INSTITUT FÜR WELTWIRTSCHAFT AN DER UNIVERSITÄT KIEL
Prognose-Zentrum

Konjunktur im Euroraum im Frühjahr 2011

Abgeschlossen am 9. März 2011
(Erscheint demnächst als Kieler Diskussionsbeitrag 488/489)

Inhalt

Konjunktur im Euroraum kommt nur schwer in Fahrt **3**

Differenzen in der Produktionsentwicklung nicht ungewöhnlich groß 5

Geldpolitik vor der Zinswende 7

Lohnanstieg beschleunigt sich leicht 10

Finanzpolitik weiter vor großen Herausforderungen 11

Ausblick: Moderate Erholung setzt sich fort 13

Zum Pakt für Wettbewerbsfähigkeit 16

Lohnstückkosten 17

Leistungsbilanzen 20

Fazit 21

Literatur 21

Konjunktur im Euroraum kommt nur schwer in Fahrt

Jens Boysen-Hogrefe, Dominik Groll, Björn van Roye und *Joachim Scheide*

Zusammenfassung:

Die Produktionslücke im Euroraum hat sich im abgelaufenen Jahr nur geringfügig verringert. Die gesamtwirtschaftliche Produktion ist lediglich um 1,7 Prozent gestiegen, im Euroraum ohne Deutschland sogar nur um 1 Prozent. Stimmungsindikatoren deuten daraufhin, dass es zwar zu Beginn des laufenden Jahres eine leichte Beschleunigung gibt. Doch bleiben viele dämpfende Faktoren, insbesondere die angespannte Situation der öffentlichen Haushalte in Folge der Finanzkrise, bestehen, so dass wir auch für das Jahr 2011 wie für das Jahr 2012 nicht mit einem starken Aufschwung, sondern nur mit einem moderaten Anstieg des Bruttoinlandsprodukts rechnen (1,7 Prozent bzw. 1,5 Prozent). Die durch den Ölpreisanstieg zu Beginn des laufenden Jahres induzierte Beschleunigung des Preisniveaus dürfte die jahresdurchschnittliche Inflationsrate über die Marke von 2 Prozent bringen und dabei den privaten Konsum unter Druck setzen. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich die Preise für Energieträger im Verlauf wieder zurückbilden und die Inflation im kommenden Jahr auch durch Basiseffekte infolge vorheriger Verbrauchsteuererhöhungen wieder merklich sinkt.

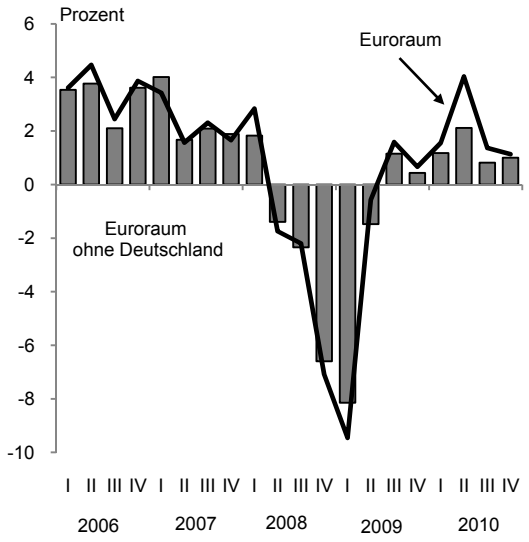
Kästen:

1: Zur Analyse des Gleichlaufs der Produktionsdynamik in den Mitgliedsländern des Euroraums (Seite 6)

2: Zum italienischen Export (Seite 19)

Im Jahr 2010 erholte sich die Konjunktur im Euroraum; der gesamtwirtschaftliche Produktionsanstieg blieb aber mit 1,7 Prozent im Vergleich zum Vorjahr moderat. Dabei lieferte die deutsche Wirtschaft den größten Beitrag. Die Expansion im Euroraum ohne Deutschland war vor allem wegen der Folgen von Verschuldungskrisen in einigen Mitgliedsländern erheblich schwächer (1 Prozent). Nach einem im Verlauf stärkeren ersten Halbjahr hat sich der Produktionsanstieg im Euroraum insgesamt zum Jahresende abgeschwächt und betrug im vierten Quartal annualisiert 1,1 Prozent (Abbildung 1). Die Entwicklung der Stimmungsindikatoren sowie der Einfluss von Witterungseffekten deuten aber daraufhin, dass die konjunkturelle Grundtendenz etwas stärker ist. Die

Abbildung 1:
Bruttoinlandsprodukt 2006–2010



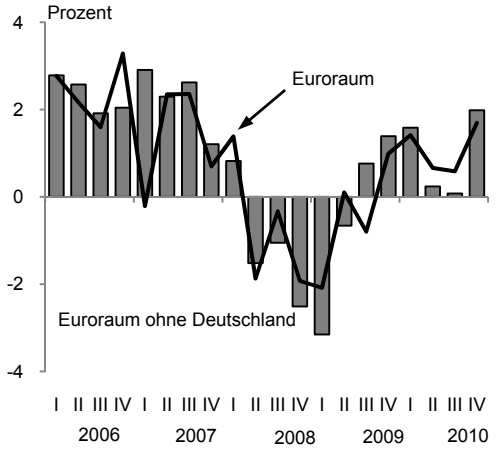
Quartalsdaten; kalender-, preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen.

Expansion im vierten Quartal wurde zum einen vom Außenbeitrag, der vor allem in Deutschland stark zulegte, getragen. Zum anderen legte der private Konsum, insbesondere im übrigen Euroraum, spürbar zu, nachdem er dort zwei Quartale nahezu stagniert hatte (Abbildung 2). Die Investitionstätigkeit ließ hingegen merklich

nach, allerdings nicht zuletzt wegen des witterungsbedingten Rückgangs der Bauinvestitionen in den nördlichen Mitgliedsländern.

Abbildung 2:
Privater Konsum 2006–2010



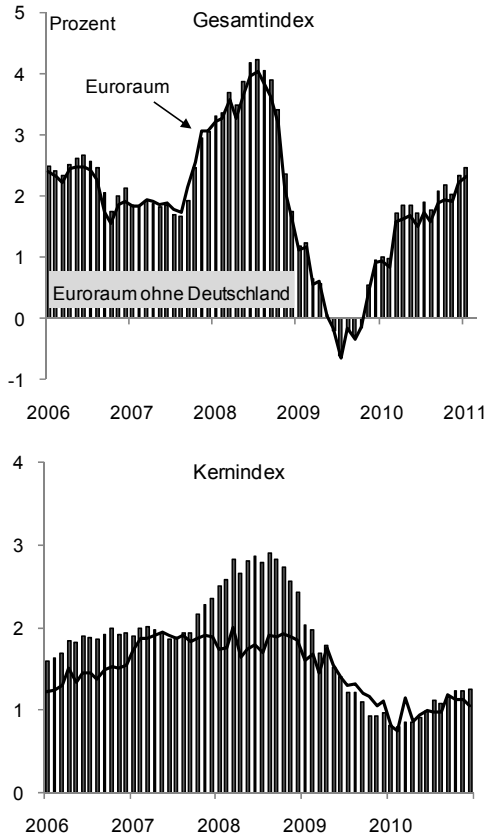
Quartalsdaten; kalender-, preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen.

Die Unterschiede in der konjunkturellen Dynamik zwischen den größeren Mitgliedsländern des Euroraums waren im vierten Quartal gering. Die Produktion in einigen kleineren Ländern entwickelt sich jedoch deutlich anders als im Euroraum insgesamt. So expandierte das Bruttoinlandsprodukt in Finnland und in Estland ausgesprochen stark mit laufenden Jahresraten von rund 7 bzw. 10 Prozent. In Griechenland dagegen brach die Produktion abermals ein (–5,5 Prozent). Hier kam es zudem zu einer spürbaren Abwärtsrevision des Bruttoinlandsprodukts der vorherigen Quartale, so dass nun für das vergangene Jahr mit einem Rückgang von 4,5 Prozent (IfW-Winterprognose: –4 Prozent) gerechnet werden muss.

Die Inflationsrate hat im Dezember 2010 erstmals seit Ende 2008 die Marke von 2 Prozent überschritten; im Februar 2011 erreichte sie nach vorläufigen Angaben einen Wert von 2,4 Prozent (Abbildung 3). Die Beschleunigung geht zur Hälfte alleine auf die stark gestiegenen Preise für Energierohstoffe zurück. Da es im Zuge der politischen Ereignisse im arabischen Raum zu weiteren Ölpreisanstiegen gekommen ist, dürfte der Preisschub von dieser Seite in den kommenden Monaten andauern. Die Kerninflationsrate verharrte hingegen bei etwas über 1 Prozent. Da die Inflationsraten auch von gestiegenen Verbrauchs- und Umsatzsteuern in einigen Mitgliedsländern beeinflusst sind, dürfte die zugrunde liegende Preisdynamik sogar noch leicht schwächer sein. Im Dezember 2010 lag die Inflationsrate, bei der die Einflüsse von Abgabenänderungen herausgerechnet werden, um 0,4 Prozentpunkte unter der Inflation des Gesamtindexes.

Abbildung 3:
Verbraucherpreise 2006–2011



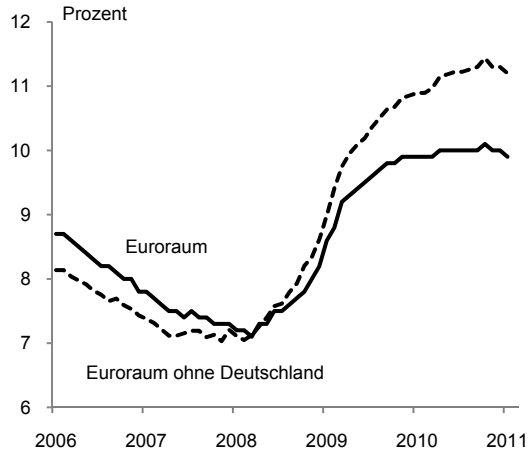
Monatsdaten. Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Kernindex: Gesamtindex ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak.

Quelle: EZB, *Monatsbericht*; eigene Berechnungen.

Die Lage am Arbeitsmarkt ist seit mehreren Monaten nahezu unverändert. Die Beschäftigung ist im Verlauf des vergangenen Jahres nur moderat gestiegen und lag im Mittel weiter unter dem Wert des Jahres 2009. Die Arbeitslo-

senquote liegt seit April 2010 bei rund 10 Prozent. Im Euroraum ohne Deutschland ist sie deutlich höher (Abbildung 4). Einen starken Anstieg der Arbeitslosigkeit hat es im letzten Quartal des Vorjahres nur noch in Griechenland gegeben, während die Arbeitslosenquoten in anderen Ländern der Peripherie, nämlich Spanien und Portugal, leicht und in Irland – wohl auch im Zuge von Migrationsbewegungen – sogar merklich gesunken sind.

Abbildung 4:
Arbeitslosenquote im Euroraum 2006–2011



Monatsdaten. Saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, *Arbeitsmarktstatistik*; eigene Berechnungen.

Differenzen in der Produktionsentwicklung nicht ungewöhnlich groß

Das verglichen zum übrigen Euroraum deutlich höhere Expansionstempo in Deutschland hat viele Kommentatoren zu der Einschätzung bewegt, dass die gesamtwirtschaftlichen Produktionsanstiege der Mitgliedsländer im Euroraum in einem zuvor ungekannten Ausmaß divergieren und damit einzelne Länder erheblichem Stress durch die einheitliche Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) ausgesetzt seien. So zeichnet sich aktuell eine Zinswende auch wegen der im Aggregat aufwärtsgerichteten Produktion ab, während in Griechenland und Portugal mit weiteren Produktionsrückgängen zu rechnen ist. Tatsächlich ist es bisher noch nicht vorgekommen, dass die Produktion eines Mitgliedslandes (Finnland) mehr als 4 Prozent über dem Niveau des Vorjahresquartal liegt, während sie es in einem anderen um mehr als 6 Prozent (Griechenland) unterschreitet. Diese erhebliche Differenz spiegelt aber vor allem die besondere Situation Griechenlands wider, wo die Produktion seit dem Beitritt zur Währungsunion noch nie einen starken Gleichlauf mit der des Euroraums aufwies (Kasten 1).

Differenzen in der Produktionsdynamik zwischen den Mitgliedsländern sind ein steter Begleiter der Währungsunion. Berechnet man die Standardabweichungen der Vorjahresvergleiche des Bruttoinlandsprodukts der ältesten Mitgliedsländer und betrachtet sie über die Zeit, zeigt sich, dass nur dann aktuell der höchste Wert erreicht wird, wenn man Griechenland in die Berechnung der Standardabweichung einbezieht.[1] Bleibt Griechenland außen vor, ist die Standardabweichung auf einem ähnlichen Niveau wie in den Jahren zuvor (Abbildung 5). Der aktuelle Stress in der Währungsunion, dem einzelne Länder wegen der gemeinsamen Geldpolitik ausgesetzt sind, erscheint gemessen an den Differenzen der Produktionsdynamik somit nicht größer zu sein als in den Anfangsjahren der Währungsunion.

[1] Das Bruttoinlandsprodukt Luxemburgs wird wegen der Datenverfügbarkeit in der Analyse nicht herangezogen.

Kasten 1:

Zur Analyse des Gleichlaufs der Produktionsdynamik in den Mitgliedsländern des Euroraums

Angesichts der in den Mitgliedsländern des Euroraums unterschiedlich verlaufenden konjunkturellen Erholungen wird häufig argumentiert, dass der Gleichlauf zwischen den Ländern zusammengebrochen ist und eine Phase der konjunkturellen Divergenz eingetreten ist. Um dies näher zu untersuchen, verwenden wir ein dynamisches Ein-Faktormodell mit zeitvariierenden Ladungen und zeitvariierender Volatilität für die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts. Das Modell zerlegt die Zuwachsraten der einzelnen Länder in einen gemeinsamen Teil, der über Faktorladungen mit dem Faktor verbunden ist, und in einen ideosynkratischen Teil, der die rein nationalen Einflüsse repräsentiert. Der Faktor kann dabei als Euroraum-Faktor interpretiert werden. Das Modell liefert für jeden Zeitpunkt und für jedes Land eine Faktorladung und eine Varianz der restlichen Komponente. Das Verhältnis zwischen der zeitvariierenden Volatilität und den zeitvariierenden Faktorladungen gibt dann Aufschluss darüber, in welchem Ausmaß das Land im Gleichlauf mit den anderen ist bzw. wie stark es von eigenen Schocks geprägt wird. Dabei zeigen hohe Faktorladungen einen hohen Gleichlauf an.

Das Modell für die Zuwachsraten Y_{it} besteht aus den folgenden Gleichungen:

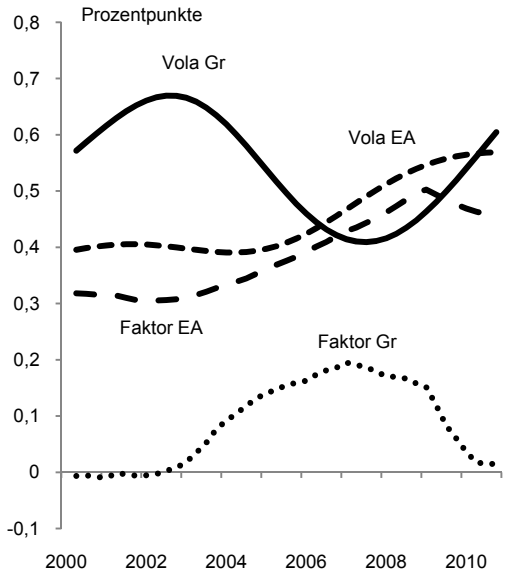
$$y_{it} = \lambda_{it} f_t + e_{it}$$
$$\lambda_{it} = \lambda_{it-1} + v_{it}$$
$$\phi(L) f_t = u_t$$
$$\varphi(L) e_{it} = \varepsilon_{it}$$

wobei die Fehler v_{it} und u_t unabhängig normal verteilt sind mit konstanter Varianz. Für den Fehler ε_{it} unterstellen wir eine zeitvariierende Varianz σ_{it}^2, die nichtparametrisch spezifiziert ist. Die Parameter des Modells werden Bayesianisch mit Hilfe des Gibbs Samplers geschätzt. λ_{it} und σ_{it}^2 repräsentieren die zeitvariierenden Faktorladungen und die zeitvariierenden Volatilitäten.

Abbildung K1-1 zeigt die Schätzungen für die zeitvariierenden Faktorladungen und die zeitvariierenden Volatilitäten für Griechenland und für den Mittelwert aus allen Ländern des Euroraums. Während die ideosynkratische Volatilität im Falle Griechenlands immer deutlich höher liegt als die Faktorladungen, die zeitweise auch nahe null sind, ist das Verhältnis im Schnitt der Länder des Euroraums zumeist ausgeglichen. Dies bedeutet, dass der gemeinsame Faktor in Griechenland nahezu keinen Erklärungsgehalt hat, während er für die Euroraumländer ähnlich viel erklärt wie die Ideosynkratie. Ferner ist zu sehen, dass für die Euroraumländer im Mittel die Relation zwischen Ideosynkratie und Faktorladungen in der Zeit nahezu unverändert geblieben ist.

Abbildung K1-1:

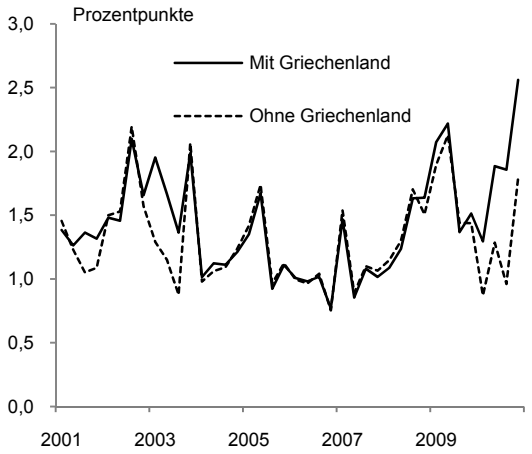
Griechenland und der konjunkturelle Gleichlauf im Euroraum 2000–2010



Quartalsdaten: Preis-, kalender- und saisonbereinigt.
VolaGr: Volatilität der ideosynkratischen Komponenten des griechischen BIP. FaktorGr: Einfluss des gemeinsamen Faktors auf das griechische BIP. VolaEA: Mittelwert der Volatilitäten der ideosynkratischen Komponenten über die betrachteten Länder des Euroraums. Faktor EA: Mittlerer Einfluss des gemeinsamen Faktors auf das BIP der betrachteten Länder des Euroraums.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen.

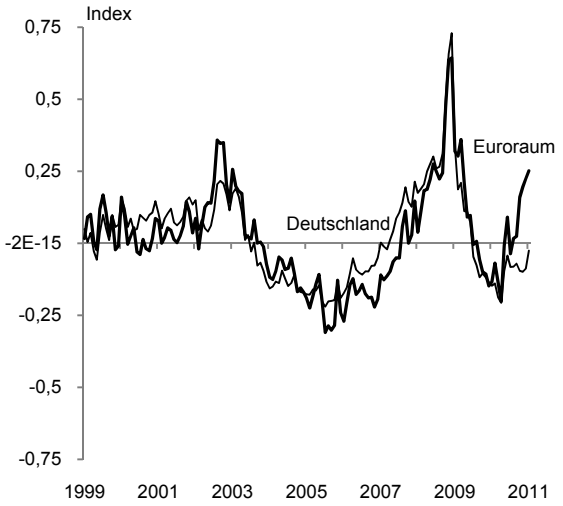
Abbildung 5:
Standardabweichung der Vorjahresvergleiche im Euroraum 2001–2010



Quartalsdaten. Die Standardabweichung wird für die Vorjahresvergleiche des Bruttoinlandsprodukts der folgenden Länder berechnet: Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien, Niederlande, Belgien, Österreich, Finnland, Griechenland,Portugal, Irland.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen;* eigene Berechnungen.

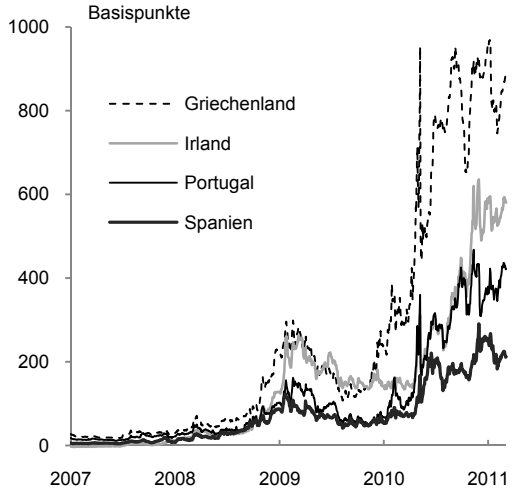
Abbildung 6:
Finanzmarktstressindikator 1999–2010



Monatsdaten.

Quelle: EZB, *Monatsbericht*; Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht*; Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen.

Abbildung 7:
Renditedifferenzen ausgewählter Staatsanleihen im Euroraum 2007–2011



Tagesdaten; Differenzen zu Renditen deutscher Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

Geldpolitik vor der Zinswende

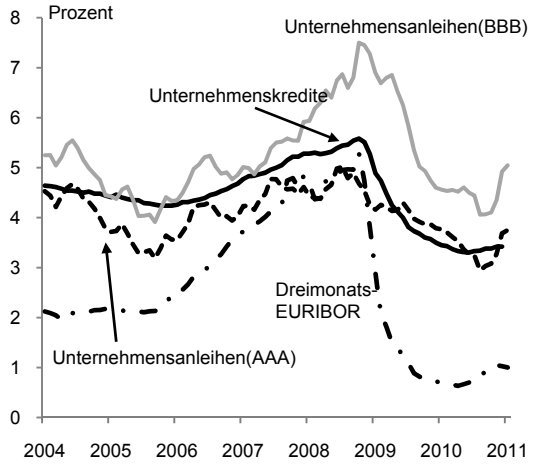
Die monetären Rahmenbedingungen haben sich in den vergangenen Monaten uneinheitlich entwickelt. Der von uns berechnete Finanzmarktstressindikator ist jüngst weiter gestiegen (Abbildung 6). Maßgeblich für die Zunahme sind die gestiegenen Zinsaufschläge für Anleihen der Peripherieländer (Abbildung 7) sowie die gestiegenen Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen mittlerer Bonität. Für eine Verbesserung des monetären Umfeldes sprechen vor allem die Umfragen unter Banken, wonach diese ihre Kreditvergabekonditionen etwas gelockert haben.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat den Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte bei 1 Prozent belassen und führt die Offenmarktgeschäfte nach wie vor als „Festzinstender“ mit unbegrenzter Zuteilung durch. Zentralbankgeld wird wieder vermehrt durch die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte und weniger durch längerfristige Refinanzierung zugeteilt; die sechs- und zwölfmonatigen Tender sind inzwischen ausgelaufen, bis Ende Juni werden nur noch dreimonatige Refinanzierungsge-

schäfte angeboten. Der Ankauf von Wertpapieren, den die EZB im Dezember und Januar vorübergehend verstärkt durchführte, wurde im Februar wieder zurückgefahren. Insgesamt hat die EZB im Rahmen des „Programms für die Wertpapiermärkte“ Staatsanleihen im Wert von 77,5 Mrd. Euro erworben. Die daraus entstandene Liquidität wurde durch Feinsteuerungsoperationen sterilisiert. Insgesamt führt die EZB allmählich ihre unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen zurück.

Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen haben sich zuletzt etwas verschlechtert. Die Zinsen für Unternehmensanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit sind leicht gestiegen (Abbildung 8). Die Zinsdifferenz zwischen Anleihen mittlerer (BBB) und höchster (AAA) Güte nahm wieder leicht zu. Damit erhöhte sich die Verzinsung risikobehafteter Anlageformen überproportional. Auch die durchschnittlichen Zinsen für bestehende Unternehmenskredite sind im vierten Quartal geringfügig gestiegen; für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften lagen sie im Dezember bei 3,4 Prozent. Die Zinsen für Neukredite erhöhten sich ebenfalls etwas. Insgesamt haben die Finanzierungskosten der Unternehmen im Euroraum gegenüber dem Sommerhalbjahr also leicht zugenommen.

Abbildung 8:
Nominalzinsen 2004–2011

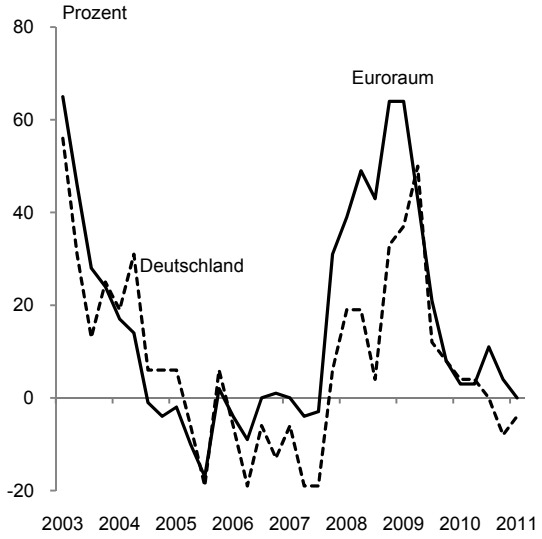


Monatsdaten; Unternehmenskredite: Zinssatz für Kredite an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften; Unternehmensanleihen: mit einer Laufzeit von 10 Jahren.

Quelle: EZB, *MFI-Zinsstatistik*; Reuters.

Der *Bank Lending Survey* der EZB deutet auf eine leichte Lockerung der Kreditvergabestandards hin. Im vierten Quartal 2010 sank per Saldo der prozentuale Anteil der Banken, die eine Verschärfung bzw. Lockerung der Richtlinien für die Vergabe der Kredite an Unternehmen berichten von 4 Prozent auf 0 Prozent (Abbildung 9). Die Richtlinien für kleine und mittlere Unternehmen wurden geringfügig verschärft.

Abbildung 9:
Kreditvergabekonditionen 2003–2011



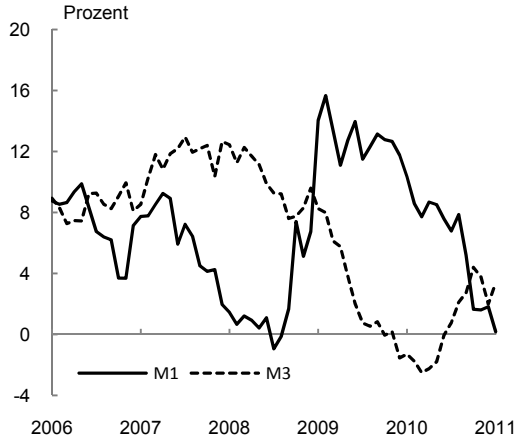
Quartalsdaten; Saldo des Anteils der Banken, welche eine Anhebung der Standards angeben, und Banken, die über eine Lockerung berichten.

Quelle: EZB, *Monatsbericht*; Deutsche Bundesbank, *Bank Lending Survey*.

Die reale Geldmenge M1, die nach der Finanzkrise kräftig zugelegt hatte, stieg zuletzt kaum noch (Abbildung 10). Allgemein gilt diese Größe als ein guter Frühindikator mit etwa einem Jahr Vorlauf zur gesamtwirtschaftlichen Produktion (Dovern et al. 2008). Somit kann die deutliche Abschwächung am aktuellen Rand zwar durchaus als ein Signal für eine mögliche konjunkturelle Abflachung gewertet werden. Jedoch ist die Entwicklung auch vor dem Hintergrund zu sehen, dass sich M1 im Zuge der Finanzkrise maßgeblich aus dem Vorsichts-

motiv und nicht über eine Ausweitung der Transaktionskasse stark erhöht hatte. So dürfte die aktuelle Schwäche von M1 zum Teil auch eine Normalisierung des überaus hohen Geldmengenniveaus darstellen. Die Erholung der breiter gefassten Geldmenge M3 setzte sich in den vergangenen Wochen fort.

Abbildung 10:
Reale Geldmengen 2006–2011



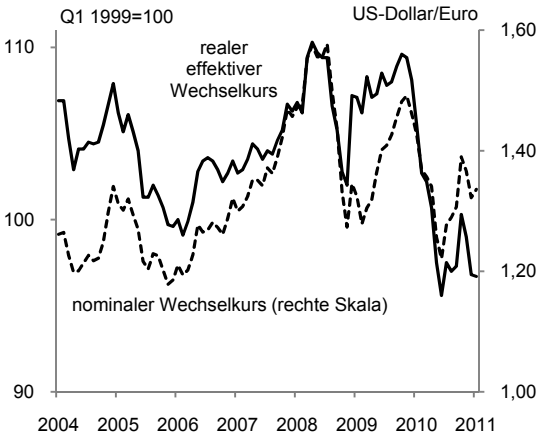
Monatsdaten; annualisierter Halbjahresvergleich.

Quelle: EZB, *Monatsbericht*; eigene Berechnungen.

Aufgrund der leichten Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar gegen Ende des Jahres haben sich die außenwirtschaftlichen monetären Rahmenbedingungen etwas verbessert (Abbildung 11). Real effektiv wertete der Euro gegen Ende des Jahres 2010 noch etwas stärker ab. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit europäischer Unternehmen verbesserte sich in den vergangenen Monaten etwas.

Für den Prognosezeitraum erwarten wir eine Straffung der Geldpolitik. Die EZB dürfte den Hauptrefinanzierungssatz in der ersten Jahreshälfte bei 1 Prozent belassen. Sie hat angekündigt bis in den Sommer hinein jede beliebige Liquidität bereitzustellen. Wir erwarten, dass die EZB zunächst die Umstellung zum Zinstenderverfahren voranbringen wird. Im dritten Quartal dürfte sie damit beginnen, den Hauptrefinanzierungssatz zu erhöhen. Zum einen weisen die Markterwartungen auf eine Zinsanhebung in diesem Jahr hin; die Terminzinsen

Abbildung 11:
Wechselkurse 2004–2011



Monatsdaten; realer effektiver Wechselkurs: gegenüber 44 Ländern auf Basis von Verbraucherpreisen.

Quelle: EZB, *Monatsbericht*.

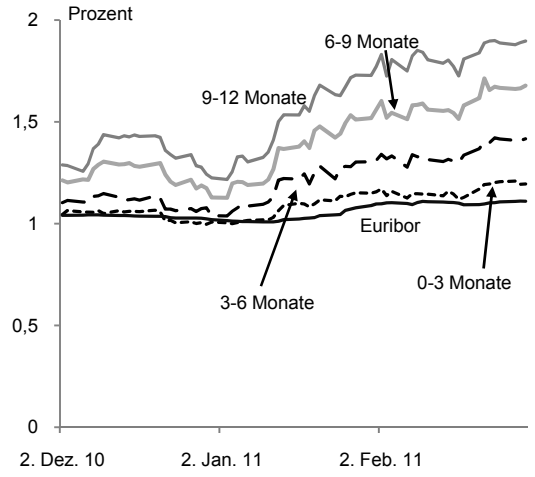
für unbesichertes Dreimonatsgeld sind seit Jahresbeginn deutlich gestiegen (Abbildung 12). Zum anderen deutet auch unsere empirische Zinsreaktionsfunktion der EZB darauf hin (Abbildung 13).[2]

Höhere Zinsen sind demnach zu erwarten, obwohl sich die Inflation bis zum Ende des Prognosezeitraums wieder abschwächen und mit Raten unter 2 Prozent niedrig bleiben dürfte und die Produktion in den kommenden beiden Jahren wohl unterhalb des Produktionspotentials liegen wird. Das liegt daran, dass das gegenwärtige Zinsniveau so extrem niedrig ist. Das gleichgewichtige Zinsniveau, bei dem die Inflationsrate knapp 2 Prozent betragen würde und die Produktionslücke geschlossen wäre, dürfte jedoch bei rund 4 Prozent liegen.

Zinserhöhungen wären also vor allem als eine Normalisierung des geldpolitischen Kurses zu interpretieren und werden nicht restriktiv

[2] Die Reaktionsfunktion ist eine geschätzte Taylorregel, bei der als Nichtlinearität eine Untergrenze von 1 Prozent für den Dreimonatszins eingeführt wurde. Als erklärende Variable gehen neben der Produktionslücke und den Inflationserwartungen auch eine Zinsglättungsvariable mit in die Schätzung ein.

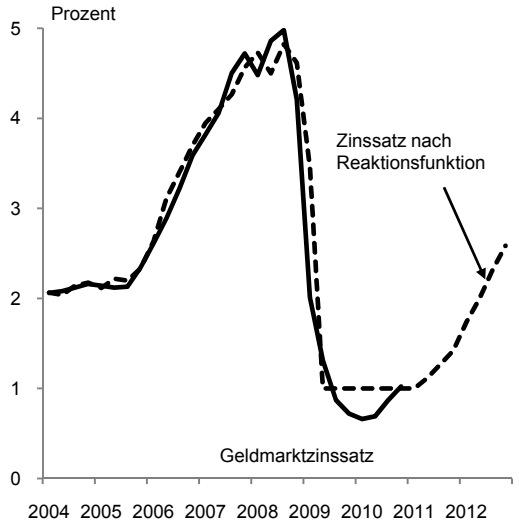
Abbildung 12:
Terminzinsen 2011–2012



Tagesdaten; Terminzinsen für besichertes Dreimonatsgeld (Euribor) nach Laufzeiten.

Quelle: EZB, *Monatsbericht*; Thomson Reuters.

Abbildung 13:
Geldmarktzinsen im Euroraum 2004–2012



Quartalsdaten; Prognose ab dem 1. Quartal 2011 auf Basis einer Reaktionsfunktion mit Untergrenze für die EZB; Geldmarktzins: Dreimonatseuribor.

Quelle: EZB, *Monatsbericht*; eigene Berechnungen.

wirken, sondern müssen vielmehr als eine weniger expansiv ausgerichtete Geldpolitik ausgelegt werden. Ende des Jahres 2012 dürfte der Hauptrefinanzierungssatz bei 2,5 Prozent liegen; auch dann wird die Geldpolitik noch expansiv wirken.

Lohnanstieg beschleunigt sich leicht

Die Lohndynamik im Euroraum hat im Verlauf des vergangenen Jahres weiter abgenommen. Sowohl die Zuwachsrate der Tarifverdienste als auch die der Arbeitskosten pro Stunde sind wie im Vorjahr stark gesunken. Im dritten Quartal 2010 – aktuellere Daten liegen noch nicht vor – erreichten sie mit 1,4 Prozent bzw. 0,8 Prozent gegenüber Vorjahr die niedrigsten Werte seit Bestehen der gemeinsamen Währung. Die Steigerungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer ist hingegen nicht nennenswert unter das Niveau von 2009 gesunken und lag zuletzt bei 1,5 Prozent. Am aktuellen Rand spielte hierbei der Anstieg der Lohnnebenkosten wohl eine bedeutendere Rolle als der der Löhne und Gehälter (EZB 2011: 57). In der Branchenbetrachtung ist auffällig, dass sich die Zuwächse des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer in der Industrie im Jahresverlauf 2010 kräftig erhöht haben und zuletzt bei rund 3,5 Prozent lagen. Hierfür dürfte in erster Linie der deutliche Anstieg der geleisteten Arbeitsstunden verantwortlich gewesen sein. Im Baugewerbe und im Dienstleistungssektor wurden hingegen lediglich Raten von rund 1,8 bzw. 1 Prozent verzeichnet.

In diesem Jahr bleibt der Lohnanstieg außerordentlich gering, nicht zuletzt weil die Länder der Peripherie, die derzeit einen schmerzhaften Anpassungsprozess durchlaufen, sehr niedrige Lohnzuwachsraten verzeichnen dürften; in Portugal und Griechenland werden die Löhne wohl sogar zurückgehen (Tabelle 1). Im nächsten Jahr dürfte der Lohnanstieg in fast allen Ländern etwas an Fahrt gewinnen, wobei die Lohndynamik in Deutschland insbesondere im nächsten Jahr höher ausfallen wird als im übrigen Euroraum. Die Arbeitsproduktivität im Euroraum dürfte im Prognosezeitraum nur verhalten steigen (Tabelle 2). Vor diesem Hinter-

grund steigen die Lohnstückkosten nach ihrem Rückgang im vergangenen Jahr in diesem Jahr nur geringfügig, im nächsten Jahr etwas stärker.

Tabelle 1:
Arbeitskosten und Produktivität im Euroraum 2009–2012

	2009	2010	2011	2012
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer				
Euroraum	1,9	1,8	1,3	2,1
Euroraum ohne Deutschland	2,5	1,6	1,3	1,7
Arbeitsproduktivität				
Euroraum	–2,1	2,4	1,1	0,7
Euroraum ohne Deutschland	–1,2	2,2	0,9	0,7
Lohnstückkosten				
Euroraum	4,0	–0,7	0,1	1,4
Euroraum ohne Deutschland	3,7	–0,6	0,3	1,0

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent).

Quelle: EZB, *Monatsbericht*; 2011 und 2012: Prognose des IfW.

Tabelle 2:
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Euroraum 2009–2012

	2009	2010	2011	2012
Deutschland	0,3	2,2	1,4	3,3
Frankreich	1,6	2,0	1,5	1,9
Italien	2,1	2,3	1,3	1,7
Spanien	4,1	1,0	0,5	1,1
Niederlande	2,2	1,7	2,4	2,3
Portugal	3,6	1,7	–1,4	0,8
Österreich	2,3	1,6	2,4	2,1
Belgien	1,8	1,5	2,5	2,4
Griechenland	2,3	–1,8	–0,3	0,1
Slowakei	4,8	3,2	3,7	4,3
Finnland	5,1	2,4	2,2	2,5
Irland	0,0	–1,9	0,6	0,2
Luxemburg	1,8	2,2	2,1	2,8
Slowenien	1,6	3,1	2,9	3,3
Zypern	5,2	2,7	3,0	3,3
Malta	2,3	0,6	1,8	2,8
Estland	–3,3	0,0	2,1	3,7
Euroraum	1,9	1,8	1,3	2,1
Euroraum ohne Deutschland	2,5	1,6	1,3	1,7

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent).

Quelle: Europäische Kommission, *European Economic Forecast*; eigene Berechnungen; 2011 und 2012: Prognose des IfW.

Finanzpolitik weiter vor großen Herausforderungen

Die Lage an den Märkten für Staatsanleihen hat sich jüngst wieder zugespitzt. Die Risikoprämien für Griechenland und Irland sind auf einem so hohen Niveau, dass sich daraus die Erwartungen eines bevorstehenden Schuldenschnitts ermessen lassen. Die Konsolidierungsmaßnahmen in Griechenland erfolgen zwar weitestgehend plangemäß. Allerdings wurde das Defizitziel aus dem Rettungsplan von Europäischer Kommission und IWF verfehlt, da sich die Konjunktur schlechter als vorgesehen entwickelte (Europäische Kommission 2011).[3] Die Risikoaufschläge für spanische Staatsanleihen sind vorübergehend merklich gesunken. Die Konsolidierungsbemühungen der spanischen Regierung haben Wirkung gezeigt, ohne das Land in eine tiefe Rezession zu stürzen. Aber auch der spanische Staat ist noch weit davon entfernt die für eine Stabilisierung des Schuldenstandes notwendigen Primärüberschüsse zu erzielen. Da außerdem die großen Risiken im spanischen Bankensektor, deren Eintritt ein finanzielles Engagement des Staates erfordern würde, in das Bewusstsein der Anleger getreten sind, kam es in den vergangenen Wochen wieder zu einem Anstieg der Risikoaufschläge.

Um den Umfang der noch ausstehenden Konsolidierung abzuschätzen, haben wir die Primärsalden, die bei gegebener Differenz zwischen nominalen Zuwachs des Bruttoinlandsprodukt und der durchschnittlichen Verzinsung der Staatsschuld (Zins-Wachstums-Differenz) notwendig sind, um den Schuldenstand zu stabilisieren, den tatsächlichen Primärsalden gegenübergestellt. Zieht man dazu die von der Europäischen Kommission für das Jahr 2012 prognostizierten Schuldenstände und konjunkturell bereinigten Primärsalden heran, zeigt sich, dass insbesondere Irland vor großen

[3] Zu den Gefahren der Kommunikation eines Defizitziels in Relation zum Bruttoinlandsprodukt siehe Boysen-Hogrefe (2010a).

Tabelle 3:
Konjunkturbereinigte Primärsalden zur Stabilisierung des Schuldenstands

	Schuldenstand 2012	Primärsaldo 2012	Notwendiger Primärsaldo bei einer Zins-Wachstums-Differenz von:		
			1 Prozentpunkt	4 Prozentpunkten	7 Prozentpunkten
Deutschland	75,2	1,1	0,7	2,9	5,1
Frankreich	89,8	–1,5	0,9	3,5	6,1
Italien	119,9	1,6	1,2	4,6	8,1
Spanien	73,0	–2,0	0,7	2,8	4,9
Niederlande	67,3	0,9	0,7	2,6	4,6
Belgien	102,1	–0,5	1,0	3,9	6,9
Österreich	73,3	–0,1	0,7	2,8	5,0
Griechenland	156,0	2,6	1,5	6,0	10,6
Finnland	53,0	2,2	0,5	2,0	3,6
Portugal	92,4	–0,3	0,9	3,6	6,2
Irland	114,3	–4,6	1,1	4,4	7,7
Slowakei	47,4	–3,0	0,5	1,8	3,2
Slowenien	47,6	–2,0	0,5	1,8	3,2
Luxemburg	20,9	1,1	0,2	0,8	1,4
Estland	11,7	–2,0	0,1	0,5	0,8
Zypern	68,4	–3,0	0,7	2,6	4,6
Malta	70,9	–0,4	0,7	2,7	4,8
Euroraum	87,8	0,0	0,8	3,4	5,9

Primärsaldo 2012 und Schuldenstand 2012: Prognose der Europäischen Kommission. Zins-Wachstums-Differenz zwische durchschnittlicher Verzinsung der Staatsschuld und Zuwachs des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Europäische Kommission (2010); eigene Berechnungen.

Herausforderungen steht (Tabelle 3).[4] Selbst wenn man eine Zins-Wachstums-Differenz von 1 Prozentpunkt unterstellt, was aus heutiger Sicht sehr optimistisch ist, weicht der prognostizierte Primärsaldo von -4,6 Prozent immens vom Primärsaldo ab, der notwendig ist, um den Schuldenstand zu stabilisieren (1,1 Prozent). Die Konsolidierungsaufgabe Irlands ist nur zu bewältigen, wenn das Land wieder auf einen steilen Wachstumspfad einschwenkt und die Finanzmärkte mittelfristig das Vertrauen in die irische Finanzpolitik wiedergewinnen.[5] Wenn der freie Fall der griechischen Wirtschaft im laufenden Jahr gestoppt wird, sind die Aussichten hier sogar besser als in Irland, da die Konsolidierungsbemühungen bereits weiter fortgeschritten sind. Stellen sich die den Prognosen der Europäischen Kommission zugrunde liegenden Potentialannahmen als zutreffend heraus, dürften merkliche Primärüberschüsse in den öffentlichen Haushalten erzielt werden, die allerdings nur dann zu einer Stabilisierung und sogar einen Abbau des Schuldenstandes führen, wenn sich die Risikoaufschläge auf griechische Staatsanleihen stark zurückbilden. Bei einer Zins-Wachstums-Differenz von 7 Prozentpunkten müssten 8 Prozentpunkte gut gemacht werden, um den notwendigen Primärsaldo zu erzielen. Angesichts der hohen Zinslasten, die Griechenland zu tragen hat, dürfte ein positiver Vertrauensumschwung auf Jahre hinaus unwahrscheinlich sein. Anders gesagt, solange die Märkte einen Schuldenschnitt erwarten, ist dieser sehr wahrscheinlich. Neben den Ländern, die im Mittelpunkt der Schuldenkrise stehen, haben auch andere Länder des Euroraums, wie Frankreich und Belgien, noch erhebliche Konsolidierungsaufgaben vor sich. Nach der Prognose der Europäischen Kommission werden beide Länder konjunkturbereinigt noch 2012 negative Primärsalden aufweisen und dies bei Schuldenständen von rund 90 bzw.

[4] Die Prognosen der Europäischen Kommission vom Herbst 2010 berücksichtigen ausschließlich die zu jenem Zeitpunkt bekannten Konsolidierungsmaßnahmen. Wir gehen in unserer Prognose davon aus, dass in einigen Ländern darüber hinausgehende Maßnahmen ergriffen werden.

[5] Noch zu Beginn der Immobilienkrise in Irland 2007 rentierten irische Staatsanleihen niedriger als deutsche Staatsanleihen.

100 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Insgesamt wird die Finanzpolitik im laufenden und im kommenden Jahr spürbar restriktiv ausgerichtet sein. Die Konjunkturprogramme sind weitestgehend ausgelaufen und in vielen Ländern des Euroraums werden bereits Konsolidierungsmaßnahmen durchgeführt, um dem krisenbedingten Anschwellen der Schuldenstände entgegenzuwirken. Im Jahr 2011 dürfte das Budgetdefizit bei 4,6 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt liegen. Im kommenden Jahr dürfte es dann auf 3,9 Prozent sinken (Tabelle 4).

Tabelle 4:
Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2009–2012

	2009	2010	2011	2012
Deutschland	–3,0	–3,3	–2,5	–1,8
Frankreich	–7,5	–7,6	–6,2	–5,7
Italien	–5,3	–5,4	–4,4	–3,6
Spanien	–11,1	–9,4	–6,4	–5,5
Niederlande	–5,4	–5,6	–3,6	–2,9
Belgien	–6,0	–4,8	–4,4	–4,2
Österreich	–3,5	–4,4	–3,4	–3,0
Griechenland	–15,4	–9,6	–7,7	–6,8
Irland	–14,4	–32,5	–10,3	–8,5
Finnland	–2,5	–4,0	–1,1	–1,3
Portugal	–9,3	–7,9	–4,9	–4,4
Slowakei	–7,9	–5,8	–5,3	–5,2
Luxemburg	–0,7	–4,2	–1,2	–1,7
Slowenien	–5,8	–6,8	–4,9	–4,6
Estland	–1,7	–1,0	–1,9	–2,3
Malta	–3,8	–3,7	–3,0	–2,9
Zypern	–6,0	–6,0	–5,7	–5,0
Euroraum	–6,3	–6,4	–4,6	–3,9
Euroraum ohne Deutschland	–7,4	–7,5	–5,3	–4,7

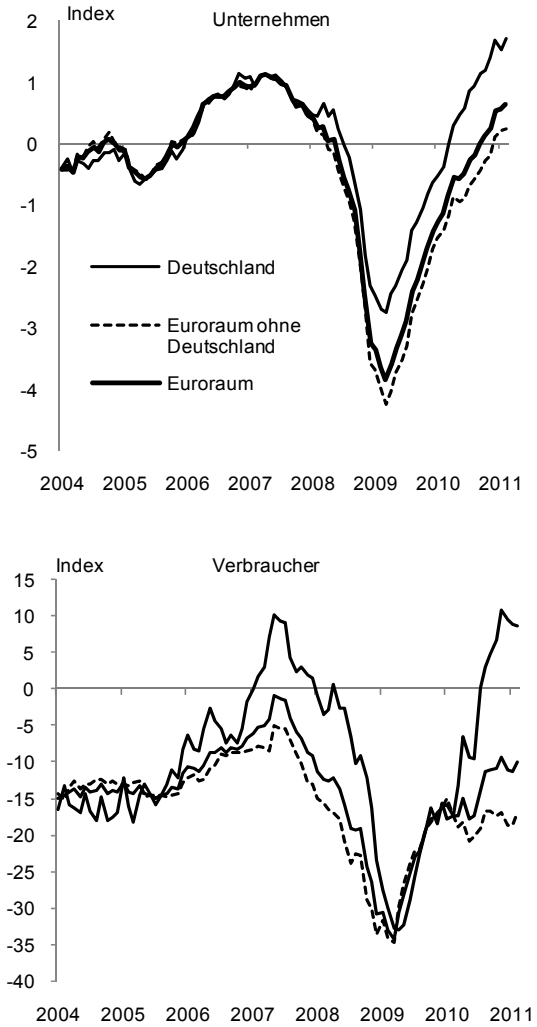
Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; 2011 und 2012: Prognose des IfW.

Ausblick: Moderate Erholung setzt sich fort

Die Konjunktur im Euroraum ist zu Beginn dieses Jahres aufwärtsgerichtet. Die Stimmung der Unternehmen hat sich zuletzt weiter verbessert (Abbildung 14) und die Auftragseingänge der Industrie sind spürbar gestiegen. Für eine merkliche Expansion spricht auch der EUROFRAME-Indikator (Abbildung 15). Die Stimmung der Konsumenten hat sich jüngst ebenfalls aufgehellt, auch wenn sie insbesondere im Euroraum ohne Deutschland weiterhin verhalten ist. Wesentliche Impulsgeber der positiven gesamtwirtschaftlichen Expansion im ersten Halbjahr dürften dank der kräftigen Weltkonjunktur der Export sowie aufgrund der günstigen Finanzierungskonditionen die privaten Anlageinvestitionen sein. Wegen der geringen

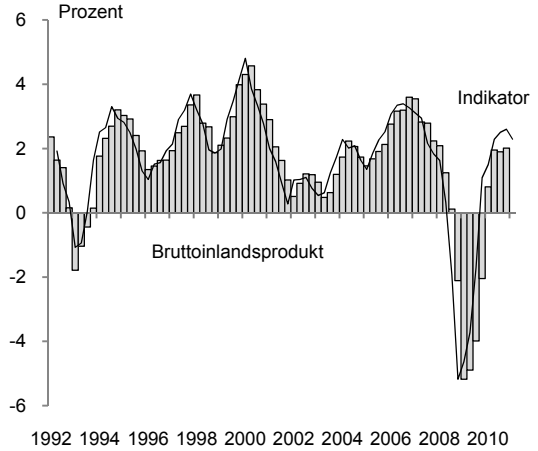
Abbildung 14:
Stimmungsindikatoren 2004–2011



Monatsdaten; saisonbereinigt.

Quelle: Europäische Kommission, *Business and Consumer Survey*; eigene Berechnungen.

Abbildung 15:
EUROFRAME-Indikator und Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 1992–2011



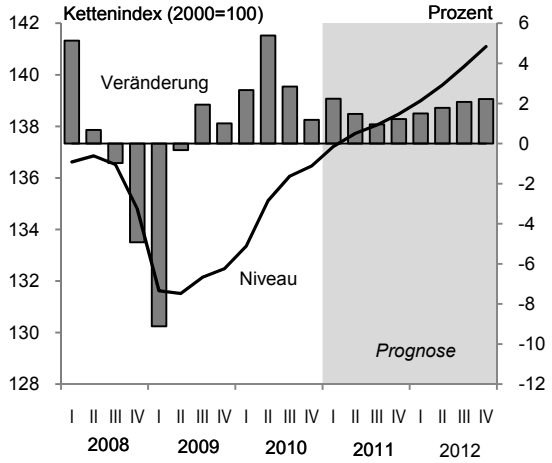
Quartalsdaten; Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; EUROFRAME.

Besserung am Arbeitsmarkt und steigender Steuer- und Abgabenlasten sowie stark gestiegener Energiepreise dürfte der private Konsum kaum zur Nachfrageausweitung beitragen. Erst gegen Ende des Prognosezeitraums, wenn sich die Situation an den Arbeitsmärkten etwas entspannt haben wird, dürften von dieser Seite merkliche Impulse ausgehen. Spürbar dämpfend werden im gesamten Prognosezeitraum angesichts der großen Konsolidierungszwänge der öffentlichen Haushalte wohl der öffentliche Konsum und die öffentlichen Investitionen wirken. Besonders gravierend wird sich dies in den Ländern der Peripherie auswirken. Portugal dürfte nach dem Produktionsrückgang im letzten Quartal des vergangenen Jahres zunächst in der Rezession verharren, und die griechische Wirtschaft wird vermutlich erst gegen Ende des laufenden Jahres wieder expandieren. Neben der stark restriktiv ausgerichteten Finanzpolitik wird der Konjunkturausblick in allen Ländern der Peripherie von der Schwäche des Bankensektors beeinträchtigt. Im Euroraum insgesamt hat sich zwar die Lage der Banken stabilisiert, in den Ländern der Peripherie besteht aber das erhöhte Risiko von Zusammenbrüchen größerer Banken fort. Für die Prognose nehmen wir aber nicht an, dass es zu einem solchen Fall kommt.

In der zweiten Jahreshälfte rechnen wir wegen insbesondere wegen der immensen Konsolidierungsleistung der öffentlichen Haushalte mit einer Abflachung, so dass wir für den Euroraum im Jahresdurchschnitt einen Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts von 1,7 Prozent erwarten (Abbildung 16). Für den Euroraum ohne Deutschland dürfte der Zuwachs mit 1,2 Prozent merklich geringer ausfallen, insbesondere weil hier die Konsolidierung weitaus ausgeprägter ist (Tabelle 5). Im kommenden Jahr dürfte dann wieder eine moderate Beschleunigung, getragen vom privaten Konsum wie den privaten Investitionen, einsetzen, die auch die Länder der Peripherie erfassen dürfte, so dass wir insgesamt mit einem Anstieg der Produktion von 1,5 Prozent im Euroraum und 1,4 Prozent im Euroraum ohne Deutschland rechnen (Tabelle 6). Bei dieser Produktionsentwicklung wird Ende 2012 das Vorkrisenniveau im Euroraum ohne Deutschland noch nicht wieder erreicht sein (Abbildung 17).

Abbildung 16:
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2008–2012



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; Prognose des IfW.

Tabelle 5:
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum ohne Deutschland 2010–2012

	2010				2011				2012				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2010	2011	2012
Bruttoinlandsprodukt	1,2	2,2	0,8	1,0	2,0	0,8	0,6	1,0	1,4	1,8	2,2	2,4	1,0	1,2	1,4
Inlandsnachfrage	0,6	1,7	0,0	0,4	1,5	0,6	0,0	0,8	1,5	2,0	2,6	2,9	0,3	0,7	1,4
Privater Verbrauch	1,6	0,2	0,1	2,0	0,8	0,4	0,8	0,8	1,2	1,6	2,0	2,0	0,9	0,8	1,3
Staatsverbrauch	–2,4	2,3	0,3	–0,1	–0,4	–0,6	–0,6	0,0	0,0	0,4	0,8	0,8	0,2	–0,1	0,1
Anlageinvestitionen	–2,7	3,9	–2,8	–1,8	5,3	3,2	2,4	3,6	3,6	4,5	5,7	6,1	–2,9	2,0	4,0
Vorratsänderungen	0,7	0,2	0,4	–0,4	0,1	–0,1	–0,8	–0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	–0,1	–0,1
Außenbeitrag	0,6	0,5	0,9	0,7	0,5	0,2	0,6	0,3	–0,1	–0,2	–0,3	–0,5	0,7	0,5	0,0
Exporte	12,9	12,8	8,2	6,3	5,7	4,5	4,1	3,2	3,2	3,2	4,1	4,1	9,3	5,9	3,6
Importe	11,1	11,4	5,8	4,6	4,5	4,1	2,6	2,6	3,4	3,6	4,9	5,3	7,3	4,6	3,6

Bruttoinlandsprodukt: kalender-, preis- und saisonbereinigt; Quartalswerte: Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — Vorratsveränderung, Außenbeitrag: Beitrag zur Veränderungsrate des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; 2011 I bis 2012 IV und Jahresdurchschnitt 2011 und 2012: Prognose des IfW.

Tabelle 6:
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2010–2012

	2010				2011				2012				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2010	2011	2012
Bruttoinlandsprodukt	1,6	4,0	1,4	1,1	2,2	1,5	1,0	1,2	1,5	1,8	2,1	2,2	1,7	1,7	1,5
Inlandsnachfrage	2,3	3,4	0,0	–0,2	1,8	1,7	0,7	1,2	1,7	2,0	2,3	2,6	0,8	1,1	1,7
Privater Verbrauch	1,4	0,7	0,6	1,7	0,8	0,5	0,8	0,9	1,2	1,4	1,7	1,7	0,7	0,9	1,2
Staatsverbrauch	–0,1	0,7	1,6	0,4	–0,4	–0,2	0,2	0,3	–0,1	0,5	1,3	0,9	0,7	0,2	0,4
Anlageinvestitionen	–0,6	8,6	–0,6	–2,4	5,2	7,0	4,2	4,6	4,2	4,6	5,4	5,6	–0,8	3,4	4,8
Vorratsänderungen	1,6	1,1	–0,6	–0,8	0,3	0,1	–0,6	–0,3	0,2	0,1	–0,1	0,2	0,4	–0,1	–0,1
Außenbeitrag	–0,7	0,7	1,3	1,3	0,5	–0,2	0,3	0,1	–0,2	–0,2	–0,2	–0,3	0,8	0,6	–0,1
Exporte	11,8	18,9	9,1	7,5	6,8	5,5	5,5	4,5	4,3	4,3	5,1	5,1	10,6	7,3	4,7
Importe	14,5	17,7	5,7	4,4	5,8	6,2	5,1	4,6	4,8	4,9	5,7	6,0	8,7	6,1	5,1

Bruttoinlandsprodukt: preis- und saisonbereinigt; Quartalswerte: Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — Vorratsveränderung, Außenbeitrag: Beitrag zur Veränderungsrate des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; 2011 I bis 2011 IV und Jahresdurchschnitt 2011 und 2012: Prognose des IfW.

Die Belebung am Arbeitsmarkt dürfte sich angesichts des insgesamt moderaten konjunkturellen Tempos geringfügig vorankommen. Wir rechnen zwar mit einem Beschäftigungsaufbau über den gesamten Prognosehorizont, doch dürfte er nicht stark genug sein, um die Arbeitslosigkeit rasch abzubauen. Wir rechnen für das laufende Jahr mit einer Arbeitslosenquote von 9,9 Prozent für den Euroraum und von 11,1 Prozent für den Euroraum ohne Deutschland. Im kommenden Jahr dürfte die Arbeitslosenquote im Euroraum auf 9,5 Prozent und im Euroraum ohne Deutschland auf 10,8 Prozent sinken (Tabelle 7).

Die Inflation beschleunigt sich insbesondere wegen stark gestiegener Preise für Energierohstoffe zunächst weiter. Aufgrund von Basiseffekten vorheriger Energie- und Lebensmittelpreisanstiege sowie der Erhöhungen von Verbrauchssteuern dürfte der jahresdurchschnittliche Preisauftrieb im laufenden Jahr mit rund 2 Prozent geringer ausfallen als die Inflations

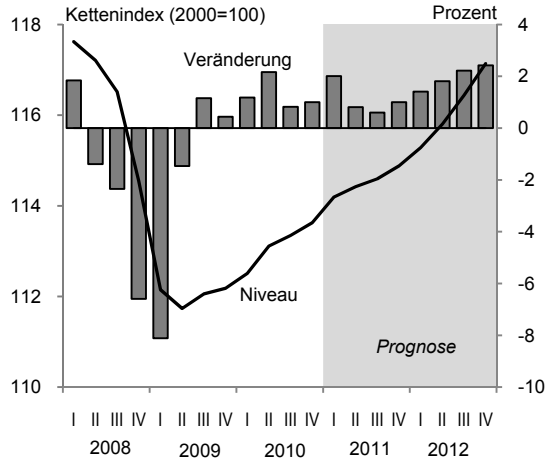
Tabelle 7:
Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2010–2012

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Deutschland	26,7	3,6	2,8	1,6	1,2	2,3	2,0	6,8	6,5	6,1
Frankreich	21,3	1,6	1,7	1,5	1,7	1,9	1,5	9,7	9,4	9,1
Italien	17,0	1,0	1,0	1,2	1,6	1,9	1,4	8,4	8,4	8,3
Spanien	11,7	–0,2	0,6	1,1	2,0	2,1	0,6	20,1	20,1	19,0
Niederlande	6,4	1,7	2,1	1,6	0,9	2,0	1,7	4,5	4,3	4,2
Belgien	3,8	2,1	2,0	1,4	2,3	2,7	1,4	8,3	8,5	8,4
Österreich	3,1	1,9	2,1	1,6	1,7	2,4	1,9	4,4	4,3	4,1
Griechenland	2,6	–4,5	–3,3	0,9	4,7	2,2	–0,3	12,5	15,1	15,1
Finnland	1,9	3,1	4,0	2,0	1,7	3,1	2,1	8,4	7,6	7,0
Portugal	1,9	1,4	–1,0	0,8	1,4	3,0	1,0	11,0	11,4	11,5
Irland	1,8	0,2	1,0	1,5	–1,6	0,7	0,9	13,5	13,3	12,9
Slowakei	0,7	4,1	3,0	3,4	0,7	2,8	2,2	14,5	14,2	13,6
Luxemburg	0,4	3,1	3,0	2,2	2,8	3,1	2,1	4,7	4,7	4,5
Slowenien	0,4	1,2	3,0	2,5	2,1	2,3	2,0	7,2	7,0	6,3
Estland	0,2	2,8	4,5	4,0	2,7	5,0	4,0	16,9	15,0	13,3
Zypern	0,2	0,5	1,6	2,3	2,6	2,8	1,9	6,8	6,5	5,8
Malta	0,1	3,0	2,1	2,1	2,0	3,2	2,0	6,7	6,6	6,5
Euroraum	100,0	1,7	1,7	1,5	1,6	2,1	1,5	10,0	9,9	9,5
Euroraum ohne Deutschland	73,3	1,0	1,2	1,4	1,7	2,1	1,3	11,2	11,1	10,8

Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2009 (Prozent). — Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent), harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — Arbeitslosenquote: standardisiert nach dem ILO-Konzept (Prozent), Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2009.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; 2011 und 2012: Prognose des IfW.

Abbildung 17:
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland 2007–2011



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; Prognose des IfW.

rate im Februar 2011. Zeitgleich dürfte die zugrundeliegende Inflation, die anhand der Kernrate gemessen werden kann, im Verlauf leicht anziehen, so dass wir für das kommende Jahr eine Inflationsrate von 1,5 Prozent erwarten. Für den Euroraum ohne Deutschland werden die Inflationsraten genau wie für den gesamten Euroraum im Jahr 2011 wohl bei 2,1 Prozent und im Jahr 2012 etwas niedriger bei 1,3 Prozent liegen.

Zum Pakt für Wettbewerbsfähigkeit

Der Europäische Rat hat am 4. Februar 2011 die Absicht bekundet, einen Pakt für Wettbewerbsfähigkeit für den Euroraum ins Leben zu rufen. Dieser soll zu einer stärkeren Konvergenz und einer Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums insgesamt führen. Der Hintergrund für die Initiative, die eine stärkeren

Koordinierung der Wirtschaftspolitik innerhalb des Euroraums beinhalten soll, ist, dass der Schuldenkrise im Euroraum starke Veränderungen der Wettbewerbspositionen und der Nettoauslandsverschuldung der Mitgliedsländer vorausgingen (Boysen-Hogrefe et al. 2009, 2010). Von verschiedenen Kommentatoren wird hier ein kausales Verhältnis angenommen. Welche konkreten Inhalte der Pakt für Wettbewerbsfähigkeit enthalten soll, steht noch nicht fest.

Eine Arbeitsgruppe um Ratspräsident van Rompuy und Kommissionspräsident Barroso war mit der Ausarbeitung von Vorschlägen beauftragt worden. Ein Papier, das als Zwischenergebnis dieser Arbeitsgruppe gilt, ist derweil an die Öffentlichkeit gelangt (Financial Times 2011). Relativ klare Formulierungen finden sich bezüglich der Finanzpolitik, wonach die Nachhaltigkeit der jeweiligen Rentensysteme fortwährend überprüft werden soll. So sollen die Mitgliedsstaaten verpflichtet werden, bei Verfehlungen Maßnahmen wie die Anhebung des Renteneintrittsalters innerhalb bestimmter Fristen einzuführen.[6] Ferner wird in dem Dokument gefordert, dass die nationalen Finanzpolitiken eine stärkere Regelbindung eingehen sollen. Als Vorbild wird die Schuldenbremse in Deutschland genannt. Andere Möglichkeiten, die Regelbindung umzusetzen, werden aber nicht ausgeschlossen. Einige Vorschläge im Dokument, wie die Förderung von Bildung und Forschung, zielen auf die Stärkung des Wachstums, ohne im Besonderen auf die Situation in der Währungsunion zu rekurrieren.

Die Handlungsempfehlungen, die im engeren Sinne der Wachstums- und Finanzpolitik zugeordnet werden können, ebenso wie der allerdings recht vage gehaltene Vorschlag, das Insolvenzrecht für Banken zu reformieren, sind überwiegend zu begrüßen. Problematisch hingegen erscheint insbesondere zum einen, dass zur Kontrolle der Wettbewerbsfähigkeit ein „Monitoring“ für die Lohnstückkosten eingeführt werden soll, und zum anderen, dass es Bestrebungen zur Vereinheitlichung der Unternehmensbesteuerung gibt.[7] Im Folgenden legen wir dar, warum wir die „Kontrolle“ von Indikatoren wie Lohnstückkosten oder Leistungsbilanzen für ungeeignet halten, Krisen zu verhindern.

Lohnstückkosten

Von vielen Beobachtern wird eine Koordination der Lohnentwicklung im Euroraum mit dem Hinweis gefordert, dass die Lohnstückkosten in den Ländern der Peripherie in den Jahren vor der Krise deutlich schneller gestiegen sind als in Deutschland. Nach dieser Lesart hätten bei gegebener Produktivitätsentwicklung die Löhne entweder in Deutschland schneller und/oder in den Ländern der Peripherie langsamer zunehmen müssen. Diese Argumentation ist mit gravierenden Problemen behaftet; insbesondere werden Niveaus gänzlich ignoriert.[8]

Gerade wenn die Währungsunion zu einer stärkeren Konvergenz im Niveau führen soll, wäre eine beschleunigte Zunahme der Lohnstückkosten in den Ländern der Peripherie zu erwarten. Käme es wie vielfach gefordert zu gleich hohen Lohnstückkostenzuwächsen, wäre dies gleichbedeutend mit konstanten realen Wechselkursen und eine Konvergenz im Niveau wäre von vorneherein ausgeschlossen. Anders gesagt: Anpassungen von realen Wechselkursen sind in einem Währungsraum mit relativ geringer Arbeitskräftemobilität elementar, um eine Konvergenz zwischen den Ländern zu ermöglichen, aber auch um asymmetrische Schocks nicht eins zu eins auf die Beschäftigung durchschlagen zu lassen. Eine Lohnkoordination wäre daher vollkommen unangemessen. Selbst die Herangehensweise der Arbeitsgruppen um van Rompuy und Barroso, die nur stark steigende Lohnstückkosten in den Blick nimmt,

[6] Die Analyse der Nachhaltigkeit nationaler Rentenpolitiken wird bereits auf europäischer Ebene durchgeführt (Europäische Kommission 2009).

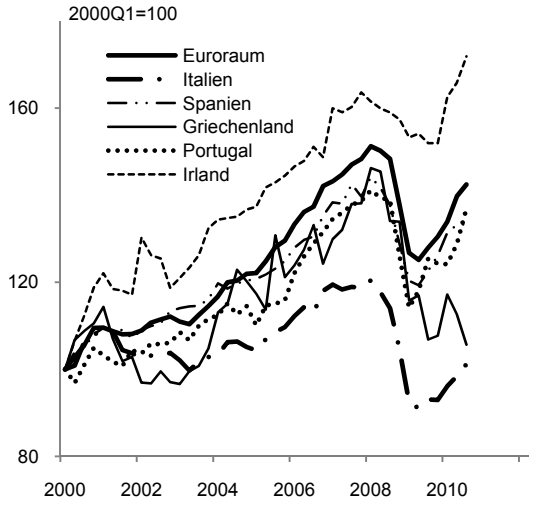
[7] Eine ausführliche Bewertung von Steuerharmonisierungsbestrebungen findet sich in Boss (2011).

[8] Für detailliertere Ausführungen zu der Problematik und den Folgen der weitverbreiteten Praxis, beim Vergleich der Lohnstückkostenentwicklung innerhalb des Euroraums Niveaugrößen gänzlich außer Acht zu lassen, siehe Groll und van Roye (2011).

ist verfehlt. Insbesondere in den neuen Mitgliedsländern, wie der Slowakei oder Estland, ist über Jahre hinaus mit erheblichen Strukturveränderungen zu rechnen, die überdurchschnittliche Lohnstückkostenanstiege rechtfertigen können.

Betrachtet man ferner die Exportentwicklung in den Jahren vor der Krise, zeigt sich, dass die Länder der Peripherie im Vergleich zum gesamten Euroraum nicht deutlich schlechter abgeschnitten haben. In Irland haben sich die Exporte bei deutlich überdurchschnittlich steigenden Lohnstückkosten sogar merklich dynamischer entwickelt als im gesamten Euroraum (Abbildung 18). Das Land im Euroraum mit der

Abbildung 18:
Exporte 2000–2010

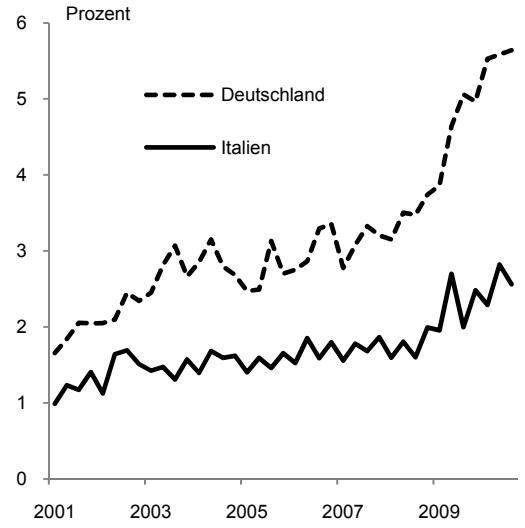


Quartalsdaten. Index. Preis-, kalender- und saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen.*

geringsten Exportdynamik war Italien. Zwar hat die in dieser Zeit ungünstig verlaufene preisliche Wettbewerbsfähigkeit dazu beigetragen, doch erscheint die Reduktion auf die Differenz der Veränderungsraten der Lohnstückkosten zu anderen Mitgliedsländern wie Deutschland auch hier fehl am Platze (Kasten 2). So mag das Lohnstückkostendifferential zwischen Deutschland und Italien die Exportschwäche Italiens kaum erklären. Vielmehr sind bei der so unterschiedlichen Entwicklung der deutschen und italienischen Exporte in den Jahren 2000 bis 2008 die Güterstruktur der Exporte und der Erfolg bei der Erschließung neuer Märkte zu bedenken. Basierend auf der deutschen Importstatistik zeigt eine Analyse der Mengen und Umsätze, dass die nächsten Nachbarn in der Güterstruktur zu Italien Länder wie Tschechien, die Slowakei und Slowenien sind. Diese Länder haben sich jüngst strukturell rasch entwickelt und haben Preisniveaus noch deutlich unterhalb des italienischen. Außerdem waren italienische Exporteure weniger erfolgreich neue Absatzmärkte, wie China, zu erschließen, als deutsche Exporteure (Abbildung 19).

Abbildung 19:
Warenexporte nach China



Monatsdaten. Anteil an Gesamtausfuhr.

Quelle: Istituto Nazionale di Statistica. Statistisches Bundesamt, *Fachserie 7, Reihe 1.*

Italien ist in dieser Hinsicht ein relativer Verlierer der Globalisierung. Die übrigens nur mäßige Erschließung neuer Absatzmärkte zeigt sich auch in Griechenland als ein Charakteristikum der Exportstruktur. So konnten griechische Unternehmen die Warenausfuhren in die Länder der Europäischen Union in den Jahren zwischen 2001 bis 2008 mehr als verdoppeln – und schnitten damit besser ab als deutsche Exporteure. In andere Länder stagnierten die griechischen Ausfuhren hingegen (Abbildung 20). Die Beispiele zeigen, dass der Zusammenhang zwischen Lohnstückkosten und Wettbewerbsfähigkeit nicht direkt und eindeutig ist. Die re-

Kasten 2:

Zum italienischen Export

In der aktuellen Debatte spielen die unterschiedlichen Zuwachsraten der Lohnstückkosten zwischen Deutschland und den in den vergangenen Jahren eher exportschwachen Ländern (Lohnstückkostendifferentiale) eine große Bedeutung. Insbesondere die Exporte Italiens expandierten seit Bestehen der Währungsunion kaum. Um die Rolle des angesprochen Lohnstückkostendifferentials zu untersuchen, haben wir mehrere Regressionen vorgenommen. Zum einen werden die italienischen Exporte auf das Lohnstückkostendifferential zwischen Italien und Deutschland (*dls*) regressiert und in einer zweiten Analyse nur die Exporte nach Deutschland (*expitdt*). Trotz der Trends in den Daten konnten keine Kointegrationsbeziehungen gefunden werden. Daher wird die Analyse für die Zuwachsraten erstellt. Als Kontrollvariablen werden in der ersten Regression der preisbereinigte Welthandel und in der zweiten Regression das deutsche Bruttoinlandsprodukt herangezogen.

Die Ergebnisse für die Schätzung der gesamten italienischen Exporte für den Zeitraum zwischen 1995Q3 bis 2008Q3 lauten wie folgt:

$$expges_t = \underset{(-2{,}25)}{-0{,}01} - \underset{(-0{,}31)}{0{,}06} * dls_t + \underset{(5{,}21)}{0{,}81} * welthandel_t + e_t$$

t-Werte in Klammern, $R^2 = 0.35$. Zeitverzögerte Variable erwiesen sich als insignifikant und wurden daher nicht berücksichtigt. Das Lohnstückkostendifferential geht zwar mit dem richtigen Vorzeichen ein, doch ist der Parameter nicht signifikant von null verschieden. Die unterschiedliche Entwicklung der Lohnstückkosten zwischen Italien und Deutschland hat demnach keinen Einfluss auf die italienischen Exporte.

Im Folgenden betrachten wir nur die Warenexporte nach Deutschland. Der Schätzzeitraum ist wegen der Datenverfügbarkeit etwas geringer und startet erst in 1996Q3.

$$expitdt_t = \underset{(-1{,}07)}{-0{,}00} - \underset{(-1{,}24)}{0{,}37} * dls_t + \underset{(3{,}47)}{2{,}18} * bipdt_t - \underset{(-1{,}83)}{0{,}24} * expitdt_{t-1} + e_t$$

t-Werte im Klammern, $R^2 = 0{,}24$. Der Koeffizient des Lohnstückkostendifferentials ist zwar betragsmäßig größer, ebenso ist auch der *t*-Wert höher. Zu typischen Signifikanzniveaus würde die Nullhypothese, dass das Lohnstückkostendifferential keinen Einfluss hat, aber auch hier nicht verworfen.

Angesichts der schwachen Exportentwicklung – gerade in die Europäische Union – ist schwer zu bestreiten, dass die Wettbewerbsfähigkeit Italiens in den vergangen Jahren gelitten hat. Die deutsche Lohnstückkostenentwicklung scheint angesichts der Regressionsergebnisse keinen signifikanten Einfluss gehabt zu haben. Um Hinweise zu erhalten, welche Einflüsse bzw. Länder Bedeutung gehabt haben können, vergleichen wir die Güterstruktur des italienischen Außenhandels mit der möglicher Mitbewerbern. Ziel der Analyse ist es, Länder zu identifizieren, die einen ähnlichen Gütermix anbieten wie Italien, um daraus abzuleiten, wo die direkte Konkurrenz italienischer Hersteller angesiedelt sein mag. Als Datenquelle ziehen wir die deutsche Importstatistik des Jahres 2008 heran, die die Warenimporte nach Deutschland getrennt nach Herkunftsländern und Gütergruppen in Umsatz und Volumen erfasst. Aus diesen Daten wird die euklidische Distanz zwischen den exportierenden Ländern (insgesamt wurden 58 Staaten berücksichtigt) errechnet. Die euklidische Distanz wird zwischen den Mengen- und Umsatzanteilen von 30 Gütergruppen für jedes Land als Summe der quadrierten Abweichungen zum jeweiligen italienischen Wert berechnet. Es zeigt sich, dass der nächste Partner Italiens zwar Österreich ist, also eine etablierte Industrienation, dass aber die folgenden Plätze überwiegend von den aufstrebenden Ökonomien Mittel- und Osteuropas eingenommen werden (Tabelle K2-1). Die Ergebnisse legen nahe, dass in den

Tabelle K2-1:

Nächste Nachbarn der italienischen Ausfuhren

Rang	Land	Distanz
1	Österreich	0.1751
2	Tschechische Republik	0.2151
3	Slowenien	0.2315
4	Frankreich	0.2524
5	Rumänien	0.2573
6	Slowakei	0.2705
7	Polen	0.2801
8	Kroatien	0.2891
9	Schweiz	0.2905
10	Indien	0.2914

Gemessen anhand der deutschen Importstatistik durch die euklidische Distanz.

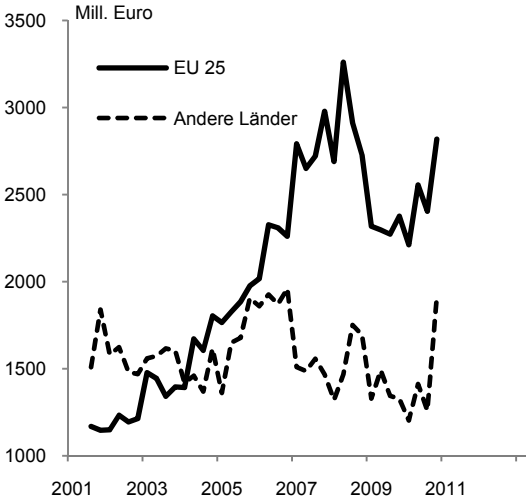
Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 7, Reihe 1*; eigene Berechnungen.

vergangenen Jahren insbesondere aus dieser Region eine ernstzunehmende Konkurrenz erwachsen ist, und es italienischen Unternehmen nicht gelungen ist, diese in die Zulieferketten zu integrieren.

Die Untersuchung zum italienischen Export deutet also kaum darauf hin, dass eine unterschiedliche Entwicklung der Lohnstückkosten zu Deutschland eine wesentliche Determinante der relativen Wettbewerbsfähigkeit ist. Vielmehr dürfte es eine entscheidende Rolle spielen, welche Mitbewerber weltweit eine ähnliche Güterstruktur aufweisen bzw. welche Mitbewerber in den vergangen Jahren auf diesen Feldern entstanden sind. Gegen das weitaus niedrigere Lohnniveau in Mittel- und Osteuropa hätte die italienische Exportwirtschaft wohl nur geringfügig besser abgeschnitten, wenn die Lohnstückkosten in Italien genauso gestiegen wären wie in Deutschland.

lative Veränderung der Lohnstückkosten zwischen den Ländern des Euroraums ist somit kein geeigneter Indikator zur Kontrolle der Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums. Vielmehr spielt die Güterstruktur, die zwischen den Ländern des Euroraums erheblich variiert (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2010), eine wichtige Rolle.

Abbildung 20:
Griechische Warenexporte 2001–2010



Monatsdaten.

Quelle: National Statistical Service of Greece.

Leistungsbilanzen

Im Zusammenhang mit den Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit werden häufig auch die Leistungsbilanzsalden diskutiert (Trichet 2011). Ausgangspunkt ist dabei die Beobachtung, dass in vielen Ländern der Peripherie, die sich derzeit in einer Krise befinden, die Leistungsbilanz zuvor erhebliche Defizite aufwies, während Deutschland oder die Niederlande über einige Jahre hinweg hohe Überschüsse erwirtschafteten. Grundsätzlich scheint aber nicht klar, warum eine unausgeglichenen Leistungsbilanz ein Anzeichen für eine Fehlentwicklung ist. Für wachstumsstarke Länder mit hohem Investitionsbedarf erscheinen Defizite über mehrere Jahre hinweg ebenso gerechtfertigt wie Überschüsse in einer hoch kapitalisierten alternden Gesellschaft, die für die Konsequenzen des demographischen Wandels Vorsoge treibt. Allerdings gibt es in der Literatur Hinweise, dass hohe Leitungsbilanzdefizite die Wahrscheinlichkeit einer Umkehr der Leistungsbilanz, also plötzlicher Kapitalabflüsse, mit negativen Konsequenzen für die Konjunktur des Landes erhöhen (Edwards 2004). Der Zusammenhang ist jedoch durchaus heterogen. Defizitniveaus, die für gewisse Länder krisenhaft sind, können sich für andere als nachhaltig erweisen (Aßmann 2011). Eine einheitliche Bewertung von Leistungsbilanzsalden oder gar eine rein mechanische Gegenüberstellung von Salden unterschiedlicher Vorzeichen sind entsprechend nicht aussagekräftig.

Vielmehr muss der Hintergrund der jeweiligen Entwicklung beleuchtet werden. In Spanien und Irland waren es Immobilienblasen, die eine überdehnte Kreditvergabe ausgelöst haben und so die Leistungsbilanz ins Defizit zogen. In Griechenland war es die unverhältnismäßige Kreditfinanzierung des Staates. Die Immobilienblasen und die extreme Ausweitung der öffentlichen Verschuldung in Griechenland wiederum wären kaum denkbar gewesen, wenn es nicht eine Risikovergessenheit an den Finanzmärkten gegeben hätte. Die Regulierung der Fi-

nanzmärkte und des Bankensektors, die wenn auch nur vage im Papier der Arbeitsgruppe um van Rompuy und Barroso aufgegriffen wurde, dürfte folglich einen Beitrag leisten, künftigen Krisen entgegenzuwirken. Hingegen erscheinen Forderungen, die von anderer Seite immer wieder in die Diskussion eingebracht werden, dass Deutschland seinen Leistungsbilanzüberschuss reduzieren muss, verfehlt. Zum einen ist nicht klar, wie dies zukünftige Krisen verhindern kann. Zum anderen wäre ein solches Ziel schnell wohl nur über eine erhöhte Schuldenaufnahme des Staates zu erreichen, da die Regierung auf die Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen der Unternehmen, die einen beträchtlichen Anteil am Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands haben (Boysen-Hogrefe 2010b), aus guten Gründen direkt keinen Einfluss nimmt.

Fazit

Zwar hat die aktuelle Krise durchaus Handlungsbedarf offenbart. Ob die Vereinheitlichung der Unternehmenbesteuerung oder die Kontrolle einzelner Indikatoren sinnvolle Maßnahmen sind, ist mehr als fraglich. Denn trotz der zeitlichen Abfolge von Ausschlägen einzelner Indikatoren und der Schuldenkrisen ist es dringend geboten, die Situationen und Probleme der Mitgliedsländer, die nun im Fokus der Schuldenkrise stehen, einzeln zu betrachten. Während in Spanien vor allem der vorherige Immobilienboom zum Problem wurde, waren es in Irland der überdimensionierte Finanzsektor und in Griechenland eine unverantwortliche Finanzpolitik. Solche Fehlentwicklungen lassen sich kaum über einen Leisten schlagen und anhand der Kontrolle einiger Indikatoren oder der Vereinheitlichung gesetzlicher Regelungen verhindern. Regeln, die auf starre reale Wechselkurse hinauslaufen, sind in einer marktwirtschaftlichen Ordnung kontraproduktiv. Sowohl die Lohn- und Preisentwicklung als auch die Leistungsbilanzen werden von einer Vielzahl von Einflussfaktoren getrieben. Ausschläge bei Leistungsbilanzen und Lohnstückkosten können Symptome von strukturellen Fehlentwicklungen, wie Immobilienblasen, sein. Aber sie sind nicht ursächlich. Wirtschaftspolitik sollte bei den Ursachen ansetzen und nicht bei den Symptomen.

Einige der Vorschläge von van Rompuy und Barroso sind durchaus bedenkenswert, wie die Forderung nach einer stärkeren Regelbindung der Finanzpolitik oder der Nachhaltigkeit der Rentenpolitik. Die Formulierung der meisten Vorschläge bleibt jedoch vage und vieles wird wieder an die nationalen Regierungen delegiert. Auf eine Kontrolle der Lohnstückkosten sollte in Gänze verzichtet werden. Stattdessen sollte sich die europäische Wirtschaftspolitik auf die Stabilität der Staatsfinanzen und des Finanzsektors zu konzentrieren.

Literatur

Aßmann, C. (2011). Determinants and Costs of Current Account Reversals Under Heterogeneity and Serial Correlation. *Applied Economics*. In Vorbereitung.

Boss, A. (2011). Weder eine Harmonisierung der Besteuerung noch eine Europa-Steuer sind nötig. *Wirtschaftsdienst* 91 (2): 94–97.

Boss, A., J. Dovern, K.-J. Gern, N. Jannsen, C.-P. Meier, B. van Roye und J. Scheide (2009). Ursachen der Wachstumsschwäche in Deutschland 1995–2005. Kieler Beiträge zur Wirtschaftspolitik 2. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

Boysen-Hogrefe, J. (2010a). Ist Griechenland noch zu retten? Und der Euro? Kiel Policy Brief 19. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

Boysen-Hogrefe, J. (2010b). Ist die Cash-Flow-Finanzierung der Unternehmen mitverantwortlich für den deutschen Leistungsbilanzüberschuss? Beitrag bei Ökonomenstimme. Via Internet (8. März 2011): <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2010/12/ist-die-cash-flow-finanzierung-der-unternehmen-mitverantwortlich-fuer-den-deutschen-leistungsbilanzueberschuss/>.

Boysen-Hogrefe, J., J. Dovern, K.-J. Gern, B. van Roye und J. Scheide (2009). Konjunktureinbruch im Euroraum. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Frühjahr 2009. Kieler Diskussionsbeiträge 461/462. IfW, Kiel.

Boysen-Hogrefe, J., J. Dovern, K.-J. Gern, C.-P. Meier und J. Scheide (2010). Schwache Konjunktur im Euroraum: Nur langsamer Abbau der Ungleichgewichte. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Frühjahr 2010. Kieler Diskussionsbeiträge 476/477. IfW, Kiel.

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.

Edwards, S. (2004). Financial Openness, Sudden Stops and Current Account Reversals. *American Economic Review* 94 (2): 59–64.

Europäische Kommission (2009). The 2009 Ageing Report : Economic and Budgetary Projections for the EU-27 Member States (2008–2060). *European Economy* 2. Brüssel.

Europäische Kommission (2010). European Economic Forecast. Autumn. *European Economy* 7/2010. Brüssel.

Europäische Kommission (2011). The Economic Adjustment Programme for Greece. Third Review. European Economy, Occasional Papers 77. Brüssel.

EZB (Europäische Zentralbank) (2011). *Monatsbericht*. Februar. Frankfurt am Main.

Financial Times (2011). Competition for the Competitiveness Pact. Via Internet (4. März 2011) <http://blogs.ft.com/brusselsblog/2011/03/competition-for-the-competitiveness-pact/>.

Groll, D., und B. van Roye (2011). Price Competitiveness Divergence in the Euro Area: What about the level? *Kiel Policy Brief*. In Vorbereitung.

Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2010). *Erholung setzt sich fort – Risiken bleiben groß*. Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2010. Essen.

Trichet, J.-C. (2011). Competitiveness and the Smooth Functioning of EMU. Rede an der Universität von Liege. Via Internet (8. März 2011) <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110223.en.html>.