

Dovern, Jonas; Gern, Klaus-Jürgen; Hogrefe, Jens; Scheide, Joachim

**Book Part — Published Version**

## Euroraum in der Rezession

**Provided in Cooperation with:**

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

*Suggested Citation:* Dovern, Jonas; Gern, Klaus-Jürgen; Hogrefe, Jens; Scheide, Joachim (2008) : Euroraum in der Rezession, In: Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2008, ISBN 3894563001, Kiel Institute for the World Economy, Kiel, pp. 35-49

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/28683>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Euroraum in der Rezession

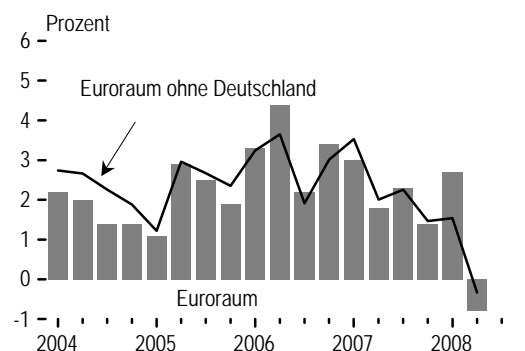
Jonas Dovern, Klaus-Jürgen Gern,  
Jens Hogrefe und Joachim Scheide

## Zusammenfassung:

Der Konjunkturaufschwung im Euroraum ist beendet. Eine Vielzahl von Faktoren, wie die Situation der Immobilien- und Finanzmärkte sowie Wechselkurse und Rohstoffpreise, wirkt sich belastend aus, so dass der Euroraum im Prognosezeitraum voraussichtlich eine Rezession erleben wird. Wir revidieren unsere Prognose für den Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im Euroraum für das laufende Jahr auf 1,4 Prozent. Im Jahr 2009 wird das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum stagnieren.

Die Konjunktur im Euroraum hat sich merklich abgekühlt. Nachdem das reale Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von fast 3 Prozent zulegen, schrumpfte es im zweiten Quartal mit einer Rate von 0,8 Prozent. Das Profil der Produktionsentwicklung war in Deutschland besonders ausgeprägt, die Abschwächung ist aber auch im Euroraum ohne Deutschland deutlich (Abbildung 1). Der private Konsum, der hier den Aufschwung in den vergangenen Jahren getragen hatte, stagnierte im zweiten Quartal (Abbildung 2). Die hohe Inflation im gesamten Euroraum sowie die Krise auf den Immobilienmärkten einiger Länder wirkten sich negativ aus. Im zweiten Quartal sind die Exporte aus dem Euroraum mit einer laufenden Jahresrate von 1,5 Prozent gesunken, während die Importe um 1,6 Prozent (laufende Jahresrate) nachließen, so dass der Beitrag des Außenhandels zur Konjunktur nahezu neutral war. Im Euroraum ohne Deutschland haben sich die Exporte allerdings deutlich schlechter als die Importe entwickelt. Der hohe Wechselkurs zum US-Dollar, der in diesem Jahr mit etwa 1,60 sein Allzeithoch erreicht hatte, hat hier belastend gewirkt. Insgesamt ist das erste Halbjahr noch recht positiv verlaufen, wobei sich Deutschland besser entwickelt hat als der übrige Euroraum. Verschiedene Indikatoren wiesen aber daraufhin, dass die Schwäche im zweiten

Abbildung 1:  
Reales Bruttoinlandsprodukt 2004–2008<sup>a</sup>

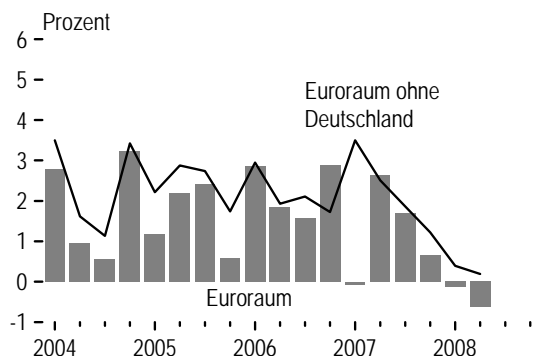


<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Eurostat (2008); eigene Berechnungen.

## Euroraum in der Rezession

Abbildung 2:  
Privater Konsum 2004–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

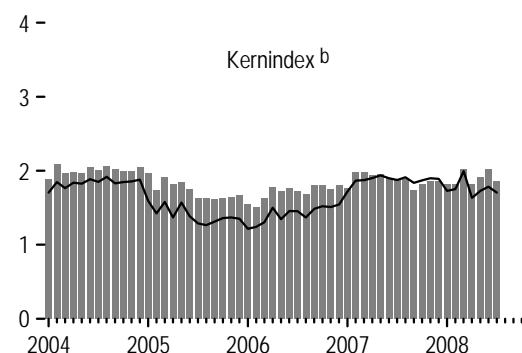
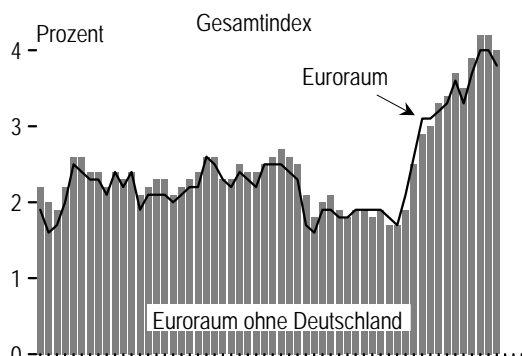
Quelle: Eurostat (2008); eigene Berechnungen.

Quartal nicht allein als Ausgleich für das starke erste Quartal zu werten ist, sondern als Anzeichen des einsetzenden Abschwungs.

Der Preisauftrieb im Euroraum liegt weiterhin deutlich über dem Ziel der Europäischen Zentralbank (EZB) von nahe aber unter 2 Prozent. Im August war der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) im gesamten Euroraum 3,8 Prozent höher als ein Jahr zuvor. Der Anstieg hat damit im Vergleich zum Juli etwas abgenommen, als die Rate noch bei 4 Prozent lag. In Deutschland ist der Preisauftrieb nach wie vor geringer als im übrigen Euroraum (Abbildung 3). Insbesondere Energie und Nahrungsmittel verteuerten sich kräftig. Der Anstieg des so genannten Kernindex, der diese Gütergruppen nicht enthält, liegt für den Euroraum allerdings unter 2 Prozent.

Die Arbeitslosenquote ist im ersten Halbjahr 2008 leicht gestiegen (Abbildung 4). Dies ist ausschließlich auf den Anstieg der Arbeitslosigkeit im Euroraum ohne Deutschland zurückzuführen. Die Arbeitslosenquote hier ist inzwischen so hoch wie in Deutschland. Allerdings besteht auch im Euroraum ohne Deutschland eine starke Heterogenität der Arbeitsmärkte. Während die Arbeitslosenquote sich in Spanien und Italien erheblich erhöhte, ist sie in Frankreich und den Niederlanden noch gesunken.

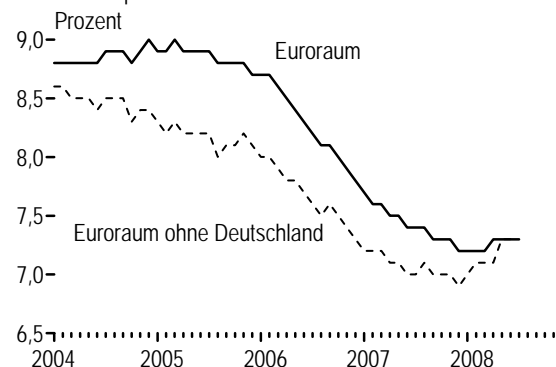
Abbildung 3:  
Verbraucherpreise 2004–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Anstieg gegenüber dem Vorjahr. — <sup>b</sup>Gesamtindex ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak.

Quelle: EZB (2008c); eigene Berechnungen.

Abbildung 4:  
Arbeitslosenquote 2004–2007<sup>a</sup>



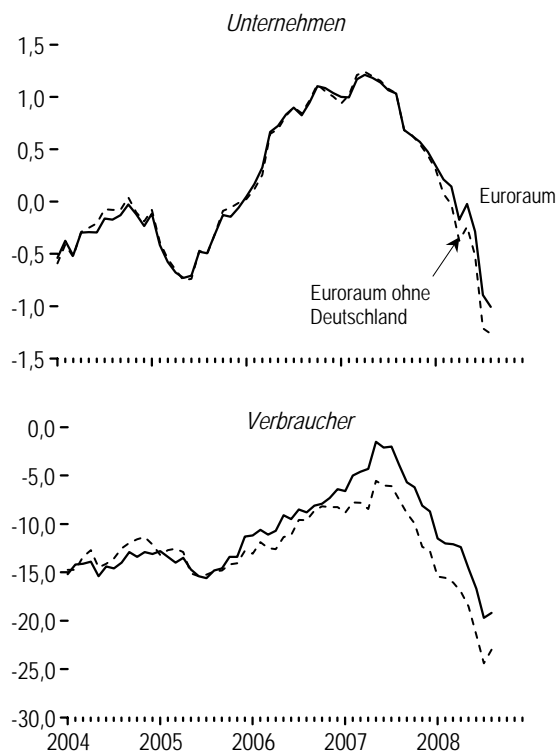
<sup>a</sup>Saisonbereinigt.

Quelle: EZB (2008c); eigene Berechnungen.

## Indikatoren deuten auf Rezession

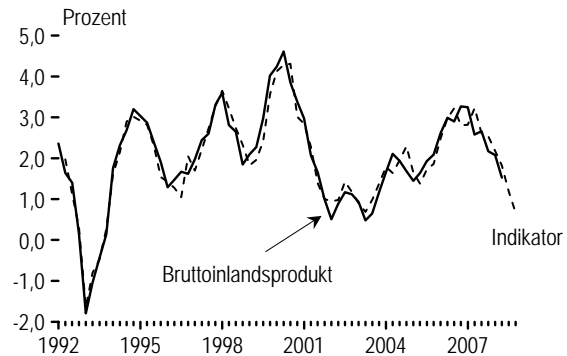
Eine Vielzahl von Frühindikatoren zeigt an, dass sich der Euroraum in einer Abschwungphase befindet. Das Verbrauchervertrauen im Euroraum hat den niedrigsten Stand seit Mitte der 1990er Jahre und das Unternehmervertrauen den niedrigsten Stand seit 2003 erreicht (Abbildung 5). Eine kräftige Abschwächung der Konjunktur signalisiert auch der EUROFRAME-Indikator, der ebenfalls den niedrigsten Wert seit 2003 ausweist (Abbildung 6). Ferner ist der Abschwung an einer Reihe gleichlaufender Indikatoren ablesbar. Einzelhandelsumsätze und Industrieproduktion deuten bereits seit dem vierten Quartal 2007 auf einen Abschwung hin. Dies ergibt sich, wenn man auf die laufenden Änderungsraten über drei Monate beider Variablen ein gemeinsames Markov-Switching-Modell anwendet. Das Markov-Switching-Modell unterstellt zwei unbeobachtbare Zustände, einen

Abbildung 5: Stimmungskennzeichen im Euroraum 2004–2008



Quelle: Europäische Kommission (2008); eigene Berechnungen.

Abbildung 6: EUROFRAME-Indikator und reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 1992–2008<sup>a,b</sup>



<sup>a</sup>Real. — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Eurostat (2008); EUROFRAME (2008).

mit hoher und einen mit niedriger konjunktureller Dynamik, wobei Letzterer nicht zwingend eine Rezession impliziert. Wenn man die historischen Phasen mit hohen Wahrscheinlichkeiten für den niedrigen Zustand betrachtet, entsprechen diese zwar schwächeren Phasen der Konjunktur im Euroraum, doch hat es in dem betrachteten Zeitraum zwischen 1995 und 2007 keine Rezession gegeben (Abbildung 7).

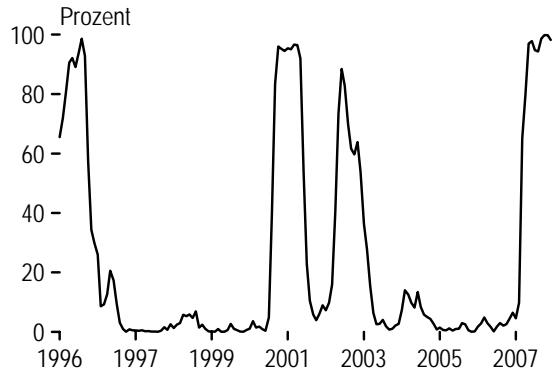
Es gibt allerdings eine Reihe von Anzeichen, die dafür spricht, dass der derzeitige Abschwung in eine wirkliche Rezession führt. So haben sich die bereits angesprochenen Frühindikatoren seit Beginn des Jahres 2008 ungewöhnlich stark verschlechtert. Auf eine Rezession im Euroraum deutet zudem die Inversion der Zinsstrukturkurve (Abbildung 8). Dass der Zinssatz für Dreimonatsgeld<sup>14</sup> über mehrere Monate niedriger liegt als der mittlere Zinssatz 10-jähriger Staatsanleihen, hat es im Euroraum zuletzt zwischen 1991 und 1993 gegeben, vor und während der damaligen Rezession in jenen Ländern, die heute den Euroraum bilden.<sup>15</sup>

<sup>14</sup> Für den Zeitraum seit 1999 wird der Euribor als kurzfristiger Zins herangezogen. Für den vorangegangenen Zeitraum wird das gewichtete Mittel nationaler Zinssätze verwendet.

<sup>15</sup> Bernard und Gerlach (1998) zeigen, dass die Zinsdifferenz im internationalen Kontext zur Rezessionsprognose geeignet ist. Für den Euroraum weisen Duarte et al. (2005) darauf hin, dass die Zinsdiffe-

## Euroraum in der Rezession

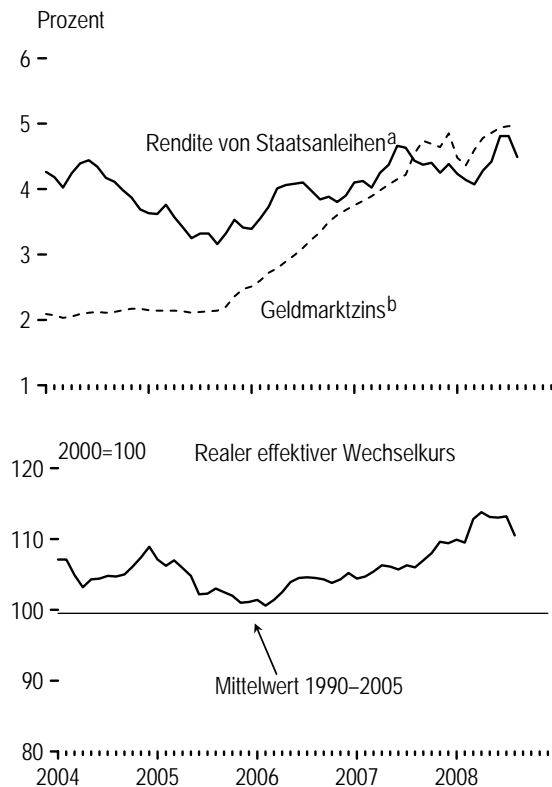
Abbildung 7:  
Wahrscheinlichkeit einer Abschwungsphase im Euroraum 1996–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Basierend auf einem Markov-Switching-Modell für Industrieproduktion und Einzelhandelsumsätze.

Quelle: Eigene Berechnungen.

Abbildung 8:  
Monetäre Rahmenbedingungen im Euroraum 2004–2008



<sup>a</sup>Mit 10-jähriger Restlaufzeit. — <sup>b</sup>Dreimonatsgeld.

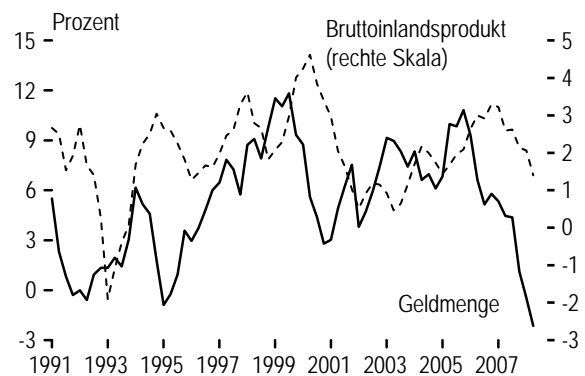
Quelle: EZB (2008c); eigene Berechnungen.

renz alle bisherigen Rezessionen mit etwa drei Quartalen Vorlauf prognostiziert hat.

Einen deutlichen Hinweis auf eine Rezession liefert auch die Geldmenge M1 (Abbildung 9). Real ist die Geldmenge M1 im Vorjahresvergleich in den ersten beiden Quartalen des laufenden Jahres gesunken. Um die Rezessionsgefahr quantitativ einschätzen zu können, haben wir ein Probit-Modell mit den Veränderungsraten der realen Geldmenge und den Veränderungsraten des Composite Leading Indikators der OECD an die Rezessionsdatierung des Center for Economic Policy Research (CEPR) für den Euroraum angepasst (Kasten 1). Das Zusammenspiel beider Frühindikatoren ist in der Lage, die Rezessionen im Schätzzeitraum (1971:I–2007:IV) gut zu erfassen (Abbildung 10). Für das zweite Quartal beträgt die Wahrscheinlichkeit einer Rezession etwa 25 Prozent, und für das dritte Quartal liegt sie bei über 80 Prozent.

Da sie einen großen Vorlauf vor der konjunkturellen Entwicklung vorweist, ist die Geldmenge M1 nicht nur als Frühindikator für Rezessionen nützlich, sondern kann auch genutzt werden, um den Anstieg des Bruttoinlandsprodukts über die nächsten Quartale zu prognostizieren. Während andere Frühindikatoren üblicherweise helfen, die Prognosen für das laufende und nächste Quartal zu verbessern, hat die Geldmengenentwicklung einen Vorlauf von mehr als drei Quartalen und ist somit besonders für den weiteren Ausblick

Abbildung 9:  
Reale Geldmenge M1 und reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 1991–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal.

Quelle: Eurostat (2008).

### Kasten 1:

Ökonometrische Konjunkturindikatormodelle

#### *Markov-Switching-Modell*

In Markov-Switching-Modellen wird unterstellt, dass eine oder mehrere beobachtbare Variablen im Zeitverlauf von unterschiedlichen, relativ persistenten Regimen abhängen. Typischerweise werden zwei Regime angenommen, die im Zusammenhang mit Konjunkturindikatoren als Abschwung und Aufschwung interpretiert werden können. Durch die Anwendung von Markov-Switching-Modellen auf die entsprechenden Konjunkturindikatoren werden Wahrscheinlichkeitsaussagen über die Geltung der beiden Regime möglich. Für die laufenden Änderungsraten über drei Monate der Industrieproduktion  $x_t^{ind}$  und der Einzelhandelsumsätze  $x_t^{ein}$  wird ein gemeinsames Markov-Switching-Modell mit zwei latenten Zuständen angepasst. Die Modellgleichungen für beide Zeitreihen sind über die latente Zustandsvariable  $s_t$ , die in der Phase niedriger konjunktureller Dynamik den Wert 1 und sonst 0 annimmt, miteinander verbunden:

$$x_t^{ind} = 0,51(1 - s_t) - 0,30s_t + 0,24x_{t-1}^{ind} + 0,26x_{t-2}^{ind} - 0,28x_{t-3}^{ind} + 0,14x_{t-4}^{ind} + e_t^{ind}$$

$$x_t^{ein} = 0,38(1 - s_t) - 0,04s_t + 0,15x_{t-1}^{ein} + 0,07x_{t-2}^{ein} - 0,28x_{t-3}^{ein} + 0,20x_{t-4}^{ein} + e_t^{ein}$$

Die latente Zustandsvariable  $s_t$  folgt einem Markov-Prozess mit den folgenden Bleibewahrscheinlichkeiten:

$$P(s_t = 1 | s_{t-1} = 1) = 0,89 \quad \text{und} \quad P(s_t = 0 | s_{t-1} = 0) = 0,96$$

Das Modell wird mit der Maximum-Likelihood-Methode geschätzt. Die Likelihood kann mithilfe des Hamilton-Filters berechnet werden (Hamilton 1989). Die in Abbildung 7 dargestellten Wahrscheinlichkeiten wurden mithilfe des Kim-Smoother ermittelt (Kim 1994).

#### *Probit-Modell*

Zur Prognose von Rezessionswahrscheinlichkeiten können Probit-Modelle verwendet werden. Grundlegend dabei ist ein binärer Rezessionsindikator, der die endogene Variable des Modells darstellt. Der Rezessionsindikator nimmt den Wert eins an, wenn die entsprechende Zeitperiode in einer Rezessionsphase liegt und sonst den Wert null. Mithilfe des Probit-Modells kann dann der Einfluss verschiedener Regressoren auf die Wahrscheinlichkeit einer Rezession konsistent geschätzt werden und entsprechend auch Rezessionen prognostiziert werden.

Für den Rezessionsindikator  $y_t$  des CEPR wird ein Probit-Modell mit Zeitverzögerten der Wachstumsraten des Composite Leading Indicators (dCL) der OECD sowie des realen Zuwachses der Geldmenge M1 (dM) angepasst. Mit der Maximum-Likelihood-Methode wird für die Stichprobe von 1971:I bis 2008:II folgende Gleichung für den latenten Teil des Probit-Modells ermittelt:

$$y_t^* = -0,968 - 0,474dM_{t-1} - 0,764dCl_{t-1} - 0,287dCl_{t-2} - 0,393dCl_{t-3} - 0,518dCl_{t-4} + e_t,$$

wobei für den Fehler  $e_t$  eine Standardnormalverteilung angenommen wird. Der Wert des latenten Modells steht mit der Beobachtung in der folgenden Beziehung:

$$y_t = \begin{cases} 1 & \text{falls } y_t^* \geq 0 \\ 0 & \text{sonst} \end{cases}$$

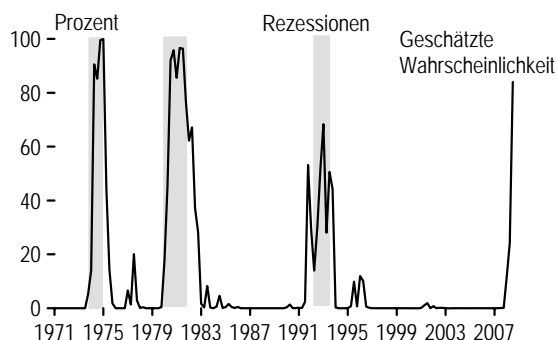
wichtig.<sup>16</sup> Ein lineares Modell, in dem die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts des Euroraums in Beziehung zu Verzögerten der Ver-

änderung der Geldmenge M1 gesetzt werden, deutet signifikant darauf hin, dass auch im ersten Quartal des kommenden Jahres mit einem Rückgang der Produktion zu rechnen ist.<sup>17</sup> Für

<sup>16</sup> Die vorläufige Indikatorfunktion könnte der Geldmenge M1 deshalb zukommen, da Wirtschaftssubjekte in Antizipation eines Aufschwungs (Abschwungs) ihre Geldhaltung für Konsumzwecke erhöhen (vermindern). Vgl. auch Nelson (2002).

<sup>17</sup> Das Modell ist auf Basis von Quartalsdaten über den Zeitraum 1971:IV bis 2008:II geschätzt; die Geldmenge geht mit Verzögerungen von drei, fünf und sechs Quartalen in die Gleichung ein.

Abbildung 10:  
Rezessionswahrscheinlichkeiten für den Euroraum 1971–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Basierend auf einem Probit-Modell und der Datierung des CEPR.

Quelle: CEPR (2003); eigene Berechnungen.

den weiteren Jahresverlauf 2009 zeigt es nur eine langsame Erholung an. Diese Ergebnisse deuten also darauf hin, dass die konjunkturelle Schwäche länger andauern wird.

## Immobilienkrisen belasten die Konjunktur

In einigen Ländern des Euroraums sind sinkende Immobilienpreise zu beobachten, so in Irland, Spanien und Frankreich, wobei Spanien und Irland bereits eine stark negative Entwicklung aufweisen, während für Frankreich die Situation noch nicht so ungünstig erscheint.<sup>18</sup> Diesen Ländern ist gemeinsam, dass sie in den vergangenen Jahren starke Anstiege der Immobilienpreise, hohe Zunahmen beim privaten Konsum und kräftig steigende Leistungsbilanzdefizite aufwiesen. Dies sind gesamtwirtschaftliche Konstellationen, die denen der Vereinigten Staaten ähnlich sind, einem Land, das sich bereits seit einiger Zeit in einer Immobilienkrise befindet.

<sup>18</sup> Eine ausgeprägte Abschwächung des Marktes für Wohnimmobilien ist derzeit auch in Italien und Finnland zu verzeichnen (OECD 2008), und es ist auch hier für den Prognosezeitraum mit einer erheblichen Abschwächung der Wohnungsbauminvestitionen zu rechnen (Dorffmeister 2008).

Auf die Bedeutung des Immobilienmarkts für die Konjunktur wurde in jüngster Zeit von Ökonomen vermehrt hingewiesen. Leamer (2007) interpretiert die starke Korrelation in den Vereinigten Staaten dahingehend, dass Immobilienmarktschwankungen einen wesentlichen Beitrag zu den Konjunkturschwankungen liefern. Case et al. (2005) zeigen in einer Panelstudie für ausgewählte Länder der OECD, dass Veränderungen des Immobilienvermögens einen erheblichen Einfluss auf den privaten Konsum haben, der höher ist als der anderer Vermögensbestandteile.

Auch Dovern und Jannsen (2008) zeigen, dass Immobilienkrisen erheblichen Einfluss auf die Konjunktur des jeweils betroffenen Landes haben können. So schwächt sich der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts im Durchschnitt der betrachteten Episoden bereits mit Beginn der Krise ab, erreicht im fünften Quartal nach Beginn der Krise seinen Tiefpunkt, und erst im fünften Jahr nach Ausbruch der Krise steigt das Bruttoinlandsprodukt wieder mit der Potentialrate. Wie stark die Auswirkungen in den aktuell betroffenen Ländern des Euroraums sein werden, ist gegenwärtig noch schwer abzuschätzen. In Spanien ist die über viele Jahre sehr kräftige wirtschaftliche Expansion zum Stillstand gekommen, und die Arbeitslosigkeit ist stark gestiegen. Spaniens Bauwirtschaft hat mit 12,2 Prozent einen extrem hohen Anteil an der Bruttowertschöpfung (Tabelle 1). Es ist anzunehmen, dass dieser Anteil in den nächsten Jahren erheblich reduziert wird, mit deutlichen Konsequenzen für Konjunktur und Beschäftigung. Zusätzlich tritt durch den Rückgang der Immobilienpreise ein negativer Vermögenseffekt ein, der angesichts der besonders hohen Eigentumsquote von über 80 Prozent in Spanien (Abbildung 11) weite Teile der Verbraucher treffen wird.<sup>19</sup> Positive Einkommenseffekte durch sinkende Mieten werden folglich kaum einen lindernden Effekt haben. Neben Spanien ist ebenfalls Irland erheblich betroffen. Hier ist es in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen bereits

<sup>19</sup> Die Eigenheimquote gilt in der Studie von Case et al. (2005) als Determinante der dort konstruierten Größe zur Messung des Immobilienvermögens.

## Euroraum in der Rezession

Tabelle 1:

Bruttowertschöpfung im Bausektor (Prozent der Bruttowertschöpfung aller Wirtschaftszweige)<sup>a</sup>

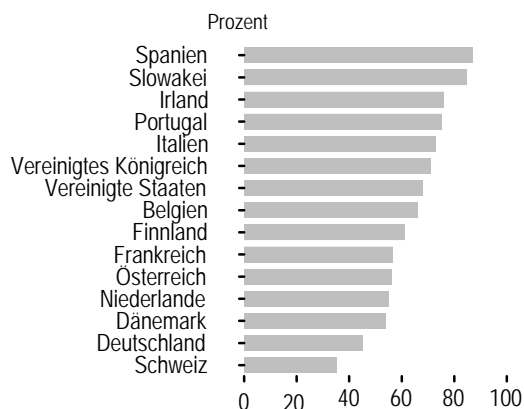
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Euroraum	5,7	5,7	5,8	5,9	6,1	6,3	6,5
Deutschland	4,8	4,6	4,4	4,2	4,0	3,8	4,0
Irland	7,7	7,7	8,1	8,9	9,5	9,9	-
Spanien	8,9	9,4	9,9	10,6	11,6	12,2	12,2
Frankreich	5,3	5,3	5,3	5,5	5,7	6,2	6,5
Italien	5,3	5,4	5,6	5,8	6	6,1	6,3
Niederlande	5,7	5,7	5,5	5,4	5,4	5,5	5,7
Finnland	5,5	5,2	5,3	5,4	5,9	6,0	6,4
Vereinigtes Königreich	5,6	5,7	5,8	5,9	5,7	5,4	5,1

<sup>a</sup>Zu jeweiligen Herstellungspreisen und Wechselkursen.

Quelle: Eurostat (2008).

Abbildung 11:

Eigenheimquote 2005 in ausgewählten Industrieländern



Quelle: DKM, zitiert in: Central Statistics Office (2008); US Census Bureau (2008).

zu einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts gekommen. Der bislang ebenfalls hohe Anteil der Bauwirtschaft an der Bruttowertschöpfung sowie die hohe Eigenheimquote machen auch hier eine merkliche Anpassungsreaktion wahrscheinlich.

Frankreich scheint dagegen im Hinblick auf eine mögliche Immobilienkrise vergleichsweise gut aufgestellt zu sein. Die Eigenheimquote ist mit etwa 55 Prozent relativ niedrig und die Bauwirtschaft machte in 2007 „nur“ 6,5 Prozent der Bruttowertschöpfung aus. So ist zu erwarten, dass die Korrektur im Bausektor vergleichsweise gering ausfällt und die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen eines Abschwungs

am Immobilienmarkt weniger drastisch sind als etwa in Spanien.

Jannsen (2008) zeigt mithilfe eines Global-VAR zur Modellierung der weltweiten Konjunkturübertragung, dass von den Immobilienkrisen der betroffenen Länder des Euroraums sowie den Vereinigten Staaten und des Vereinigten Königreichs erhebliche negative Einflüsse auf die Konjunktur der anderen Länder des Euroraums ausgehen können. Typischerweise wirken sich Immobilienkrisen negativ auf den privaten Konsum, die Investitionen und somit auf die Importe der betroffenen Länder aus. So dürfte das Zusammentreffen der Immobilienkrisen in wichtigen Ländern des Euroraums sowie in den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich erhebliche Einbußen für die Exporte anderer Länder des Euroraums, wie Belgien, Deutschland oder die Niederlande mit sich bringen.

## EZB in schwerem Fahrwasser

Die Auswirkungen der Finanzmarktkrise bleiben spürbar, so liegt die Differenz zwischen den Zinsen für unbesicherte und besicherte dreimonatige Anleihen weiterhin weit über dem Niveau vor Beginn der Krise in 2007 (vgl. Boss et al. 2008). Nach der Erhöhung des maßgebli-



chen Leitzinses der EZB im Juli 2008 auf nun 4,25 Prozent hat sich die Differenz allerdings etwas verringert. Dies kann als erstes Anzeichen einer Beruhigung im europäischen Bankensektor gedeutet werden. Es besteht jedoch die Gefahr, dass diese Beruhigung jäh endet. Die Situation des US-Bankensektors ist weiterhin angespannt; weitere Bankenpleiten sind wahrscheinlich, was wiederum auch Banken des Euroraums oder das europäische Geschäft amerikanischer Banken beeinträchtigen würde. Außerdem wird der konjunkturelle Abschwung im Euroraum die Kreditausfallrisiken erhöhen und dürfte somit zu einer zusätzlichen Verschärfung der Bilanzsituation der Banken führen. Die eingetrübten Konjunkturaussichten nehmen bereits jetzt Einfluss auf das Kreditgeschäft der Banken. Laut Bank Lending Survey des Eurosystems haben sich die Kreditvergabekonditionen im zweiten Quartal 2008 und damit vier Quartale in Folge deutlich verschlechtert (Abbildung 12). Als Einflussfaktor werden dabei immer häufiger die Konjunkturerwartungen und relativ seltener die Bilanzposition der Banken genannt, wobei allerdings die Bilanzposition der Banken immer noch nicht neutral wirkt. Dabei scheint die Situation im übrigen Euroraum bedeutend schlechter zu sein als in Deutschland. Seit 2006 entwickeln sich die Kreditvergabekonditionen im Euroraum zunehmend ungünstiger als in Deutschland (vgl. Boss et al. 2008).

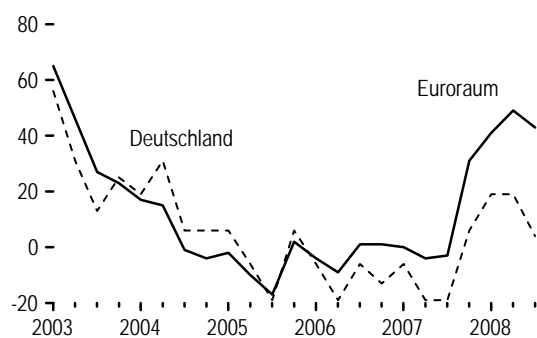
Die Immobilienkrisen in einigen Ländern des Euroraums stellen eine besondere Herausforderung für die EZB dar. Verglichen mit den Verei-

nigten Staaten, in denen sich die Konjunktur trotz der aktuellen Immobilienkrise vergleichsweise moderat abgeschwächt hat, haben die Krisenländer des Euroraums den Nachteil, dass sie keine eigenständigen geldpolitischen Möglichkeiten haben, um auf die Konjunkturertrübung zu reagieren. In den Vereinigten Staaten wurden die Leitzinsen erheblich gesenkt und die Reaktion des Dollarwechsellkurses hat die Wettbewerbsfähigkeit der Vereinigten Staaten verbessert, was mit einem erheblichen Anstieg der Exporte aus den Vereinigten Staaten einherging. Die EZB kann jedoch nicht einseitig auf die Länder, die eine Immobilienkrise erleben, Rücksicht nehmen, sondern muss der Situation im gesamten Euroraum Rechnung tragen. Die Anpassungskanäle Zins und Wechselkurs konnten in den Krisenländern des Euroraums bislang noch keine Wirkung entfalten.

Für den Prognosezeitraum dürften allerdings auch im Hinblick auf den gesamten Euroraum einige Argumente für eine erhebliche Zinssenkung sprechen. Die jüngsten Preisrückgänge bei Öl und anderen Rohstoffen sind Anzeichen für einen baldigen, merklichen Rückgang der Inflation. Die zuletzt schlechte Entwicklung wichtiger Konjunkturindikatoren deutet darüber hinaus darauf hin, dass die Kapazitätsauslastung im Euroraum stark zurückgeht und das Risiko einer zusätzlichen internen Inflationsdynamik deutlich kleiner wird.

Allerdings bestehen auch weiterhin Inflationsgefahren, und es ist wahrscheinlich, dass das Inflationsziel der EZB vorerst nicht erreicht wird. Dies kommt auch in den Projektionen der EZB zum Ausdruck (Tabelle 2). Der Anstieg der Produzentenpreise im Euroraum ist sehr hoch und es ist nicht auszuschließen, dass eine gewisse Überwälzung auf die Verbraucherpreise noch aussteht. Außerdem beschleunigt sich der Lohnanstieg. Ferner nehmen mit dem sinkenden Wechselkurs zum US-Dollar, der Anfang September bei nur noch 1,43 lag, die Importpreise für den Euroraum zu, so dass ein Teil des Effekts der sinkenden Weltmarktpreise für Rohstoffe kompensiert wird. Davon abgesehen könnte sich im Zuge der Immobilienkrise und des damit verbundenen Rückgangs des Bau-sektors herausstellen, dass das Produktionspoten-

Abbildung 12:  
Kreditvergabekonditionen 2003–2008



Quelle: EZB (2008c); Deutsche Bundesbank (2008).

Tabelle 2:

Projektionen von Experten des Eurosystems für den Euroraum 2008 und 2009<sup>a</sup>

Monat	BIP-Anstieg 2008	BIP-Anstieg 2009	Inflationsrate 2008	Inflationsrate 2009
Dezember 2007	2,0	2,1	2,5	1,8
März 2008	1,7	1,8	2,9	2,1
Juni 2008	1,8	1,5	3,4	2,4
September 2008	1,4	1,2	3,5	2,6

<sup>a</sup>Mittelwert der jeweils ausgewiesenen Intervalle.

Quelle: EZB (2008d).

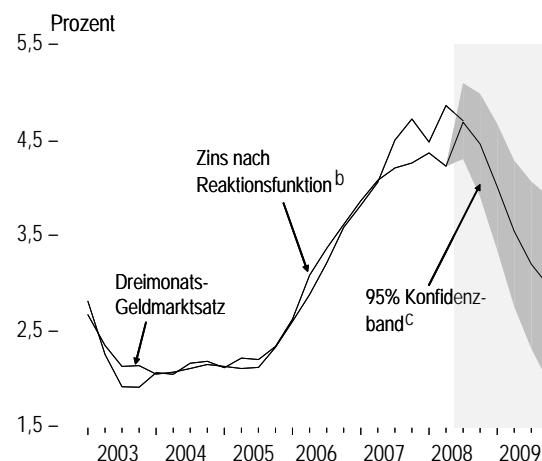
tial bedeutend niedriger ist als bisher angenommen. In diesem Fall wäre die Kapazitätsauslastung deutlich höher als derzeit ausgewiesen. Sollte dies der Fall sein, führte der Abschwung zuerst nur dazu, dass sich die dann extrem hohe positive Outputlücke schließt, und nicht dazu, dass sich eine negative Outputlücke ergäbe, die dämpfend auf die Inflation wirkt.

In den kommenden Monaten dürfte es sich nach unserer Einschätzung erweisen, dass die inflationsdämpfenden Aspekte überwiegen. Die EZB wird wohl zu Beginn des Jahres 2009 eine Zinssenkungsphase einleiten. Im Verlauf des ersten Halbjahres dürfte sie den maßgeblichen Leitzins in mehreren Schritten um insgesamt einen Prozentpunkt senken. Diese Sicht wird durch eine Zinsprognose gestützt, die wir auf Basis einer empirischen Reaktionsfunktion für die EZB berechnen (Abbildung 13).<sup>20</sup> Dabei ist

<sup>20</sup> Der Prognose liegt die Annahme zugrunde, dass die Produktionslücke im Euroraum ab dem vierten Quartal des laufenden Jahres negativ ist und die Kapazitätsauslastung über den restlichen Prognosezeitraum weiter abnimmt. Für die Inflationserwartungen ist unterstellt, dass sie graduell sinken und für das Jahr 2010 noch knapp über 2 Prozent liegen. In den vergangenen Quartalen wurden die Auswirkungen der Finanzmarktkrise dadurch ausgeklammert, dass die dynamische Prognose jeweils ab dem dritten Quartal des vergangenen Jahres gestartet wurde, so dass die ab der zweiten Jahreshälfte 2007 erhöhten Risikoprämien am Geldmarkt die Schätzung des aufgrund von Produktionslückenschätzung sowie Inflationserwartungen angebrachte Zinsniveau nicht beeinflusst haben (vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2008: 74). Dies scheint uns bei einer Dauer der Finanzmarktkrise von über einem Jahr nicht mehr die angebrachte Vorgehensweise zu sein, da die

hervorzuheben, dass die Konjunktur im Euroraum sich nach unserer Prognose sehr viel stärker abschwächen wird, als der EZB-Stab in seiner jüngsten Projektion erwartet.

Abbildung 13: Geldmarktzinsen im Euroraum 2003–2009<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Prognose auf Basis der modifizierten Reaktionsfunktion ab 3. Quartal 2008. — <sup>b</sup>Niveau nach Abzug des Finanzkriseneffekts (vgl. Fußnote 7). — <sup>c</sup>Ermittelt über Bootstrap-Simulation mit 1 000 Replikationen.

Quelle: EZB (2008c); eigene Berechnungen und Prognosen.

## Verstärkter Lohnkostendruck

Der Anstieg der Löhne im Euroraum hat sich weiter erhöht. Nachdem bereits im vierten Quartal 2007 eine spürbare Beschleunigung bei den verschiedenen Lohnkostenindikatoren zu verzeichnen gewesen war, zogen sie im ersten Quartal – neuere Daten liegen nicht vor – weiter an. Der Anstieg der Arbeitnehmerentgelte je

Unsicherheit der Prognose mit zunehmendem Prognosehorizont zunimmt. Deshalb spezifizieren wir eine modifizierte Reaktionsfunktion, in der der Einfluss der Finanzkrise über eine Dummy-Variable abgebildet wird. Das von den Fundamentaldaten zusammen mit dem historischen Reaktionsverhalten der EZB implizierte Zinsniveau ergibt sich dann, indem man den Finanzkriseneffekt von dem durch die modifizierte Reaktionsfunktion angezeigten Zinssatz abzieht.

## Euroraum in der Rezession

Arbeitnehmer verstärkte sich auf 2,8 Prozent; ebenso wie bei den Tarifverdiensten, die im gleichen Tempo zulegen, war die höchste Rate seit mehr als fünf Jahren.

Die Beschleunigung beim Lohnanstieg kommt nicht überraschend angesichts der Tatsache, dass sich die Arbeitsmarktlage bis in die ersten Monate dieses Jahres noch verbessert hatte und sich die Arbeitslosenquote mit 7,2 Prozent auf dem niedrigsten Niveau seit 1981 befand. Eine Rolle spielten wohl auch Indexierungsmechanismen, die in einigen Ländern noch existieren und die Nominallohnentwicklung an die Verbraucherpreisinflation koppeln.<sup>21</sup> Angesichts der hohen gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung ließen sich höhere Lohnforderungen aber auch in anderen Ländern durchsetzen.

Für den Prognosezeitraum erwarten wir noch eine weitere Beschleunigung des Lohnauftriebs, da es einige Zeit brauchen wird, bis sich die Konjunktur so weit abgekühlt hat, dass die Lohnabschlüsse sichtbar gedämpft werden. Bei der Zeitverzögerung, die sich dadurch ergibt, dass Tariflöhne für einen längeren Zeitraum, nicht selten länger als ein Jahr, festgelegt werden, wird die Reaktion der Löhne auf den Konjunkturabschwung wohl frühestens gegen Ende 2009 deutlich fühlbar werden. In einzelnen Ländern, in denen der Abschwung früh eingesetzt hat oder besonders ausgeprägt ist, wird im Durchschnitt des kommenden Jahres eine moderatere Lohnentwicklung zu verzeichnen sein (Tabelle 3). Für 2009 erwarten wir, dass der Lohnanstieg im übrigen Euroraum nicht nennenswert höher ausfällt als in Deutschland.

Insgesamt bleibt der Lohnanstieg wohl gerade noch in einem Rahmen, der mittelfristig mit einer Inflation von knapp 2 Prozent, welche die EZB offenbar anstrebt, vereinbar ist. Allerdings würde das Inflationsziel bei diesem Lohnauftrieb wohl weiter verfehlt, sollte sich der Aufwärtstrend bei den Rohstoffpreisen fortsetzen. Im Prognosezeitraum schwächt sich zudem der Produktivitätsanstieg konjunkturbedingt deutlich ab, so dass die Lohnstückkosten so-

wohl 2008 als auch 2009 mit einer Rate von jeweils rund 3 Prozent steigen (Tabelle 4).

*Tabelle 3:*  
Lohnanstieg im Euroraum 2006–2009<sup>a</sup>

	2006	2007	2008 <sup>b</sup>	2009 <sup>b</sup>
Deutschland	1,1	1,2	2,1	2,7
Frankreich	3,1	3,0	3,2	3,0
Italien	2,5	1,9	3,8	2,4
Spanien	3,0	3,6	4,2	3,8
Niederlande	2,4	2,7	3,7	3,7
Belgien	3,2	3,0	3,5	3,4
Österreich	2,4	2,6	3,1	2,9
Griechenland	6,0	5,5	5,5	5,2
Irland	4,5	5,8	5,0	3,5
Finnland	2,9	3,3	5,5	4,8
Portugal	2,4	2,2	2,5	2,7
Luxemburg	4,5	4,5	3,5	3,5
Slowenien	5,5	6,2	7,7	7,0
Zypern	2,7	3,5	3,5	3,8
Malta	3,3	1,5	3,0	3,2

<sup>a</sup>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>b</sup>Prognose.

*Quelle:* Europäische Kommission (2008); eigene Prognosen.

*Tabelle 4:*  
Arbeitskosten und Produktivität im Euroraum 2006–2009

	2006	2007	2008 <sup>a</sup>	2009 <sup>a</sup>
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer <sup>b</sup>				
Euroraum	2,2	2,4	3,0	2,9
Euroraum ohne Deutschland	2,6	2,9	3,5	3,0
Arbeitsproduktivität <sup>b,c</sup>				
Euroraum	1,4	0,9	0,4	-0,3
Euroraum ohne Deutschland	1,1	1,0	0,3	-0,7
Lohnstückkosten <sup>b</sup>				
Euroraum	0,8	1,5	2,7	3,2
Euroraum ohne Deutschland	1,6	1,9	3,2	3,7

<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Reales BIP je Beschäftigten.

*Quelle:* EZB (2008c); eigene Berechnungen und Prognosen.

<sup>21</sup> Indexierungsmechanismen existieren in Spanien, Belgien und einigen kleineren Ländern des Euroraums, sowie in Frankreich wo sie sich aber nur auf den Mindestlohn beziehen. Vgl. hierzu EZB (2008a).

## Vor einer deutlichen Verschlechterung der öffentlichen Finanzen

Nachdem das zusammengefasste Defizit in den öffentlichen Haushalten im Euroraum im vergangenen Jahr nochmals kräftig – von 1,3 auf 0,6 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt und damit auf den niedrigsten Stand seit 1973 (EZB 2008b: 80) – gesunken war, wird es sich im laufenden Jahr wohl wieder spürbar erhöhen (Tabelle 5). Hierzu trägt zum einen der einsetzende konjunkturelle Abschwung bei, der vor allem in Spanien, Italien und Irland auch im Staatshaushalt bereits deutlich sichtbar ist. Er führt zu geringeren Einnahmen bei Steuern und Sozialbeiträgen sowie zu Mehrausgaben, etwa für Arbeitslosengeld. Beigetragen haben aber auch expansive finanzpolitische Maßnahmen, etwa Steuer- und Abgabensenkungen in Deutschland, Frankreich und Italien und Irland. Außerdem dürften außergewöhnliche Steuereinnahmen, die über das hinausgehen, mit dem bei der verzeichneten Konjunktorentwicklung zu rechnen gewesen wäre, nicht erneut in der im vergangenen Jahr verzeichneten beträchtlichen Höhe anfallen.

Tabelle 5:  
Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2006–2009<sup>a</sup>

	2006	2007	2008 <sup>b</sup>	2009 <sup>b</sup>
Deutschland	-1,5	0,1	0,1	-0,2
Frankreich	-2,4	-2,7	-3,1	-3,7
Italien	-3,4	-1,9	-2,7	-3,4
Spanien	1,8	2,2	-1,2	-2,5
Niederlande	0,5	0,2	0,3	-0,3
Belgien	0,3	-0,2	-0,6	-0,9
Österreich	-1,5	-0,5	-0,7	-1,0
Griechenland	-2,6	-2,8	-2,7	-2,9
Irland	3,0	0,3	-1,5	-2,7
Finnland	3,9	5,3	4,5	2,5
Portugal	-3,9	-2,6	-2,6	-3,2
Luxemburg	1,3	2,9	1,2	0,2
Slowenien	-1,2	-0,1	-0,5	-1,0
Zypern	-1,2	3,3	1,5	0,4
Malta	-2,6	-1,8	-2,0	-2,4
Euroraum	-1,3	-0,6	-1,3	-1,9
Euroraum ohne Deutschland	-1,2	-0,9	-1,8	-2,6

<sup>a</sup>In Prozent des Bruttoinlandsprodukts. — <sup>b</sup>Prognose.

Quelle: Eurostat (2008); eigene Berechnungen und Prognosen.

Angesichts der dramatischen konjunkturellen Talfahrt in Spanien ist dort ein umfangreiches Paket zur Stimulierung der Wirtschaft verabschiedet worden. Neben Maßnahmen zur Stützung des Baus sind – ähnlich den Steuerchecks, die im Frühjahr in den Vereinigten Staaten eingesetzt wurden – vor allem Pauschalzahlungen an Arbeitnehmer und Rentner vorgesehen. Ausgezahlt werden sollen 400 Euro pro Berechtigten, das Gesamtvolumen entspricht 0,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Angesichts der Erfahrungen in den Vereinigten Staaten, wo die Steuerchecks offenbar nur zu einem sehr kleinen Teil unmittelbar in den Konsum geflossen sind (Dovern et al. 2008: Kasten 2), dürften die konjunkturellen Wirkungen dieser Maßnahme aber nicht erheblich sein.

Mit der um sich greifenden Konjunkturschwäche werden voraussichtlich in weiteren Ländern Maßnahmen zur Anregung der wirtschaftlichen Aktivität beschlossen werden. Eine expansive Politik stößt in einigen Ländern allerdings recht bald an die Grenzen, die den Regierungen mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt gesetzt worden sind. So bestehen in Italien, Portugal und vor allem Frankreich bereits am Beginn der konjunkturellen Abschwächung Haushaltsdefizite, die in Relation zum Bruttoinlandsprodukt recht nahe am im Maastrichtvertrag verankerten Referenzwert von 3 Prozent liegen. Hingegen wiesen die Staatshaushalte in Spanien und Finnland im vergangenen Jahr beträchtliche Überschüsse auf, die den Regierungen dort einen größeren Spielraum für expansive Maßnahmen gibt. Zwischen diesen beiden Extremen befinden sich Länder wie Deutschland, die Niederlande und Belgien, in denen die Haushalte in etwa ausgeglichen sind. Eine starke Neigung zu Konjunkturprogrammen ist in diesen Ländern derzeit nicht erkennbar.

Insgesamt wird die Finanzpolitik im Euroraum insgesamt in diesem und im nächsten Jahr wohl nur moderat expansiv ausgerichtet sein. Das zusammengefasste Defizit wird sich dennoch konjunkturbedingt deutlich erhöhen. Im kommenden Jahr dürfte es in Relation zum Bruttoinlandsprodukt auf 1,9 Prozent steigen, nach 1,4 Prozent in diesem Jahr. Dabei

wird der Grenzwert von 3 Prozent wohl von mehreren Ländern – darunter Frankreich und Italien – überschritten, sofern nicht mit einer deutlich restriktiven Politik gegengesteuert wird, womit wir allerdings nicht rechnen.

### Ausblick: Gesamtwirtschaftliche Produktion nimmt vorerst ab

---

Die Konjunktur im Euroraum wird eine Zeitlang ausgesprochen schwach verlaufen (Tabellen 6 und 7). Im Winterhalbjahr 2008/2009 dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion sogar spürbar zurückgehen, so dass man von einer Rezession sprechen kann. Zum einen lassen die Impulse aus der übrigen Welt nach, weil die Expansion in nahezu allen Regionen an Fahrt verliert (Dovern et al. 2008) und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure durch die Euro-Aufwertung gelitten hat. Daneben wird die Binnenkonjunktur in denjenigen Ländern, in denen die Immobilienkrise voll eingesetzt hat, erheblich beeinträchtigt, insbesondere in Spanien und in Irland. Dort wird der Rückgang der Bauinvestitionen über die negativen Vermögenseffekte auch den privaten Konsum dämpfen; ferner ist ein kräftiger Abbau von Arbeitsplätzen in der Bauwirtschaft zu erwarten. Entsprechend ergeben sich negative Impulse für den Außenhandel der übrigen Länder des Euroraums, so dass sich auch dort die konjunkturelle Talfahrt beschleunigt. Mit der Konjunkturschwäche wird sich auch die Lage auf dem Arbeitsmarkt allgemein verschlechtern; hinzu kommt, dass sich der Auftrieb bei den Lohnkosten verstärkt hat. Alles in allem erwarten wir, dass das reale Bruttoinlandsprodukt im Euroraum insgesamt in diesem Jahr um 1,4 Prozent zunimmt; für den Euroraum ohne Deutschland wird der Zuwachs etwas geringer ausfallen (Tabelle 8).

Die Konjunkturschwäche wird im kommenden Jahr erst allmählich überwunden, denn die Folgen der Immobilienkrise wirken noch lange Zeit nach. Erst im Verlauf lassen die retardie-

renden Einflüsse nach. Stützend wird dann wirken, dass sich der Euro abgewertet hat und die Energiepreise deutlich gesunken sind. Mit dem erwarteten Rückgang der Inflation wird der private Konsum gestützt. Ferner werden sich die monetären Rahmenbedingungen verbessern, vor allem dadurch, dass die EZB die Leitzinsen deutlich senkt. Auch das außenwirtschaftliche Umfeld wird sich nach und nach aufhellen. So wird sich die gesamtwirtschaftliche Expansion im Jahresverlauf etwas verstärken; der Zuwachs wird aber immer noch unter der Wachstumsrate des Produktionspotentials bleiben, die auf knapp 2 Prozent zu veranschlagen ist. Für das Jahr 2009 insgesamt ergibt sich – wegen des niedrigen Niveaus zu Jahresbeginn – allerdings keine Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion. Da die deutsche Konjunktur etwas günstiger verläuft, ist für den Euroraum ohne Deutschland sogar zu erwarten, dass das reale Bruttoinlandsprodukt sinkt, und zwar um 0,2 Prozent. Erstmals seit dem Jahr 2004 wird sich die Arbeitslosenquote erhöhen. Im Euroraum ohne Deutschland wird sie dabei erstmals seit vielen Jahren sogar etwas höher liegen als in Deutschland.

Die Inflation dürfte ihren Höhepunkt bereits überschritten haben und im Prognosezeitraum spürbar zurückgehen. Dabei ist unterstellt, dass der Ölpreis auf dem inzwischen erreichten niedrigen Niveau von 105 US-Dollar je Barrel bleibt; allerdings wird der dämpfende Effekt etwas gemildert dadurch, dass der Euro inzwischen deutlich an Wert verloren hat. Im kommenden Jahr dürfte der Preisanstieg im Durchschnitt auf 2,6 Prozent sinken, nach 3,5 Prozent im Jahr 2008. Allerdings dürfte die Inflationsrate auch im Jahresverlauf immer noch etwas höher sein, als es dem Ziel der EZB entspricht.

## Euroraum in der Rezession

Tabelle 6:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum ohne Deutschland 2007, 2008 und 2009

	2007				2008				2009				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>	I <sup>a</sup>	II <sup>a</sup>	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>	2007	2008 <sup>a</sup>	2009 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	3,5	2,0	2,3	1,5	1,5	-0,3	-0,3	-0,6	-1,2	0,4	1,0	1,5	2,7	1,2	-0,2
Inlandsnachfrage	0,6	2,1	2,4	2,3	1,2	0,5	-0,3	-0,6	-1,2	0,4	0,9	1,2	2,5	1,2	-0,2
Privater Verbrauch	3,5	2,5	1,9	1,2	0,4	0,2	-0,1	-0,5	-1,0	0,1	0,6	1,0	2,4	0,7	-0,2
Staatsverbrauch	3,7	1,3	2,2	1,5	0,0	2,5	1,6	1,6	1,4	1,4	1,5	1,5	2,4	1,4	1,6
Anlageinvestitionen	5,2	1,8	3,5	3,2	3,1	-3,6	-0,2	-0,2	-0,2	0,2	0,4	1,3	4,1	1,2	-0,2
Vorratsveränderungen <sup>c</sup>	-3,3	0,0	0,1	0,6	0,3	0,7	-0,6	-0,6	-0,9	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,2	-0,3
Außenbeitrag <sup>c</sup>	0,8	0,0	-0,2	-0,9	0,3	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,0
Exporte	6,3	4,9	7,3	0,0	6,6	-1,9	2,3	2,8	2,9	3,1	3,4	4,0	5,3	2,9	2,7
Importe	6,1	5,4	8,4	-1,5	5,8	-0,1	2,2	2,7	2,8	3,0	3,1	3,3	5,6	2,9	2,6
Verbraucherpreise <sup>d</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,0	3,7	2,7
Arbeitslosenquote <sup>e</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	6,9	7,2	7,7
Budgetsaldo <sup>f</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,9	-1,8	-2,5

<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Real; saisonbereinigte Quartalswerte: Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Beitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — <sup>d</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>e</sup>In Prozent der Erwerbspersonen. — <sup>f</sup>In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Eurostat (2008); eigene Berechnungen und Prognosen.

Tabelle 7:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2007, 2008 und 2009

	2007				2008				2009				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV <sup>a</sup>	I <sup>a</sup>	II <sup>a</sup>	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>	2007	2008 <sup>a</sup>	2009 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	3,0	1,8	2,3	1,4	2,7	-0,8	-0,2	-0,4	-0,9	0,5	1,1	1,4	2,6	1,4	0,0
Inlandsnachfrage	4,2	0,9	3,0	0,1	2,8	-0,8	-0,7	-0,2	-0,3	0,5	0,6	0,9	2,4	0,9	0,0
Privater Verbrauch	-0,1	2,6	1,7	0,6	-0,1	-0,6	0,1	0,4	-0,6	0,2	0,4	0,7	1,6	0,4	0,0
Staatsverbrauch	4,4	0,9	2,1	1,2	1,2	2,2	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	2,4	1,5	1,6
Anlageinvestitionen	4,1	0,4	3,8	4,5	6,1	-4,6	0,0	-0,2	-0,2	0,4	0,8	1,4	4,2	1,9	-0,1
Vorratsveränderungen <sup>c</sup>	0,5	-1,0	0,6	-0,4	1,3	0,1	-1,0	-0,7	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,3
Außenbeitrag <sup>c</sup>	-0,6	1,1	-0,5	0,3	-0,1	0,0	0,5	-0,2	-0,6	0,1	0,5	0,5	0,4	0,1	0,0
Exporte	2,4	5,2	7,2	1,7	7,4	-1,5	1,7	1,3	1,2	3,1	3,8	4,1	6,1	3,3	2,0
Importe	5,2	3,2	9,2	-1,4	7,9	-1,6	0,6	1,8	2,7	3,0	2,8	3,2	5,5	2,8	2,1
Verbraucherpreise <sup>d</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,1	3,5	2,6
Arbeitslosenquote <sup>e</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	7,3	7,2	7,6
Budgetsaldo <sup>f</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,7	-1,4	-1,8

<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Real; saisonbereinigte Quartalswerte: Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Beitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — <sup>d</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>e</sup>In Prozent der Erwerbspersonen. — <sup>f</sup>In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Eurostat (2008); eigene Berechnungen und Prognosen.

## Euroraum in der Rezession

Tabelle 8:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2007, 2008 und 2009

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>			Verbraucherpreise <sup>b,c</sup>			Arbeitslosenquote <sup>d</sup>		
		2007	2008 <sup>e</sup>	2009 <sup>e</sup>	2007	2008 <sup>e</sup>	2009 <sup>e</sup>	2007	2008 <sup>e</sup>	2009 <sup>e</sup>
Deutschland	19,7	2,5	1,9	0,2	2,3	2,9	2,4	8,3	7,1	7,5
Frankreich	15,2	2,2	0,9	-0,3	1,6	3,4	2,5	8,3	7,6	7,9
Italien	12,5	1,5	0,5	-0,3	2,0	4,0	2,9	6,1	6,7	7,3
Spanien	8,5	3,8	1,0	-1,2	2,8	4,1	3,0	8,3	11,0	11,9
Niederlande	4,6	3,5	2,4	0,3	1,6	2,8	2,2	3,2	2,7	3,0
Belgien	2,7	2,8	1,7	0,0	1,8	4,6	2,8	7,5	7,3	7,6
Griechenland	2,2	4,1	3,6	1,6	3,0	4,1	3,2	8,3	7,9	7,7
Österreich	1,9	3,4	2,4	0,7	2,2	3,1	2,5	4,4	4,2	4,4
Irland	1,5	5,3	0,4	1,1	2,9	3,3	2,1	4,5	5,6	5,8
Finnland	1,5	4,4	2,7	1,0	1,6	3,8	2,8	6,9	6,3	6,3
Portugal	1,3	1,9	1,3	0,0	2,4	2,9	2,3	8,0	7,6	7,8
Luxemburg	0,3	4,5	3,2	2,0	2,7	3,8	3,0	4,7	4,5	4,4
Slowenien	0,3	6,1	4,2	2,6	3,8	6,6	3,6	4,8	4,7	4,7
Zypern	0,1	4,4	3,5	2,6	2,2	4,6	2,9	3,9	3,7	3,5
Malta	0,0	3,8	2,6	2,2	0,7	3,6	2,9	6,4	6,3	6,2
Euroraum	100,0	2,7	1,4	0,0	2,1	3,5	2,6	7,3	7,2	7,6
Euroraum ohne Deutschland	52,6	2,7	1,2	-0,2	2,0	3,7	2,7	6,9	7,2	7,7

<sup>a</sup>Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2007 (Prozent). — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — <sup>d</sup>Standardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2007. — <sup>e</sup>Prognose.

Quelle: Eurostat (2008); eigene Berechnungen und Prognosen.

## Literatur

- Bernard, H., und S. Gerlach (1998), Does the Term Structure Predict Recessions? The International Evidence. *International Journal of Finance and Economics* 3: 195–215.
- Boss, A., J. Dovern, C.-P. Meier und J. Scheide (2008). Deutsche Konjunktur: Leichte Rezession absehbar. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2008. Kieler Diskussionsbeiträge 456/457. IfW, Kiel.
- Case, K.E., J.M. Quigley und R.J. Shiller (2005). Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market. *Advances in Macroeconomics* 5 (1). Via Internet (5. September 2008) <<http://www.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1235&context=bejm>>.
- Central Statistics Office (2008). *Construction and Housing in Ireland*. Dublin.
- CEPR (2003). *Business Cycle Dating Committee of the Centre for Economic Policy Research*. London.
- Deutsche Bundesbank (2008). Bank Lending Survey des Eurosystems – Ergebnisse für Deutschland. Via Internet (4. September 2008) <[http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/publikationen/vo\\_bank\\_lending\\_survey.pdf](http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/publikationen/vo_bank_lending_survey.pdf)>.
- Dorffmeister, L. (2008). Der europäische Wohnungsbau bis 2010 – Krise im Westen und Boom im Osten. *ifo Schnelldienst* 14: 36–43.
- Dovern, J., und N. Jannsen (2008). Immobilienmarktkrise in den Vereinigten Staaten. Historischer Vergleich und Implikationen für den Konjunkturverlauf. Kieler Diskussionsbeiträge 451. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

## Euroraum in der Rezession

- Dovern, J., K.-J. Gern, N. Jannsen, B. van Roye und J. Scheide (2008). Weltwirtschaft im Abschwung. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2008. Kieler Diskussionsbeiträge 456/457. IfW, Kiel.
- Duarte, A., I.A. Venetis und I. Paya (2005). Predicting Real Growth and the Probability of Recession in the Euro area Using the Yield Spread. *International Journal of Forecasting* 21: 261–277.
- EUROFRAME (2008). Eurogrowth Indicator. Via Internet (1. September 2008) <<http://www.euroframe.org>>.
- Europäische Kommission (2008). Economic Forecasts. Spring. *European Economy* (2). Brüssel.
- Eurostat (2008). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2008a). *Monatsbericht*. Mai. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2008b). *Monatsbericht*. Juni. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2008c). *Monatsbericht*. August. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2008d). ECB Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area. Via Internet (8. September 2008) <<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/ecbstaffprojections200809en.pdf>>.
- Hamilton, J.D. (1989). A New Approach to the Economic Analysis of Nonstationary Time Series and the Business Cycle. *Econometrica* 57: 357–384.
- Jannsen, N. (2008). Konjunkturelle Auswirkungen einer weltweiten Immobilienkrise. Kieler Diskussionsbeiträge 458. Institut für Weltwirtschaft, Kiel. In Vorbereitung.
- Kim, C.-J. (1994). Dynamic Linear Models with Markov-Switching. *Journal of Econometrics* 60: 1–22.
- Leamer, E.E. (2007). Housing is the Business Cycle. NBER Working Paper Series 13428. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Nelson, E. (2002). Direct Effects of Base Money on Aggregate Demand: Theory and Evidence. *Journal of Monetary Economics* 49: 687–708.
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2008). *Folgen der US-Immobilienkrise belasten Konjunktur*. Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2008. Essen.
- US Census Bureau (2008). Construction Prices Indexes. Via Internet (1. September 2008) <<http://www.census.gov/const/www/constpriceindex.html>>.