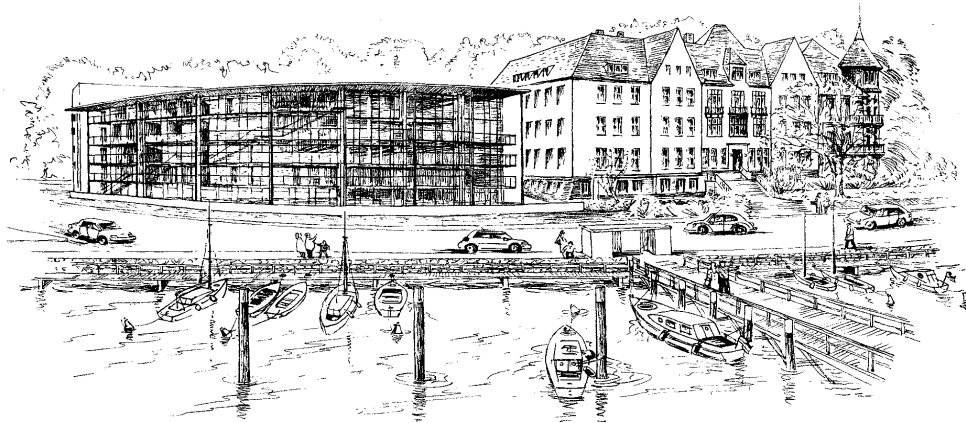

INSTITUT FÜR WELTWIRTSCHAFT AN DER UNIVERSITÄT KIEL
Prognose-Zentrum



Konjunktur im Euroraum im Frühjahr 2010



Abgeschlossen am 10. März 2010
(Erscheint demnächst als Kieler Diskussionsbeitrag 476/477)

Inhalt

Schwache Konjunktur im Euroraum: Nur langsamer Abbau der Ungleichgewichte	3
Divergenzen im Euroraum: Ursachen und Folgen	5
Sind Divergenzen im Euroraum ein Problem?	6
Muster der Divergenzen	6
Geldpolitik und Ungleichgewichte im Euroraum	8
Streuung der „optimalen“ Zinsniveaus	8
Uneinheitliche Wirkung der Geldpolitik und Entwicklung der Auslandsvermögenspositionen	11
Schlussfolgerungen und Ausblick	12
Exkurs: Zu einer möglichen Zahlungsunfähigkeit Griechenlands	13
Leitzinsen weiterhin niedrig	16
Schwacher Lohnanstieg	17
Finanzpolitik schwenkt auf restriktiven Kurs	19
Ausblick	21
Literatur	24

Schwache Konjunktur im Euroraum: Nur langsamer Abbau der Ungleichgewichte

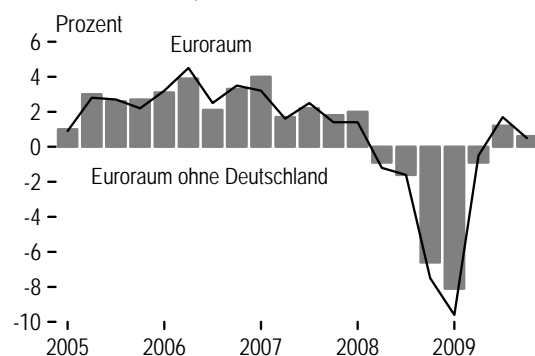
Jens Boysen-Hogrefe, Jonas Dovern,
Klaus-Jürgen Gern, Carsten-Patrick Meier
und Joachim Scheide

Zusammenfassung:

Nach dem Einbruch im Winterhalbjahr 2008/09 stabilisierte sich die Produktion im Euroraum im weiteren Verlauf des Jahres 2009. Trotz der weiterhin expansiv ausgerichteten Geldpolitik zeichnet sich im Prognosezeitraum aber nur eine schwache Belebung ab. Die Wirtschaft wird von den Folgen von Verschuldungskrisen in einigen Mitgliedsländern belastet. Für das laufende Jahr erwarten wir einen Anstieg der Produktion um 0,7 Prozent. Im Euroraum ohne Deutschland wird die Dynamik noch etwas schwächer sein. Daran dürfte sich auch im Jahr 2011 kein starker Aufschwung anschließen. Mit Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts von 1,5 Prozent im Euroraum und 1,4 Prozent im übrigen Euroraum wird sich die Konjunktur aber wohl leicht beleben.

Im Jahr 2009 sank das Bruttoinlandsprodukt zum ersten Mal seit Bestehen der Währungsunion. Der Rückgang lag im Euroraum bei 4,1 Prozent; im Euroraum ohne Deutschland nahm die gesamtwirtschaftliche Produktion um 3,6 Prozent ab. Vom Einbruch im Winterhalbjahr 2008/09 konnte sich die Wirtschaft im Euroraum im Verlauf des Jahres 2009 lediglich geringfügig erholen. Im vierten Quartal expandierte das Bruttoinlandsprodukt annualisiert nur um 0,5 Prozent nach 1,7 Prozent im Vorquartal (Abbildung 1). Im übrigen Euroraum lag

Abbildung 1:
Reales Bruttoinlandsprodukt 2005–2009^a



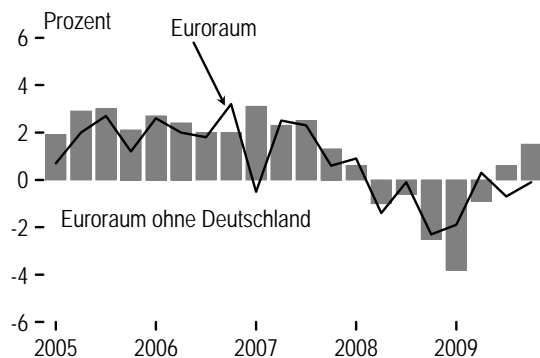
^aReal, saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Eurostat (2010); eigene Berechnungen.

die Zuwachsraten im vierten Quartal mit 0,6 Prozent leicht höher. Dass es überhaupt einen Zuwachs der Produktion im Euroraum gab, ist dem positiven Außenbeitrag geschuldet. Die Bruttoanlageinvestitionen hingegen gingen erneut zurück und der private Konsum stagnierte (Abbildung 2). Unter den größeren Ländern des Euroraums verzeichnete nur Frankreich eine spürbare Ausweitung der Produktion, die vor allem auf einen verringerten Lagerabbau und dem im Zuge der dortigen Abwrackprämie gestärkten privaten Konsum fußte. In Spanien und Italien dagegen war das Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal rückläufig.

Die Inflation hat sich zuletzt wieder etwas beschleunigt. Die Verbraucherpreise lagen im Februar um 0,9 Prozent über dem Vorjahreswert (Abbildung 3). Im Euroraum ohne Deutschland war die Rate mit 1,1 Prozent etwas

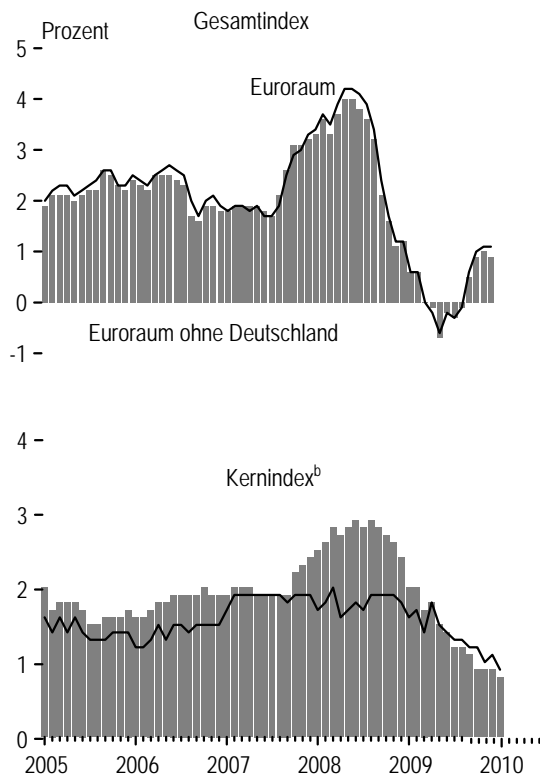
Abbildung 2:
Privater Konsum 2005–2009^a



^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Eurostat (2010); eigene Berechnungen.

Abbildung 3:
Verbraucherpreise 2004–2010^a



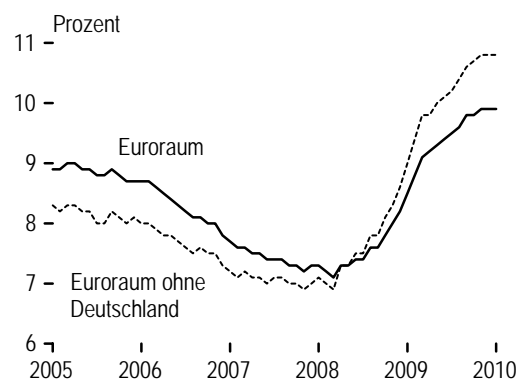
^aAnstieg gegenüber dem Vorjahr. — ^bGesamtindex ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak.

Quelle: EZB (2010); eigene Berechnungen.

höher. Die leichte Beschleunigung ist ausschließlich auf den spürbaren Anstieg der Energiepreise zurückzuführen. Die Kernrate sank dagegen im Januar auf 0,9 Prozent, nach 1,0 Prozent im Vormonat. Die weiterhin niedrige Kapazitätsauslastung ließ keine größeren Preissteigerungen zu, und in Irland gibt es sogar deutlich deflationäre Tendenzen.

Am Arbeitsmarkt hat sich die Lage stabilisiert. Nach einem leichten Anstieg im Herbst 2009 verharrte die Arbeitslosenquote von November bis Januar bei 9,9 Prozent (Abbildung 4). Im Euroraum ohne Deutschland ist die Quote mit 10,7 Prozent merklich höher. Hier war die Arbeitslosigkeit insbesondere im ersten Halbjahr 2009 rasch angestiegen. Jüngst zeigt sich allerdings wie im gesamten Euroraum eine abflachende Dynamik. Die Stabilisierungstendenzen sind jedoch nicht gleichmäßig in allen Mitgliedsländern zu beobachten, so ist die Arbeitslosigkeit in Irland weiter drastisch gestiegen. Eine spürbare Eintrübung am Arbeitsmarkt ist in den vergangenen Monaten auch in Italien festzustellen. Nachdem die Krise in den Arbeitslosenzahlen dort – ähnlich wie in Deutschland – in der ersten Hälfte 2009 kaum widerspiegelte, kam es im Verlauf der zweiten Jahreshälfte zu einem rasanten Anstieg der Arbeitslosenquote, die nach 7,4 Prozent im Mai 2009 8,6 Prozent betrug.

Abbildung 4:
Arbeitslosenquote im Euroraum 2005–2010^a



^aSaisonbereinigt.

Quelle: EZB (2010); eigene Berechnungen.

Insgesamt wurde der Euroraum sehr stark von der „großen Rezession“ getroffen, obwohl diese ihren Ausgangspunkt in den Vereinigten Staaten hatte. Dazu beigetragen haben die starke weltweite Verflechtung der Güter- und Finanzmärkte sowie das zeitgleiche Ausbrechen von Krisen innerhalb des Euroraums, die zumindest zum Teil mit Divergenzen zwischen den einzelnen Mitgliedsländern zusammenhängen.

Divergenzen im Euroraum: Ursachen und Folgen

Seit Beginn der Währungsunion haben sich die Leistungsbilanzpositionen der Mitgliedsländer auseinander entwickelt. Auf der einen Seite ist eine Gruppe von Staaten wie Deutschland, die Niederlande oder Österreich, die deutlich steigende Leistungsbilanzüberschüsse verzeichneten, während auf der anderen Seite insbesondere Spanien, Portugal, Griechenland sowie Irland hohe Leistungsbilanzdefizite aufbauten (Abbildung 5). Entsprechend haben sich auch die Nettoauslandsvermögenspositionen¹ auseinander entwickelt (Abbildung 6). Gleichzeitig unterschieden sich die Inflationsraten der Mitgliedsländer dauerhaft (Boysen-Hogrefe et al. 2009).² Ein Teil dieser Entwicklung ist vermutlich fundamental gerechtfertigt. Schließlich ist es vertretbar, dass gerade die Länder der Peripherie mit einstmal niedrigeren Einkommen nach Beginn der Währungsunion im Zuge von Einkommenskonvergenzprozessen vorübergehend höhere Leistungsbilanzdefizite aufbauen.³ Ebenso ist ein Teil der Inflationsunterschiede mit dem Balassa-Samuelson-Effekt erklärbar.

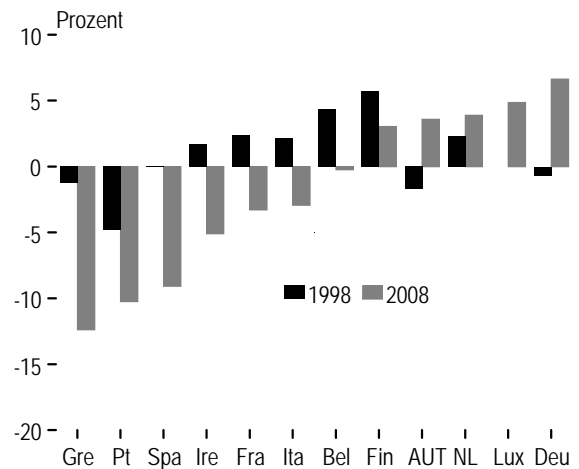
¹ Diese reflektieren zum Teil zwar auch Wertveränderungen von Vermögenspositionen; in erste Linie geben sie aber die kumulierte Entwicklung des Leistungsbilanzsaldos wider.

² Vgl. auch Busetti et al. (2006) oder Angeloni und Ehrmann (2007).

³ Zu den peripheren Ländern der Währungsunion zählen Griechenland, Irland, Portugal und Spanien.

Doch waren die Divergenzen ausgesprochen groß und haben über eine relativ lange Zeit Bestand gehabt. Folglich stellt sich momentan die Frage, ob es zu Übertreibungen gekommen ist, deren Korrektur die Krise derzeit sogar noch verschärft.

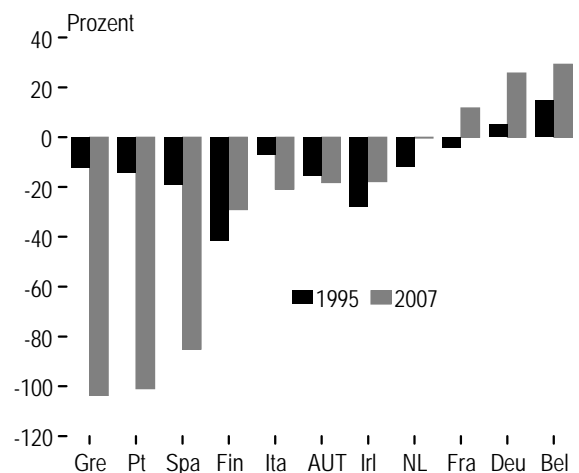
Abbildung 5:
Leistungsbilanzsalden in ausgewählten Ländern des Euroraums 1998 und 2008^a



^aIn Prozent des Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Europäische Kommission (2010a).

Abbildung 6:
Nettoauslandsvermögensposition ausgewählter Länder des Euroraums 1995 und 2007^a



^aIn Prozent des Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Lane (2009).

Sind Divergenzen im Euroraum ein Problem?

Bis zur Einführung des Euro hätten die Länder des Euroraums auf untereinander divergierende Wirtschaftsentwicklungen grundsätzlich mit einer entsprechenden Ausrichtung der nationalen Geldpolitik reagieren können, die sich dann unter den Bedingungen des Europäischen Währungssystems in nominalen Abwertungen der nationalen Währungen gegenüber der D-Mark, der effektiven Leitwährung des Systems, niederschlug. Seit 1999 wird die Geldpolitik allerdings einheitlich von der Europäischen Zentralbank durchgeführt. Ihr erklärtes Ziel ist die Wahrung der Preisstabilität im Euroraum insgesamt. Dabei kann und darf sie keine Rücksichten auf Entwicklungen in einzelnen Ländern nehmen. Eine geldpolitische Flankierung der realwirtschaftlichen Anpassungsprozesse, die bei Divergenzen im Euroraum zwischen den einzelnen Ländern hilfreich ist, ist somit ausgeschlossen. Inwieweit bei Divergenzen im Euroraum die fehlende Flankierung realwirtschaftlicher Anpassungsprozesse durch eine nationale Geldpolitik ein Problem darstellt, hängt davon ab, ob anstelle der nationalen Geldpolitik andere Mechanismen zur Wirkung kommen. Generell gilt, dass realwirtschaftliche Divergenzen zwischen den Ländern des Euroraums auch bei einheitlicher Geldpolitik tendenziell Anpassungsprozesse in den einzelnen Ländern auslösen. Ohne nationale Geldpolitik müssen die für die Anpassung notwendigen Veränderungen der relativen Preise statt durch Veränderungen des nominalen Wechselkurses durch Veränderungen bei den nationalen Güter- und Faktorpreisen zustande kommen. Bleiben die notwendigen Preisreaktionen aus oder erfolgen sie zu langsam, können auch Mengenreaktionen, d. h. Wanderungen der Produktionsfaktoren Kapital und Arbeit zwischen den Ländern, für eine Anpassung sorgen.

Es bestehen folglich auch in der Währungsunion Kräfte, die zur Einebnung von wirtschaftlichen Divergenzen zwischen den Ländern führen können. Diese mögen freilich geringer sein, als es bei geldpolitischer Autonomie der einzelnen Länder der Fall wäre, das hängt davon ab, wie flexibel Güter- und Faktormärkte

reagieren. Tendenziell bleiben unter den Bedingungen der Währungsunion Divergenzen zwischen den einzelnen Ländern umso länger bestehen, je träger sich die Preise und die Löhne an ein verändertes gesamtwirtschaftliches Umfeld anpassen und je größer die Hemmnisse für die Wanderung der Produktionsfaktoren sind. Empirisch ist belegt, dass die Güterpreise in den Ländern des Euroraum nur langsam reagieren (Angeloni et al. 2006), was aber zum Beispiel wohl auch in den Vereinigten Staaten der Fall ist (Gadzinski und Orland 2004). Im Gegensatz zu diesem Währungsraum ist jedoch die Mobilität des Produktionsfaktors Arbeit im Euroraum durch Sprachbarrieren, kulturelle Differenzen aber auch bürokratischen Hürden eingeschränkt.

Wie gravierend die aus der verzögerten Anpassung resultierenden Kosten und Divergenzen sind, ist schwer zu beurteilen. In jedem Fall sind die mit der Währungsunion verbundenen Kosten zu verrechnen mit dem Nutzen der Währungsunion. Vorteile bestehen insbesondere in den niedrigeren Transaktionskosten, aber auch in den geringeren Kapitalkosten, zumindest für jene Länder, in denen die Geldpolitik tendenziell unstagig und der Kapitalmarkt klein und daher wenig liquide war.

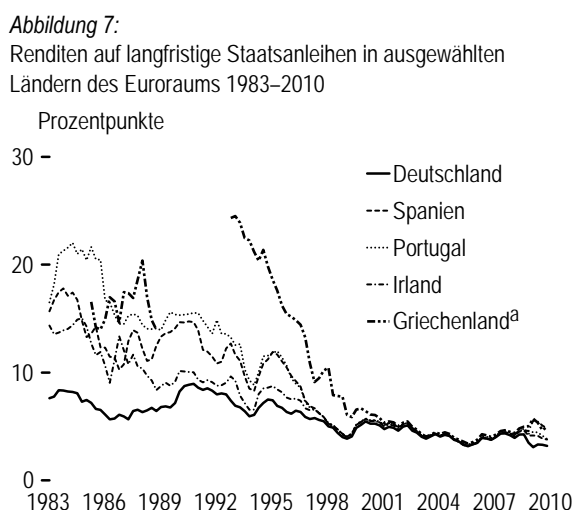
Muster der Divergenzen

Die jetzige Situation dürfte maßgeblich darauf zurückzuführen sein, dass im Zuge des Maastricht-Prozesses und der Gründung der Währungsunion die Zinsen in vielen Ländern deutlich sanken. Der Wegfall des Währungsrisikos hat den Zugang der peripheren Länder zu günstigeren Finanzierungsbedingungen am weltweiten Kapitalmarkt deutlich verbessert.

Durch die Konvergenz der Zinsen wurden in den einzelnen Ländern unterschiedliche Nachfrageimpulse ausgelöst.⁴ Während sich in Deutschland das Zinsniveau kaum änderte, waren die Anpassungen des nominalen wie des realen Zinsniveaus in anderen Ländern erheblich

⁴ Vgl. auch Honohan und Lane (2003).

(Abbildung 7). Da die induzierte zusätzliche Nachfrage wiederum die Inflation trieb, blieben die Realzinsen unter dem Durchschnitt des Euroraums. Die gemeinsame Geldpolitik wirkte hier expansiver als zum Beispiel in Deutschland (Doern et al. 2009). So entstand ein Zirkel aus Nachfrageimpulsen, höherer Inflation und relativ expansiver Geldpolitik. Dem stand zwar entgegen, dass die höhere Inflation einen Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit bedeutete, der für sich genommen die Nachfrage bremste. Tatsächlich bewegten sich die Leistungsbilanzen jedoch erheblich auseinander. Während Deutschland immer größere Überschüsse verzeichnete, sind die Leistungsbilanzdefizite in Portugal und Griechenland auf Werte von über 10 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt gestiegen; auch die Auslandsvermögenspositionen divergierten merklich. Die durch die sinkende Wettbewerbsfähigkeit ausgelöste Exportschwäche der Peripherieländer war nicht so stark, dass er die Konjunkturimpulse vonseiten der Inlandsnachfrage zu kompensieren vermochte. Eine Anpassung über Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit (Wettbewerbsfähigkeitskanal) kam nicht zur Geltung (Europäische Kommission 2006).



^aDaten nicht über vollen Zeitraum verfügbar.

Quelle: IMF (2010).

Dabei ist zu bedenken, dass die Zinsbewegungen zu Beginn der Währungsunion in den

Ländern der Peripherie nicht nur als Impulse oder Schocks zu verstehen sind, die den Zyklus beeinträchtigen. Vielmehr ist davon auszugehen, dass durch den Wegfall der Währungsrisiken und der Integration der Finanzmärkte auch die Gleichgewichtssituation verändert wurde.⁵ Das bedeutet, dass die Länder der Peripherie seit 1999 auf dem Weg zu einer neuen Gleichgewichtssituation sind. Durch die verbesserten Finanzierungsbedingungen dürften das Produktionspotential und somit die Konsummöglichkeiten gestiegen sein. Eine gesamtwirtschaftlich höhere Verschuldung sowie steigende Vermögenspreise erscheinen folglich plausibel.⁶ So stiegen zum Beispiel in Spanien die Kreditvolumina der privaten Haushalte sowie der Unternehmen überaus deutlich. Doch bis zu welchem Ausmaß eine solche Entwicklung gerechtfertigt ist, ist typischerweise unbekannt. Minsky (1975) argumentiert, dass Übergangsprozesse zu neuen Gleichgewichten häufig von Übertreibungen begleitet werden. Dies scheint zumindest in Spanien und Irland in Form von Hauspreisblasen eingetreten zu sein. Die mit den Vermögenspreisanstiegen einhergehende Euphorie wurde auch von internationalen Investoren geteilt, so dass sich die Leistungsbilanzdefizite vergrößerten und sich die Vermögenspositionen gegenüber dem Ausland deutlich verschlechterten. Der lang anhaltende Boom kann auch die fortdauernden Inflationsdifferenzen erklären, die eher auf länderspezifische Nachfrageschocks zurückzuführen sind als auf die asymmetrische Verarbeitung von globalen Schocks.⁷

⁵ Zur Integration der Finanzmärkte siehe z.B. Pagano und von Thadden (2004).

⁶ Angesichts des höheren Produktionspotentials steigt das zukünftige zu erwartende Einkommen. Geht man davon aus, dass die Konsumenten bestrebt sind, ihren Konsum zu glätten, wird der Konsum bereits vorweg ausgeweitet und schuldenfinanziert. Sofern die Antizipation der zukünftigen Einkommen korrekt ist, führt der zunächst höhere Schuldenstand zu keinen langfristigen Problemen.

⁷ Angeloni und Ehrmann (2007) unterscheiden Schocks auf das Potential nicht von Nachfrageschocks. Altissimo et al. (2005) unterstreichen ebenfalls die Bedeutung länderspezifischer Schocks, da laut ihrer Analyse insbesondere die Sektoren nicht-handelbarer Güter zu den Inflationsdifferenzen beitragen.

Die Situationen in Portugal und Griechenland weichen dabei von denen in Spanien und Irland durchaus ab; so kam es hier jüngst nicht zu außergewöhnlichen Vermögenspreisblasen. Im Hinblick auf den Verlauf der Divergenz zum übrigen Euroraum und ihrer Auswirkungen kann Portugal jedoch als Beispiel herangezogen werden (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2009: Kasten 2.1). Portugal hat bereits Ende der 90er Jahre einen starken Investitionsboom erlebt, der von einem erheblichen Anstieg des Leistungsbilanzdefizits begleitet wurde. In den Jahren 2000/01 platzte diese Investitionsblase. In den Folgejahren passte sich die Lohnentwicklung noch nicht an die neue Situation an, so dass die notwendige reale Abwertung ausblieb (Blanchard 2007). Die vergangene Dekade in Portugal zeigt also, dass nach dem Ende des Booms, der vom Beitritt zur Währungsunion ausging, eine lange Phase der Stagnation folgen kann, in der die Leistungsbilanzdefizite hoch bleiben und es schwierig ist, wieder an Wettbewerbsfähigkeit zu gewinnen. In Griechenland war insbesondere die Finanzpolitik auf einem zu expansiven Pfad. Insgesamt haben die lang anhaltenden Vermögenspreisblasen bzw. die von ihnen ausgehende Nachfrigestimulanz sowie – insbesondere in Griechenland – die unangemessenen finanzpolitischen Reaktionen begleitet von einer zu expansiv wirkenden einheitlichen Geldpolitik wohl dazu geführt, dass der Wettbewerbsfähigkeitskanal seine Wirkung nicht entfalten konnte.

Geldpolitik und Ungleichgewichte im Euroraum

Mit der Bildung der Währungsunion haben die einzelnen Länder des Euroraums ihre geldpolitische Autonomie an die EZB abgetreten. Diese richtet die Geldpolitik nach den Erfordernissen des gesamten Währungsraums aus, nationale Entwicklungen spielen dabei nur insoweit eine Rolle, wie sie in den Daten für den Euroraum als Ganzes reflektiert werden. Insbesondere ist es seit Einführung der gemeinsamen Geldpolitik nicht mehr möglich, das Leitzinsniveau an die makroökonomischen Bedingungen der ein-

zelnen Mitgliedsstaaten anzupassen; stattdessen orientiert sich die EZB an der aggregierten Preis- und Konjunktrentwicklung des gesamten Euroraums. Per Konstruktion ist das von der EZB gewählte Leitzinsniveau für jedes einzelne Land weniger angemessen auf die makroökonomische Entwicklung abgestimmt, als es ein nationaler Leitzins sein könnte.

Sofern Preise völlig flexibel wären und es totale Faktormobilität zwischen den verschiedenen Einheiten des Währungsraums gäbe, wäre die auf die aggregierte Entwicklung abgestimmte einheitliche Geldpolitik weniger problematisch, da sich durch Schocks verursachte Ungleichgewichte über Veränderung der relativen Preise oder Faktorbewegungen zügig abbauen würden.⁸ Eine auf das Aggregat ausgerichtete Geldpolitik würde in diesem Fall auch für jedes einzelne Land zügig zum Gleichgewicht führen. Es gibt sogar Argumente dafür, dass eine einheitliche Geldpolitik dabei helfen kann, die Konjunkturverläufe in den einzelnen Mitgliedsstaaten der Währungsunion zu synchronisieren (Frankel und Rose 1998).

Streuung der „optimalen“ Zinsniveaus

Als Maß für das „optimale“ Zinsniveau für jedes Land⁹ soll im Folgenden der Taylor-Zins dienen, der nach der ursprünglich von Taylor (1993) vorgeschlagenen Formel berechnet wird. Zwar ist dieser Zinssatz nicht optimal im Sinne einer in einem Modell des allgemeinen Gleichgewichts hergeleiteten wohlfahrtstheoretisch optimalen Geldpolitik; üblicherweise wird er aber als konsistent mit einer auf makroökonomische Stabilität ausgerichteten Geldpolitik

⁸ Würde in einem Land beispielsweise eine erhöhte Nachfrage zu höherer Inflation führen, so verlöre dieses Land direkt an preislicher Wettbewerbsfähigkeit und über eine fallende Exportnachfrage ginge die gesamte Nachfrage nach Produkten dieses Landes zurück, mit dämpfenden Folgen für die Inflation. Das Gleichgewicht wäre wieder hergestellt.

⁹ Die 11 großen Länder des Euroraums werden in der Analyse berücksichtigt: Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien, Niederlande, Belgien, Österreich, Griechenland, Portugal, Finnland und Irland.

angesehen. Für jedes Land j berechnen wir den Taylor-Zins (i_{jt}) für jede Periode als

$$i_{jt} = \Delta y_{jt}^* + \pi_{jt} + 0,5 (\pi_{jt} - \pi_j^*) + 0,5 (y_{jt} - y_{jt}^*),$$

wobei die Variablen folgende Größen bezeichnen:

- Δy_{jt}^* : Das Potentialwachstum in Periode t . Hier berechnet auf Basis der Produktionspotentialschätzung der OECD (2010).¹⁰
- π_j^* : Die Zielinflationsrate. Ausgegangen wird von einer Zielinflationsrate von 2 Prozent für den Euroraum; die länderspezifischen Werte berücksichtigen zu erwartende Unterschiede aufgrund des Balassa-Samuelson-Effekts nach Hofmann und Remsberger (2005: 410).
- π_{jt} : Die Inflationsrate in Periode t .
- y_{jt} : Das (logarithmierte) reale Bruttoinlandsprodukt in Periode t .
- y_{jt}^* : Das (logarithmierte) reale Produktionspotential. Hier berechnet auf Basis der Produktionspotentialschätzung der OECD (2010).

Die auf diese Weise berechneten Taylorzinsen weichen zum Teil stark von den tatsächlich beobachteten Zinsniveaus¹¹ ab (Abbildung 8). Für die Periode Anfang der 1990er liegt der Taylorzins für viele Länder weit unter dem tatsächlichen Leitzins. Dies kann dadurch erklärt werden, dass viele Länder einen Disinflationprozess einleiten mussten, um die Kriterien zum Beitritt zur Währungsunion zu erfüllen. Für den Zeitraum nach 1999 fällt auf, dass das von der EZB gesetzte Zinsniveau für viele Länder zu niedrig war. Dies gilt insbesondere für die Staaten an der Peripherie des Euroraums. Während der vergangenen Wirtschaftskrise zeigt der Taylorzins für die meisten Länder ein

negatives Zinsniveau an, so dass der tatsächliche Leitzins seit Anfang 2009 mehrheitlich deutlich über dem Taylorzins liegt. Die durchschnittlichen Abweichungen zwischen den beiden Zinsniveaus nach 1999 reichen von 0,3 Prozentpunkten für Deutschland, dem einzigen Land, für das das Zinsniveau demnach zu hoch war, bis zu -6,1 Prozentpunkten für Irland (Tabelle 1).

Tabelle 1:
Durchschnittliche Differenz zwischen tatsächlichem Zins und Taylorzins^a

	Vor 1999	1999-2009
Deutschland	1,02	0,29
Frankreich	1,95	-1,04
Italien	4,41	-0,18
Spanien	3,49	-2,94
Niederlande	0,04	-1,6
Belgien	0,62	-1,52
Österreich	-0,51	-1,13
Griechenland	10,59	-2,84
Portugal	3,75	-1,24
Finnland	3,74	-1,57
Irland	-1,52	-6,05

^aIn Prozentpunkten.

Quelle: Europäische Zentralbank (lfd. Jgg.); OECD (2010); nationale Quellen; eigene Berechnungen.

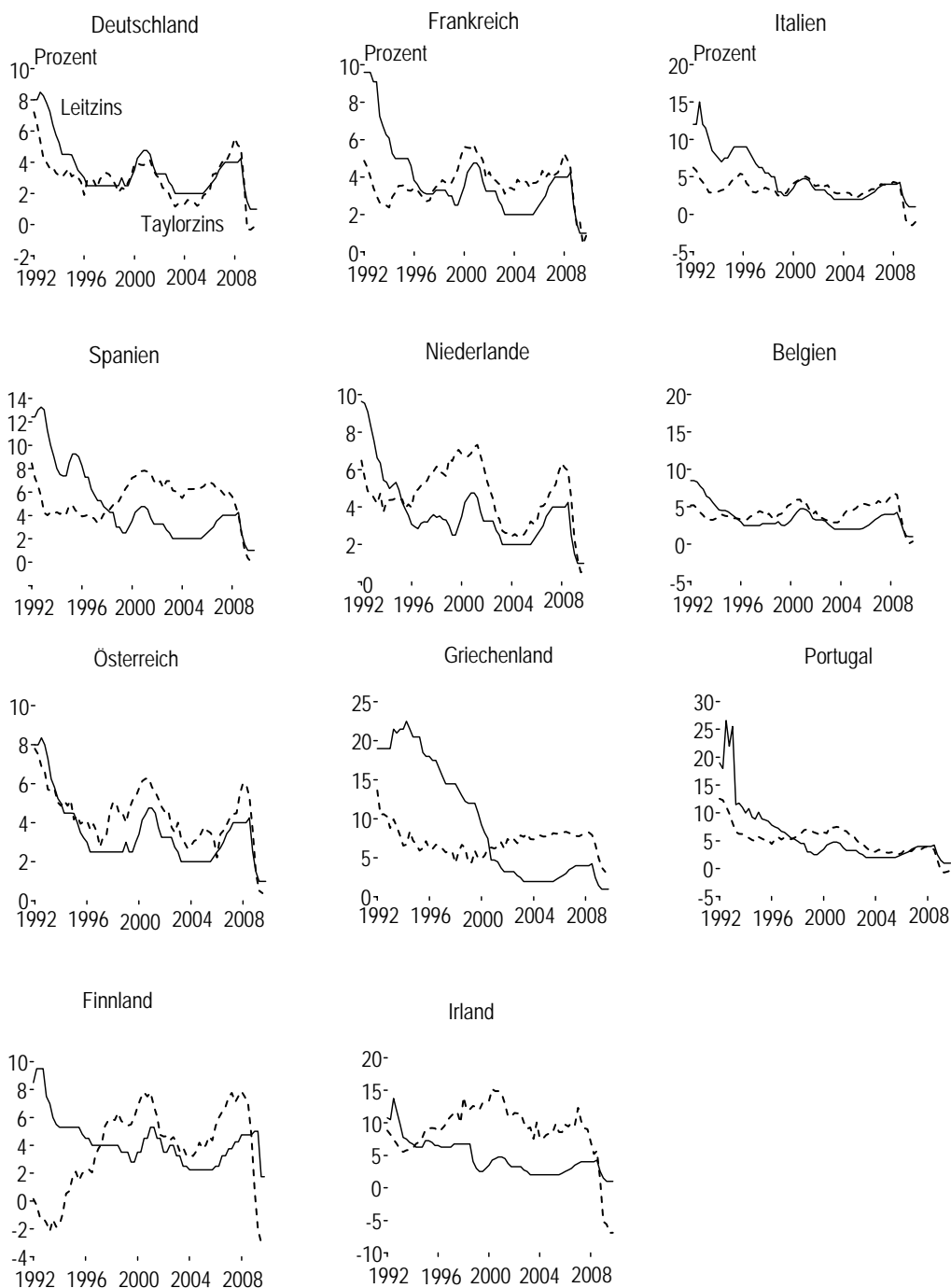
Wenn die Volkswirtschaften der Währungsunion konvergierten, könnte man auch eine Abnahme der Differenzen zwischen den „optimalen“ Zinsniveaus erwarten. Eine Betrachtung der Standardabweichung der Taylorraten für die betrachteten Länder im Zeitverlauf zeigt, dass dies nach 1999, abgesehen von der Periode von 2007 bis 2008, fast nicht der Fall war (Abbildung 9). Ein Blick auf die einzelnen „Komponenten“ der Taylorregel zeigt, dass die leichte Abnahme der Streuung vor allem darauf zurückzuführen ist, dass sich die Trendwachstumsraten der Länder angeglichen haben (Abbildung 10).¹² Demgegenüber ist bei den zyklischen Faktoren, der Inflations- und Produktionslücke, nach 1999 keine signifikante Angleichung mehr zu beobachten.

¹⁰ Für einzelne Länder publiziert die OECD für bestimmte Perioden nur jährliche Werte; in diesen Fällen wurden die vierteljährlichen Daten mittels der Methode von Chow und Lin (1971) auf Basis eines linearen Trends interpoliert.

¹¹ Ab 1999 ist dies der Hauptrefinanzierungssatz der EZB; für die Zeit davor sind es die jeweiligen Leitzinsen der nationalen Notenbanken.

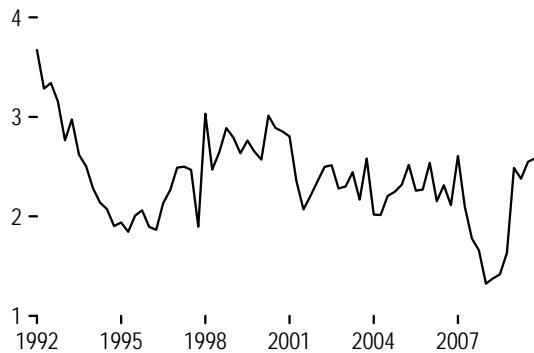
¹² Hierbei ist nicht beachtet, dass auch die Entwicklung der Korrelation zwischen den „Komponenten“ die Streuung beeinflussen kann.

Abbildung 8 :
Taylorzinsen und Leitzinsen für Länder des Euroraums 1992–2009



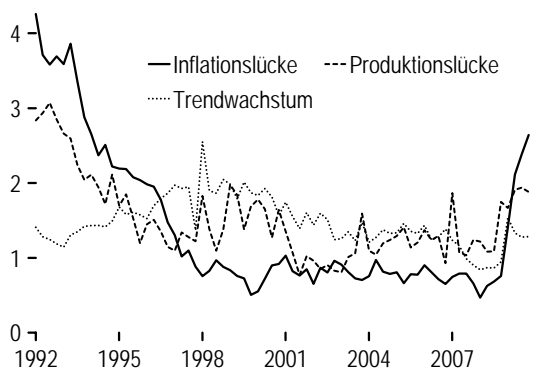
Quelle: EZB (lfd. Jgg.); OECD (2010); nationale Quellen; eigene Berechnungen.

Abbildung 9:
Standardabweichung der nationalen Taylorzinsen im Zeitablauf
1992–2009



Quelle: EZB (lfd. Jgg.); OECD (2010); nationale Quellen; eigene Berechnungen.

Abbildung 10:
Standardabweichungen der nationalen Einflussgrößen für den
Taylorzins 1992–2009



Quelle: EZB (lfd. Jgg.); OECD (2010); nationale Quellen; eigene Berechnungen.

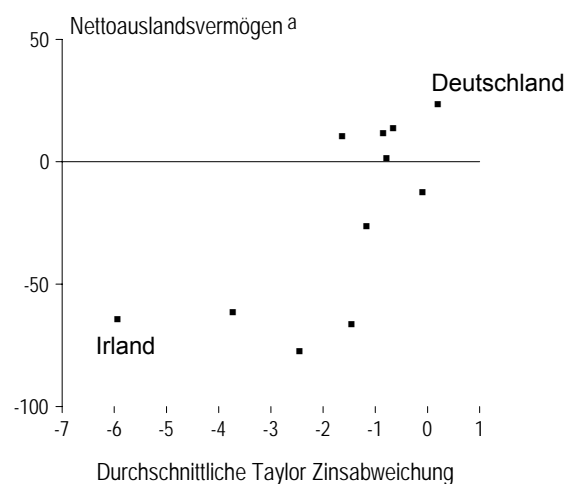
Uneinheitliche Wirkung der Geldpolitik und Entwicklung der Auslandsvermögens- positionen

Würde der gemeinsame Zinssatz für jedes Land oft zwischen „zu expansiv“ und „zu restriktiv“ wechseln, wäre das gemeinsame Zinsniveau zwar mit Wohlfahrtsverlusten verbunden (wenn man positive Effekte außer Acht lässt); es käme aber nicht zum Aufbau von Divergenzen. Liegt jedoch, wie oben gezeigt, der „Einheitszins“

persistent unter bzw. über dem für ein einzelnes Land angemessenen Niveau, dann können sich Ungleichgewichte innerhalb der Währungsunion aufbauen, wenn die anderen Ausgleichsmechanismen zu wenig wirkungsvoll sind.

Ein Maß, das üblicherweise als Indikator für sich bildende makroökonomische Ungleichgewichte herangezogen wird, ist die Veränderung des Nettoauslandsvermögens eines Landes. Sollte die „falsche“ Geldpolitik für einzelne Länder dazu beigetragen haben, dass sich Ungleichgewichte bilden, müsste sich ein Zusammenhang zwischen den Differenzialen zwischen EZB-Zins und den Taylorraten und der Entwicklung des Nettoauslandsvermögens der Länder zeigen. In der Tat lässt sich eine lineare Beziehung zwischen dem durchschnittlichen Zinsdifferential im Zeitraum von 1999 bis 2009 und der Veränderung der Auslandsvermögensposition in Relation zum Bruttoinlandsprodukt über den gleichen Zeitraum zeigen (Abbildung 11). Eine Regression ergibt, dass ein durchschnittlich um 1 Prozentpunkt zu niedriger Zinssatz (gegenüber dem Taylorzins) einhergeht mit einer Verschlechterung der Nettoauslandsvermögensposition (in Relation zum Brut-

Abbildung 11:
Zusammenhang zwischen Abweichungen vom nationalen
Taylorzins und Veränderung der Nettoauslandsvermögens-
position



^aIn Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Über den Zeitraum 1999–2007 (für Finnland von 1997–2007).

Quelle: EZB (lfd. Jgg.); OECD (2010); nationale Quellen; Lane (2009); eigene Berechnungen.

toinlandsprodukt) von rund 15 Prozentpunkten.¹³

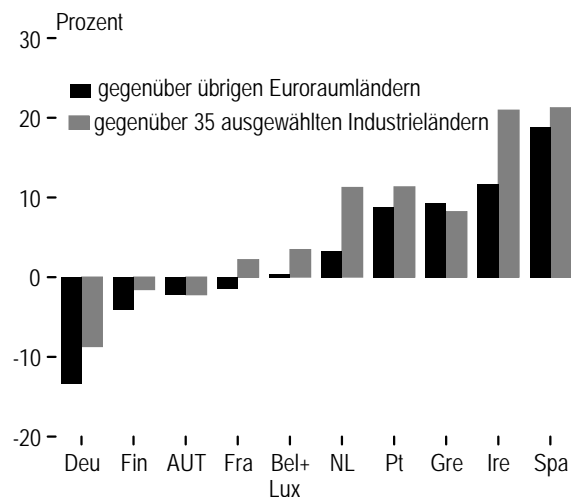
Insgesamt lässt sich also feststellen, dass a) der Taylorzins für die meisten Länder des Euro-raums deutlich anders verlief als der tatsächliche Leitzins, b) dass es nach 1999 bis auf einen leichten durch die Angleichung der Trendwachstumsraten bedingten Effekt keine Konvergenz der Taylorraten gab und c) dass eine relativ starke positive Beziehung zwischen der durchschnittlichen Differenz des Leitzinses nach 1999 und der länderspezifischen Taylor-rate und der Entwicklung der Nettoauslandsvermögensposition in Relation zum Bruttoinlandsprodukt über den gleichen Zeitraum besteht. Eine ähnliche Beziehung besteht auch zwischen der Auslandsvermögensentwicklung und der Veränderung des realen effektiven Wechselkurses innerhalb des Euroraums. Offenbar sind Ausgleichsmechanismen, wie die Mobilität von Arbeitskräften, die für das Absorbieren von asymmetrischen Schocks in einer Währungsunion nötig sind, im Euroraum nicht stark genug ausgeprägt, um Abweichungen des euroraumweiten Zinsniveaus von dem Niveau, das für ein einzelnes Land angebracht ist, auszugleichen.

Schlussfolgerungen und Ausblick

Die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen, verursacht durch die Bildung der Währungsunion, hat in den peripheren Ländern zu einer deutlichen Zunahme von Investitionen und Kreditvolumina geführt. In Spanien und Irland entwickelten sich regelrechte Vermögenspreisblasen. Die einheitliche Geldpolitik hat dabei verstärkend gewirkt. Mechanismen, die den Divergenzen entgegenwirken sollten, wie der Wettbewerbsfähigkeitskanal oder Faktorwanderungen, haben dagegen offenbar wenig Einfluss gehabt. Die Divergenz der Leis-

tungsbilanzen sowie der ausländischen Vermögenspositionen sind Folgen dieser Entwicklung. Die peripheren Länder der EWU haben erheblich an Wettbewerbsfähigkeit verloren (Abbildung 12). Löhne und Preise wurden als Folge der kräftigen Expansion der Binnennachfrage überdurchschnittlich stark angehoben, was in der jüngsten Rezession merkliche Konsequenzen nach sich zog. Insbesondere in den Leistungsbilanzdefizitländern kam es zu starken Verwerfungen an den Arbeitsmärkten. Die Produktivitäten ist in einigen Ländern in der Rezession sogar gestiegen. Es findet sich ein Zusammenhang zwischen Leistungsbilanzposition vor und Produktivitätsveränderung während der Rezession (Abbildung 13).¹⁴ Während die Lohnstückkosten in Spanien gesunken sind, sind sie zum Beispiel in Deutschland spürbar gestiegen. Die Krise hat also bereits zu einer Verminderung der Ungleichgewichte geführt.

Abbildung 12:
Veränderung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit in ausgewählten Ländern des Euroraums 1998–2008^a



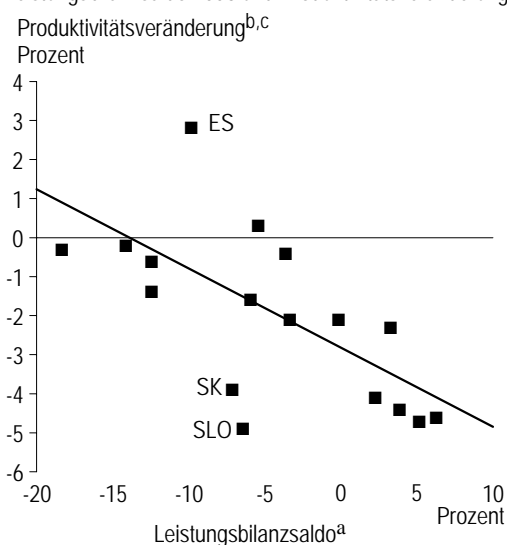
^aPositive Werte bedeuten eine Verschlechterung.

Quelle: Europäische Kommission (2010a).

¹³ Dieser Zusammenhang ist auf dem 5-Prozentsniveau signifikant. Die Regression weist ein R^2 von 0,50 auf. Nimmt man Irland aus der Stichprobe, erhöht sich der Effekt bei fast gleichbleibender Signifikanz auf 23,7 Prozentpunkte und der Erklärungsgehalt der Gleichung steigt auf 0,53.

¹⁴ Das R^2 der Regression liegt über 0,4; nimmt man Slowenien und die Slowakei heraus liegt es sogar über 0,6.

Abbildung 13:
Leistungsbilanzsaldo 2008 und Produktivitätsveränderung 2009



^aIn Relation zum Bruttoinlandsprodukt. — ^bZuwachsraten. — ^cPrognosen der Europäischen Kommission aus dem Herbst 2009.

Quelle: Europäische Kommission (2009b); eigene Berechnungen.

Es ist jedoch davon auszugehen, dass weitere Anpassungen notwendig sind. Angesichts der teilweise sehr hohen Arbeitslosigkeit dürfen einige Länder ihr Lohnniveau spürbar senken. Entsprechende flankierende politische Maßnahmen, wie die Lockerung des Kündigungsschutzes und Einschnitte bei Sozialtransfers, wirken vor diesem Hintergrund angemessen.¹⁵ Wie groß die notwendigen Anpassungen sind und über welchen Zeitraum sie vollzogen werden, hängt davon ab, wie entschlossen die anstehende Reformpolitik betrieben wird. In Irland zeichnet sich ab, dass die eingeleiteten Reformen der Regierung zwar im laufenden Jahr die Konjunktur spürbar belasten werden. Mittelfristig ist aber mit einer deutlichen Besserung zu rechnen, da sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit verbessern wird. Insgesamt ist damit zu rechnen, dass von der Binnennachfrage der peripheren Länder geringere Impulse

¹⁵ Vgl. auch Zemanek et al. (2009), die für eine Wachstumsorientierung der Wirtschaftspolitik in den Peripherieländern zum Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb des Euroraums argumentieren.

auf den Euroraum ausgehen als in den Jahren vor der Krise.

Exkurs: Zu einer möglichen Zahlungsunfähigkeit Griechenlands

Nachdem bekannt wurde, dass in Griechenland mit deutlich höheren Defiziten für das Jahr 2009 sowie für die kommenden Jahre gerechnet werden muss als vorher angenommen, kam es zu deutlichen Anstiegen bei den Renditen auf Staatsanleihen, absolut wie in Relation zu den Renditen deutscher Staatsanleihen. Es stellt sich in Folge dessen die Frage einer drohenden Insolvenz des griechischen Staates. Eine Übersetzung von Renditen oder von CDS-Prämien in eine Insolvenzwahrscheinlichkeit ist allerdings nur sehr bedingt möglich,¹⁶ da gerade in Krisenzeiten in einem größeren Maß neben Solvenz- ebenfalls Liquiditätsrisiken eine Rolle spielen (vgl. Beber et al. 2009 sowie Aßmann und Boysen-Hogrefe 2009). Ferner ist davon auszugehen, dass im Fall Griechenlands Anleger nicht nur als Preisnehmer, sondern auch aus strategisch-spekulativen Überlegungen agieren. Im Folgenden werden die Möglichkeit einer Insolvenz Griechenlands sowie Konsequenzen und Lösungsansätze der aktuellen Krise diskutiert.

Zunächst ist festzustellen, dass Insolvenzen von Staaten ein häufiges Phänomen sind. Darauf verweisen nicht zuletzt die Arbeiten von Borensztein und Panizza (2008), die Staatsinsolvenzen der vergangenen 200 Jahre betrachten, sowie von Reinhart und Rogoff (2008), die sogar Beispiele aus acht Jahrhunderten heranziehen.¹⁷ Betrachtet man einen kürzeren Zeit-

¹⁶ Pescatori und Sy (2004) ermitteln aus Daten für Entwicklungs- und Schwellenländern einen Aufschlag im Vergleich zu US-Staatsanleihen von etwa 1000 Basispunkten als Signal für einen drohende Insolvenz des Staates. Von diesem Niveau sind griechische Staatsanleihen noch weit entfernt.

¹⁷ Dabei hat Griechenland selbst seit der Existenz des neuzeitlichen Staates 1829 wiederholt seine Zahlungen einstellen müssen oder Staatsausgaben durch

raum finden sich aber keine wirklich vergleichbaren Beispiele, welche die Prognose einer Insolvenz des griechischen Staates stützen könnten. In der jüngeren Vergangenheit hingen Staatsinsolvenzen, die vor allem in Entwicklungs- und Schwellenländern auftraten, außer mit politischen Verwerfungen wie Kriegen oder Bürgerkriegen häufig mit Wechselkursstürzen zusammen. Da die Staatseinnahmen der betroffenen Länder zumeist in heimischer Währung erzielt werden, Auslandsschulden aber häufig in Fremdwährungen notieren, können Währungskrisen in solchen Fällen zu einer plötzlichen Vervielfachung der Schuldenlast führen. Die unter anderem von Manasse et al. (2003), Kruger und Messmacher (2004), van Rijckeghem und Weder (2004) oder Manasse und Roubini (2005) vor einem solchen Hintergrund entwickelten Prognosemodelle für Staatsinsolvenzen, die makroökonomische und institutionelle Gegebenheiten auf Ausfallwahrscheinlichkeiten abbilden, sind daher nicht auf die aktuelle Situation Griechenlands übertragbar, da Griechenland Mitglied der europäischen Währungsunion ist.

Gerade der Zusammenhang zwischen Währungsturbulenzen und Staatsinsolvenzen ist ein starker Anreiz für Griechenland, im Euroraum zu verbleiben und nicht, wie gegenwärtig auch spekuliert wird, wegen der aktuellen Probleme den Währungsraum zu verlassen, um per Inflation das Verschuldungsproblem zu lösen. Die griechischen Schulden würden schließlich weiterhin auf Euro lauten und nach Verlassen der Währungsunion wäre die Attrahierung von

Ausweitung der Geldmenge finanziert. Es liefert sogar ein historisches Beispiel für eine Insolvenz innerhalb einer Währungsunion. Im Jahr 1893 stellte der Staat Griechenland seinen Schuldendienst gegenüber ausländischen Gläubigern ein, während er zumindest formal der Lateinischen Münzunion angehörte. Als Auslöser dieser Insolvenz gelten der hohe Schuldenstand sowie eine Vertrauenskrise an den internationalen Finanzmärkten hervorgerufen durch die vorherige Staatsinsolvenz Portugals sowie anderer Turbulenzen (Lazaretou 2005). Es ist jedoch fraglich, ob dieses Beispiel auf die heutige Zeit übertragbar ist, schließlich war Griechenlands Bindung an die Lateinische Münzunion nur wenig glaubwürdig und die damalige Drachme konnte trotz der formalen Währungsunion mit dem französischen Franc nicht als harte Währung gelten.

ausländischen Gläubigern nur zu sehr hohen Kosten möglich.¹⁸ Welch positiven Einfluss die Euroeinführung auf die griechische Finanzsituation hatte, zeigt sich daran, dass die Aufwendungen für den Schuldendienst trotz des aktuell sehr hohen Schuldenstands 2009 mit rund 6 Prozent des Bruttoinlandsprodukts immer noch deutlich niedriger sind als im Durchschnitt zwischen 1992 und 1996 mit gut 11 Prozent.

Die Frage nach einer Insolvenz hängt entscheidend davon ab, ob die griechische Regierung auf einen nachhaltigen Ausgabenpfad einschwenkt und dies auch glaubwürdig signalisieren kann. Der Anpassungsbedarf angesichts des griechischen Budgetdefizits ist enorm. Im Jahr 2009 lag das Primärdefizit bei 7,7 Prozent des Bruttoinlandsprodukts.¹⁹ Anhand einer einfachen Formel, in die das langfristige Zinsniveau sowie das langfristige nominelle Potentialwachstum einfließen, lässt sich der nachhaltig nötige primäre Budgetsaldo berechnen.²⁰ Da Unsicherheit über diese beiden Determinanten besteht, werden in Tabelle 2 mehrere Varianten berechnet. Typischerweise ist davon auszugehen, dass die relevanten Zinssätze über dem nominalen Potentialwachstum liegen und der nachhaltig nötige primäre Budgetsaldo positiv ist. Selbst in dem sehr unrealistischen Fall, dass der

Tabelle 2:
Nachhaltig nötiger primärer Budgetsaldo^a

		Nominales Potentialwachstum		
		2	3,5	5
Verzinsung	3	1,27	-0,63	-2,48
	4,5	3,19	1,26	-0,62
Staatsschulden	6	5,10	3,14	1,24
	8	7,65	5,65	3,71

^aAusgehend von einem Schuldenstand von 130 Prozent in Relation zum BIP; in Prozent in Relation zum BIP.

Quelle: Eigene Berechnungen.

¹⁸ Vgl. auch Calvo und Reinhart (2002), die die Konsequenzen von Wechselkurschwankungen für die Auslandsverschuldung als ein bedeutendes Argument für Wechselkursbindungen identifizieren.

¹⁹ Das Primärdefizit bezeichnet den Budgetsaldo exklusive der Ausgaben für den Schuldendienst.

²⁰ Siehe zum Beispiel Sturzenegger und Zettelmeyer (2006: Appendix 2).

durchschnittliche Zinssatz auf Staatsschulden um zwei Prozentpunkte des unterhalb nominalen Potentialwachstums liegt, müsste das primäre Budgetdefizit von 7,7 auf rund 2,5 Prozent reduziert werden.

Der Europäische Rat fordert, dass Griechenland sein Budgetdefizit bis 2012 um nahezu 10 Prozentpunkte des Bruttoinlandsprodukts auf 3 Prozent senkt. Erschwerend kommt hinzu, dass bedingt durch die demographische Entwicklung zusätzliche Belastungen auf Griechenland zukommen (Europäische Kommission 2009a). Außerdem ging das gewaltige Budgetdefizit mit einem beachtlichen Leistungsbilanzdefizit einher. Die staatlich finanzierte Überbetonung des inländischen Konsums hat ein spürbares Nachlassen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit, die als langfristige Determinante für die Bedienung von Auslandsschulden gesehen werden kann, nach sich gezogen.

Um die Budgetposition zu verbessern und Glaubwürdigkeit wiederherzustellen, sind folglich nicht nur erhebliche Sparmaßnahmen der griechischen Regierung – unter anderem eine merkliche Anhebung des Renteneintrittsalters –, sondern auch eine spürbare Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit, z.B. durch ein sinkendes allgemeines Lohnniveau notwendig (Langhammer 2010). Zuerst würde dies zwar deflationäre Tendenzen auslösen, die eine zusätzliche Belastung für den Staatshaushalt nach sich ziehen würden und die Schuldenlast sogar erhöhen könnte, doch mittel- bis langfristig ist eine Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit und des Potentialwachstums unabdingbar.

Griechenland selbst hat ein hohes Interesse, die Staatsschulden weiter zu bedienen. Denn eine Zahlungseinstellung, wie sie z.B. in Island erwogen wird, würde erhebliche Kosten mit sich bringen. Kurzfristig könnte es zu merklichen Problemen im Finanzsektor Griechenlands kommen, da davon auszugehen ist, dass griechische Banken viele Anleihen des Staates halten und die Zahlungseinstellung zum einen das Eigenkapital direkt belasten würde und zum anderen den Zugang zu Liquidität bei der EZB behindern würde, die bisher griechische Staatsanleihen noch als Sicherheiten angenommen

hat.²¹ Zu langfristigen Folgen könnte es kommen, da sich internationale Investoren Insolvenzfälle über lange Zeiträume „merken“ können (Reinhart et al. 2003). Dies könnte insbesondere bei der Bewertung Griechenlands eine Rolle spielen, weil die Insolvenz nicht nur der schlechten Konjunkturlage geschuldet wäre, sondern auch auf jahrelange nicht nachhaltige Haushaltspolitik und betrügerischem Verhalten gegenüber der Europäischen Kommission und damit auch den internationalen Anlegern fußen würde. Grossmann und van Huyck (1988) haben darauf hingewiesen, dass Investoren im Hinblick auf die zukünftige Bonität durchaus die Umstände einer Staatsinsolvenz berücksichtigen. Somit hätte Griechenland nach einer solchen mit sehr hohen Aufschlägen zu rechnen.

Andere Staaten des Euroraums könnten nach einer Insolvenz Griechenlands ebenfalls in erhebliche Turbulenzen geraten; schließlich würde ein großer Schuldner ausfallen und im Hinblick auf die Staatsanleihen anderer Länder des Euroraums ist mit Ansteckungseffekten zu rechnen, da das dann vorhandene Beispiel einer Staatsinsolvenz eines Mitgliedslandes der Europäischen Währungsunion sicherlich die Risikoinschätzung der Anleger verändern würde. Es könnten sich also zum einen die Finanzierungsbedingungen anderer peripherer Staaten des Euroraums deutlich verschlechtern und zum anderen könnten die Gläubiger Griechenlands, darunter viele bereits durch die Finanzkrise geschwächte Banken, in Schieflage geraten. Vor diesem Hintergrund scheinen Überlegungen eines Hilfsprogramms für Griechenland, zum Beispiel in Form von Bürgschaften, kurzfristig Vorteile zu versprechen, sofern damit mögliche Liquiditätsengpässe überbrückt werden.²² Langfristig hilft dies jedoch nicht bei

²¹ Trotz der Herabstufung der Bonität akzeptiert die EZB griechische Staatsanleihen bisher als Sicherheit. Es scheint wahrscheinlich, dass sich an diesem Status griechischer Staatsanleihen, solange diese bedient werden, nichts ändern wird.

²² Cohen und Portes (2006) weisen auf das Problem multipler gleichgewichtiger Zinssätze hin. Ist erstmal ein höheres Zinsniveau erreicht, zum Beispiel wegen vorübergehender Zweifel an der Bonität eines Landes, steigt der Schuldendienst und die Budgetsitua-

der Überwindung der strukturellen Probleme in Griechenland. Letztlich handelt es sich ausschließlich um ein Problem des griechischen Haushalts, das nur durch eine glaubwürdige Finanzpolitik Griechenlands zu lösen ist. Ein Weg, den finanzpolitischen Kurs zu kontrollieren, ist die Einberufung einer Schuldenkommission, die über das Maß der derzeitigen Einflussnahme der Europäischen Union die griechische Finanzpolitik steuert und somit die Durchführung finanzpolitischer Reformen sicherstellt (Snower 2010).²³

Leitzinsen weiterhin niedrig

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat in den vergangenen drei Monaten den Expansionsgrad ihrer Geldpolitik unverändert gelassen. Der Hauptrefinanzierungssatz liegt weiter bei 1 Prozent und es wird den Banken immer noch Zentralbankgeld in unbegrenztem Volumen zur Verfügung gestellt. In der Folge ist die Liquiditätsversorgung der Banken so reichlich, dass der Tagesgeldsatz (Eonia) und der Satz für unbesichertes Dreimonatsgeld unterhalb des Hauptrefinanzierungssatzes verharrt. Auch die gehandelten Volumina am besicherten und unbesicherten Geldmarkt dürften bei sinkenden Risikoaufschlägen wieder zugelegt haben, nachdem sie im Zuge der Finanzkrise deutlich einge-

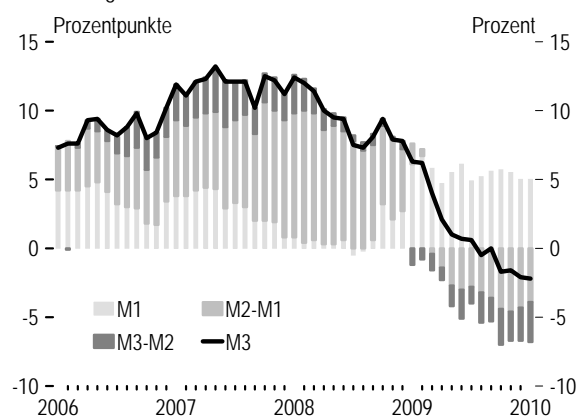
tion des Schuldnerlandes verschlechtert sich, wodurch das höhere Zinsniveau wiederum fundamental gerechtfertigt erscheint. Umgekehrt ist denkbar, dass sich bei hinreichender Glaubwürdigkeit des Schuldners ein niedrigeres Zinsniveau einstellt, wodurch dann die Budgetsituation entlastet wird.

²³ Ein historisches Beispiel für das Wirken einer Schuldenkommission liefert wiederum die griechische Geschichte. Nach der Insolvenz von 1893 stimmte Griechenland schließlich 1897 im Rahmen eines Umschuldungsprogramms der Bildung einer Europäischen Finanzkommission zu, die die Kontrolle über die griechische Finanz- und Geldpolitik erhielt (Bernholz 2008). In der ersten Dekade des 20. Jahrhunderts erlebte Griechenland daraufhin getrieben von einer aufblühenden Exportindustrie eine Phase raschen Wachstums (Lazaretou 2005).

brochen waren (EZB 2010: 71-85). Neben der Beibehaltung der niedrigen Refinanzierungskosten setzte die EZB auch ihr Ankaufprogramm für Pfandbriefe zur Stützung der Finanzmärkte fort. Bis Ende Februar hatte sie solche Titel mit einem Volumen von insgesamt 39 Mrd. Euro aufgekauft; zuletzt erhöhte sie das Tempo der Käufe sogar leicht gegenüber den letzten Monaten des vergangenen Jahres.

Die EZB wird das Aufkaufprogramm im Verlauf dieses Jahres weiterführen und auch das niedrige Zinsniveau beibehalten, sieht sie sich doch einer schwachen Preisentwicklung gegenüber. Besorgniserregend ist die laufende Entwicklung von M3 seit vergangenen Sommer. Zum ersten Mal seit Bestehen des Euroraums geht sie über einen längeren Zeitraum hinweg zurück; in den sechs Monaten bis Januar 2010 mit einer laufenden Jahresrate von 2,2 Prozent. Dazu trug vor allem der starke Rückgang von längerfristigen Einlagen bei, während allein die starke Zunahme von M1 einem noch stärkeren Rückgang von M3 entgegenwirkte (Abbildung 14). Analog zur schwachen Entwicklung von M3 sinkt das Kreditvolumen an Unternehmen seit Februar 2009. Der konjunkturell bedeutsame Kreditimpuls war im vierten Quartal 2009 allerdings positiv. Eine Kreditklemme ist anders als befürchtet bisher nicht eingetreten. Die Kreditkonditionen wur-

Abbildung 14:
Entwicklung von M3 im Euroraum 2006–2010^a

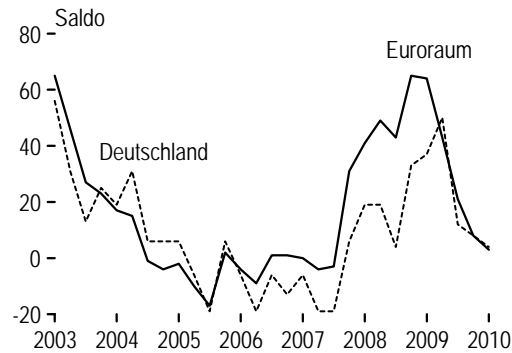


^aAnnualisierter Sechsmonatsvergleich.

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

den jüngst so gut wie nicht mehr verschärft (Abbildung 15).

Abbildung 15:
Kreditvergabekonditionen 2003–2010

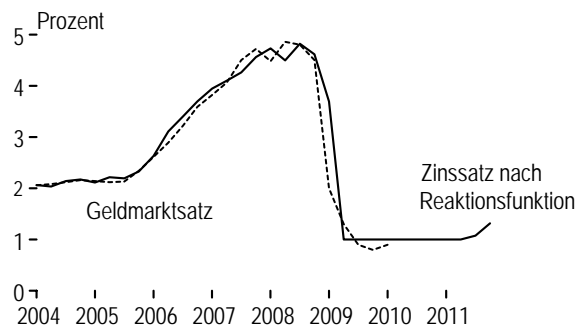


Quelle: EZB (2010); Deutsche Bundesbank (2010).

Für den Prognosezeitraum erwarten wir eine leichte Straffung der Geldpolitik, die sich jedoch als erstes in einer vorsichtigen Rückführung der unkonventionellen Politikmaßnahmen äußern wird, z.B. in der Einschränkung längerfristiger Refinanzierungsoperationen oder in der Umstellung der Geschäfte von Mengen- auf Zins-tender. Dadurch werden die Geldmarktsätze auch schon gegen Ende des laufenden Jahres ohne Leitzinserhöhungen ansteigen.²⁴ Mit Letzteren wird aufgrund der vorerst noch schwachen konjunkturellen Entwicklung wohl erst Mitte des kommenden Jahres begonnen. Für ein anhaltend niedriges Zinsniveau spricht auch die Projektion mittels einer empirischen Reaktionsfunktion für die EZB, bei der als Nichtlinearität eine Untergrenze von 1 Prozent für den Dreimonatszins eingeführt wurde (Abbildung 16).

²⁴ Für längerfristige Refinanzierungsgeschäfte hat die EZB eine solche Umstellung ab Mitte des laufenden Jahres bereits bekannt gegeben.

Abbildung 16:
Geldmarktzinsen im Euroraum 2004–2011^a



^aPrognose ab dem 1. Quartal 2010 auf Basis einer Reaktionsfunktion mit Untergrenze für die EZB.

Quelle: EZB (2010); eigene Berechnungen.

Schwacher Lohnanstieg

Seit Ende 2008, dem zyklischen Höhepunkt beim Anstieg der Arbeitskostenindikatoren, hat sich die Lohnentwicklung im Euroraum unter dem Eindruck der massiv verschlechterten Lage am Arbeitsmarkt stark abgeschwächt. Im dritten Quartal 2009 – neuere Daten liegen noch nicht vor – betrug die Zuwachsrate bei den Tariflöhnen (Vorjahresvergleich) nur noch 2,3 Prozent, nach 3,6 Prozent im vierten Quartal. Noch stärker, auf nur noch 1,4 Prozent, verringerte sich der Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer. Maßgeblich für die stärkere Abschwächung bei diesem Indikator waren Einschnitte bei flexiblen, übertariflichen Lohnbestandteilen sowie eine geringere Arbeitszeit als Reaktion infolge der stark zurückgegangenen Produktion.

Deutlich stärker ist nach wie vor der Anstieg der Arbeitskosten je Stunde. Zwar war auch hier die Zuwachsrate zuletzt rückläufig. Da jedoch eine geringere Arbeitszeit aufgrund von tariflichen oder betrieblichen Vereinbarungen bzw. gesetzlichen Regelungen nicht in vollem Umfang zu einem entsprechenden Lohnrückgang führte, war es gegen Ende 2008 und im ersten Halbjahr 2009 hier zu sehr kräftigen Zuwäch-

sen von reichlich 4 Prozent gekommen. Besonders ausgeprägt war die Diskrepanz zwischen der Entwicklung beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und der bei den Arbeitskosten je Stunde in der Industrie. Während das Arbeitnehmerentgelt pro Kopf im Vorjahresvergleich praktisch stagnierte, erhöhten sich die Arbeitskosten je Stunde in diesem Sektor mit einer Rate von 6 Prozent. Zuletzt deutete sich aber auch bei den Arbeitskosten je Stunde eine Entspannung an; für die Gesamtwirtschaft ergab sich im dritten Quartal ein Rückgang der Zuwachsrates auf 3,2 Prozent.

Wir erwarten, dass sich der Lohnanstieg abschwächt; das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer dürfte in diesem und im nächsten Jahr im Euroraum insgesamt lediglich mit einer Rate von knapp 1,5 Prozent zunehmen (Tabelle 3). Bei wieder etwas steigender Produktion und noch weitgehend stagnierender Beschäftigung wird sich die Produktivität, die im Zuge der Rezession vor allem in der Industrie stark gesunken ist, erholen. Im Ergebnis werden die gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten im Jahr 2010 voraussichtlich um 0,4 Prozent sinken, und 2011 werden sie wohl in etwa stagnieren, so dass im Zuge der konjunkturellen Erholung eine Wiederherstellung der rezessionsbedingt stark gesunkenen Gewinne möglich sein sollte, ohne dass es zu ausgeprägten Preisanhebungen kommt.

Tabelle 3:
Arbeitskosten und Produktivität im Euroraum 2008–2011

	2008	2009	2010 ^a	2011 ^a
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ^b				
Euroraum	3,4	1,5	1,4	1,3
Euroraum ohne Deutschland	3,9	2,2	1,4	1,4
Arbeitsproduktivität ^{b,c}				
Euroraum	0,6	-2,2	1,8	1,2
Euroraum ohne Deutschland	0,8	-0,7	1,9	0,7
Lohnstückkosten ^b				
Euroraum	2,8	3,7	-0,4	0,1
Euroraum ohne Deutschland	3,0	2,9	-0,5	0,7

^aPrognose. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cReales BIP je Beschäftigten.

Quelle: EZB (2010); eigene Berechnungen und Prognosen.

Der Lohnentwicklung kommt in der Währungsunion eine Schlüsselfunktion für den Ausgleich realwirtschaftlicher Divergenzen zu. In der gegenwärtigen Situation ist es insbesondere für die peripheren Länder entscheidend, dass es ihnen gelingt, die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Produzenten zu stärken, um die notwendige Neuausrichtung der Wirtschaft von einer übermäßigen Binnennachfrage hin zu einer stärker exportgetragenen Entwicklung zu unterstützen. Gegenwärtig wird eine reale Abwertung durch Lohnzurückhaltung dadurch erschwert, dass die Lohnzuwächse angesichts schwacher Arbeitsnachfrage allgemein sehr niedrig sind, so dass eine rasche und spürbare Veränderung der Lohnkostenrelationen zwischen den Ländern es erforderlich macht, dass die Löhne in einzelnen Ländern sogar deutlich sinken. Betrachtet man die Lohnentwicklung in den einzelnen Ländern, so ist Irland auf diesem Weg bereits weit fortgeschritten; hier waren die Löhne bereits im vergangenen Jahr rückläufig (Tabelle 4). Für Griechenland erwarten wir für den Prognosezeitraum einen Rückgang des Lohnniveaus, der von erheblichen Lohninschnitten im öffentlichen Sektor

Tabelle 4:
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Euroraum 2008–2011^a

	2008	2009	2010 ^b	2011 ^b
Deutschland	2,1	-0,1	1,3	0,9
Frankreich	2,7	1,2	1,4	1,5
Italien	3,3	1,7	1,3	1,2
Spanien	6,1	3,6	2,0	1,8
Niederlande	3,8	2,5	1,8	1,8
Portugal	3,1	4,5	1,8	1,5
Österreich	3,1	3,0	2,0	2,5
Belgien	3,0	0,7	1,0	1,5
Griechenland	5,9	2,3	-0,2	-1,5
Slowakei	8,7	3,5	3,5	4,0
Finnland	5,3	3,4	2,4	2,0
Irland	5,5	-1,6	-2,5	1,5
Luxemburg	2,0	1,0	1,5	2,0
Slowenien	6,7	2,9	1,8	2,3
Zypern	4,0	2,0	2,0	1,5
Malta	3,4	2,5	2,0	2,0
Euroland	3,4	1,5	1,4	1,3
Euroland ohne Deutschland	3,9	2,1	1,4	1,4

^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^bPrognose.

Quelle: Europäische Kommission (2009b); eigene Prognosen.

getrieben wird. Hingegen ist für Spanien keine Verbesserung der relativen Lohnkostenposition absehbar. Dem steht entgegen, dass die Löhne nach wie vor in erheblichem Umfang an die Inflation gebunden sind;²⁵ zudem wurden erst kürzlich die Mindestlöhne angehoben.

Finanzpolitik schwenkt auf restriktiven Kurs

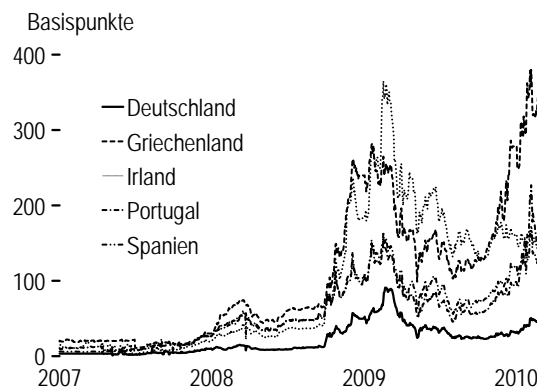
Die Finanzpolitik hat in den Ländern des Euro-raums durch die Inkaufnahme von konjunktur-bedingten Defiziten und die Implementierung von Konjunkturprogrammen im Jahr 2009 stark expansiv gewirkt. Nun sind verstärkt die Fragen nach den mittelfristigen Belastungen durch die galoppierende Staatsverschuldung in den Vordergrund gerückt. Zugespitzt hat sich die Situation zu Beginn dieses Jahres, als an den Finanzmärkten die CDS-Prämien für Staatsschuldtitel einiger Länder stark anzogen (Abbildung 17), aus denen abgeleitet werden kann, dass einem Staatsbankrott für diese Län-der eine deutlich erhöhte Wahrscheinlichkeit beigemessen wird.²⁶ Betroffen sind zurzeit vor allem Griechenland und Portugal sowie Spanien und Irland, Länder, in denen das Budgetdefizit besonders hoch ist und die Staatsverschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt beson-ders stark steigt (Tabelle 5).

Bereits im Verlauf des vergangenen Jahres hatte die Europäische Kommission auf die Ver-schlechterung der Budgetsituation reagiert und sukzessive für nahezu alle Länder des Euroraums

²⁵ Für etwa zwei Drittel der Beschäftigten im priva-ten Sektor gelten Klauseln, nach denen die Löhne angepasst werden, wenn die Inflation höher ausfällt, als in den Tarifverträgen veranschlagt. Für eine Übersicht über noch existierende Lohnindexierungs-mechanismen und ihre Bedeutung im Euroraum vgl. EZB (2008: Box 5).

²⁶ Credit Default Swaps (CDS) sind Finanzmarkt-instrumente, mit denen sich Investoren gegen das Ri-siko eines Zahlungsausfalls versichern kann. Bei der Interpretation der Prämien ist zu bedenken, dass ihr Preis durch spekulative Transaktionen beeinflusst werden kann.

Abbildung 17:
CDS-Prämien in ausgewählten Ländern des Euroraums 2007–2010^a



^aKosten einer Ausfallversicherung der jeweiligen 10-jährigen Staatsanleihe.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

Tabelle 5
Bruttoschuldenstand in Prozent des Bruttoinlandsprodukts 2008 und 2011

	2008	2011 ^a
Deutschland	65,9	79,2
Frankreich	67,4	87,6
Italien	105,8	117,8
Spanien	39,7	74,0
Niederlande	58,2	69,7
Belgien	89,8	104,0
Österreich	62,6	77,0
Griechenland	99,2	135,4
Irland	44,1	96,2
Finnland	34,1	52,7
Portugal	66,3	91,1
Slowakei	27,7	42,7
Luxemburg	13,5	17,7
Slowenien	22,5	48,2
Zypern	48,4	63,4
Malta	63,8	72,5
Euroraum insgesamt	69,3	88,2

^aPrognose der EU-Kommission vom Herbst 2009; Deutschland: eigene Prognose.

Quelle: Europäische Kommission (2009b).

ein übermäßiges Defizit festgestellt sowie ent-sprechende im Vertrag von Lissabon („Vertrag über das Funktionieren der Europäischen Union“) vorgesehene Verfahren eingeleitet.²⁷

²⁷ Verfahren bei einem übermäßigem Defizit laufen auch für die meisten übrigen Mitgliedsländer der Eu-

Die Kommission setzt dabei den Regierungen der Länder einen Termin, bis zu dem wirksame Maßnahmen zur Beseitigung des übermäßigen Defizits umgesetzt sein müssen. Dieser Termin ist nicht einheitlich; besonders rasch sollen die Länder reagieren, in denen der Schuldenstand bereits sehr hoch ist, während Länder mit Schuldenquoten, die derzeit noch unter oder in der Nähe der 60-Prozentmarke liegen, etwas mehr Zeit zur Anpassung der Politik gegeben wird (Tabelle 6).

Tabelle 6:

Budgetsaldo und Bruttoschuldenstand im Jahr 2009 sowie von der Kommission gesetzter Termin zur Beseitigung eines übermäßigen Defizits für Länder mit laufendem Defizitverfahren

	Budgetsaldo ^a	Bruttoschuldenstand ^a	Termin zur Korrektur der Budgetposition ^b
Deutschland	-3,3	72,2	2013
Frankreich	-8,2	76,1	2013
Italien	-5,3	114,6	2012
Spanien	-11,2	54,3	2013
Niederlande	-4,9	59,8	2013
Belgien	-5,9	97,2	2012
Österreich	-3,5	69,1	2013
Griechenland	-12,8	112,6	2010
Irland	-12,0	65,8	2014
Portugal	-8,0	69,1	2013
Slowakei	-6,3	34,6	2013
Slowenien	-5,7	35,1	2013
Zypern	-3,5	53,2	2013
Malta	-3,8	68,5	2013

^aIn Prozent des Bruttoinlandsprodukts. — ^bZeitpunkt, bis zu dem wirksame Maßnahmen zur Beseitigung des übermäßigen Defizits getroffen sein müssen.

Quelle: Europäische Kommission (2009b, 2010b); eigene Schätzungen und Prognosen.

In den aktualisierten Stabilitätsprogrammen haben die Regierungen nahezu aller Länder Pläne vorgelegt, bei denen das Budgetdefizit im Jahr 2013 auf 3 Prozent oder darunter gesenkt wird.²⁸ Allerdings wird in diesen Programmen nicht im Einzelnen dargelegt, mit welchen Maßnahmen die Haushaltskonsolidierung betrieben

werden soll. Die Kommission wird verfolgen, ob die tatsächlich betriebene Finanzpolitik im Einklang mit den Projektionen steht. Die Instrumente, die im Vertrag von Lissabon dafür vorgesehen sind, Verletzungen der im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegten Ziele für die Finanzpolitik zu begegnen, haben sich in der Vergangenheit als nicht sehr effektiv erwiesen. Gleichwohl dürfte der Druck aus Brüssel, mit einer Konsolidierung der Staatshaushalte bald zu beginnen oder eine begonnene Konsolidierung fortzusetzen, groß sein. Hinzu kommt nun die disziplinierende Wirkung der Finanzmärkte.

Im laufenden Jahr wird das Budgetdefizit im Euroraum insgesamt nochmals höher ausfallen als 2009, vor allem weil die Ausgaben für die Finanzierung der Arbeitslosigkeit steigen und die Einnahmen konjunkturbedingt gedrückt bleiben. In einer Reihe von Ländern gehen aber auch von den im vergangenen Jahr beschlossenen Konjunkturprogrammen noch zusätzliche Impulse aus, oder es sind – wie zum Beispiel in Deutschland und in Frankreich – noch weitere expansive Maßnahmen beschlossen worden. Es gibt aber auch Länder, die bereits begonnen haben, durch Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen die Budgetdefizite zu begrenzen. Dies gilt etwa für Irland und Spanien; Griechenland und Portugal werden spürbar restriktive Maßnahmen in den kommenden Monaten umsetzen. Insgesamt wird die Finanzpolitik im Euroraum aber im laufenden Jahr die Nachfrage noch leicht stimulieren; das Defizit steigt voraussichtlich auf 6,7 Prozent (Tabelle 7).

europäischen Union. Im Euroraum sind lediglich Finnland und Luxemburg, in der übrigen EU Bulgarien, Dänemark, Estland und Schweden nicht betroffen.

²⁸ Einzige Ausnahme ist Irland, wo dies im Jahr 2014 der Fall ist.

werden soll. Die Kommission wird verfolgen, ob die tatsächlich betriebene Finanzpolitik im Einklang mit den Projektionen steht. Die Instrumente, die im Vertrag von Lissabon dafür vorgesehen sind, Verletzungen der im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegten Ziele für die Finanzpolitik zu begegnen, haben sich in der Vergangenheit als nicht sehr effektiv erwiesen. Gleichwohl dürfte der Druck aus Brüssel, mit einer Konsolidierung der Staatshaushalte bald zu beginnen oder eine begonnene Konsolidierung fortzusetzen, groß sein. Hinzu kommt nun die disziplinierende Wirkung der Finanzmärkte.

Im laufenden Jahr wird das Budgetdefizit im Euroraum insgesamt nochmals höher ausfallen als 2009, vor allem weil die Ausgaben für die Finanzierung der Arbeitslosigkeit steigen und die Einnahmen konjunkturbedingt gedrückt bleiben. In einer Reihe von Ländern gehen aber auch von den im vergangenen Jahr beschlossenen Konjunkturprogrammen noch zusätzliche Impulse aus, oder es sind – wie zum Beispiel in Deutschland und in Frankreich – noch weitere expansive Maßnahmen beschlossen worden. Es gibt aber auch Länder, die bereits begonnen haben, durch Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen die Budgetdefizite zu begrenzen. Dies gilt etwa für Irland und Spanien; Griechenland und Portugal werden spürbar restriktive Maßnahmen in den kommenden Monaten umsetzen. Insgesamt wird die Finanzpolitik im Euroraum aber im laufenden Jahr die Nachfrage noch leicht stimulieren; das Defizit steigt voraussichtlich auf 6,7 Prozent (Tabelle 7).

Für das kommende Jahr ist zu erwarten, dass in den meisten Ländern die Finanzpolitik auf einen restriktiven Kurs einschwenkt. Dabei wird eine Begrenzung der öffentlichen Ausgaben etwa durch Zurückhaltung bei Lohnabschlüssen für den öffentlichen Dienst und Abbau der Beschäftigung im öffentlichen Sektor, aber auch durch Einschnitte bei Sozialausgaben und Subventionen im Vordergrund stehen. Vor allem in den Ländern, die besonders große Anstrengungen unternehmen müssen, werden aber auch Steuern erhöht werden. Insgesamt erwarten wir für 2011 einen Rückgang des zusammengefassten Budgetdefizits im Euroraum auf 5,6 (um nahezu einen Prozentpunkt). Bei

dem erwarteten sehr mäßigen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts ist der Rückgang des strukturellen Defizits sogar etwas größer.

Tabelle 7:
Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2008–2011^a

	2008	2009	2010 ^b	2011 ^b
Deutschland	0,0	-3,3	-5,2	-5,1
Frankreich	-3,4	-8,2	-8,0	-6,7
Italien	-2,7	-5,3	-5,5	-4,1
Spanien	-4,1	-11,2	-10,0	-8,0
Niederlande	0,7	-4,9	-5,5	-4,5
Belgien	-1,2	-5,9	-5,5	-4,7
Österreich	-0,4	-3,5	-4,7	-4,0
Griechenland	-7,7	-12,8	-9,3	-7,2
Irland	-7,1	-12,0	-10,8	-9,5
Finnland	4,4	-2,2	-4,0	-3,0
Portugal	-2,7	-8,0	-7,6	-6,5
Slowakei	-2,3	-6,3	-5,7	-4,5
Luxemburg	2,5	-1,1	-3,5	-2,7
Slowenien	-1,8	-6,5	-6,3	-4,8
Zypern	0,9	-3,5	-5,0	-4,5
Malta	-4,7	-3,8	-4,0	-3,2
Euroraum	-2,0	-6,3	-6,7	-5,6
Euroraum ohne Deutschland	-2,7	-7,4	-7,2	-5,8

^aIn Prozent des Bruttoinlandsprodukts. — ^bPrognose.

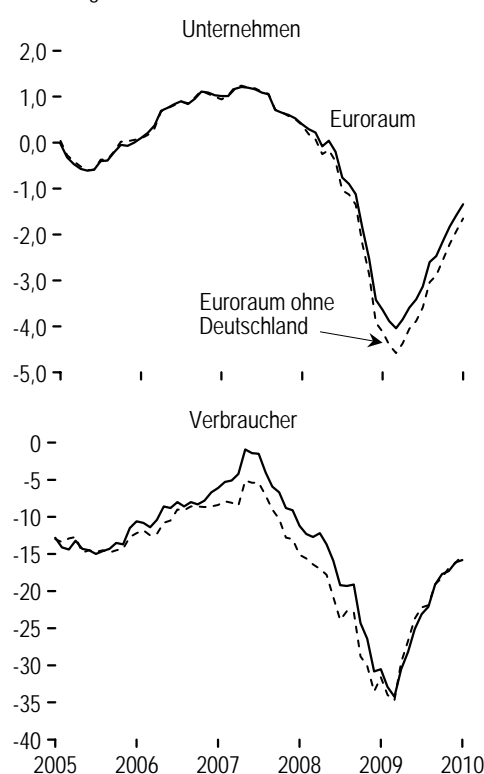
Quelle: Eurostat (2010); eigene Berechnungen und Prognosen.

Ausblick

Nach der leichten Beschleunigung in der zweiten Jahreshälfte 2009 deutet sich für das erste Quartal 2010 ein Rückgang der Wirtschaftsleistung an. Die Produktion dürfte in vielen Ländern des Euroraums neben der allgemeinen konjunkturellen Zurückhaltung zusätzlich von dem ungewöhnlich strengen Winter beeinträchtigt worden sein, so dass allerdings für das zweite Quartal wegen entsprechender Aufholprozesse mit einer spürbaren Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Aktivität zu rechnen ist. Die darauf folgende Dynamik bleibt vermutlich schwach. So ist das Konsumentenvertrauen ausgehend von einem immer noch relativ niedrigen Niveau das erste Mal seit nahezu einem

Jahr im Februar gesunken (Abbildung 18). Das Unternehmensvertrauen konnte zwar erneut leicht zulegen, doch weisen auch andere Frühindikatoren, wie der EUROFRAME-Indikator auf eine Abschwächung der konjunkturellen Dynamik hin. Die Produktionsverluste aus der vorhergegangenen Rezession werden wohl im Prognosezeitraum nicht aufgeholt werden können (Abbildung 19).

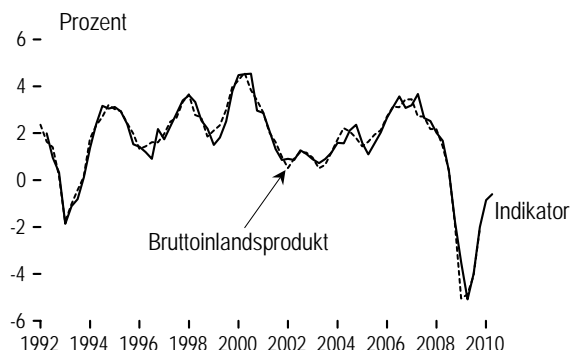
Abbildung 18:
Stimmungsindikatoren im Euroraum 2005–2010



Quelle: Europäische Kommission (2010c); eigene Berechnungen.

Die Konjunktur im Euroraum wird im Prognosezeitraum von den Folgen der Verschuldungskrisen in den peripheren Ländern belastet. Dabei wird die expansive Geldpolitik der EZB nur teilweise die gewünschte Wirkung entfalten können, da zum Beispiel in Spanien Haushalte und Unternehmen sich dem notwendigen Abbau großer Schuldenstände gegenüber sehen. Auch wird die Finanzpolitik in vielen Mitgliedsländern, insbesondere in Griechenland,

Abbildung 19:
EUROFRAME-Indikator und reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 1992–2010^a



^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

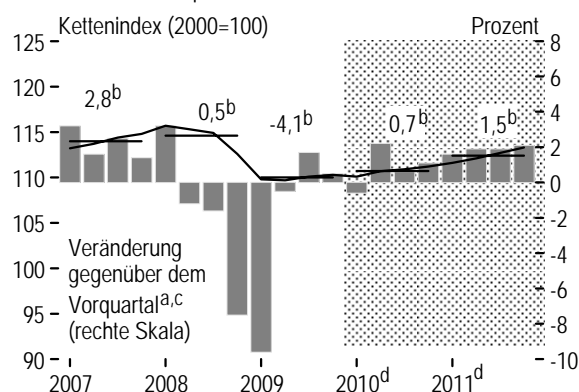
Quelle: Eurostat (2010); EUROFRAME (2010).

restriktiv wirken. Um die Glaubwürdigkeit des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu bewahren und einem Aufbau an Staatsverschuldung zu vermeiden, die schwer kontrollierbar wird, sind die Sparmaßnahmen jedoch alternativlos. Für Länder ohne ausgeprägte binnenwirtschaftliche Krisen, wie die Niederlande und Deutschland, werden sich die Anpassungsprozesse in den peripheren Ländern durch eine gedrückte Exportnachfrage bemerkbar machen. Einige positive Impulse dürften im laufenden Jahr hingegen vom Außenhandel bedingt durch die Expansion in den Schwellenländern ausgehen, im kommenden Jahr wird wohl angesichts einer etwas zurückgehenden Arbeitslosigkeit und weiterhin niedriger Zinsen eine leichte Beschleunigung beim privaten Konsum einsetzen.

Für das Jahr 2010 erwarten wir insgesamt einen leichten Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im Euroraum um 0,7 Prozent (Abbildung 20), im übrigen Euroraum wird die Produktion wohl um 0,5 Prozent zunehmen (Abbildung 21). Gegen Ende des Jahres wird sich die konjunkturelle Dynamik leicht beschleunigen, so dass 2011 die gesamtwirtschaftliche Produktion wohl um 1,5 Prozent expandiert (Tabelle 8). Wiederum erwarten wir, dass der Zuwachs im Euroraum ohne Deutschland etwas geringer ist (Tabelle 9).

Der Anstieg der Verbraucherpreise dürfte im laufenden Jahr sehr moderat bleiben. Wir erwarten eine Inflationsrate von 0,7 Prozent für

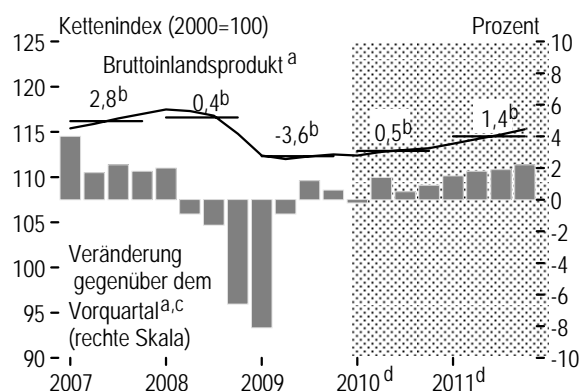
Abbildung 20:
Reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2007–2011



^aArbeitstäglich- und saisonbereinigt. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — ^cAuf Jahresrate hochgerechnet. — ^dAb dem 1. Quartal 2010: Prognose.

Quelle: Eurostat (2010); eigene Berechnungen und Prognosen.

Abbildung 21:
Reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland 2007–2011



^aArbeitstäglich- und saisonbereinigt. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — ^cAuf Jahresrate hochgerechnet. — ^dAb dem 1. Quartal 2010: Prognose.

Quelle: Eurostat (2010); eigene Berechnungen und Prognosen.

den Euroraum sowie von 0,8 Prozent für den Euroraum ohne Deutschland (Tabelle 10). Im kommenden Jahr wird sich der Preisaufrtrieb wohl leicht auf 0,9 Prozent bzw. 1,0 Prozent beschleunigen.

Für den Arbeitsmarkt rechnen wir im laufenden Jahr nach der jüngsten Stabilisierung mit einer erneuten aber nur geringfügigen Verschlechterung, so dass die Arbeitslosenquote im Euroraum im Jahresdurchschnitt 2010 bei 9,9

Tabelle 8:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2009, 2010 und 2011

	2009				2010				2011				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I ^a	II ^a	III ^a	IV ^a	I ^a	II ^a	III ^a	IV ^a	2009	2010 ^a	2011 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	-9,6	-0,5	1,7	0,5	-0,6	2,2	0,6	1,2	1,6	1,9	1,8	2,0	-4,1	0,7	1,5
Inlandsnachfrage	-8,4	-3,3	1,5	-0,9	-0,4	2,8	1,4	1,2	1,6	1,6	1,5	1,4	-3,3	0,5	1,5
Privater Verbrauch	-1,9	0,3	-0,7	-0,1	0,5	0,5	0,8	1,1	1,1	1,4	1,5	1,6	-1,0	0,3	1,2
Staatsverbrauch	2,2	2,4	3,1	-0,5	0,6	0,4	0,2	-0,3	0,7	0,7	0,9	1,0	2,2	0,7	0,5
Anlageinvestitionen	-19,9	-6,7	-3,7	-3,3	-3,0	6,8	2,7	4,9	2,3	3,1	3,6	3,9	-11,0	-0,4	3,5
Vorratsveränderungen ^c	-3,5	-2,6	2,1	0,0	-0,2	1,1	0,4	-0,3	0,3	0,0	-0,3	-0,6	-0,7	0,3	0,0
Außenbeitrag ^c	-1,3	2,8	0,1	1,3	-0,2	-0,6	-0,7	0,0	0,1	0,3	0,4	0,6	-0,8	0,2	0,0
Exporte	-29,3	-4,5	11,9	7,0	5,0	5,0	4,7	5,7	6,3	6,6	6,8	7,2	-13,2	5,6	6,1
Importe	-27,2	-11,0	11,8	3,7	5,6	6,8	6,6	5,9	6,3	6,0	6,0	5,9	-11,8	5,2	6,2

^aPrognose. — ^bReal; saisonbereinigte Quartalswerte: Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cBeitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat (2010); eigene Berechnungen und Prognosen.

Tabelle 9:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum ohne Deutschland 2009, 2010 und 2011

	2009				2010				2011				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I ^a	II ^a	III ^a	IV ^a	I ^a	II ^a	III ^a	IV ^a	2009	2010 ^a	2011 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	-8,1	-1,4	1,2	0,6	-0,2	1,4	0,5	1,0	1,6	1,8	1,8	2,0	-3,6	0,5	1,4
Inlandsnachfrage	-10,0	-2,5	0,0	2,0	-0,6	0,5	0,1	0,6	1,2	1,5	1,6	1,9	-3,8	0,2	1,1
Privater Verbrauch	-3,8	-0,9	0,6	1,5	0,3	-0,3	0,3	0,8	1,0	1,3	1,5	1,7	-1,6	0,4	1,0
Staatsverbrauch	0,9	2,5	2,4	0,2	0,0	0,0	-0,3	-1,0	0,5	0,6	0,9	1,0	2,0	0,4	0,2
Anlageinvestitionen	-16,6	-10,3	-6,5	-3,6	-3,0	4,0	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	3,5	-11,8	-1,9	2,7
Vorratsveränderungen ^c	-4,7	-0,3	0,5	1,9	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,7	0,3	-0,1
Außenbeitrag ^c	2,6	0,9	1,2	-1,7	0,4	1,0	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,4
Exporte	-26,1	-5,3	10,9	4,4	4,0	5,0	4,0	5,0	6,0	6,2	6,4	7,0	-12,7	4,5	5,7
Importe	-30,1	-7,4	7,4	8,9	3,0	2,5	3,0	4,0	5,0	5,5	6,0	6,8	-13,0	3,9	4,7

^aPrognose. — ^bReal; saisonbereinigte Quartalswerte: Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cBeitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat (2010); eigene Berechnungen und Prognosen.

Prozent liegen dürfte. Im Euroraum ohne Deutschland gehen wir von einer spürbar höheren Quote von 10,7 Prozent aus. Gegen Ende des laufenden Jahres und im Verlauf des kommenden Jahres wird wohl eine leichte Entspannung eintreten, so dass 2011 die Arbeitslosenquote im Euroraum insgesamt auf 9,7 Prozent und im Euroraum ohne Deutschland auf 10,6 Prozent sinkt.

Angesichts der rapide gestiegenen Staatsverschuldung ist ein erhebliches Risiko einer neuen Vertrauenskrise auf den Finanzmärkten entstanden. Sollte es zu einer Staatsinsolvenz in Griechenland kommen, könnte dies Signalwirkung für die Bewertung der Staatsanleihen an-

derer Mitgliedsländer haben. Erneut könnte es zu einem spürbar negativen Vermögenseffekt kommen, der direkt Einfluss auf das Bankensystem nehmen würde; schließlich halten Banken viele Staatsanleihen der Euroländer, da diese von der EZB als Sicherheiten bei der Liquiditätsbereitstellung akzeptiert werden. Da noch keine hinreichenden Reformen durchgeführt worden sind, die das Bankensystem nachhaltig stabilisieren, könnte eine solche Krise eine erhebliche Verschärfung der Kreditkonditionen und eine weitere Rezession zur Folge haben. Für unsere Prognose gehen wir aber davon aus, dass dieser Fall nicht eintritt.

Tabelle 10:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2009, 2010 und 2011

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b			Verbraucherpreise ^{b,c}			Arbeitslosenquote ^d		
		2009	2010 ^e	2011 ^e	2009	2010 ^e	2011 ^e	2009	2010 ^e	2011 ^e
Deutschland	27,0	-5,0	1,2	1,8	0,2	0,6	0,8	7,6	7,6	7,4
Frankreich	21,1	-2,2	1,3	1,5	0,1	0,7	1,0	9,4	10,2	10,0
Italien	17,1	-4,9	0,5	1,1	0,8	1,1	1,0	7,8	9,0	9,0
Spanien	11,7	-3,6	-0,7	1,1	-0,3	0,9	1,1	18,0	19,3	19,2
Niederlande	6,3	-4,0	1,0	1,9	1,0	0,2	0,7	3,4	4,3	4,1
Belgien	3,7	-3,0	1,1	1,7	-0,1	0,5	0,9	7,9	8,4	8,3
Österreich	3,0	-3,4	1,1	2,0	0,4	0,9	0,8	5,0	5,2	4,9
Griechenland	2,5	-1,3	-2,0	0,0	1,3	1,2	0,9	9,5	11,1	11,4
Irland	2,1	-7,0	-1,0	3,1	-1,7	-0,4	1,0	11,8	14,0	12,5
Finnland	2,0	-7,8	0,6	2,0	1,6	0,8	1,6	8,2	9,3	9,5
Portugal	1,8	-2,8	0,4	0,9	-0,9	0,6	0,9	9,6	10,9	11,0
Slowakei	0,6	-4,7	3,2	2,1	0,9	1,0	2,3	11,8	13,5	12,5
Luxemburg	0,4	-4,0	1,3	2,2	0,0	1,1	1,8	5,7	5,8	5,3
Slowenien	0,4	-8,0	1,3	2,6	0,8	0,8	1,7	6,0	7,1	6,4
Zypern	0,2	-1,5	-0,2	1,1	0,2	0,3	1,7	5,3	7,1	7,0
Malta	0,1	-2,3	1,0	2,0	1,8	0,0	2,2	7,1	7,3	6,9
Euroraum	100,0	-4,1	0,7	1,5	0,3	0,7	0,9	9,2	9,9	9,7
Euroraum ohne Deutschland	73,0	-3,6	0,5	1,4	0,3	0,8	1,0	9,7	10,7	10,6

^aAuf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2007 (Prozent). — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cHarmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — ^dStandardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2007. — ^ePrognose.

Quelle: Eurostat (2010); eigene Berechnungen und Prognosen.

Literatur

- Altissimo, A., P. Benigno und D.R. Palenzuela (2005). Long-Run Determinants of Inflation Differentials in a Monetary Union. NBER Working Paper 11473. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Angeloni, I., L. Aucremanne, M. Ehrmann, J. Galí und A. T. Levin (2006). New Evidence on Inflation Persistence and Price Stickiness in the Euro Area: Implications for Macro Modelling. *Journal of the European Economic Association* 4 (2/3): 562–574.
- Angeloni, I., und M. Ehrmann (2007). Euro Area Inflation Differentials. *The B.E. Journal of Macroeconomics* 7 (1): Article 24.
- Aßmann, C., und J. Boysen-Hogrefe (2009). Determinants of Government Bond Spreads in the Euro Area – In Good Times as in Bad. Kieler Arbeitspapiere 1548. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Beber, A., M-W. Brandt und K.-A. Kavajecz (2009). Flight-to-Quality or Flight-to-Liquidity? Evidence from the Euro-Area Bond Market. *Review of Financial Studies* 22 (3): 925–957.
- Bernholz, P. (2008). Government Bankruptcy of Balkan Nations and their Consequences for Money and Inflation Before 1914: A Comparative Analysis. Bank of Greece Working Paper 74. Athen.

- Blanchard, O. (2007). Adjustment within the Euro: The Difficult Case of Portugal. *Portuguese Economic Journal* 6 (1): 1–21.
- Borensztein, E., und U. Panizza (2008). The Costs of Sovereign Default. IMF Working Paper 08/238. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Boysen-Hogrefe, J., J. Dovern, K.-J. Gern, B. van Roye und J. Scheide (2009). Konjunkturinbruch im Euroraum. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur im Frühjahr 2009*. Kieler Diskussionsbeiträge 461/462. IfW, Kiel.
- Buseti, F., L. Forni, A. Harvey und F. Venditti (2006). Inflation Convergence and Divergence within the European Monetary Union. ECB Working Paper Series 574. Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- Calvo, G.A., und C.M. Reinhart (2002). Fear of Floating. *The Quarterly Journal of Economics* 117 (2): 379–408.
- Chow, G.C., und A.-I. Lin (1971). Best Linear Unbiased Interpolation, Distribution, and Extrapolation of Time Series by Related Series. *The Review of Economics and Statistics* 53 (4): 372–375.
- Cohen, D., und R. Portes (2006). Toward a Lender of First Resort. IMF Working Paper 06/66. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Dovern, J., N. Jannsen und J. Scheide (2009). Die Bedeutung monetärer Größen für die deutsche Wachstumsschwäche 1995–2005. *Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften* 60 (1): 17–36.
- EUROFRAME (2010). Economic Assessment of the EuroArea. Winter Report 2009. Dezember. Via Internet (24. Februar 2010) <http://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/konjunkturprognosen/konjunkt/2009/euroframe_winter_09.pdf>.
- Europäische Kommission (2006). Adjustment Dynamics in the Euro Area – Experiences and Challenges. *The EU Economy: 2006 Review*. Brüssel.
- Europäische Kommission (2009a). *Sustainability Report 2009. European Economy* 9. Brüssel.
- Europäische Kommission (2009b). *European Economic Forecast – Autumn 2009. European Economy* 10. Brüssel.
- Europäische Kommission (2010a). Annual Macro-economic Database. Via Internet (8. März 2010) <http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm>.
- Europäische Kommission (2010b). Overview of Ongoing Excessive Deficit Procedures. Via internet (8. März 2010) <http://ec.europa.eu/economy_finance/sgp/deficit/countries/index_en.htm>.
- Europäische Kommission (2010c). Business and Consumer Surveys. Via Internet (8. März 2010) <http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/db_indicators8650_en.htm>.
- Eurostat (2009). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2008). Wage Indexation Mechanisms in Euro Area countries. *Monthly Bulletin* (May): 51–52.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2010). *Monatsbericht*. Februar. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (lfd. Jgg.). *Monatsbericht*. Frankfurt am Main.
- Frankel, J.A., und A.K. Rose (1998). The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. *Economic Journal* 108: 1009–1025.
- Gadzinski, G. und F. Orlandi (2004). Inflation Persistence in the European Union, the Euro Area and the United States. EZB-Arbeitspapier 414. Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- Grossman, H.I., und J.B. van Huyck (1988). Sovereign Debt as a Contingent Claim: Excusable Default, Repudiation, and Reputation. *American Economic Review* 78 (5): 1088–1097.
- Hofmann, B., und H. Remsberger (2005). Inflation Differentials Among the Euro Area Countries: Potential Causes and Consequences. *Journal of Asian Economics* 16: 403–419.
- Honohan, P., und P. Lane (2003). Divergent Inflation Rates in EMU. *Economic Policy* 18: 357–394.
- IMF (International Monetary Fund) (lfd. Jgg.). *International Financial Statistics*. Washington, D.C.

- Kruger, M., und M. Messmacher (2004). Sovereign Debt Defaults and Financing Needs. IMF Working Paper 04/53. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Lane, P.R. (2009). Updated and Extended “External Wealth of Nations” Dataset, 1970-2007. Via Internet (3. März 2010) <<http://www.philiplane.org/EWN.html>>.
- Langhammer, R. (2010). Griechenlands Schuldenstabilisierung läuft über die Exporte. IfW-Fokus 73. Via Internet (1. März 2010) <<http://www.ifw-kiel.de/medien/fokus/2010/fokus73>>.
- Lazaretou, S. (2005). The Drachma, Foreign Creditors and the International Monetary System: Tales of a Currency During the 19th and the Early 20th Century. *Explorations in Economic History* 42 (2): 202–236.
- Manasse, P. und N. Roubini (2005). “Rules of Thumb” for Sovereign Debt Crises. IMF Working Paper 05/42. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Manasse, P., N. Roubini und A. Schimmelpfennig (2003). Predicting Sovereign Debt Crises. IMF Working Paper 03/221. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Minsky, H. (1975). *John Maynard Keynes*. Columbia University Press: New York.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2010). *Economic Outlook*. Februar. Paris.
- Pagano, M., und E.-L. von Thadden (2004). The European Bond Markets under EMU. *Oxford Review of Economic Policy* 20 (4): 531–554.
- Pescatori, A., und A.N.R. Sy (2004). Debt Crises and the Development of International Capital Markets. IMF Working Paper 04/44. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2009). *Zögerliche Belebung – steigende Staatsschulden*. Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2009. Essen.
- Reinhart, C.M., und K.S. Rogoff (2008). This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises. NBER Working Paper 13882. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Reinhart, C.M., K.S. Rogoff und M.A. Savastano (2003). Debt Intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity* 2003 (1): 1–62.
- van Rijckeghem, C., und B. Weder (2004). The Politics of Debt Crises. CEPR Discussion Paper 4683. Center for Economic Policy Research, London.
- Snower, D. (2010). IfW-Präsident Snower fordert unabhängige Schuldenkommission für Griechenland. Pressemitteilung vom 25. Februar. Via Internet (8. März 2010) <<http://www.ifw-kiel.de/medien/pressemitteilungen/2010/ifw-prasident-snowe-fordert-unabhangige-schuldenkommis-sion-fur-griechenland>>.
- Sturzenegger, F., und J. Zettelmeyer (2006). Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises. MIT Press, Cambridge, Mass.
- Taylor, J.B. (1993). Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39 (1993): 195–214.
- Zemanek, H., A. Belke und G. Schnabl (2009). Current Account Imbalances and Structural Adjustment in the Euro Area: How to Rebalance Competitiveness. CESifo Working Paper 2639. Center for Economic Studies, München.