EWU kommen könnte, übertrieben. Dies wäre für die einzelnen Länder mit erheblichen Risiken wie etwa einer starken Kapitalflucht verbunden. Zudem hat gerade die Finanzkrise gezeigt, welche Vorteile in einem starken Währungsverbund liegen. Nicht umsonst wird nun auch in Ländern wie Island ein EWU-Beitritt als erstrebenswert angesehen. Trotz gegenteiliger Bekundungen seitens der EU-Gremien sowie der anderen EWU-Länder und des Fehlens

Trotz wieder stärkerer Divergenz in der Eurozone ist Gefahr des Ausscherens einzelner Länder weiterhin gering.

einer expliziten Bailout-Klausel ist davon auszugehen, dass einem in starke Bedrängnis geratenden Mitgliedsland letztlich doch Hilfe gewährt wird, schon allein um einen Dominoeffekt an den Finanzmärkten zu vermeiden.