

Boysen-Hogrefe, Jens; Dovert, Jonas; Gern, Klaus-Jürgen; van Roye, Björn; Scheide, Joachim

**Book Part — Published Version**

## Konjunkturreinbruch im Euroraum

**Provided in Cooperation with:**

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

*Suggested Citation:* Boysen-Hogrefe, Jens; Dovert, Jonas; Gern, Klaus-Jürgen; van Roye, Björn; Scheide, Joachim (2009) : Konjunkturreinbruch im Euroraum, In: Weltkonjunktur im Frühjahr 2009, ISBN 3894563036, Kiel Institute for the World Economy, Kiel, pp. 43-64

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/28802>

**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.*

# Konjunkturinbruch im Euroraum

Jens Boysen-Hogrefe, Jonas Dovern,  
Klaus-Jürgen Gern, Björn van Roye und  
Joachim Scheide

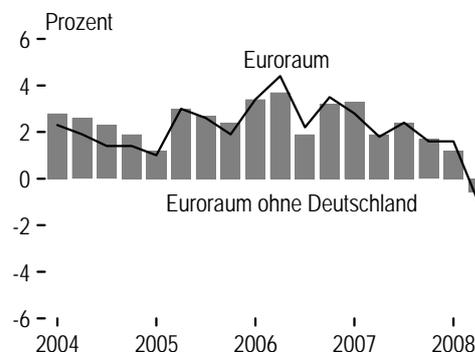
## Zusammenfassung:

Der Euroraum befindet sich in einer Rezession, die sich durch den jüngsten Einbruch des Welt Handels deutlich vertieft hat. Zusätzlich kommt es im Zuge der Immobilienkrisen in einigen Ländern zu einem Abbau von Übertreibungen innerhalb des Euroraums, der über den gesamten Prognosezeitraum belastend wirken wird. Im Jahr 2009 dürfte das Bruttoinlandsprodukt um 3,3 Prozent sinken und im folgenden Jahr in etwa stagnieren. Wegen der geringeren Bedeutung des Außenhandels wird sich der übrige Euroraum im laufenden Jahr etwas günstiger entwickeln als Deutschland.

Der Abschwung, der bereits zu Beginn des Jahres 2008 eingesetzt hatte, hat sich im vierten Quartal erheblich beschleunigt. Den Folgen der Finanzmarktkrise und des dramatischen Einbruchs des Welthandels konnte sich der Euroraum nicht entziehen; dabei ist bemerkenswert, mit welcher Geschwindigkeit sich sowohl die konjunkturelle Lage als auch die Aussichten in allen Ländern des Euroraums eingetrübt haben. Das Ausmaß der konjunkturellen Verwerfungen wiederum variiert durchaus zwischen den einzelnen Mitgliedsländern und hängt insbesondere von der außenwirtschaftlichen Exponiertheit ab (Kasten 1). So zeigte sich der übrige Euroraum in jüngster Zeit robuster als Deutschland (Boss et al. 2009).

Das reale Bruttoinlandsprodukt des Euroraums ohne Deutschland sank im vierten Quartal im Vergleich zum dritten Quartal annualisiert um 4,5 Prozent (Abbildung 1). Dabei gingen fast alle Komponenten der Verwendungsseite zurück, mit Ausnahme der Vorratsinvestitionen. Besonders deutlich sanken mit 10,6 Prozent die Investitionen. Relativ moderat verglichen mit der Situation in Deutschland waren die Einbußen im Außenhandel, wobei die Exporte des übrigen Euroraums zwar ähnlich stark einbrachen, allerdings die Importe im Gegensatz zu Deutschland in fast demselben Ausmaß eingeschränkt wurden. Der Einbruch

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



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

Quelle: Eurostat (2009); eigene Berechnungen.

## Konjunkturreinbruch im Euroraum

### Kasten 1:

Zur Reaktion des realen Außenbeitrages in großen Ländern des Euroraums auf Veränderungen des Welthandels

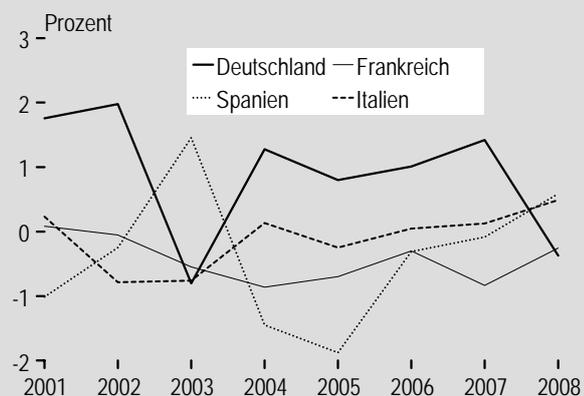
Innerhalb des Euroraums führen die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte nach dem Einbruch des Welthandels zu einer unterschiedlich ausgeprägten konjunkturellen Dämpfung. Im Folgenden soll untersucht werden, mit welcher Intensität außenwirtschaftliche Schocks die Konjunktur in ausgewählten Ländern beeinflussen.

Der deutsche Außenhandel konnte in den vergangenen Jahren vom kräftig expandierenden Welthandel und der weltweit robusten Nachfrage nach Investitionsgütern profitieren. In den Jahren 2006 und 2007 stiegen die realen Exporte mit reichlich 13 bzw. 8 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Durch die weltweit starke Nachfrage nach Investitionsgütern, gewann die deutsche Exportwirtschaft in besonderem Maße Marktanteile hinzu (vgl. IfW 2009).<sup>a</sup> Mit den kräftigen Zuwachsraten der Ausfuhren in den vergangenen Jahren ist auch der Anteil der Exporte am Bruttoinlandsprodukt von 32 Prozent im Jahr 2000 auf 47 Prozent im Jahr 2008 gestiegen. Die Importe stiegen hingegen nur von 33 Prozent (2000) auf 39 Prozent (2008). Der Außenbeitrag zog stark an und trug maßgeblich zum Aufschwung der deutschen Volkswirtschaft in den vergangenen Jahren bei. Mit Ausnahme von 2003 stützte der Außenhandel das Bruttoinlandsprodukt bis zum Jahr 2007 mit Wachstumsbeiträgen von über einem Prozent pro Jahr (Abbildung K1-1). In Frankreich, Spanien und Italien betragen die Exportquoten im Jahr 2008 lediglich 26 Prozent (bzw. 27 Prozent und 29 Prozent) wohingegen die Importe mit 29 Prozent (bzw. 34 Prozent und 30 Prozent) einen größeren Teil der Gesamtwirtschaft ausmachten als die Exporte. Insbesondere in Spanien gingen seitens des negativen Außenbeitrages in den vergangenen Jahren dämpfende Effekte auf die gesamtwirtschaftliche Produktion aus. Im Zuge der kräftigen Expansion des privaten Konsums und der Investitionen in der Bauwirtschaft überstiegen die Einfuhren die Ausfuhren und der negative Außenbeitrag reduzierte das Bruttoinlandsprodukt in einigen Jahren um mehr als ein Prozent.

Ende des Jahres 2008 ist der reale Welthandel in dramatischem Tempo geschrumpft (vgl. Gern et al. 2009). Im vierten Quartal sank er mit einer laufenden Jahresrate von 22 Prozent. Für Deutschland lässt sich diese Entwicklung vor allem an dem äußerst kräftigen Rückgang der realen Exporte im vierten Quartal ablesen. So schrumpften die Ausfuhren mit einer laufenden Jahresrate von 26,2 Prozent – einem der stärksten Rückgänge in der Geschichte der Bundesrepublik. Die Importe fielen um lediglich 13,5 Prozent und der Wachstumsbeitrag des Außenhandels zum Bruttoinlandsprodukt sank im Vorjahresvergleich kräftig; im gesamten Jahr 2008 war er erstmalig seit 2003 wieder negativ. In den übrigen Staaten sind die Wachstumsbeiträge im Jahr 2008 verglichen zum Vorjahr hingegen gestiegen. Die Exporte brachen gegen Jahresende zwar auch hier ein. Die Importe schrumpften jedoch auch deutlich. So trug der Außenhandel in Spanien und Italien 2008 positiv zum Bruttoinlandsprodukt bei.

Die differenzierte Entwicklung des Außenbeitrages legt die Vermutung nahe, dass die deutsche Volkswirtschaft im Gegensatz zu den hier betrachteten übrigen Ländern in besonderem Maße vom Aufschwung des Welthandels profitiert hat, jedoch auch vom aktuellen Rückgang des Welthandels besonders stark beeinträchtigt wird.

Abbildung K 1-1:  
Wachstumsbeiträge des Außenhandels in großen Ländern des Euroraums 2001–2008<sup>i</sup>



<sup>i</sup>Lundberg-Komponenten in Prozentpunkten.

Quelle: Deutsche Bundesbank (lfd. Jgg); OECD (2008); eigene Berechnungen.

## Konjunkturunbruch im Euroraum

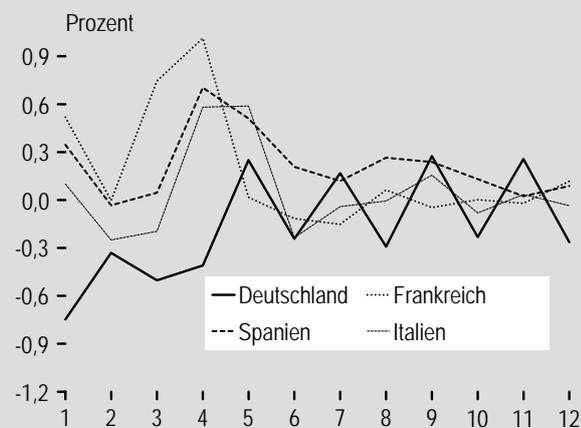
Ein vektorautoregressives (VAR) Modell soll diese Frage untersuchen. In das Modell werden die Wachstumsbeiträge der realen Außenbeiträge, die real effektiven Wechselkurse und das Volumen des Welthandels als Variablen mit jeweils vier Verzögerten aufgenommen. Es wird für vier Länder des Euroraums auf Basis von Quartalsdaten von 1970 bis 2008 einzeln geschätzt. Zur Errechnung der Impuls-Antwort Funktionen werden geeignete Annahmen auf der Grundlage von Plausibilitätsüberlegungen bezüglich der kontemporären rekursiven Ordnung (Cholesky-Zerlegung) gemacht. So kann man annehmen, dass Schocks auf den Welthandel die Wechselkurse und den Außenbeitrag kontemporär beeinflussen, Veränderungen des Außenbeitrages werden sich auf den Welthandel kontemporär jedoch relativ wenig auswirken. Es wird ein kontraktiver Welthandelsschock mit Größe der Standardabweichung des Welthandels simuliert.

Das Modell bestärkt die Hypothese, dass der Außenbeitrag Deutschlands von einer Veränderung des Welthandels stärker beeinflusst wird als der anderer Staaten des Eurosystems (Abbildung K1-2). So sinkt der Wachstumsbeitrag des Außenhandels nach einem Rückgang des Welthandels in Deutschland kräftig, wohingegen er in den übrigen Staaten zunächst steigt. Auch im Verlauf ist eine zunächst gegenläufige Dynamik der Außenbeiträge zwischen Deutschland und den übrigen Ländern zu beobachten. Die Ergebnisse legen die Vermutung nahe, dass der deutsche Außenhandel andere außenwirtschaftliche Strukturen aufweist und somit elastischer auf globale Nachfrageschocks reagiert als die anderen Länder.

Tatsächlich ist der Anteil der Investitionsgüter im deutschen Exportgüterortiment mit 45 Prozent deutlich größer als anderswo (Tabelle K1-1). Konsumgüter haben bei den deutschen Ausfuhren hingegen ein relativ kleines Gewicht. In einem Abschwung geht die Nachfrage nach Investitionsgütern in der Regel besonders stark zurück. Die Nachfrage nach Konsumgütern sinkt indes spürbar weniger. Dies spricht dafür, dass z.B. Spanien als wichtiger Konsumgüterexporteur weniger von der globalen Nachfrageschwäche getroffen wird. Die Ausfuhren Frankreichs und Italiens reagieren mit ihren niedrigen Anteilen von Investitionsgütern am gesamten Export ebenfalls weniger volatil auf Nachfrageschwankungen. Die deutsche Volkswirtschaft profitiert somit stärker von Boomphasen des Welthandels, wird bei Abschwüngen jedoch auch stärker davon beeinträchtigt als andere große Länder des Euroraums.

Abbildung K1-2:

Reaktion der Außenbeiträge großer Länder des Euroraums auf einen Rückgang des Welthandels<sup>i</sup>



<sup>i</sup>Lundberg-Komponenten in Prozent. Reaktion auf einen kontraktiven Schock des Welthandels in Höhe der Standardabweichung.

Quelle: Deutsche Bundesbank (lfd. Jgg.); OECD (2008); IMF (lfd. Jgg., hier: 2009); eigene Berechnungen.

Tabelle K1-1:

Exportanteile nach Gütergruppen in großen Ländern des Euroraums 2008 (in Prozent)

	Investitionsgüter	Konsumgüter	Vorleistungsgüter
Deutschland	42,7	16,7	30,3
Frankreich	24,0	15,3	30,3
Spanien	10,5	37,3	52,4
Italien	28,0	38,5	24,6

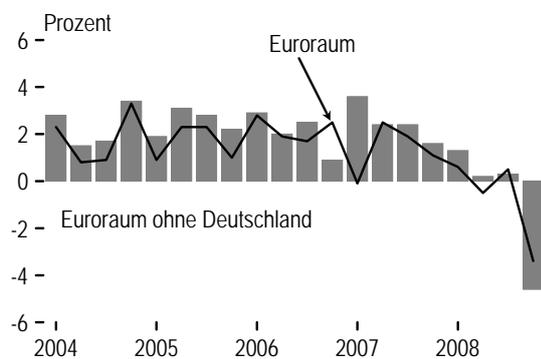
Quelle: Deutsche Bundesbank (lfd. Jgg.); IMF (lfd. Jgg.); nationale statistische Ämter via Thomson Financial Datastream.

<sup>a</sup>Die deutsche Exportwirtschaft profitierte insbesondere von der kräftigen Nachfrage seitens der dynamisch expandierenden Schwellenländer, die durch Aufholeffekte verstärkt Kapitalgüter nachgefragt hatten. Zudem konnte der Exportsektor durch das „Recycling“ der Öleinnahmen der OPEC Staaten die Lieferungen in diese Region stark ausweiten (vgl. Boss et al. 2008a).

## Konjunkturreinbruch im Euroraum

der Importe korrespondiert mit einem in seiner Intensität bisher einmaligen Einbruch des privaten Konsums um 4,6 Prozent (Abbildung 2). Insbesondere in Spanien und Irland sind die privaten Konsumausgaben bedingt durch die stark gestiegene Arbeitslosigkeit und den Verfall der Vermögenspreise extrem gesunken; eine Ausnahme bildet hier Frankreich, wo der private Konsum sogar merklich expandierte.

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



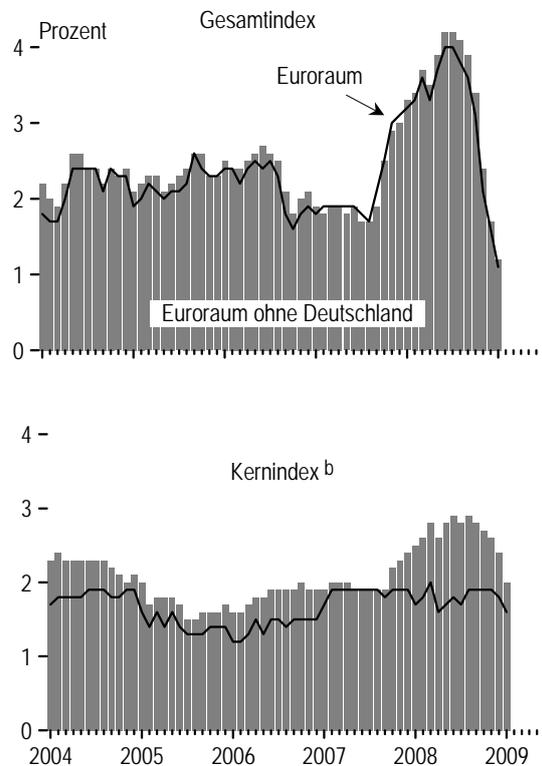
<sup>a</sup> Real, saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Eurostat (2009); eigene Berechnungen.

Der Preisauftrieb im übrigen Euroraum betrug im Februar 2009 nur noch 1,2 Prozent nach rund 4 Prozent im Juli des Jahres 2008 (Abbildung 3). Die Geschwindigkeit, mit der die Weltkonjunktur eingebrochen ist, hat auf die Rohstoffpreise durchgeschlagen. Die sinkende Inflation ist in einem erheblichen Maße auf Korrekturen der Energie- und Nahrungsmittelpreise zurückzuführen. So liegt der Anstieg des Kernindex, der diese Gütergruppen nicht enthält, deutlich über dem Anstieg des Gesamtindex. Allerdings sank in den vergangenen Monaten auch die Kerninflationsrate. Im Januar lag diese bei 2,0 Prozent, nachdem sie im August noch rund 3 Prozent betragen hatte.

Der Arbeitsmarkt hatte sich im vergangenen Jahr trotz des einsetzenden Abschwungs in vielen Ländern anfangs als relativ robust erwiesen. In den letzten Monaten des Jahres 2008

Abbildung 3:  
Verbraucherpreise 2004–2009<sup>a</sup>

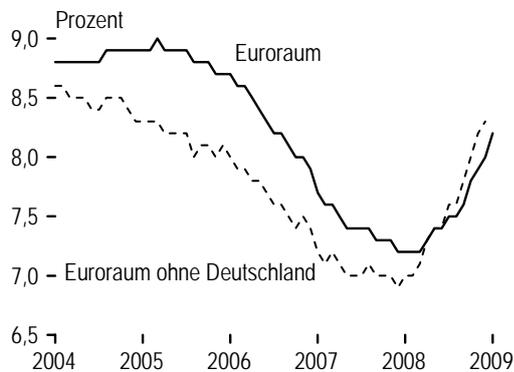


<sup>a</sup>Anstieg gegenüber dem Vorjahr. — <sup>b</sup>Gesamtindex ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak.

Quelle: EZB (2009); eigene Berechnungen.

sowie zu Beginn des aktuellen Jahres stieg jedoch in nahezu allen Ländern des Euroraums die Arbeitslosigkeit. Im Februar betrug die Arbeitslosenquote im Euroraum bereits 8,2 Prozent, was eine Zunahme im Vergleich zum Vorjahr von 0,9 Prozentpunkten bedeutet (Abbildung 4). In besonderer Weise sind Spanien und Irland betroffen, wo die Arbeitslosenquoten im Verlauf der vergangenen 12 Monate um über 4 Prozentpunkte gestiegen sind.

Abbildung 4:  
Arbeitslosenquote 2004–2009<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Saisonbereinigt.

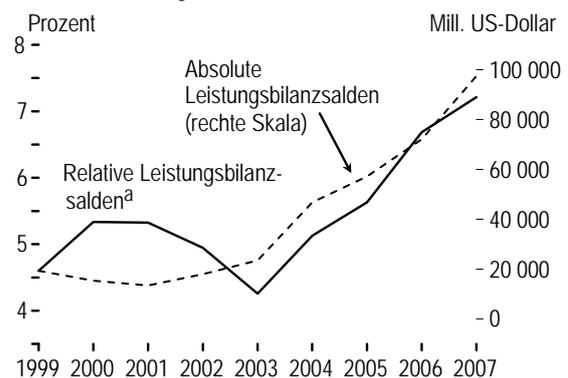
Quelle: EZB (2009); eigene Berechnungen.

## Ungleichgewichte zwischen den Mitgliedsländern belasten zusätzlich

Den aktuellen Verwerfungen im Welthandel und an den Finanzmärkten ging ein starker Anstieg außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte voraus, insbesondere ein erhebliches Leistungsbilanzdefizit der USA in Folge des dortigen Immobilienbooms (Fratzcher et al. 2007). Die Situation im Euroraum wird zusätzlich dadurch belastet, dass auch innerhalb des Euroraums erhebliche Ungleichgewichte entstanden sind. Länder wie Deutschland und die Niederlande haben in den vergangenen Jahren einen deutlichen Aufschwung der Exportindustrie und damit einhergehend stark steigende Handels- und Leistungsbilanzüberschüsse erlebt. Im gleichen Zeitraum haben Länder wie Spanien und Irland getrieben durch die dortigen Vermögenspreisblasen erhebliche Zuwächse beim privaten Konsum und den Bauinvestitionen verzeichnet, die wiederum zu rasant steigenden Handels- bzw. Leistungsbilanzdefiziten führten. Zeitgleich hat sich in beiden Ländern die Wettbewerbsfähigkeit spürbar verschlechtert. Insgesamt haben sich die Leistungsbilanzpositionen der Länder des Euroraums in einem erheblichen Maße auseinander bewegt (Abbildung 5).

Die derzeitigen Immobilienkrisen haben in Spanien und Irland Rezessionen ausgelöst, in denen die Übertreibungen im Bereich der Bauinvestitionen zurückgefahren werden, was wiederum mit einem deutlichen Anstieg der Arbeitslosigkeit in beiden Ländern einhergeht. Es ist abzusehen, dass sich die Wettbewerbsfähigkeit beider Länder allmählich verbessern wird, zumal der Lohnanstieg sich erheblich abflacht. Im Gegenzug sind die exportorientierten Länder des Euroraums vom Einbruch der Importnachfrage aus Spanien und Irland betroffen und müssen sich darauf einstellen, dass nicht nur die Nachfrage nach Gütern aus diesen Ländern dauerhaft geringer sein wird, sondern zusätzlich eine stärkere Konkurrenz von dort entsteht.

Abbildung 5:  
Streuung der Leistungsbilanzsalden im Euroraum  
(Standardabweichung) 1999–2007



<sup>a</sup>In Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: IMF (Ifd. Jgg.).

Es ist schwer auszumachen, ob die Einführung der gemeinsamen Währung zu der starken Zunahme der Ungleichgewichte innerhalb des Euroraums geführt hat. Dafür spricht, dass es Unterschiede in den Inflationsraten zwischen den Ländern des Euroraums gab und gibt (Égert et al. 2004). Zwar waren diese Unterschiede in der Größenordnung durchaus vergleichbar mit denen, die sich auch zwischen den Regionen der USA finden, doch sind sie im Euroraum bedeutend persistenter (Tabelle 1). So lag die Jahresinflationsrate von Griechenland in den vergangenen 10 Jahren immer über der des gesamten Euroraums und die Spaniens in 9 von 10 Jahren. In Frankreich und Deutschland war

## Konjunkturunbruch im Euroraum

*Tabelle 1:*  
Persistenz der Inflationsdifferenz innerhalb der  
Währungsunionen 1999–2008

		Über Durch- schnitt <sup>a</sup>	Unter Durch- schnitt <sup>b</sup>	Vor- zeichen- wechsel
Euroraum	Österreich	2	8	4
	Belgien	6	4	2
	Finnland	4	6	2
	Frankreich	1	9	2
	Deutschland	1	9	2
	Griechenland	10	0	0
	Irland	8	2	3
	Italien	8	2	4
	Luxemburg	8	2	3
	Niederlande	5	5	2
	Portugal	7	3	2
Spanien	9	1	1	
Vereinigte Staaten	North East	6	4	3
	Mid West	2	8	1
	South	4	6	6
	West	5	5	3

<sup>a</sup>Anzahl der Jahre mit einem jährlichen Anstieg des HVPI über dem der Währungsunion. — <sup>b</sup>Anzahl der Jahre mit einem jährlichen Anstieg des HVPI unter dem der Währungsunion.

*Quelle:* EZB (2009); Bureau of Labour Statistics (2009); eigene Berechnungen.

die Inflation dafür in 9 von 10 Jahren geringer als im gesamten Euroraum.<sup>1</sup> Diese Inflationsunterschiede haben zu dauerhaften Realzinsdifferenzen geführt, so dass die Zinspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) in Ländern mit hoher Inflation tendenziell zu expansiv und in Ländern mit niedriger Inflation tendenziell zu dämpfend gewirkt hat. Zu niedrige Realzinsen können Vermögenspreisblasen begünstigen (Taylor 2009). Dafür spricht, dass der Mechanismus, der den entsprechenden Effekten expansiver Realzinsen entgegenwirken könnte, nämlich ein durch reale Wechselkursaufwertungen bedingter Wettbewerbsfähigkeitseffekt, nur sehr zögerlich funktioniert (Europäische Kommission 2006). Allerdings wird ebenda auch darauf hingewiesen, dass der Effekt der Realzinsdifferenzen im Verhältnis zu länderspezifischen Aspekten, wie Risikoprämien oder Produktivitätsschocks, ebenfalls nur wenig zur

<sup>1</sup> In den USA findet sich keine Region entsprechender Größe, in der die Inflation dauerhaft über oder unter dem nationalen Durchschnitt liegt.

Erklärung von Unterschieden der gesamtwirtschaftlichen Aktivität oder Inflation zwischen den Ländern des Euroraums hergibt. Schließlich haben auch andere Länder in Europa, wie das Vereinigte Königreich oder Dänemark, die nicht dem gemeinsamen Währungsraum beigetreten sind, in jüngster Zeit Vermögenspreisblasen erlebt. Jedoch sollten die derzeitigen Erfahrungen dringend im Hinblick auf mögliche Erweiterungen der Währungsunion ausgewertet werden.

Da der Wettbewerbsfähigkeitskanal innerhalb der Währungsunion wohl nur sehr zögerlich wirkt, mag diese für Spanien und Irland derzeit den Nachteil in sich bergen, nicht die Möglichkeit zu besitzen über den Wechselkurs eine schnelle Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit herzustellen. Beide Länder müssen den langsameren Weg über nominale Lohnanpassungen beschreiten. Die gemeinsame Währung hat aber auch gerade für relativ kleine Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten den Vorteil, dass bei der Bestimmung von Schuldzinsen Risikoaufschläge wegen des Wechselkursrisikos entfallen. Auch wenn derzeit auf Staatsanleihen vieler Euroländer erheblich höhere Risikoprämien verlangt werden als für deutsche (Kasten 2), wären diese Prämien wohl noch bedeutend höher, wenn ein „eigenes“ Währungsrisiko hinzukäme. Für Deutschland bietet die Währungsunion derzeit vermutlich den Vorteil, dass der reale Wechselkurs niedriger ist als in einer Situation mit eigener Währung. Die anstehenden Einbußen an relativer Wettbewerbsfähigkeit der exportorientierten Länder gegenüber den anderen Ländern des Euroraums werden also zumindest teilweise durch eine bessere Wettbewerbsposition zu anderen Währungsräumen kompensiert. Angesichts des jüngsten Einbruchs der deutschen Exporte bleibt aber festzuhalten, dass dieser von den Immobilienkrisen Spaniens und Irlands mit getrieben wurde.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> So gingen die deutschen Exporte in beide Ländern bereits im zweiten und dritten Quartal deutlich zurück und die Einbrüche im vierten Quartal erreichten laufende Jahresraten von über 40 Prozent.

## Konjunkturreinbruch im Euroraum

### Kasten 2:

#### Renditedifferenzen der Staatsanleihen des Euroraums

Die Differenzen zwischen den Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen der einzelnen Mitglieder des Euroraums zu den Renditen deutscher Staatsanleihen haben in jüngster Zeit die höchsten Werte seit Bestehen der gemeinschaftlichen Währung erreicht. Zwischen den Jahren 2001 und 2007 lag die höchste der Differenzen der 10 größten Euroländer zu der Rendite deutscher Staatsanleihen bei unter 0,7 Prozentpunkten, zeitweise waren einige sogar negativ. Am 23. Januar 2009 konnten hingegen nahezu 3 Prozentpunkte Differenz zwischen den Renditen griechischer und deutscher Staatsanleihen beobachtet werden. Aber auch viele weitere Staaten wiesen erhebliche Differenzen auf. Nur die Renditen der Staatsanleihen der Niederlande, Frankreichs und Finnlands wichen zu keiner Zeit über einem Prozentpunkt von denen Deutschlands ab. Die erheblichen Anstiege der Renditedifferenzen treten zu einer Zeit auf, da die staatlichen Haushalte unter erheblichen Druck geraten sind. Sie können als relative Höherbewertung der Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrotts im jeweiligen Land verglichen mit der Wahrscheinlichkeit eines solchen in Deutschland interpretiert werden.

Es liegt nahe, dass der Schuldenstand der öffentlichen Haushalte oder der entsprechende laufende Haushalts-saldo eines Landes in einen direkten Zusammenhang mit der Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrotts und somit mit den angesprochenen Zinsdifferenzen stehen könnte. Die folgende Analyse soll der Frage nachgehen, welche makroökonomischen Größen in der sehr außergewöhnlichen aktuellen Situation die Renditedifferenzen am besten erklären können. In einfachen Querschnittsregressionsanalysen haben wir den Zusammenhang zwischen den Renditedifferenzen und verschiedenen makroökonomischer Variablen überprüft. Als abhängige Variable werden die 90 Tage-Durchschnitte der Renditedifferenzen der 10-jährigen Staatsanleihen der 11 größten Länder des Euroraums zu Renditen des 3-monatigen Euribor zwischen dem 14. November 2008 und dem 13. Februar 2009 herangezogen. Wir führen eine Vielzahl von Einfachregressionen jeweils mit einer anderen makroökonomischen Variable als Regressor durch, um deren Erklärungsgehalt zu untersuchen. Die Tabelle K2-1 gibt für eine Auswahl der durchgeführten Einfachregressionen die *t*-Werte der jeweiligen Regressoren, deren Signifikanzniveau sowie den relativen Erklärungsgehalt des jeweiligen Modells ( $R^2$ ) an. Neben den in Tabelle K2-1 berichteten Variablen haben wir noch diverse weitere Variablen berücksichtigt. Zu diesen zählen die Inflation, der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts und, als Proxy für die Marktkapitalisierung, das Niveau des Bruttoinlandsprodukts sowie entsprechende öffentlich zugängliche Prognosen für 2009. Keine dieser Variablen liefert eine bessere Anpassung als die Leistungsbilanz.

Es zeigt sich, dass sowohl Staatsverschuldung als auch Haushaltsdefizite jüngst die Beurteilung der Märkte bezüglich der relativen Wahrscheinlichkeiten eines Staatsbankrotts der Länder des Euroraums nicht wesentlich treiben, jedoch die Leistungsbilanz einen Teil der Differenzen erklären kann.<sup>a</sup> Es scheint derzeit ein wichtiger Aspekt zu sein, inwieweit die einzelnen Länder in der Lage sind, sich bei ihren eigenen Bürgern zu verschulden. Die Ersparnisse die in einem Land gebildet werden, werden im Zuge der Krise anscheinend auch verstärkt in Vermögenstitel des Landes selbst investiert, so dass Staaten mit niedriger Ersparnisbildung nur zu ungünstigeren Konditionen Schulden am internationalen Finanzmarkt aufnehmen können. Der mit der Krise einhergehende Anstieg der Unsicherheit scheint den sogenannten „home bias“ der Anleger verstärkt zu haben.

Tabelle K2-1:

Regressionsergebnisse<sup>i</sup>

Modell/Regressor	<i>t</i> -Wert	Signifikanzniveau	$R^2$
Leistungsbilanz 2008	-3,156	0,012	0,525
Leistungsbilanz 2009 <sup>ii</sup>	-3,112	0,013	0,518
Staatsverschuldung 2008 <sup>iii</sup>	-1,056	0,318	0,112
Haushaltssaldo 2008 <sup>iii</sup>	-2,142	0,061	0,338

<sup>i</sup>Einfachregression mit einer Konstanten und einem Regressor. Als abhängige Variable dienen die Renditedifferenzen 10-jähriger Staatsanleihen. Der Stichprobenumfang ist 11. Die in der ersten Spalte angegebenen Variablen werden jeweils als Regressor gesondert in die Einfachregressionen eingesetzt. — <sup>ii</sup>Prognose der Europäischen Kommission. — <sup>iii</sup>In Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Eigene Berechnungen.

<sup>a</sup>Führt man eine ähnliche Analyse für Renditedifferenzen aus dem Frühjahr 2007 durch, zeigt sich die Staatsverschuldung relativ zum Bruttoinlandsprodukt als beste Erklärungsgröße. Die entsprechende Einfachregression hat ein  $R^2$  von über 0,6.

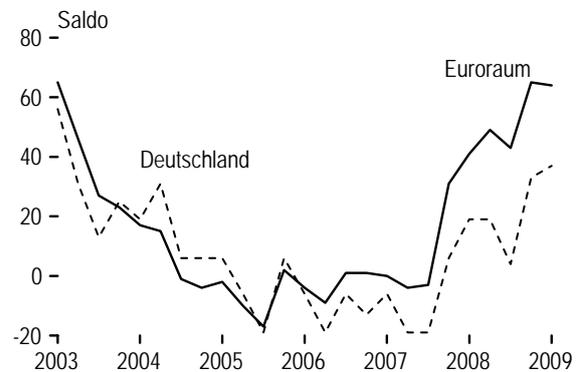
## Monetäre Verspannungen verringern sich nur allmählich

Die monetären Indikatoren zeigen eine uneinheitliche Tendenz. Während einige derzeit auf ein günstigeres gesamtwirtschaftliches Umfeld, das in absehbarer Zeit eintreten könnte, hinweisen, deuten andere auf eine Fortdauer der Krise hin.

Die Geldmenge M1 ist im vierten Quartal 2008 wieder real expandiert. Allgemein gilt M1 als ein Frühindikator mit drei bis fünf Quartalen Vorlauf zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Ein Rückgang dieses Geldmengenaggregats hatte im Vorfeld der Rezession diese bereits angezeigt (Dovern et al. 2008), so dass nun im Gegenzug der Anstieg im vierten Quartal als positives Signal im Hinblick zumindest auf das Ende des laufenden Jahres zu werten ist und auf ein deutliches Anziehen der Konjunktur in 2010 hindeutet. Dieses Signal ist jedoch vor dem Hintergrund zu bewerten, dass die EZB im Zuge der Finanzkrise durch zum Teil erhebliche Offen-Markt-Geschäfte die Geldbasis außergewöhnlich erweitert hat, so dass ein Teil des Anstiegs von M1 in Folge der erweiterten Geldbasis und nicht als Anzeichen für eine Ausweitung der Transaktionskasse zu sehen ist. Unsere Prognose des Bruttoinlandsprodukts fällt für den Verlauf von 2010 entsprechend schlechter aus, als es der Anstieg der Geldmenge impliziert.

Im Gegensatz zur Expansion von M1 hat sich die Dynamik der höheren Geldmengenaggregate M2 und M3 in den letzten Monaten erheblich zurückgebildet. Die Vormonatsvergleiche waren jüngst sogar negativ. Zwar weisen die höheren Geldmengenaggregate keine besonders gute Frühindikatorfunktion für das Bruttoinlandsprodukt auf. Doch sollten sie sich weiter verringern, wäre dies ein mögliches Anzeichen für deflationäre Tendenzen im Euroraum, für die es bisher allerdings noch keine belastbaren Anhaltspunkte gibt. Ferner weist der Bank-Lending-Survey der EZB auf eine er-

Abbildung 6:  
Kreditvergabekonditionen 2003–2009



Quelle: EZB (2009); Deutsche Bundesbank (2009a).

neute Verschärfung der Kreditvergabekonditionen im Euroraum hin (Abbildung 6). Dies lässt auf eine Reduktion des Kreditangebots in den kommenden Monaten schließen, da dem Bank-Lending-Survey eine Frühindikatorfunktion im Hinblick auf das Kreditvolumen zukommt (Kasten 3). In den verschärften Kreditvergabe-standards spiegelt sich allerdings nur zu einem Teil die im Zuge der Finanzkrise verschlechterte Bilanzsituation der Banken wider. Ein wesentlicher Bestimmungsgrund für die Verschärfung der Kreditvergabe-standards sind die durch die Rezession gestiegenen Kreditausfallrisiken. Mit der Fortdauer der weltweiten Rezession wird sich der Stress im Bankensektor wohl aber wieder verstärken. So gerieten insbesondere österreichische und italienische Banken, die jeweils ein ausgeprägtes Osteuropageschäft haben, mit der Eintrübung der dortigen Konjunktur jüngst erheblich unter Druck.

Die Exportindustrie profitierte davon, dass der reale effektive Wechselkurs seit einiger Zeit deutlich unter seinen Höchstständen vom Frühjahr 2008 liegt (Abbildung 7). Nachteilig wirkt sich allerdings aus, dass die Volatilität an den Devisenmärkten mit der Zunahme der Finanzmarkturbulenzen im vergangenen Jahr ebenfalls erheblich gestiegen ist, was die Kosten der Exporteure erhöhen dürfte, sich gegen Währungsrisiken abzusichern.

## Konjunkturunbruch im Euroraum

### Kasten 3:

#### Zusammenhang zwischen Volumen der Unternehmenskredite und dem Bank-Lending-Survey der EZB

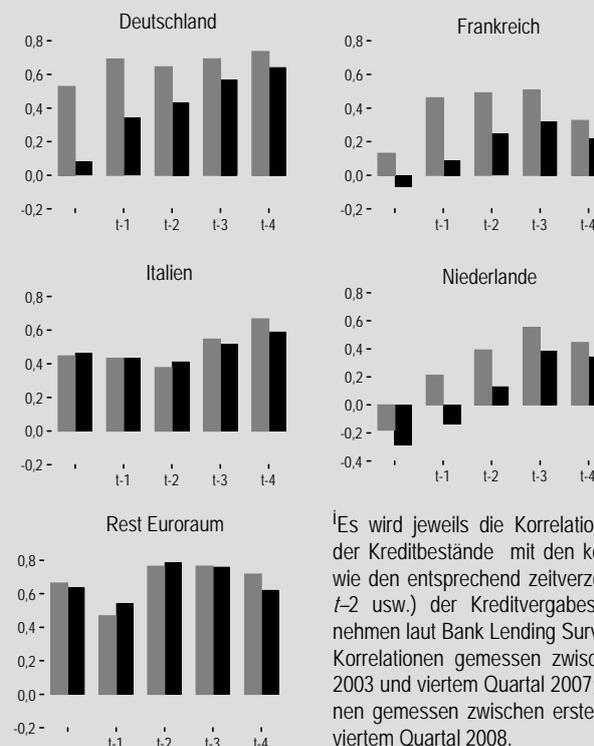
Seit 2003 werden in allen Ländern des Euroraums führende Manager von Geldinstituten quartalsweise befragt, ob die Kreditvergabekonditionen ihrer Institute verschärft oder gelockert werden; dabei werden nicht nur die allgemeinen Konditionen, sondern auch detailliert z.B. die Gründe für die Veränderung der Konditionen abgefragt (vgl. Boss et. al. 2009). Die Salden der Antworten nach der Veränderung der Konditionen werden zur Einschätzung der Lage des Kreditmarktes herangezogen und gelten als Indikatoren des Kreditgeschäfts. In Europäische Kommission (2008b) wird auf die signifikante Korrelation zwischen den Salden der Kreditvergabestandards für Unternehmen und den Vorquartalszuwächsen der Kreditbestände im Euroraum hingewiesen, während eine Untersuchung des Zusammenhangs für deutsche Daten (deutsche Teilergebnisse des Bank-Lending-Surveys) zwischen den Kreditvergabestandards und den Zuwächsen der Kreditvolumina nur einen verzögerten Zusammenhang findet, bei dem die Kreditvergabestandards einen Vorlauf von etwa drei bis vier Quartalen haben (vgl. Deutsche Bundesbank 2009b).

Wir analysieren die Korrelationen der gleichzeitigen und zeitverzögerten Kreditvergabestandards mit den Zuwächsen des Kreditbestandes an Unternehmen für vier große Länder des Euroraums sowie einem Aggregat der übrigen Länder des Euroraums (Abbildung K3-1). Zum Vergleich werden die Korrelationen basierend auf zwei verschiedenen Zeiträumen dargestellt: einmal für den Zeitraum vom ersten Quartal 2003 bis zum vierten Quartal 2007 und dann für alle Beobachtungen, also auch inklusive der vier Quartale des Jahres 2008. Diese Unterscheidung wurde auch in Europäische Kommission (2008b) vorgenommen und soll eventuelle Effekte der Finanzmarktkrise auf die Korrelationsergebnisse ausschließen. Die Korrelationen unterscheiden sich tatsächlich erheblich im Fall von Deutschland, Frankreich und den Niederlanden über die verschiedenen Stützzeiträume der Korrelationsberechnung. Ferner sind erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern

festzustellen, so weisen insbesondere die übrigen Länder eine erhebliche Korrelation zwischen den Kreditvergabestandards und den Zuwächsen an Kreditbeständen auf. Nur leicht schwächer ist der Zusammenhang in Italien sowie in Deutschland, sofern nur Daten bis 2007 berücksichtigt werden. Für Frankreich und die Niederlande sind die Zusammenhänge höchsten schwach und erheblich verzögert.

Abbildung K3-1:

Korrelation der Kreditvergabestandards laut Bank Lending Survey mit den Zuwachsraten des Kreditbestandes<sup>i</sup>



<sup>i</sup>Es wird jeweils die Korrelation der Zuwachsraten der Kreditbestände mit den kontemporären ( $t$ ) sowie den entsprechend zeitverzögerten Werten ( $t-1$ ,  $t-2$  usw.) der Kreditvergabestandards für Unternehmen laut Bank Lending Survey dargestellt. Grau: Korrelationen gemessen zwischen erstem Quartal 2003 und viertem Quartal 2007; schwarz: Korrelationen gemessen zwischen erstem Quartal 2003 und viertem Quartal 2008.

Quelle: EZB (2009); eigene Berechnungen.

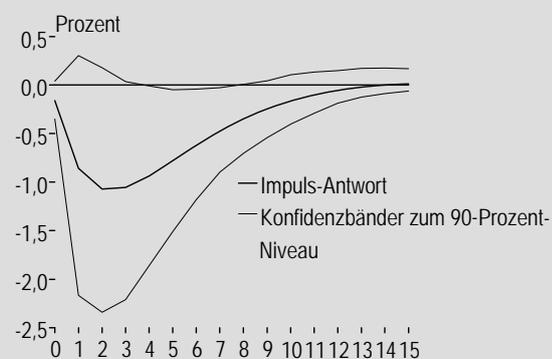
## Konjunkturreinbruch im Euroraum

Der Nachteil der einfachen Korrelationsanalyse besteht darin, dass der Einfluss von anderen Variablen, wie die Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Aktivität oder die Inflation, die unter anderem die Kreditnachfrage treiben, sowie dynamische Effekte unberücksichtigt bleiben. Wir passen daher ein vektorautoregressives Modell (VAR) an das vorliegende Panel aus den vier großen Ländern des Euroraums und den übrigen Ländern an.<sup>a</sup> Durch die VAR-Modellierung ist es möglich, den Einfluss der Kreditvergabestandards auf das Kreditangebot zu identifizieren, da für Größen, die die Kreditnachfrage beeinflussen, kontrolliert wird. Dieser Einfluss lässt sich dann als Impuls-Antwort darstellen, bei der dargestellt wird, wie eine Verschärfung der Kreditvergabestandards über die Zeit auf die anderen Variablen des Modells wirkt. Wegen des geringen Datenumfangs wird im vorliegenden VAR-Modell nur eine Verzögerte berücksichtigt und die Daten werden für die Schätzung „gepoolt“.<sup>b</sup> Als zusätzliche Variablen, neben den Kreditvergabestandards für Unternehmen und den Zuwächsen der entsprechenden Kreditbestände, werden die Zuwachsraten des realen Bruttoinlandsprodukts und der Preisanstieg des HVPI herangezogen.<sup>c</sup> Im Gegensatz zu den unbedingten Korrelationen erweisen sich die Schätzungen des VAR-Modells als relativ robust gegenüber der Aufnahme der Beobachtungen am aktuellen Rand.

Die geschätzte Impuls-Antwort ist in Abbildung K3-2 dargestellt. Der Impuls ist eine Verschärfung der Kreditvergabestandards, der sich in einer Erhöhung des entsprechenden Saldos um 18,5 Punkte zeigt. Der Zuwachs der Kreditbestände reduziert sich im Quartal des Impulses kaum; jedoch werden die Folgen in den anschließenden Quartalen deutlich stärker, so ist die Zuwachsrate des Kreditbestandes im zweiten und dritten Quartal des Impulses etwa einen Prozentpunkt niedriger als bei Ausbleiben desselben. Die geschätzte Impuls-Antwort ist als erhebliche und dauerhafte Einschränkung des Kreditangebots durch einen entsprechenden Anstieg des Saldos zu interpretieren.<sup>d</sup> Einschränkend ist jedoch zu bemerken, dass die 90-Prozent-Konfidenzbänder über die gesamte Zeit nahe an der Nulllinie sind, der beschriebene Effekt also statistisch kaum signifikant ist. Dies liegt auch an der geringen Anzahl an Beobachtungen, die eine umfangreichere Modellierung und sicherere Inferenz verhindert.

Abbildung K3-2:

Wirkung einer Änderung der Kreditvergabestandards auf die Zuwachsraten des Kreditbestandes<sup>i</sup>

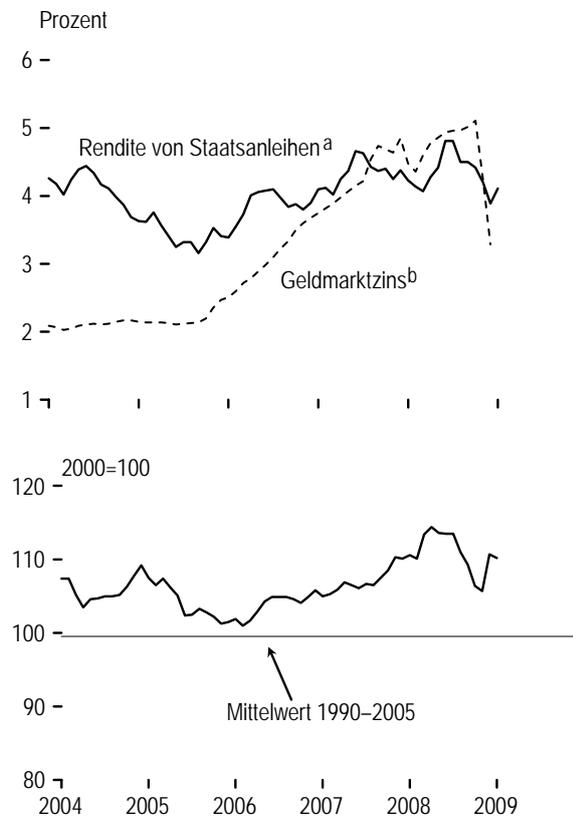


<sup>i</sup>Basierend auf Paneldaten für Länder des Euroraums von 2003 bis 2008.

Quelle: Eigene Berechnungen.

<sup>a</sup>VAR-Modelle werden für die Analyse von Kreditvergabestandards für die Vereinigten Staaten unter anderem von Lown und Morgan (2006) verwendet. — <sup>b</sup>Eine Schätzung des VAR-Modells mit „festen Effekten“ weist keine signifikant verschiedenen Impuls-Antworten der Kreditvergabekonditionen auf. — <sup>c</sup>Zinsen werden in keiner Form berücksichtigt, da im vorliegenden Zeitraum die Zinsen nahezu durchgehend gestiegen sind. — <sup>d</sup>Der Bank-Lending-Survey besitzt ebenfalls Vorlaufeigenschaften für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Im Verlauf ähnelt die Impuls-Antwort des Bruttoinlandsprodukts auf eine Verschärfung der Kreditvergabekonditionen der des Kreditbestandes in Abbildung K3-2. Vgl. auch Boss et al. (2008b).

Abbildung 7:  
Monetäre Rahmenbedingungen im Euroraum 2004–2009



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

Quelle: EZB (2009); eigene Berechnungen.

## Leitzinsen nahe null: Zeit für unkonventionelle Geldpolitik?

Die Entwicklungen der vergangenen Monate haben den Fokus der Geldpolitik weltweit dramatisch verschoben. Waren die auf Preisniveaustabilität ausgerichteten Notenbanken noch bis zur Mitte des vergangenen Jahres besorgt, die Kerninflationsraten und Inflationserwartungen könnten aufgrund der lang anhaltenden Verteuerung von Rohstoffen signifikant ansteigen, stehen derzeit die Gefahren eines sich verschärfenden Einbruchs der Konjunktur mit deflationären Folgen im Vordergrund. Nachdem die Leitzinsen in wichtigen Währungsräumen

schon auf Niveaus von nahe null Prozent zurückgeführt worden waren, ohne dass bislang der konjunkturelle Negativtrend gestoppt wurde, treten die Probleme der konventionellen Geldpolitik in den Fokus.

Das Problem der konventionellen Geldpolitik besteht darin, dass null Prozent eine natürliche Untergrenze für den Leitzins darstellt. Eine Notenbank kann also auf dem Wege der Zinspolitik nichts weiter unternehmen, um die Wirtschaft stärker zu stimulieren. Über die normalen Transmissionskanäle des Bankensystems gelangt keine zusätzliche Liquidität in die Realwirtschaft, wenn die Banken selbst die für null Prozent Zinsen zur Verfügung gestellte Zentralbankliquidität nicht in Kredite für die Realwirtschaft umwandeln, sei es, weil sie aufgrund eigener Probleme das Kreditangebot dramatisch zurückfahren, oder sei es, weil vonseiten der Realwirtschaft bei gegebenem Niveau der langfristigen Zinsen keine Nachfrage nach Krediten besteht. Im Extremfall sinkt der Geldmengenmultiplikator auf null, d.h., selbst eine massive Ausweitung der Geldbasis lässt die weiter gefassten Geldmengenaggregate unverändert. Eine solche Situation – und nicht die einfache Tatsache, dass der Leitzins bei null Prozent liegt – stellt eine Art „Liquiditätsfalle“ dar. Sie kann auch schon erreicht werden, wenn der Zins leicht positiv ist.

Der Begriff der Liquiditätsfalle stammt von Keynes, der ihn allerdings auf den langfristigen Zins bezog. Zumeist wird in diesem Zusammenhang auf die Situation in der Großen Depression verwiesen. Damals schien es, als ob die Geldpolitik unwirksam geworden sei, denn die kurzfristigen Zinsen waren bereits sehr niedrig. Daraus schlossen viele, dass die Notenbank machtlos gewesen sei und nichts unternehmen konnte, um einen Rückgang der Geldmenge zu verhindern. Tatsächlich sanken die breiter gefassten Geldmengenaggregate in vielen Ländern, auch in Deutschland, drastisch. Letztlich führte dies zur These, dass die Geldpolitik in jener Phase unwirksam geworden sei und der Realwirtschaft keine Impulse geben konnte, weil die Nachfrage nach Geld vollkommen elastisch gewesen sei. Eine ähnliche These wurde für die japanische Wirtschaft in den 1990er Jahren vertreten; dort waren die kurzfristigen Zinsen

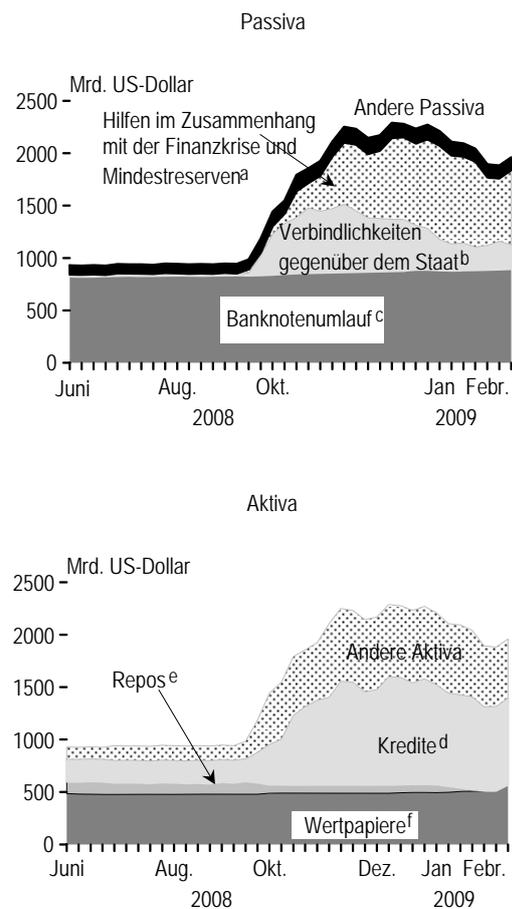
praktisch auf null gesunken. Es ist jedoch nicht korrekt, eine Liquiditätsfalle, wenn sie denn tatsächlich vorliegen sollte, gleichzusetzen mit einer generellen Unwirksamkeit der Geldpolitik. Denn dies würde bedeuten, dass die Notenbank keinen Einfluss auf wichtige relative Preise hat. Eine solche Situation ist sehr unwahrscheinlich (Laidler 2004).

Unkonventionelle Geldpolitik kann ein Weg sein, eine mögliche Liquiditätsfalle zu überwinden und der Wirtschaft Impulse zu geben. Gewöhnlich wird unter unkonventioneller Geldpolitik eine Politik der „quantitativen Lockerung“ verstanden, bei der die Notenbank die Geldbasis ausweitet, indem sie, über die üblichen kurzfristigen sicheren Staatsanleihen hinaus, risikoreichere Anlagen erwirbt oder als Sicherheiten von den Banken akzeptiert.<sup>3</sup> Auf diese Weise ist es ihr dann möglich, bestimmte Zinssätze (relative Preise) direkt zu beeinflussen. So kann sie z.B. durch den Ankauf von Staatsanleihen mit hoher Restlaufzeit das Niveau der langfristigen Zinsen drücken oder durch den direkten Ankauf von Unternehmensanleihen den Risikoaufschlag gegenüber Staatsanleihen verringern.

Die japanische Notenbank hat unkonventionelle Geldpolitik von März 2001 bis März 2006 praktiziert<sup>4</sup> und ist Mitte Dezember 2008 zu dieser Praxis zurückgekehrt (BoJ 2008).<sup>5</sup> In jüngster Zeit hat aber vor allem die Federal Reserve Bank (Fed) über die Senkung des Leitzinses auf 0-0,25 Prozent hinaus versucht, durch unkonventionelle Mittel die Wirtschaft zu stimulieren. Sie verlängerte als Reaktion auf die Zuspitzung der Finanzkrise im vergangenen Herbst ihre Bilanz dadurch von rund 950 Mrd. US-Dollar Anfang September auf mehr als

2 000 Mrd. US-Dollar Ende Januar (Abbildung 8). Dabei wurde vor allem der Bestand an Krediten ausgeweitet, während das Volumen von kurzfristigen Staatsanleihen im Bestand der Fed um rund ein Drittel zurückgefahren wurde.<sup>6</sup>

Abbildung 8:  
Bilanzpositionen der Fed 2008–2009



<sup>a</sup>Service and Reserve Balances. — <sup>b</sup>Treasury Account. — <sup>c</sup>Currency in Circulation. — <sup>d</sup>Loans. — <sup>e</sup>Repurchase agreements. — <sup>f</sup>Securities held outright.

Quelle: Fed (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen.

<sup>3</sup> Zuweilen wird hier der Unterschied zwischen „quantitativer Lockerung“, der einfachen Ausweitung der Geldbasis bei Beibehaltung der relativen Gewichte einzelner Posten in der Zentralbankbilanz, und „qualitativer Lockerung“, der Veränderung der Gewichte einzelner Posten in der Zentralbankbilanz in Richtung risikoreicherer Anlagen, gemacht (Buiter 2008).

<sup>4</sup> Vgl. dazu die ausführliche Beschreibung in Ugai (2007).

<sup>5</sup> Am 3. Februar 2009 hat die Bank of Japan sogar angekündigt, zur Stützung des Finanzsektors bis April 2010 japanischen Banken Aktien im Wert von 11,5 Mrd. US-Dollar abkaufen zu wollen (BoJ 2009).

<sup>6</sup> Einer drohenden unkontrollierten Ausweitung der Geldmenge steuerte die Fed entgegen, indem sie in Zusammenarbeit mit den Fiskalbehörden auch die Zusammensetzung ihrer Passiva signifikant änderte; im Detail begaben die Fiskalbehörden zusätzliche Schuldtitel, deponierten die dadurch generierten Mittel bei der Fed und absorbierten dadurch eine gewisse Geldmenge.

## Konjunkturreinbruch im Euroraum

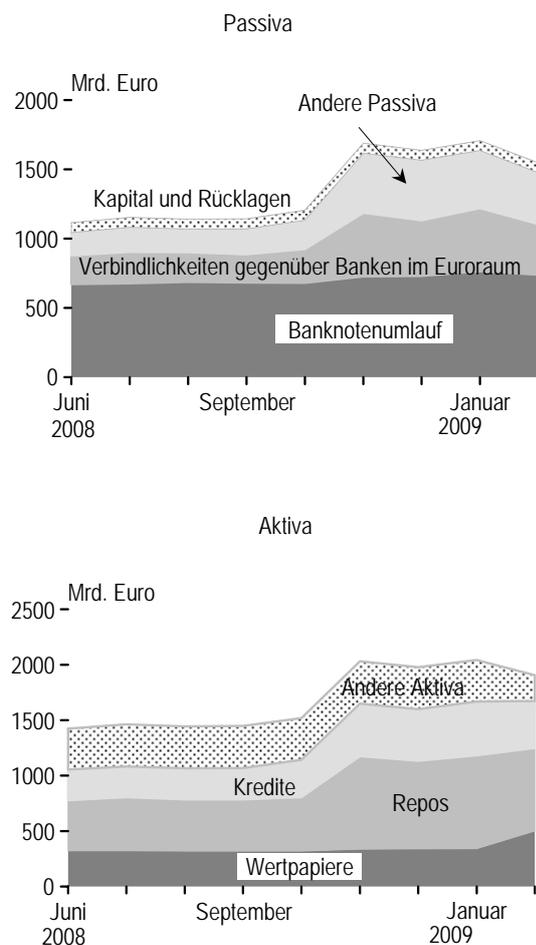
Obleich sich auch die Bilanz des Eurosystems in den vergangenen Monaten deutlich vergrößert und sich auch die Zusammensetzung der Aktiva und Passiva signifikant verändert hat (Abbildung 9), kann dies im Vergleich zu den Aktionen der anderen Zentralbanken nicht als unkonventionelle Geldpolitik bezeichnet werden. Die EZB hat bislang stets betont, so agieren zu wollen, dass sie nicht in die Notwendigkeit gerät, unkonventionelle Geldpolitik anwenden zu müssen. Dies ist verständlich, stünde sie doch als transnationale Zentralbank in diesem Fall vor einer Reihe von Problemen. Die beiden wichtigsten davon sind wohl, dass die EZB zum einen vor immensen politischen Problemen stünde, wenn sie entscheiden müsste, Anleihen welcher Länder und in welchem Um-

fang die EZB erwerben solle.<sup>7</sup> Zum anderen ist unklar, wie etwaige Verluste, die durch Ausfälle der dann erworbenen risikoreichen Anlagen entstehen könnten, auf die Mitgliedsstaaten verteilt würden.<sup>8</sup>

Als Reaktion auf die Krise hat die EZB das Hauptinstrument der konventionellen Geldpolitik, den Leitzins, von Oktober bis März um 275 Basispunkte zurückgenommen. Auch wenn diese Zinssenkungsphase die deutlichste in der Geschichte der EZB ist, ist die Zinspolitik der EZB im internationalen Vergleich als zögerlich zu bezeichnen. Gerade weil die genannten Gründe bestehen, die die Anwendung von unkonventioneller Geldpolitik im Eintrittsfall erschweren würden, sollte die EZB aber ein Interesse daran haben, der Konjunktur über niedrigere Refinanzierungskosten für die Geschäftsbanken so schnell wie möglich Impulse zu geben, um einer weiteren Verschlechterung der konjunkturellen Aussichten entgegenzuwirken. Um dieses Ziel zu erreichen, könnte sie zusätzlich zu raschen Zinssenkungen auch verbindlich erklären, das Leitzinsniveau für eine bestimmte Zeit (oder auch konditioniert auf die wirtschaftliche Lage) auf einem niedrigen Niveau zu halten, um dadurch die längerfristigen Zinssätze stärker nach unten zu bewegen.

Die Forderung nach raschen und dauerhaften Zinssenkungen auf ein Niveau nahe null lässt sich auch aus der empirischen Reaktionsfunktion ableiten. Diese legt, bedingt auf die hier vorgelegte Konjunkturprognose, sogar nahe, dass die Zinsen gegen Ende 2009 unter null Prozent sinken und bis zum Ende des Prognosezeitraums dort verharren sollten. Die EZB sollte also den Hauptrefinanzierungssatz bis zum Ende des Jahres weiter senken, auf

Abbildung 9:  
Bilanzpositionen der EZB 2008 und 2009



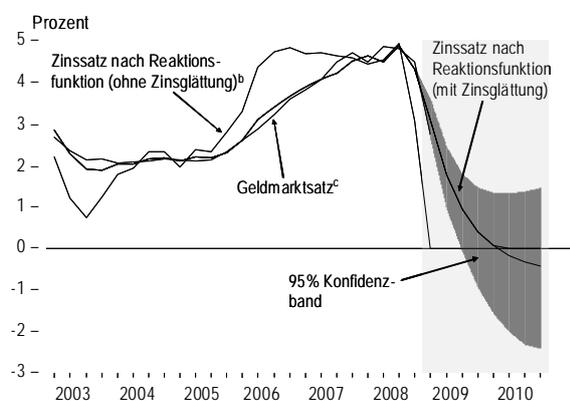
Quelle: EZB (2009); eigene Berechnungen.

<sup>7</sup> Es ist z.B. eine extrem schwierige Entscheidung, ob die EZB in diesem Fall versuchen sollte, die Zinsdifferenzen zwischen den Anleihen einzelner Länder konstant zu halten oder sie zu verringern; oder ob sie die Aufteilung der Investitionen über die Länder proportional zum Volumen der gesamten eines Landes ausstehenden Anleihen kaufen sollte.

<sup>8</sup> Wir gehen hier davon aus, dass eine Ausgleichung möglicher Verluste durch die Schaffung zusätzlichen Geldes wegen der davon ausgehenden Inflation keine Option für die EZB wäre.

deutlich unter 1 Prozent.<sup>9</sup> Da das Zinsniveau aber nicht, wie von der Reaktionsfunktion nahegelegt, unter null Prozent sinken kann (und im Fall der EZB nicht davon auszugehen ist, dass sie den Hauptrefinanzierungssatz wirklich bis auf null Prozent senken wird), sollten zusätzlich unkonventionelle Maßnahmen ergriffen werden, um eine Stimulationswirkung auf die Realwirtschaft zu erreichen, die zu einem hypothetischen Leitzinsniveau von unter null Prozent korrespondiert (Abbildung 10).<sup>10</sup>

Abbildung 10:  
Geldmarktzinsen im Euroraum und Zinsprognose 2003–2010



<sup>a</sup>Prognose ab dem ersten Quartal 2009 auf Basis der Reaktionsfunktion für die EZB. Konfidenzband ermittelt über eine Bootstrap-Simulation mit 1 000 Replikationen. — <sup>b</sup>Zur Verdeutlichung wurde hier null Prozent als Untergrenze gesetzt. — <sup>c</sup>Schätzung für das erste Quartal 2009.

Quelle: EZB (2009); eigene Schätzungen und Prognosen.

## Lohnkostenanstieg schwächt sich spürbar ab

Die Arbeitskosten im Euroraum haben sich im vergangenen Jahr in deutlich beschleunigtem Tempo erhöht. Nach einer Phase mit moderater und recht stetiger Entwicklung seit 2004 begannen sie im vierten Quartal 2007 merklich anzuziehen, und die Aufwärtstendenz bei den Zuwachsraten (Vorjahresvergleich) hielt bis zum dritten Quartal 2008 an.<sup>11</sup> Der Anstieg der Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer lag ebenso wie jener der Tarifverdienste bei 3,2 Prozent, verglichen mit 2,6 Prozent (Arbeitnehmerentgelt) bzw. 2,1 Prozent (Tarifverdienste) ein Jahr zuvor; die Arbeitskosten je Stunde nahmen zuletzt sogar um 4 Prozent zu. Der beschleunigte Lohnanstieg reflektiert zum einen die Tatsache, dass in einer Reihe von Ländern am Ende des Aufschwungs Arbeitskräfte zunehmend knapp geworden waren. Zum anderen spielte das deutliche Anziehen des Preisauftriebs eine Rolle. Die Gewerkschaften waren angesichts der niedrigen Arbeitslosigkeit in der Lage, höhere Lohnsteigerungen zur Begrenzung des Kaufkraftverlustes durchzusetzen. Hinzu kam die lohnsteigernde Wirkung von Indexierungsmechanismen, die in den meisten Ländern des Euroraums wirksam sind und rund ein Drittel der Beschäftigten im Euroraum ohne Deutschland betreffen.<sup>12</sup>

Die im dritten Quartal verzeichneten Zuwachsraten bei den Arbeitskostenindikatoren dürften aber die Spitze der Lohnentwicklung markieren. Die Rahmenbedingungen für die Lohnsetzung haben sich in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres massiv verändert. Im Zuge der Rezession hat die Arbeitslosigkeit be-

<sup>9</sup> Geht man davon aus, dass die Kreditmärkte im Euroraum zumindest teilweise gestört sind, kann man argumentieren, dass die EZB sogar von ihrem historischen Zinsglättungsverhalten abweichen und das Zinsniveau merklich schneller senken sollte.

<sup>10</sup> Vergleichbare Berechnungen von Goldman Sachs für die Vereinigten Staaten legen nahe, dass dort nach einer einfachen Taylor-Regel das angemessene Zinsniveau knapp unter -6 Prozent liegen dürfte (vgl. Krugman 2009).

<sup>11</sup> Dies ist gegenwärtig der letzte Zeitraum, für den belastbare Daten vorliegen.

<sup>12</sup> Formale Indexierungsmechanismen sind vor allem in Belgien, Spanien, Slowenien und Griechenland von Bedeutung und betreffen etwa 16 Prozent der Beschäftigten. Die Orientierung der Lohnsetzung an der Inflationsrate der Vergangenheit ist jedoch Umfragen zufolge bei der Lohnsetzung im Euroraum ohne Deutschland (vergleichbare Daten liegen für Deutschland nicht vor) auch darüber hinaus von Bedeutung (EZB 2009: 74).

## Konjunkturerinbruch im Euroraum

gonnen zu steigen; in den meisten Ländern ist diese Entwicklung bereits länger im Gange als in Deutschland, und vereinzelt – vor allem in Spanien und Irland, wo die Bauwirtschaft massiv Beschäftigte freigesetzt hat – hat die Arbeitslosenquote sehr deutlich zugenommen. Gleichzeitig ist die Inflation stark gefallen. Beides dürfte im laufenden Jahr den Lohnanstieg sichtbar dämpfen. Daten über die Lohnkostentwicklung in einzelnen Ländern deuten darauf hin, dass sich die Zuwächse gegen Ende des vergangenen Jahres wieder abgeschwächt haben. So dürfte sich der Lohnanstieg im Euroraum schon im laufenden Jahr wieder auf ein moderates Niveau reduzieren, das sogar unter dem liegen dürfte, was zwischen 2004 und 2006 verzeichnet worden war. Für das kommende Jahr erwarten wir ein weiteres Absinken der Lohnzuwächse auf eine Rate von lediglich 0,8 Prozent (Tabelle 2). Damit wirkt die Lohnentwicklung im Jahr 2010 darauf hin, dass die Inflationsrate zwar niedriger als die Obergrenze von 2 Prozent ist, welche die EZB als mit Preisniveaustabilität vereinbar erachtet, aber noch über null ausfällt. Die Lohnstückkosten werden

Tabelle 2:  
Lohnanstieg im Euroraum 2007–2010<sup>a</sup>

	2007	2008	2009 <sup>b</sup>	2010 <sup>b</sup>
Deutschland	1,2	2,0	0,0	0,5
Frankreich	2,9	2,8	1,7	1,0
Italien	1,9	3,9	1,0	0,3
Spanien	3,6	4,1	0,1	0,0
Niederlande	3,2	3,4	2,0	1,3
Portugal	3,4	3,6	1,1	0,6
Österreich	2,1	2,3	1,4	0,7
Belgien	3,7	3,5	2,1	1,1
Griechenland	9,1	8,1	6,0	5,0
Slowakei	8,8	9,0	6,1	4,0
Finnland	3,5	5,5	3,8	2,7
Irland	6,0	3,5	0,4	0,3
Luxemburg	4,3	2,7	2,1	2,3
Slowenien	6,3	8,7	6,5	4,8
Zypern	3,3	5,5	4,9	4,1
Malta	1,7	2,8	2,0	2,5
Euroland	2,6	3,2	1,1	0,8
Euroland ohne Deutschland	3,2	3,7	1,5	0,9

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

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

dann voraussichtlich leicht sinken, nachdem sie 2008 und 2009 mit einem Zuwachs von 3,4 bzw. 2,6 Prozent Inflationsimpulse gegeben haben werden (Tabelle 3) – im vergangenen Jahr vor allem wegen des hohen Lohnanstiegs, im laufenden Jahr insbesondere wegen der konjunkturbedingt sinkenden Arbeitsproduktivität.

Tabelle 3:  
Arbeitskosten und Produktivität im Euroraum 2007–2010

	2007	2008	2009 <sup>a</sup>	2010 <sup>a</sup>
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer <sup>b</sup>				
Euroraum	2,6	3,2	1,1	0,8
Euroraum ohne Deutschland	3,2	3,7	1,5	0,9
Arbeitsproduktivität <sup>b,c</sup>				
Euroraum	0,9	-0,2	-1,5	1,6
Euroraum ohne Deutschland	1,0	-0,3	-1,1	1,6
Lohnstückkosten <sup>b</sup>				
Euroraum	1,7	3,4	2,6	-0,8
Euroraum ohne Deutschland	2,2	4,0	2,6	-0,7

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

Quelle: EZB (2009); eigene Berechnungen und Prognosen.

## Starker Anstieg der Budgetdefizite

Die Phase der Konsolidierung der Staatshaushalte im Euroraum ist 2008 zu Ende gegangen. Das zusammengefasste Budgetdefizit stieg im vergangenen Jahr von 0,7 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2007 auf schätzungsweise 1,7 Prozent. Die Verschlechterung der Haushaltsposition war dabei ausschließlich auf die Entwicklung im übrigen Euroraum zurückzuführen, wo sich das Defizit von 0,9 Prozent auf 2,3 Prozent erhöhte, während es sich in Deutschland sogar leicht verringerte (Tabelle 4). Die höheren Defizite waren zum einen dem konjunkturellen Abschwung geschuldet, der sich vor allem in Spanien und Irland bereits sehr deutlich in den öffentlichen Haushalten niedergeschlagen hat. Zusätzliche Ausga-

## Konjunkturerinbruch im Euroraum

*Tabelle 4:*  
Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2007–2010<sup>a</sup>

	2007	2008	2009 <sup>b</sup>	2010 <sup>b</sup>
Deutschland	-0,2	-0,1	-2,4	-4,3
Frankreich	-2,7	-3,2	-5,7	-5,8
Italien	-1,6	-2,8	-4,4	-4,2
Spanien	2,2	-3,4	-6,7	-6,2
Niederlande	0,3	1,0	-2,1	-2,4
Belgien	-0,3	-0,9	-3,6	-4,0
Österreich	-0,4	-0,7	-3,5	-3,7
Griechenland	-3,5	-3,4	-4,5	-5,0
Irland	0,2	-6,3	-11,0	-13,0
Finnland	5,3	4,5	1,0	-1,0
Portugal	-2,6	-2,2	-4,8	-4,7
Luxemburg	3,2	3,0	0,0	-1,0
Slowenien	0,5	-0,9	-3,5	-3,6
Zypern	3,5	1,0	-2,0	-2,2
Malta	-1,8	-2,0	-3,7	-3,5
Euroraum	-0,7	-1,7	-4,2	-4,8
Euroraum ohne Deutschland	-0,9	-2,3	-4,9	-5,0

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

*Quelle:* Eurostat (2009); eigene Berechnungen und Prognosen.

ben zur Finanzierung der stark gestiegenen Arbeitslosigkeit und Steuerausfälle im Zusammenhang mit der Krise am Immobilienmarkt spielen hier eine große Rolle. Auch waren in diesen Ländern bereits relativ früh im vergangenen Jahr beträchtliche Konjunkturprogramme in Kraft getreten, um den dort bereits sichtbaren rezessiven Tendenzen zu begegnen. Auch in anderen Ländern waren expansive Maßnahmen wirksam, etwa Steuer- und Abgabensenkungen in Deutschland, Frankreich und Italien, die aber in Relation zum Bruttoinlandsprodukt nur ein vergleichsweise geringes Gewicht hatten.

Angesichts der dramatischen konjunkturellen Talfahrt hat der Europäische Rat im November 2008 einen „European Economic Recovery Plan“ beschlossen. Dieser soll die Konjunktur durch einen fiskalischen Impuls von 200 Mrd. Euro (1,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) in Form von Steuersenkungen oder Ausgabenerhöhungen stimulieren und darüber hinaus durch einen Fokus auf Investitionen in Humankapital, Energieeffizienz und Infrastruktur die längerfristigen Wachstumsperspektiven in der EU verbessern helfen.

Im Einklang mit diesen Vorgaben sind in den vergangenen sechs Monaten in den meisten Ländern des Euroraums Konjunkturpakete geschnürt worden. Allerdings ist der Umfang der Programme in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich, was vor allem die sehr verschiedenen Ausgangspositionen hinsichtlich der Solidität der Staatsfinanzen widerspiegelt. In einigen Ländern wird eine expansive Politik dadurch erschwert, dass die Budgetdefizite im Aufschwung nicht hinreichend zurückgeführt worden waren. Angesichts der absehbaren fiskalischen Belastungen durch die Rezession ist bereits ohne zusätzliche Maßnahmen in Ländern wie Italien, Frankreich, Portugal oder Griechenland ein deutliches Überschreiten der im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Obergrenze für die Neuverschuldung von 3 Prozent zu erwarten. Tatsächlich wurde dieser Wert bereits im vergangenen Jahr von einer Reihe von Ländern überschritten, und von der Kommission wurde gegen Frankreich, Spanien, Irland, Griechenland, Malta und Lettland ein Verfahren wegen eines übermäßigen Defizits eingeleitet. In Irland, wo die Rezession besonders früh und heftig eingesetzt hatte, wurde schon im Jahr 2008 ein sehr hohes Defizit von 6,3 Prozent verzeichnet. Zunehmende Zweifel daran, dass Länder ihre fiskalische Position auf mittlere Sicht werden konsolidieren können, haben dazu geführt, dass die Emittenten von Staatsanleihen in den fiskalisch schwach aufgestellten Ländern hohe Aufschläge im Vergleich zu den Zinsen etwa auf deutsche Bundesanleihen zahlen müssen. Die erhöhten Zinsen stellen nicht zuletzt auch eine erhebliche finanzielle Belastung für die betroffenen Regierungen dar.

Ein deutlicher Impuls für die Nachfrage wird insbesondere in Deutschland (zwei Programme im Umfang von 2,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts), Zypern (zwei Programme; 2,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts) in Österreich (zwei Konjunkturprogramme sowie eine Steuerreform; 2,1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts) und Spanien (zu dem Konjunkturprogramm vom Sommer kommen expansive Maßnahmen in der Größenordnung von 2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts sowie staatliche Kreditlinien

für mittelständische Unternehmen im Umfang von 1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts) erwartet. In Frankreich wurde ein Paket beschlossen, das zusätzliche Ausgaben und Maßnahmen zur Stützung kleiner und mittlerer Unternehmen im Umfang von 1,3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts enthält. Nennenswerte Konjunkturpakete sind auch in Finnland, den Niederlanden und Portugal verabschiedet worden. Allerdings laufen all diese Programme zumeist über zwei Jahre, im Fall Spaniens sogar zum Teil über einen noch längeren Zeitraum. Auch brauchen viele Maßnahmen, insbesondere die in nahezu allen Paketen prominent geführte Ausweitung der öffentlichen Investitionen, Zeit um anzulaufen, und es ist durchaus nicht sicher, ob die vorgesehenen Mittel bis Ende kommenden Jahres überhaupt umgesetzt werden können.<sup>13</sup> Der kurzfristige Nachfrageimpuls dürfte daher geringer ausfallen als vielfach erwartet. Im Gegensatz zu den Ländern mit beträchtlichen fiskalischen Impulsen steht die Umsetzung der Konjunkturprogramme etwa in Italien und Griechenland. Dort sind nur Programme in sehr geringem Umfang verabschiedet worden. In Griechenland wurden im Wesentlichen Einkommenshilfen für arme Haushalte beschlossen, die sich auf 0,2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts belaufen; in Italien soll eine Reihe von kleineren Maßnahmen, die zur Konjunkturanregung beschlossen worden sind, sogar ohne Auswirkung auf das Defizit bleiben, also durch Ausgabenkürzungen und Einnahmensteigerungen an anderer Stelle finanziert werden. In Irland wird angesichts einer für das laufende Jahr absehbaren weiteren gravierenden Verschlechterung der Haushaltssituation bereits geplant, die Abgaben zu erhöhen, um die Staatseinnahmen zu stabilisieren. Alles in allem veranschlagen wir den konjunkturellen Impuls der Finanzpolitik im Euroraum in diesem und im nächsten Jahr auf jeweils reichlich 0,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Hinzu kommen allerdings die Wirkung der automatischen

<sup>13</sup> So könnten Kapazitätsengpässe in der Planung und in den ausführenden Wirtschaftsbereichen eine massive Ausweitung der öffentlichen Investitionen verhindern; dies ist jedenfalls für Deutschland zu befürchten (Boss et al. 2009).

Stabilisatoren und eine spürbare Belastung durch die Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor, so dass das Haushaltsdefizit im Euroraum insgesamt 2009 weiter kräftig steigen wird. Es dürfte in diesem Jahr bei 4,2 Prozent liegen und im nächsten Jahr auf 4,8 Prozent steigen. Dabei fällt das Haushaltsdefizit im Euroraum ohne Deutschland 2009 erheblich höher aus als in Deutschland. In beiden Jahren dürfte der entsprechende Wert nahe 5 Prozent liegen.

Die zum Jahresbeginn 2009 vorgelegten aktualisierten Stabilitätsprogramme gehen ohne Ausnahme von einer wesentlich günstigeren realwirtschaftlichen Entwicklung aus, als sie derzeit absehbar ist (Tabelle 5). Sie wurden zumeist bereits im Herbst erstellt, als die Regierungen noch von einem milden Abschwung

*Tabelle 5:*  
Kennzahlen der aktualisierten Stabilitätsprogramme der EWU-Länder

	Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts <sup>a,b</sup>	Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>a,c</sup>	
		2009–2012	2008
Deutschland	1,17	0,0	-0,5
Frankreich	1,84	-2,9	-1,1
Italien	1,70	-2,2	0,0
Spanien <sup>d</sup>	0,73	-3,4	-3,9
Niederlande <sup>d</sup>	1,75	1,2	1,1
Belgien	2,00	0,0	1,0
Griechenland <sup>d</sup>	1,67	-3,7	-2,6
Österreich	2,55	-0,7	0,4
Irland <sup>d</sup>	-0,05	-6,3	-4,8
Finnland	1,75	4,4	0,9
Portugal	0,33	-2,2	-2,3
Luxemburg <sup>d</sup>	3,90	2,3	1,0
Slowenien	4,30	-0,9	0,0
Zypern	2,68	1,0	-2,2
Malta	2,50	-3,3	1,2
Slowakei	5,40	-2,3	-0,8

<sup>a</sup>Durchschnittliche jährliche Veränderungsrate über vier Jahre in Prozent. — <sup>b</sup>In Prozent zum Bruttoinlandsprodukt. — <sup>c</sup>Letztes Stabilitätsprogramm veröffentlicht für den Zeitraum 2008–2011. — <sup>d</sup>Der letzte verfügbare Wert ist aus dem Jahr 2011.

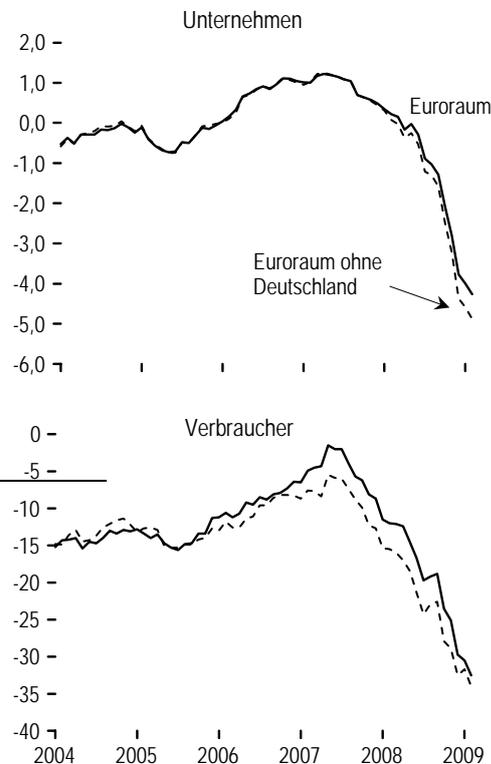
*Quelle:* Nationale Stabilitätsprogramme mit der Projektion 2009–2012; eigene Berechnungen.

ausgingen.<sup>14</sup> Entsprechend wird auch die voraussichtliche Entwicklung der Budgetdefizite massiv zu günstig eingeschätzt. Der in diesen Programmen für die mittlere Frist in Aussicht gestellte Pfad für die Staatsfinanzen befindet sich zwar im Einklang mit den Bestimmungen des Stabilität- und Wachstumspakts, ist aber angesichts der geänderten Rahmenbedingungen bereits Makulatur.

### Ausblick: Noch keine Anzeichen für Erholung

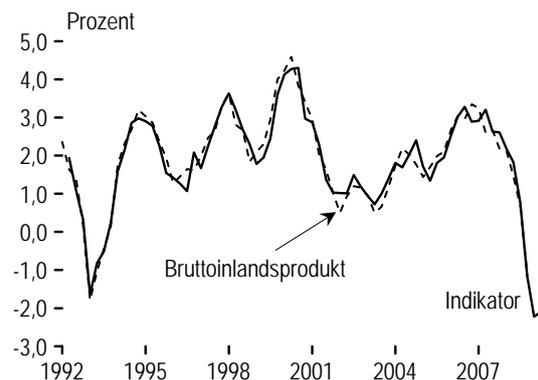
Es deutet sich für das erste Quartal 2009 ein weiterer, in einigen Ländern des Euroraums sogar ein noch stärkerer Einbruch der Konjunktur als im vierten Quartal 2008 an. Viele Frühindikatoren für den Euroraum haben im Februar abermals nachgelassen, so verzeichnen Konsumenten- und Unternehmensvertrauen die niedrigsten je gemessenen Werte (Abbildung 11). Immerhin ein Ende des Negativtrends zeigt der „Euroframe“-Indikator an, der im März erstmals wieder etwas angestiegen ist (Abbildung 12). Es ist davon auszugehen, dass die expansiven Maßnahmen der Geld- und Fiskalpolitik diese Tendenz unterstützen werden und es in der Mitte des Jahres zu einer Bodenbildung kommen wird. Diese konjunkturelle Trendwende dürfte jedoch nicht der Beginn eines starken Aufschwungs sein. Vielmehr sorgt eine Reihe von dämpfenden Faktoren wohl dafür, dass das Bruttoinlandsprodukt selbst gegen Ende des Prognosezeitraums nur schwach expandieren wird. Die Verspannungen an den Finanzmärkten werden sich belastend auswirken. Ferner erleben viele Länder des Euroraums im Zuge der Krise erhebliche Anpassungsprozesse, die eine rasche Rückkehr zu einer höheren gesamtwirtschaftlichen Dynamik behindern. So werden die Folgen der Immobilienkrisen Spa-

Abbildung 11:  
Stimmungsindikatoren im Euroraum 2004–2009



Quelle: Europäische Kommission (2009); eigene Berechnungen.

Abbildung 12:  
EUROFRAME-Indikator und reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 1992–2009<sup>a,b</sup>



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

Quelle: Eurostat (2009); EUROFRAME (2009).

nien und Irland zu einer erheblichen Umstrukturierung der Produktion zwingen, die dann mit einer deutlichen Reduktion der dortigen Leis-

<sup>14</sup> Die Bundesregierung hat im laufenden Jahr ihre Aussichten überarbeitet. Dies ist in die Darstellung hier noch nicht eingeflossen.

## Konjunkturunbruch im Euroraum

tungsbilanzdefizite einhergehen wird. Für bisher stark exportorientierte Länder, wie Deutschland oder die Niederlande, wird es angesichts der mittelfristigen Aussichten für den Welthandel ebenfalls längere Durststrecken geben (Gern et al. 2009). Wir erwarten, dass das Bruttoinlandsprodukt im übrigen Euroraum ohne Deutschland im Jahr 2009 um 3,1 Prozent und im Jahr 2010 um 0,2 Prozent schrumpfen wird (Tabelle 6). Dabei werden angesichts der Immobilienkrisen in einigen Ländern insbesondere die Investitionen im laufenden Jahr dramatisch und im kommenden Jahr noch merklich zurückgehen. Negative Vermögenseffekte und insbesondere die stark steigende Arbeitslosigkeit bewirken in beiden Jahren eine Reduktion des privaten Konsums. Im gesamten Euroraum dürfte der Einbruch im Jahr 2009 noch ausgeprägter sein (Tabelle 7, Abbildung 13), wobei dies alleine dem Außenbeitrag geschuldet ist.

Vor diesem Hintergrund dürfte die Arbeitslosenquote bis in das kommende Jahr weiter erheblich steigen und im Jahresdurchschnitt

2009 einen Wert von 9,3 sowie im Jahr 2010 von 10,2 erreichen (Tabelle 8, Abbildung 14). Frühestens dann ist mit einer Trendwende am Arbeitsmarkt zu rechnen. Der mit der Arbeitslosigkeit einhergehende Anstieg der Sozialausgaben wird die bereits durch sinkende Steuereinnahmen und Ausgaben für Konjunkturprogramme angespannte Lage der staatlichen Haushalte deutlich verschärfen.

Angesichts der stark sinkenden Kapazitätsauslastung und der sich abflachenden Lohndynamik ist davon auszugehen, dass der Preisauftrieb auf dem derzeit sehr niedrigen Niveau verharret. Für das laufende Jahr erwarten wir einen Anstieg der Verbraucherpreise von 0,8 Prozent. Im Jahr 2010 wird sich die Inflation, da die Effekte der deutlich gesunkenen Preise für Energie und Nahrungsmittel auslaufen werden, wieder etwas auf 1,2 Prozent beschleunigen und somit das Niveau der Kerninflation erreichen. Die Kerninflation wiederum dürfte sich im Verlauf des Prognosezeitraums von 1,5 Prozent im Jahr 2009 auf 1,2 Prozent in 2010 verlangsamen.

Tabelle 6:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum ohne Deutschland 2008, 2009 und 2010

	2008				2009				2010				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II <sup>a</sup>	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>	I <sup>a</sup>	II <sup>a</sup>	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>	2008	2009 <sup>a</sup>	2010 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	1,4	-0,6	-0,5	-4,7	-6,8	-2,2	0,1	-0,1	-1,0	0,2	1,1	1,3	0,6	-3,1	-0,2
Inlandsnachfrage	0,0	-0,5	-0,1	-3,1	-5,5	-1,5	0,1	-0,1	-1,0	0,2	0,7	1,0	0,5	-2,3	-0,1
Privater Verbrauch	1,3	0,2	0,3	-4,6	-3,2	-1,0	0,0	-0,5	-1,0	0,0	0,5	1,0	0,8	-1,9	-0,3
Staatsverbrauch	2,1	2,9	4,4	-3,3	4,0	2,0	3,0	2,0	1,0	1,0	1,0	1,0	2,0	2,0	1,5
Anlageinvestitionen	1,7	-4,3	-3,7	-10,6	-13,0	-6,0	-1,0	-1,0	-1,5	0,0	1,0	1,0	-0,5	-7,4	-0,9
Vorratsveränderungen <sup>c</sup>	-1,6	-0,2	-0,3	2,7	-1,6	0,0	-0,3	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	-0,1
Außenbeitrag <sup>c</sup>	1,2	-0,1	-0,3	-1,5	-1,3	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,1	-0,8	0,0
Exporte	6,3	0,5	0,5	-26,0	-25,0	-10,0	-1,1	0,0	3,0	3,0	4,0	5,0	1,3	-13,8	1,3
Importe	3,3	0,7	1,3	-23,0	-22,0	-8,0	-1,0	0,0	3,0	3,0	3,0	4,0	0,9	-11,9	1,3
Verbraucherpreise <sup>d</sup>													3,4	0,8	1,2
Arbeitslosenquote <sup>e</sup>													7,3	9,7	10,4
Budgetsaldo <sup>f</sup>													-2,3	-4,9	-5,0

<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 (2009); eigene Berechnungen und Prognosen.

## Konjunkturreinbruch im Euroraum

*Tabelle 7:*  
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2008, 2009 und 2010

	2008				2009				2010				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II <sup>a</sup>	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>	I <sup>a</sup>	II <sup>a</sup>	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>	2008	2009 <sup>a</sup>	2010 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	2,8	-1,0	-1,0	-5,8	-6,7	-1,4	-0,2	-0,3	-1,0	0,2	1,1	1,5	0,7	-3,3	-0,2
Inlandsnachfrage	1,8	-1,5	1,5	-2,3	-3,7	-4,1	-0,6	0,0	-0,3	0,9	1,7	2,1	0,7	-2,1	0,1
Privater Verbrauch	0,6	-0,5	0,5	-3,4	-2,6	-1,3	-0,9	-0,6	-0,3	0,4	0,9	1,4	0,5	-1,6	-0,1
Staatsverbrauch	2,6	3,0	3,5	-2,4	3,6	2,1	2,8	2,1	1,4	1,2	1,0	1,0	2,0	1,9	1,6
Anlageinvestitionen	5,0	-4,6	-2,5	-10,5	-12,3	-3,7	-1,1	-0,5	-1,0	0,1	2,2	3,6	0,6	-6,6	-0,2
Vorratsveränderungen <sup>c</sup>	-0,2	-0,7	1,0	2,6	-0,2	-3,0	-0,4	0,0	-0,3	0,4	0,5	0,3	0,0	-0,1	-0,2
Außenbeitrag <sup>c</sup>	1,0	0,5	-2,4	-3,6	-3,1	2,7	0,4	-0,4	-0,7	-0,8	-0,6	-0,5	-0,1	-1,2	-0,3
Exporte	7,4	-0,1	0,1	-26,1	-27,0	-8,4	0,2	1,3	3,5	3,7	5,0	6,0	1,6	-14,0	2,3
Importe	5,3	-1,1	5,8	-20,2	-21,4	-14,5	-0,7	2,3	5,3	5,6	6,6	7,3	1,7	-11,8	3,0
Verbraucherpreise <sup>d</sup>													3,2	0,8	1,2
Arbeitslosenquote <sup>e</sup>													7,3	9,3	10,2
Budgetsaldo <sup>f</sup>													-1,7	-4,2	-4,8

<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 (2009); eigene Berechnungen und Prognosen.

*Tabelle 8:*  
Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2008, 2009 und 2010

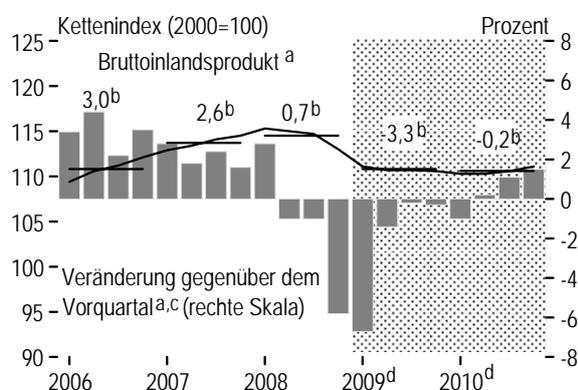
	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>			Verbraucherpreise <sup>b,c</sup>			Arbeitslosenquote <sup>d</sup>		
		2008	2009 <sup>e</sup>	2010 <sup>e</sup>	2008	2009 <sup>e</sup>	2010 <sup>e</sup>	2008	2009 <sup>e</sup>	2010 <sup>e</sup>
Deutschland	27,0	1,3	-3,7	-0,1	2,6	0,7	0,9	7,2	8,0	9,5
Frankreich	21,1	0,7	-2,9	-0,2	3,2	0,8	1,1	7,7	9,3	9,8
Italien	17,1	-0,9	-3,4	-0,1	3,5	1,0	1,2	6,8	9,0	9,5
Spanien	11,7	1,2	-3,2	-0,6	4,1	0,5	1,0	11,3	16,5	17,6
Niederlande	6,3	2,0	-3,1	0,3	2,2	1,1	1,4	2,8	4,6	5,2
Belgien	3,7	1,3	-3,2	0,2	4,5	0,7	1,3	7,1	8,3	8,7
Griechenland	3,0	3,2	-2,0	-0,3	4,2	1,6	2,6	8,0	9,3	9,8
Österreich	2,5	1,6	-3,5	-0,4	3,2	0,8	1,2	3,8	5,5	6,4
Irland	2,1	-1,6	-6,5	-1,2	3,1	0,6	1,0	6,5	9,8	10,6
Finnland	2,0	0,9	-2,9	0,1	3,9	1,2	1,8	6,4	8,1	8,6
Portugal	1,8	0,2	-3,9	0,1	2,7	0,6	1,3	7,7	9,7	10,1
Slowakei	0,6	6,5	0,9	1,4	3,9	2,0	2,3	9,6	10,8	11,2
Luxemburg	0,4	1,0	-2,5	0,0	4,1	0,2	1,0	4,4	5,8	6,5
Slowenien	0,4	4,0	-0,1	0,6	5,5	0,8	2,6	4,5	5,8	6,3
Zypern	0,2	3,7	0,9	1,5	4,4	1,7	2,2	3,8	4,6	5,1
Malta	0,1	2,4	0,3	1,4	4,7	1,5	2,1	5,8	6,6	7,1
Euroraum	100,0	0,7	-3,3	-0,2	3,2	0,8	1,2	7,3	9,3	10,2
Euroraum ohne Deutschland	73,0	0,6	-3,1	-0,2	3,4	0,8	1,2	7,3	9,7	10,4

<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 (2009); eigene Berechnungen und Prognosen.

## Konjunkturinbruch im Euroraum

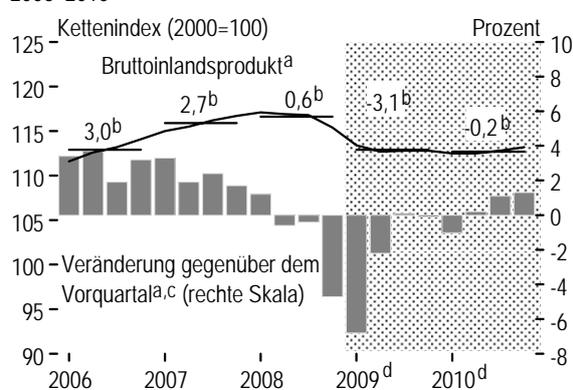
Abbildung 13:  
Reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2006–2010



<sup>a</sup>Laufende Jahresrate. — <sup>b</sup>Ursprungswerte. — <sup>c</sup>Auf Jahresrate hochgerechnet. — <sup>d</sup>Ab 2009 I: Prognose.

Quelle: Eurostat (2009); eigene Berechnungen und Prognosen.

Abbildung 14:  
Reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland 2006–2010



<sup>a</sup>Arbeitstäglich- und saisonbereinigt. — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — <sup>c</sup>Auf Jahresrate hochgerechnet. — <sup>d</sup>Ab 2009 I: Prognose.

Quelle: Eurostat (2009); eigene Berechnungen und Prognosen.

## Literatur

- BoJ (Bank of Japan) (2008). On Monetary Policy Decisions. Stellungnahme vom 19. Dezember. Via Internet (20. Februar 2009) <<http://www.boj.or.jp/en/theme/seisaku/kettei/index.htm>>.
- BoJ (Bank of Japan) (2009). The Bank of Japan to Resume Stock Purchases Held by Financial Institutions. Ad-hoc-Mitteilung vom 2. Februar. Via Internet (20. Februar 2009) <<http://www.boj.or.jp/en/type/release/adhoc09/fss0902a.pdf>>.
- Boss, A., J. Dovern, C.-P. Meier und J. Scheide (2008a). Deutsche Konjunktur: Leichte Rezession absehbar. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2008. Kieler Diskussionsbeiträge 456/457. IfW, Kiel.
- Boss, A., J. Dovern, C.-P. Meier, B. van Roye und J. Scheide (2008b). Deutsche Wirtschaft in einer schweren Rezession. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2008. Kieler Diskussionsbeiträge 459/460. IfW, Kiel.
- Boss, A., J. Dovern, D. Groll, C.-P. Meier, B. van Roye und J. Scheide (2009). Die deutsche Wirtschaft im Sog der Weltrezession. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Deutsche Konjunktur im Frühjahr 2009. Kieler Diskussionsbeiträge 463. IfW, Kiel.
- Bureau of Labour Statistics (2009). Database Prices. Via Internet (10. März 2009) <<http://www.bls.gov>>.
- Buiter, W. (2008). Quantitative Easing and Qualitative Easing: A Terminological and Taxonomic Proposal. Via Internet (20. Februar 2009) <<http://blogs.ft.com/maverecon/2008/12/quantitative-easing-and-qualitative-easing-a-terminological-and-taxonomic-proposal/>>.
- Deutsche Bundesbank (2009a). Bank Lending Survey des Eurosystems – Ergebnisse für Deutschland. Via Internet (24. Februar 2009) <[http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/publikationen/vo\\_bank\\_lending\\_survey.pdf](http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/publikationen/vo_bank_lending_survey.pdf)>.
- Deutsche Bundesbank (2009b). Bank-Lending-Survey: eine Zwischenbilanz und aktuelle Entwicklungen. *Monatsbericht* (Januar): 15–32.

- Deutsche Bundesbank (lfd. Jgg.). *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen*. Frankfurt am Main.
- Dovern, J., K.-J. Gern, J. Hogrefe und J. Scheide (2008). Euroraum in der Rezession. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2008. Kieler Diskussionsbeiträge 456/457. IfW, Kiel.
- Égert, B., D. Ritzberger-Grunwald und M. Silgoner (2004). Inflation Differentials in Europe: Past Experience and Future Prospects. *Monetary Policy and Economy* (1): 47–72.
- Europäische Kommission (2006). *Adjustment Dynamics in the Euro Area – Experiences and Challenges. The EU Economy: 2006 Review*. Brüssel.
- Europäische Kommission (2008a). Economic Forecasts. Autumn. *European Economy* (2). Brüssel.
- Europäische Kommission (2008b). Bank Lending and Transmission to the Real Economy. *Quarterly Report on the Euro Area* 7 (4): 26–31.
- Europäische Kommission (2009). Business and Consumer Surveys. Via Internet (10. März 2009) <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/bcs](http://ec.europa.eu/economy_finance/bcs)>.
- EUROFRAME (2009). Eurogrowth Indicator. Via Internet (10. März 2009) <<http://www.euroframe.org>>.
- Eurostat (2009). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2009). *Monatsbericht*. Februar. Frankfurt am Main.
- Fed (Federal Reserve Bank) (lfd. Jgg.). Factors Affecting Reserve Balances. Via Internet (6. März 2009) <[www.federalreserve.gov/releases/h41/Current/h41.htm](http://www.federalreserve.gov/releases/h41/Current/h41.htm)>.
- Fratscher, M., J. Juvenal und L. Sarno (2007). Asset Prices, Exchange Rates and the Current Account. ECB Working Paper 790. European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Gern, K.-J., N. Janssen, B. van Roye und J. Scheide (2009). Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und Konjunktur im Euroraum im Frühjahr 2009. Kieler Diskussionsbeiträge 461/462. IfW, Kiel.
- IfW (Institut für Weltwirtschaft) (2009). *Ursachenanalyse der langen Phase wirtschaftlicher Schwäche in Deutschland – Schlussfolgerungen für Wachstumspotential, mittelfristige Finanzplanung und zukünftigen Reformbedarf im internationalen Vergleich*. Gutachten für das Bundesministerium der Finanzen. Kiel, Februar.
- IMF (International Monetary Fund) (lfd. Jgg.). *International Financial Statistics*. Washington, D.C.
- Krugman, P. (2009). Zero Lower Bound Blogging. Via Internet (23. Februar 2009) <<http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/01/17/zero-lower-bound-blogging/>>.
- Laidler, D. (2004). Monetary Policy after Bubbles Burst: The Zero Lower Bound, the Liquidity Trap and the Credit Crunch. *Canadian Public Policy* 30 (3): 333–340.
- Lown, C., und D.P. Morgan (2006). The Credit Cycle and the Business Cycle: New Findings Using the Loan Officer Opinion Survey. *Journal of Money, Credit and Banking* 38 (6): 1575–1597.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2008). *Economic Outlook*. November. Paris.
- Taylor, J.B. (2009). The Financial Crisis and the Policy Response: An Empirical Analysis of What Went Wrong. NBER Working Paper 14631. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Ugai, H. (2007). Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses. *Monetary and Economic Studies* 25 (1): 1–48.