

**April 2015**

---

- **Deutsche Wirtschaft wächst dank Euroabwertung um 0,5 Prozent**
  - Schwächerer Euro reduziert Deflationsrisiko
  - Exporte reagieren nicht in jedem EWU-Land in gleichem Ausmaß auf Abwertung
  - Erhebliche Wachstumseffekte durch Abwertung
  - Konjunkturerholung in anderen EWU-Staaten stützt deutsche Exporte

## Team Investmentstrategie

**Dr. Marco Bargel**

Chefinvestmentstrategie  
marco.bargel@postbank.de

**Heinrich Bayer**

heinrich.bayer@postbank.de

**Thilo Heidrich**

thilo.heidrich@postbank.de

**Heinz-Gerd Sonnenschein**

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

[www.postbank.de](http://www.postbank.de)

Redaktionsschluss: 26.03.2015

Deutsche Postbank AG  
Zentrale  
Friedrich-Ebert-Allee 114-126  
53113 Bonn  
Telefon: (0228)920-0

**Disclaimer:**

Alle hier veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen Informationsmaterial dar, also weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers. Die Informationen in diesem Dokument wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; Postbank Investmentstrategie garantiert diese jedoch nicht. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die dem Investor eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll.

## Deutsche Wirtschaft wächst dank Euroabwertung um 0,5 Prozent

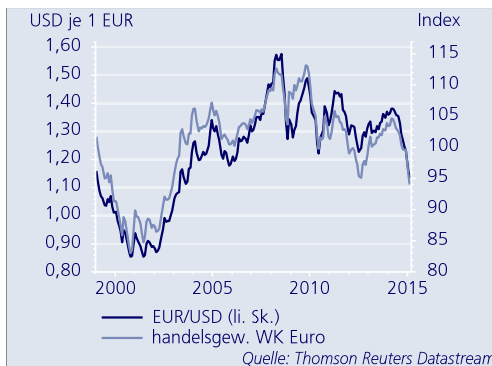
Seit Mai 2014, als sich eine weitere geldpolitische Lockerung durch die EZB abzeichnete, hat der Euro kräftig abgewertet. Die Gemeinschaftswährung hat dabei gegenüber allen anderen wichtigen Währungen an Wert eingebüßt. Beim EUR/USD war der Rückgang mit gut 20% am stärksten, gefolgt vom EUR/CHF (-14%), EUR/GBP (-10%), und EUR/JPY (-8%). Gegenüber anderen Währungen war die Abwertung weniger stark ausgeprägt, was sich in einem moderateren Rückgang des handelsgewichteten Wechselkurses zeigt. Immerhin gab der Euro seit Mai 2014 im Vergleich zu den Währungen der 18 wichtigsten Handelspartner im Durchschnitt aber immerhin noch um gut 10% nach.

### Schwächerer Euro reduziert Deflationsrisiko

Getrieben wurde der Wertverfall der Gemeinschaftswährung durch eine Reihe von Maßnahmen der EZB. So lockerten die Währungshüter den Leitzins seit Mai 2014 in zwei Schritten auf zuletzt 0,05%. Gleichzeitig wurde der Satz für die Einlagenfazilität erstmals in den negativen Bereich gesenkt. Daneben weitete die EZB auch die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen aus. So wurde beschlossen, mehrere zweckgebundene Langfristtender für Banken anzubieten und am Sekundärmarkt in großem Umfang Anleihen anzukaufen. Durch diese Maßnahmen haben sich die Zinsen im Euroraum noch einmal massiv reduziert und auf diesem Wege die Abwertung des Euro unterstützt. Gleichzeitig erzeugt die Aussicht auf eine Ausweitung der Notenbankbilanz durch Staatsanleihekäufe einen Abwärtsdruck auf die Gemeinschaftswährung.

Auch wenn der Wechselkurs kein unmittelbares geldpolitisches Ziel darstellt, so dürfte die EZB bei ihren Maßnahmen doch die Abwertung des Euro im Blick gehabt haben. Denn ein schwächerer Euro sorgt für inflationäre Tendenzen, da sich die in Euro errechneten Preise für importierte

### Starke Abwertung des Euro seit Mai 2014



Güter und Rohstoffe erhöhen. Ein solcher inflationärer Effekt dürfte der EZB angesichts der aus ihrer Sicht bestehenden Deflationsgefahren äußerst willkommen sein. Gemäß einer Schätzung auf Basis historischer Relationen führt eine Abwertung des Euro um 10% zu einem Anstieg der EWU-Inflationsrate um 0,5 Prozentpunkte. In Deutschland ist der Anstieg der Inflationsrate infolge einer 10%-igen Abwertung des Euro mit 0,3% Prozentpunkten etwas niedriger.

### Exporte reagieren nicht in jedem EWU-Land in gleichem Ausmaß auf Abwertung

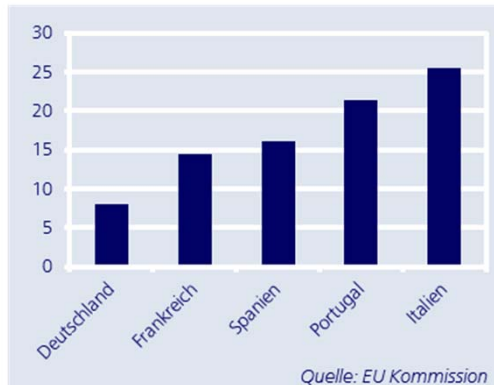
Neben den inflatorischen Wirkungen gehen von einer Euroabwertung vor allem auch wachstumsfördernde Effekte aus. Denn aufgrund des gesunkenen Wechselkurses werden Güter, die im Euroraum erzeugt werden, auf den Auslandsmärkten billiger. Dies führt in der Regel zu einer höheren Nachfrage nach Produkten und damit steigenden Exporten aus dem Euroraum. Auf der anderen Seite verteuern sich für Konsumenten und Unternehmen im Euroraum Güter und Dienstleistungen, die im Ausland hergestellt oder erbracht wurden. Damit sinken aus Sicht der EWU in der Regel die Importe. Beides zusammen, steigende Exporte und sinkende Importe, führt zu einer Erhöhung des Außenbeitrags im Euroraum und generiert

mithin einen Wachstumsimpuls für das Bruttoinlandsprodukt. Allerdings muss berücksichtigt werden, dass in einer globalen arbeitsteiligen Wirtschaft eine Zunahme der Exporte meist auch höhere Importe in Form von Vorleistungsgütern und Rohstoffen nach sich zieht. Je höher der Anteil der zur Herstellung der Exporte benötigten importierten Vorleistungen, desto geringer ist der Wachstumseffekt einer Währungsabwertung, da sich der Außenbeitrag dann weniger stark verbessert. Deutschland befindet sich mit einem Anteil von 27% an importierten Vorleistungen in etwa im Mittelfeld der EWU-Länder. In Frankreich, Italien und Spanien liegt der Anteil etwas niedriger, so dass der Wachstumseffekt einer Abwertung tendenziell etwas höher ausfällt.

Die Exportwirtschaft profitiert nicht in allen EWU-Staaten in gleichem Maße von einer Abwertung des Euro. Denn es gibt je nach Land erhebliche Unterschiede in der Zusammensetzung der Exporte. In der Regel werden Staaten, die überwiegend standardisierte Konsumgüter exportieren, stärker von einer Abwertung profitieren, da die Nachfrage nach diesen Gütern eine relative hohe Preissensitivität aufweist. Demgegenüber reagiert die Nachfrage nach Investitionsgütern meist weniger stark auf Preisänderungen, da hier eher qualitative Aspekte und weniger der Preis ausschlaggebend sind. Im Übrigen dürfte sich die Nachfrage nach Investitionsgütern wegen des langfristigen Planungshorizontes von Investitionen auf kurze Sicht kaum verändern. Hier treten die positiven Effekte einer Abwertung - wenn überhaupt - nur zeitverzögert ein.

Die Nachfrage nach deutschen Exporten reagiert im Vergleich zur Nachfrage nach Exporten anderer EWU-Staaten durchschnittlich auf eine abwertungsbedingte Verbilligung. Insbesondere der relativ hohe Anteil von Kapitalgütern sollte die Preissensitivität bei deutschen Exporten dämpfen. Dennoch ist auch im Fall der deutschen Ausfuhren mit einer signifikanten Reaktion auf die veränderten Euro-Wechselkurse zu rechnen. So dürften die

### Um soviel Prozent steigen die Exporte bei einer Euroabwertung um 10%



Exporte durch die Abwertung des handelsgewichteten Euro seit Mai 2014 schätzungsweise um insgesamt rund 8% steigen. Dieser Effekt tritt allerdings nicht sofort ein, sondern kumuliert über mehrere Jahre. Mit Ausnahme der Benelux-Staaten und Irlands reagieren die Exporte aller mittelgroßen und großen EWU-Staaten stärker auf eine Veränderung der Wechselkurse als die Deutschlands. Spitzenreiter sind diesbezüglich Italien und Portugal, wo eine 10%-ige Abwertung des Euro zu einen Anstieg der Exporte um 26% bzw. 21% führt. Auch in Frankreich (+14%) und Spanien (+16%) reagieren die Exporte relativ stark auf eine Euroabwertung. Vergleichsweise gering verändert sich die Nachfrage nach Exporten aus den Benelux-Staaten infolge einer Wechselkursänderung. Dies dürfte vor allem durch den relativ hohen Anteil ihrer Ausfuhren in andere Euro-Länder, auf die der Wechselkurs keinen Einfluss hat, zu erklären sein.

### Erhebliche Wachstumseffekte durch Abwertung

Unter Berücksichtigung der wechselkursbedingten Effekte auf die Exporte/Importe, der Bedeutung des Außenhandels für die Volkswirtschaft und des Importanteils an den Exporten lässt sich für einzelne Euro-Länder der aus einer Abwertung resultierende Wachstumseffekt für das Bruttoinlandsprodukt abschätzen.

## Strukturdaten zum Außenhandel

	D	F	I	E
Exporte in % BIP	42	26	27	27
Anteil Investitionsgüter an Exporten	21	19	17	11
Anteil Exporte außerhalb EWU	61	53	60	47
Anteil importierte Vorleistungen	27	25	20	21

D: Deutschland; F: Frankreich; I: Italien; E: Spanien  
 Quelle: EU Kommission

Grundsätzlich gilt dabei:

- je stärker die Exporte auf eine Abwertung reagieren
- je höher der jeweilige Anteil der Exporte am Bruttoinlandsprodukt
- und je weniger importierte Vorleistungen zur Herstellung der zusätzlichen Exporte benötigt werden,

desto stärker wächst eine Volkswirtschaft, wenn ihre Währung abwertet.

Für Deutschland ist bei einer handelsgewichteten Abwertung des Euro um gut 10% ein Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um rund 0,5% innerhalb eines Jahres zu erwarten. Dies gilt allerdings nur, solange die Abwertung auch Bestand hat. Kommt es zwischenzeitlich zu einer Gegenbewegung, d.h. einer Aufwertung des Euro, würde der Wachstumsimpuls dementsprechend kleiner ausfallen bzw. die Aufwertung das BIP-Wachstum per Saldo sogar dämpfen. In den anderen großen EWU-Staaten dürfte der Wachstumseffekt der Euroabwertung tendenziell noch etwas größer ausfallen als in Deutschland, da deren Exporte deutlich stärker auf Preisänderungen reagieren und der Anteil importierter Vorleistungen geringer ist. Vor allem in Frankreich und Italien, wo das Wachstum bis zuletzt nicht richtig in Gang kam, dürfte dieser wechselkursbedingte Wachstumsimpuls willkommen sein.

## Konjunkturerholung in anderen EWU-Staaten stützt deutsche Exporte

Beim wechselkursbedingten Wachstumseffekt handelt es sich allerdings nur um eine temporäre Wirkung. Denn die von einer Abwertung ausgehenden Wachstumsimpulse laufen nach einer gewissen Zeit, in der Regel nach 2-3 Jahren, aus. Nur bei einer fortgesetzten Abwertung der Währung wäre mit immer wieder neuen Wachstumsimpulsen für die Exporte und Gesamtwirtschaft zu rechnen. Tatsächlich stehen unseres Erachtens die Chancen nicht schlecht, dass der Euro seinen Abwertungstrend in den kommenden Jahren noch fortsetzen könnte. Dies gilt insbesondere mit Blick auf den US-Dollar. Eine wichtige Determinante des Wechselkurses ist die jeweilige Ausrichtung der Geldpolitik und damit letztendlich die Zinslandschaft in den betroffenen Währungsräumen. Im Falle des Euroraums und der USA dürfte die Divergenz in der Geldpolitik unseres Erachtens weiter zunehmen. Während die EZB den Expansionsgrad ihrer Geldpolitik mit dem Beschluss zum Ankauf von Staatsanleihen gerade erst erhöht hat, zeichnet sich in den USA eine erste Leitzinserhöhung in diesem Jahr ab. Damit würde sich die Zinsdifferenz zugunsten des US-Dollars weiter ausdehnen und Abwärtsdruck auf den Euro erzeugen. Wir gehen daher davon aus, dass die Gemeinschaftswährung im Verlauf des kommenden Jahres unter die Parität zum US-Dollar fallen könnte. Allerdings dürfte sich der Abwertungstrend gegenüber der Periode zwischen Mai 2014 und März 2015 deutlich verlangsamen. Zudem rechnen wir nicht mehr mit einem substantiellen Wertverlust des Euro gegenüber anderen Währungen, so dass sich der handelsgewichtete Wechselkurs nur noch geringfügig reduzieren sollte. Damit dürften auch die von einer Abwertung des Euro ausgehenden zusätzlichen Wachstumseffekte allmählich abnehmen.

Exporte reagieren aber nicht nur auf eine Veränderung der Wechselkurse. So dürften die deutschen Exporte auch von einer fortgesetzten Konjunkturerholung in anderen Staaten der Eurozone profitieren. Denn ein höheres Einkommen im Ausland zieht meist auch eine höhere Nachfrage nach deutschen Exporten nach sich, da die Privathaushalte mehr konsumieren oder Unternehmen und Staat mehr investieren. Auch in den USA, in Japan und UK, allesamt wichtige Handelspartner für die deutsche Wirtschaft, steigt angesichts solider Einkommenszuwächse die Nachfrage nach deutschen Produkten. Insbesondere Deutschland profitiert mit seiner starken Investitionsgüterbranche und hochwertigen Konsumgütern in erheblichem Maße von einer positiven Konjunkturerholung in anderen Staaten. Tatsächlich lässt sich feststellen, dass die Nachfrage nach deutschen Exporten von einem Einkommensanstieg im Ausland stärker profitiert als bspw. die französischer oder italienischer. Etwas gedämpft wird der positive Einfluss der Konjunkturerholung im Euroraum allerdings aktuell durch die schwache Konjunktur in einigen Schwellenländern, darunter China und Russland, sowie in rohstoffreichen Staaten, die unter dem Einbruch des Ölpreises leiden. Unter dem Strich dürften die von einer Änderung des Einkommens ausgehenden Effekte aber immer noch positiv auf die deutschen Exporte wirken.

**Fazit:** Deutschland profitiert über steigende Exporte in erheblichem Maße von der jüngsten Euroabwertung. Vorsichtig geschätzt beläuft sich der Wachstumsimpuls für das deutsche Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr auf etwa 0,5%. In anderen EWU-Staaten dürfte der Effekt sogar noch größer sein. Gleichzeitig sorgt die Abschwächung des Euro für einen inflationären Impuls von rund 0,5% im Euroraum. Dies dürfte ausreichen, die Inflationsrate – bei stabilem Ölpreis - wieder nachhaltig in den positiven Bereich zu transportieren und die Deflationssorgen bei der EZB zu zerstreuen.

*Dr. Marco Bargel*

### Prognosen Postbank

		26.03.	in 3 M	in 12 M
<b>Leitzinsen</b>				
Euroraum	%	0,05	0,05	0,05
USA	%	0-0,25	0-0,25	1,00
Japan	%	0-0,10	0-0,10	0-0,10
Großbritannien	%	0,50	0,50	0,50
<b>Wechselkurse</b>				
EUR/USD		1,09	1,04	1,00
EUR/JPY		130	126	125
EUR/GBP		0,73	0,71	0,74
EUR/CHF		1,05	1,07	1,10