

KIELER KONJUNKTUR- BERICHTE

Konjunktur im Euroraum im Frühjahr 2020

Abgeschlossen am 11. März 2020

© Angelika Hüsfeld/ ifw Kiel

Nr. 64 (2020|Q1)

*Jens Boysen-Hogrefe, Salomon Fiedler,
Dominik Groll, Stefan Kooths und
Ulrich Stolzenburg*

INHALTSVERZEICHNIS

Euroraum: Corona-Virus zwingt Währungsunion in die Rezession

Rückblick: Konjunkturelle Lage vor Beginn der Corona-Krise	6
Zur Entwicklung in den Mitgliedsländern	8
Geldpolitik und Finanzierungsumfeld	10
Die Finanzpolitik stützt die Konjunktur	12
Ausblick: Euroraum in stürmischer See	13
Literatur	16

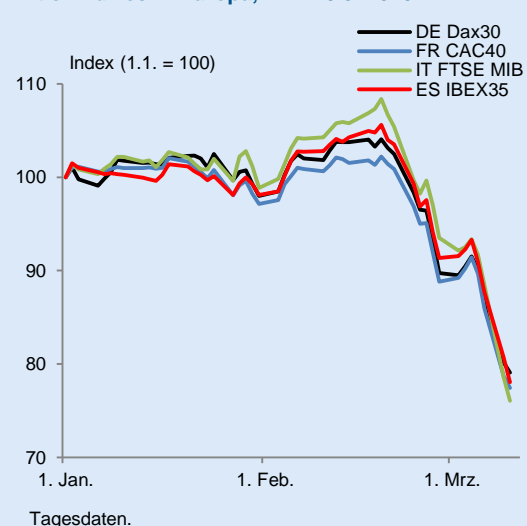
EURORAUM: CORONA-VIRUS ZWINGT WÄHRUNGSUNION IN DIE REZESSION

Jens Boysen-Hogrefe, Salomon Fiedler, Dominik Groll, Stefan Kooths und Ulrich Stolzenburg

Die Ausbreitung des Corona-Virus stellt die Wirtschaft im Euroraum vor große Herausforderungen. Stimmungsindikatoren, die bis in den Februar hinein vorliegen, deuten zwar auf eine vermeintlich bevorstehende leichte Belebung der zuvor mäßigen konjunkturellen Dynamik hin. Allerdings waren diese bereits vor dem weiträumigen Ausbruch des Corona-Virus in Europa erhoben worden; sie können daher die Wirkung der Epidemie und der Maßnahmen zu ihrer Eindämmung nicht abbilden. Wirtschaftliche Aktivität ist überall dort akut gefährdet, wo Menschen auf engem Raum aufeinander treffen, und der internationale Gütertausch und Reiseverkehr werden empfindlich gestört. Absagen von zahlreichen Großveranstaltungen und gestrichene Flugverbindungen lassen einen erheblichen wirtschaftlichen Flurschaden befürchten. Die Situation ist äußerst unübersichtlich; es herrscht große Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Epidemie und über die konjunkturellen Folgewirkungen. Wir unterstellen, dass – bis auf einzelne stärker betroffene Regionen – eine Verlangsamung der Epidemie bis in die Sommermonate gelingt, wenn wärmeres Wetter die Ausbreitung zusätzlich bremst; und dass sich die wirtschaftliche Aktivität in der zweiten Jahreshälfte allmählich wieder normalisiert. Eine Rezession – insbesondere in Italien, aber auch im Durchschnitt der Währungsunion – scheint dennoch unvermeidbar. Das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum dürfte im laufenden Jahr um 1 Prozent schrumpfen und im kommenden Jahr wieder um 2,3 Prozent zulegen. Die Erwerbslosenquote wird vorerst wieder steigen, und der zuletzt moderate Verbraucherpreisanstieg wird sich im laufenden Jahr wohl verlangsamen.

Die konjunkturellen Aussichten haben sich durch die Corona-Epidemie merklich verdüstert. Zunächst schien es, als bliebe der Ausbruch weitgehend auf China beschränkt, und die Verwerfungen würden sich vor allem in Form geringerer Handelsaktivität und temporär gestörten internationalen Lieferketten auf die europäische Wirtschaft auswirken. So deuten einige Frühindikatoren, die bis in den Februar hinein vorliegen, noch auf eine allmähliche Belebung der mäßigen konjunkturellen Dynamik des Vorjahres hin. Seit die italienische Regierung jedoch am 23. Februar einige kleine Städte im Norden des Landes unter Quarantäne stellte und sich seitdem in zahlreichen Ländern weltweit die Fallzahlen häufen, ist die drohende Pandemie im Bewusstsein der europäischen Öffentlichkeit angekommen. So brachen die Leitindizes an Europäischen Börsenplätzen, in denen Stimmungen und Befürchtungen der Anleger – unter anderem hinsichtlich der Konjunktur – abgebildet werden, seit Ende Februar drastisch ein (Abbildung 1). Nachdem in Italien

Abbildung 1:
Aktienindizes in Europa, 1.1. -10.3. 2020



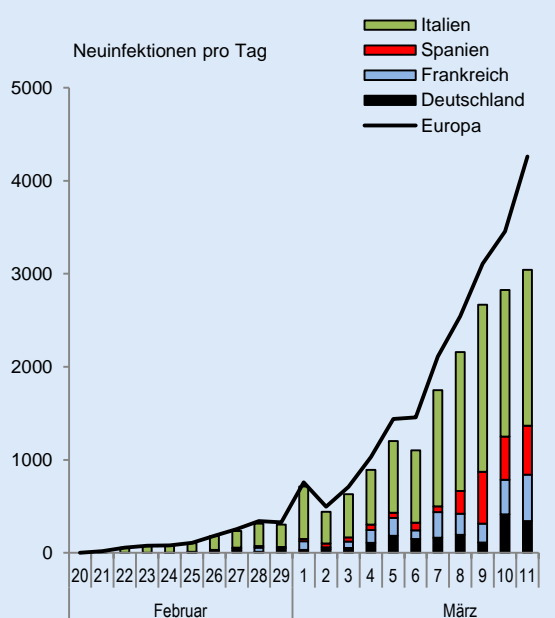
beschlossen wurde, große Regionen im Norden des Landes weitgehend abzuriegeln und das öffentliche Leben lahm zu legen, folgte am 9.3. an den weltweiten Aktienmärkten ein „schwarzer Montag“, also ein erneuter Absturz an internationalen Aktienmärkten. Einige sprechen bereits von einem neuen „Lehman moment“, der die Situation beschreibt, als die Weltöffentlichkeit im September 2008 mit der Insolvenz der Traditionsbank „Lehman brothers“ schlagartig das gewaltige Ausmaß der heraufziehenden Finanzkrise erkannte.

Die Ansteckungswelle erfasst immer mehr europäische Länder und eine Stabilisierung der Neuinfektionen ist bislang nicht in Sicht. Bisherige Schwerpunkte der Epidemie liegen in China, Südkorea, dem Iran und in Norditalien, doch zunehmend breitet sich das Virus auch in anderen europäischen Ländern wie Deutschland, Frankreich und Spanien rasant aus, wo die Zahl der Neuinfektionen zuletzt erkennbar anstieg. Jeden Tag werden europaweit inzwischen über 3000 neue Fälle bestätigt – Tendenz stark steigend – und eine Stabilisierung ist bislang nicht in Sicht (Abbildung 2).

Maßnahmen zur Eindämmung oder Verlangsamung der Epidemie dürften die Konjunktur erheblich aus dem Tritt bringen. Es wurden bereits teils drastische Maßnahmen zur Eindämmung und Verlangsamung der Epidemie getroffen. Dazu zählen die Absagen von Messen und anderen Großveranstaltungen, gestrichene Flugverbindungen, sowie Schließungen von Kinos, Theatern, Opernhäusern, Schulen und Universitäten. In Italien wurde das ganze Land zur Sicherheitszone erklärt und das gesellschaftliche Leben weitgehend lahmgelegt, zudem unterliegt der Reiseverkehr engen Beschränkungen. Aber auch die bloße Besorgnis und Angst vieler Menschen vor einer Ansteckung verändert bereits das Konsumverhalten. Wirtschaftliche Aktivität ist überall dort akut gefährdet, wo Menschen auf engem Raum aufeinander treffen. Dies gilt zuvorderst für Dienstleistungsbereiche wie Tourismus, Hotellerie und Gastgewerbe, Öffentlicher Personennah- und Fernverkehr, Messebau, Einzelhandel sowie Kunst, Unterhaltung und Erholung. Auch angebotsseitig wird die Produktion behindert, wenn Lieferketten unterbrochen werden oder Arbeitnehmer ausfallen, da sie krank sind, in Quarantäne ausharren, ihren Arbeitsplatz nicht erreichen oder Kinder betreuen müssen. So wird die gesamtwirtschaftliche Produktion im Inland gleichzeitig von der Angebots- und Nachfrageseite behindert. Darüber hinaus tritt dieser Zustand in vielen Ländern gleichzeitig auf, und die Bereitschaft zu Aktivitäten im internationalen Gütertausch und Reiseverkehr dürften aufgrund der Ansteckungsgefahr ohnehin gehemmt sein, gerade im Vergleich zur gewohnten Situation ohne Pandemie.

Konjunkturpolitik hilft in dieser Ausnahmesituation nicht weiter. Die Produktionsstörungen können ganz überwiegend nicht durch staatliche Ausgabenprogramme behoben werden. Denn es fehlt nicht an Geld, sondern es ist gerade das Ziel, mit den veränderten Verhaltensweisen eine Übertragung der Krankheit zu vermeiden. Auch gestörte internationale Lieferbeziehungen können nicht durch Nachfragepolitik wiederbelebt werden. Gleichzeitig kann auch die Geldpolitik, die während der Globalen Finanzkrise effektiv und beherzt eingegriffen hat, um die Finanzsysteme zu stabilisieren, in

Abbildung 2:
Anzahl der täglichen Neuinfektionen in Europa (20.2.–10.3.)



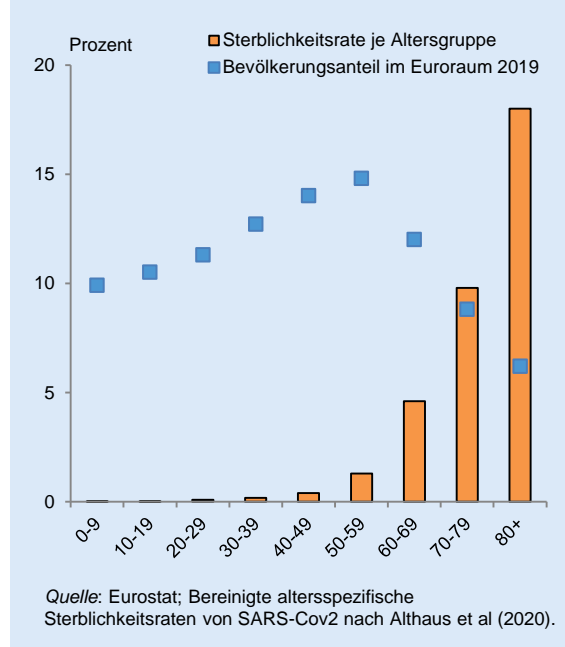
Tagesdaten, basierend auf Zahlen für 25 europäische Länder.
Quelle: WHO, Nationale Ämter.

dieser Lage wenig ausrichten, denn es fehlt derzeit nicht an Liquidität oder Vertrauen in die Stabilität der Banken. Die Priorität der Wirtschaftspolitik muss darauf liegen, die Widerstandsfähigkeit der Unternehmen – insbesondere in den besonders betroffenen Wirtschaftsbereichen – zu erhöhen und sicherzustellen, dass möglichst wenig Produktionsstrukturen aufgrund der Corona-Durststrecke dauerhaft vom Markt verschwinden, die später wieder benötigt werden (Boysen-Hogrefe et al. 2020).

Ohne Medikament entsteht ein Tradeoff zwischen dem Gesundheitsschutz der Bevölkerung und dem Erhalt der wirtschaftlichen Substanz. Die um Verzerrungen bereinigten, geschätzten Sterblichkeitsraten des neuen Virus („case fatality ratio“) liegen deutlich höher als bei gewöhnlichen Influenza-Viren; und offenbar sind vor allem ältere Bevölkerungskohorten sehr gefährdet (Abbildung 3). Unter Berücksichtigung der Altersstruktur im Euroraum können diese Zahlen rein rechnerisch in eine Sterberate unter Infizierten von etwa 2,8 Prozent übersetzt werden, sofern eine Ansteckung für alle Alterskohorten gleich wahrscheinlich ist. In Kombination mit einer hohen Ansteckungsrate ergibt sich hieraus eine sehr große Zahl von Menschen, die dieser Epidemie zum Opfer fallen könnte, zudem droht eine Überlastung der Gesundheitssysteme. Einen zusätzlichen Einfluss auf die Sterblichkeitsraten dürften freilich die Qualität und die verfügbaren Kapazitäten des jeweiligen Gesundheitssystems haben. Vor diesem Hintergrund ist es geboten, die Ausbreitung des Virus möglichst lange zu verzögern und zu verlangsamen. Die Maßnahmen zur Eindämmung und das veränderte Verhalten der Konsumenten führen jedoch gleichzeitig zu einem drastischen Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität, und manche Wirtschaftsbereiche sind überproportional betroffen. Eine kurze Durststrecke über einige Wochen kann in vielen Fällen wohl verkraftet werden – insbesondere wenn zielgenaue wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Liquiditätssicherung der Unternehmen zur Verfügung stehen. Wenn die Durststrecke jedoch länger andauern sollte, beispielsweise über ein ganzes Jahr oder gar länger, dann drohen erhebliche

Verwerfungen in der Unternehmenslandschaft und im Finanzsystem zu entstehen.

Abbildung 3:
Geschätzte Sterblichkeitsraten SARS-Cov2



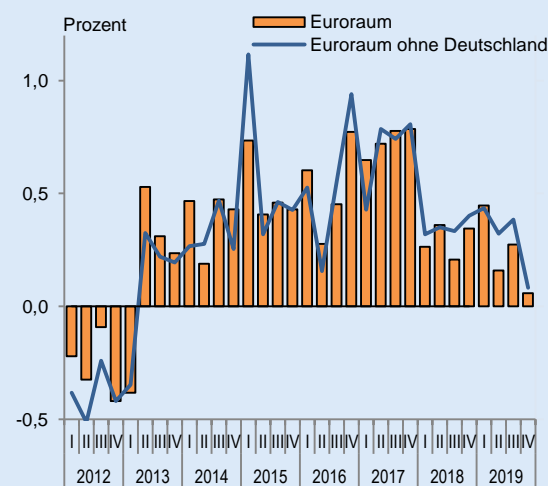
Das erste Halbjahr wird konjunkturell voraussichtlich äußerst ungemütlich. In dieser Prognose unterstellen wir, dass eine Verzögerung der Epidemie bis in die Sommermonate – abgesehen von einzelnen stärker betroffenen Regionen – einigermaßen gelingt und die Ausbreitung bei wärmerem Wetter weiter gebremst wird. Die effektivsten Mittel zur Beseitigung der Produktionsstörung sind freilich Medikamente zur Therapie der Krankheit und ein geeigneter Impfstoff. Die gegenwärtigen Maßnahmen zur Eindämmung und Verlangsamung der Epidemie zielen letztlich auch darauf ab, Zeit für die Entwicklung solcher Medikamente zu gewinnen, möglichst bevor viele – insbesondere ältere – Menschen an der Krankheit sterben. Zweifellos wird gegenwärtig vielerorts alles Menschenmögliche dafür getan, um so schnell wie möglich das neue Virus zu erforschen, eine wirksame medikamentöse Behandlung bereit zu stellen und einen Impfstoff zu entwickeln. Wir unterstellen, dass spätestens im Herbst Medikamente zur Behandlung bereit stehen, mit denen die Wahrscheinlichkeit schwerer und tödlicher Verläufe der Krankheit merklich verringert werden kann.

Maßnahmen zur Eindämmung der Epidemie können daraufhin gelockert werden. Im Ergebnis dürfte sich die wirtschaftliche Aktivität in der zweiten Jahreshälfte 2020 allmählich wieder normalisieren. Einen Impfstoff gibt es dann womöglich im Verlauf des Jahres 2021.

Rückblick: Konjunkturelle Lage vor Beginn der Corona-Krise

Die Wirtschaftsleistung im Euroraum ist seit Anfang 2013 ununterbrochen gestiegen. Seit nunmehr 27 Quartalen oder fast 7 Jahren hat die Produktion im Euroraum zugelegt. Nach einer kräftigen Expansion im Jahr 2017 hat sich die konjunkturelle Dynamik in den vergangenen 2 Jahren aber spürbar verlangsamt; im vierten Quartal des Vorjahres war der Produktionszuwachs mit 0,1 Prozent nur noch sehr gering (Abbildung 4). Diese Aufschwungsphase dürfte nun zu Ende gehen.

Abbildung 4: Bruttoinlandsprodukt 2012–2019



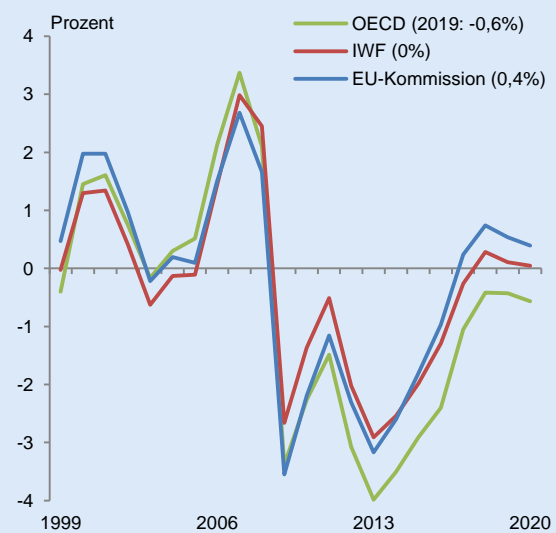
Quartalsdaten; kalender-, preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; Berechnungen des Ifw Kiel.

Potenzialschätzungen zeigen an, dass der Euroraum in etwa mit einer Normalauslastung in die sich abzeichnende Rezession startet. Nach jüngsten Schätzungen des Internationalen Währungsfonds, der Europäischen Kommission und der OECD für das laufende Jahr liegt die Produktionslücke zwischen -0,6

und +0,4 Prozent (Abbildung 5). Demnach sind die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten im Durchschnitt der Währungsunion in etwa normal ausgelastet. Allerdings datieren diese Schätzungen aus dem Herbst bzw. Winter des Vorjahres und berücksichtigen die aktuellen Entwicklungen nicht. Unternehmensbefragungen zur Kapazitätsauslastung sowie zu produktionslimitierenden Faktoren bestätigen gleichwohl im Großen und Ganzen das Bild, wonach die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten sich in der Ausgangssituation der heraufziehenden Krise im Normalbereich bewegt hat. Im laufenden Jahr wird die Produktionslücke voraussichtlich negativ; der gemeinsame Währungsraum steht seit der Euro-Schuldenkrise der Jahre 2011–2013 erstmals wieder vor einer Rezession.

Abbildung 5: Produktionslücke im Euroraum 1999–2020

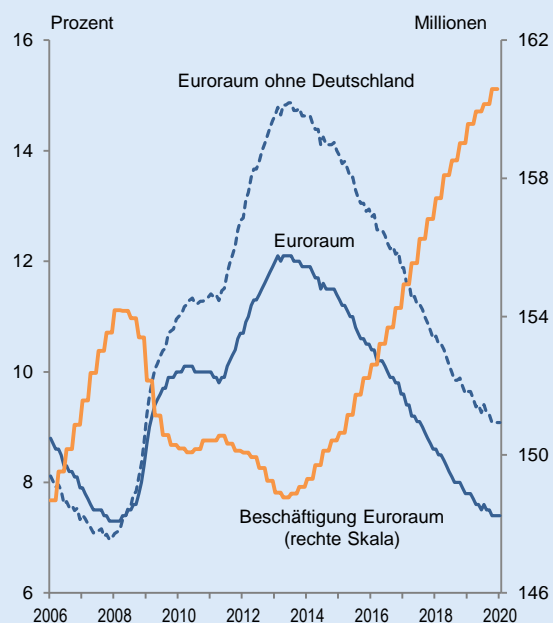


Jahresdaten. In Klammern: Schätzung der Produktionslücke für das Jahr 2019.

Quellen: Internationaler Währungsfonds, WEO; OECD, Economic Outlook; Europäische Kommission, Herbstprognose 2019.

Die Erwerbslosenquote im Euroraum liegt derzeit auf historischen Tiefstständen. Bis zum Januar ist sie auf 7,4 Prozent (ohne Deutschland: 9,1 Prozent) zurückgegangen (Abbildung 6). Damit lag sie im Durchschnitt der Währungsunion in etwa auf ihrem historischen Tiefstwert aus dem Frühjahr 2007. Gleichzeitig stieg die Beschäftigung um rund 1,1 Prozent

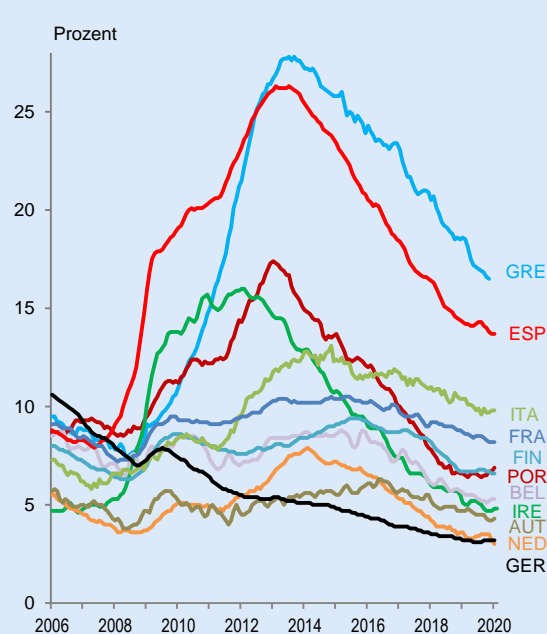
Abbildung 6:
Arbeitslosenquote und Beschäftigung 2006–2020



Monatsdaten, saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, *Arbeitsmarktstatistik*; Berechnungen des IfW Kiel.

Abbildung 7:
Arbeitslosigkeit 2006–2020



Monatsdaten; Arbeitslosenquote (ILO-Definition), saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, *Arbeitskräftebefragung*.

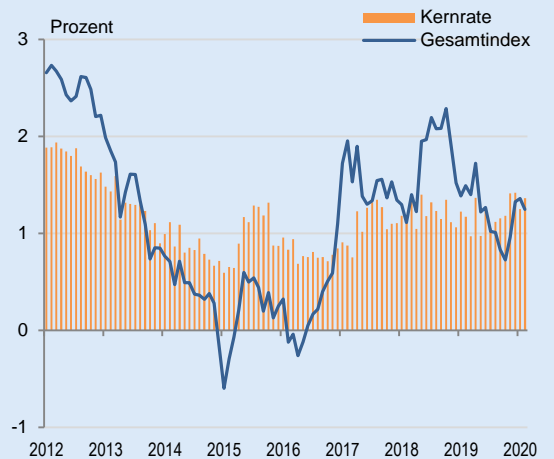
binnen Jahresfrist. In vielen Ländern hat sich der lange andauernde Trend rückläufiger Arbeitslosenquoten inzwischen abgeflacht oder gedreht, etwa in Deutschland, Spanien, Portugal, Irland, Finnland und den Niederlanden. In Frankreich (8,2 Prozent) und Italien (knapp 10 Prozent) gab es nur leichte Rückgänge, während sich der Trend zurückgehender Arbeitslosigkeit in Griechenland fortsetzte (Abbildung 7). Insgesamt zeigte sich der Arbeitsmarkt gegenüber der mäßigen Konjunktur der vergangenen zwei Jahre bislang robust.

Die allgemeine Lohndynamik im Euroraum hat sich zwischenzeitlich auf moderatem Niveau stabilisiert. Das Arbeitnehmerentgelt je Beschäftigten nahm um 2,2 Prozent zu, und die Tarifverdienste zogen im vierten Quartal 2019 mit 2,1 Prozent an, jeweils im Vorjahresvergleich. Angesichts trüber konjunktureller Aussichten für das laufende Jahr dürfte sich die

Lohndynamik trotz aktuell geringer Arbeitslosigkeit wieder entschleunigen, zumindest bis die sich abzeichnende Rezession überwunden ist.

Die Verbraucherpreise lagen zuletzt 1,3 Prozent über ihren Vorjahreswerten. Auch die Kernrate der Inflation, in der Preisänderungen von Energie und unverarbeiteten Lebensmitteln ausgeblendet werden, hat seit Jahresende leicht angezogen und lag zuletzt bei 1,3 Prozent (Abbildung 8). Aufgrund der Corona-Epidemie in China, die als großer Nachfrager auf dem Ölmarkt auftreten, war der Ölpreis allerdings bereits im Januar von über 60 Dollar auf rund 50 Dollar je Barrel der Sorte Brent zurückgegangen; zuletzt ist der Preis abermals kräftig gefallen auf zuletzt nur noch rund 36 Dollar und liegt damit um mehr als ein Drittel niedriger als im Durchschnitt des Vorjahres. So wird die Verbraucherpreis-inflation im laufenden Jahr voraussichtlich konjunktur- und energiepreisbedingt gedämpft.

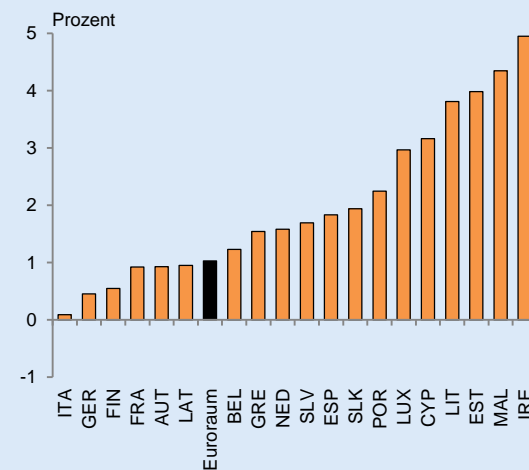
Abbildung 8:
Verbraucherpreise 2012–2020



Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Kernindex: Gesamtindex ohne Energie und unverarbeitete Lebensmittel.

Quelle: Europäische Zentralbank, Monatsbericht.

Abbildung 9:
Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts im Vergleich zum Vorjahresquartal



Quartalsdaten; preis-, kalender und saisonbereinigt. Veränderung des vierten Quartals 2019 gegenüber dem Vorjahresquartal. Irland und Luxemburg: basierend auf Q3.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; Berechnungen des IfW Kiel.

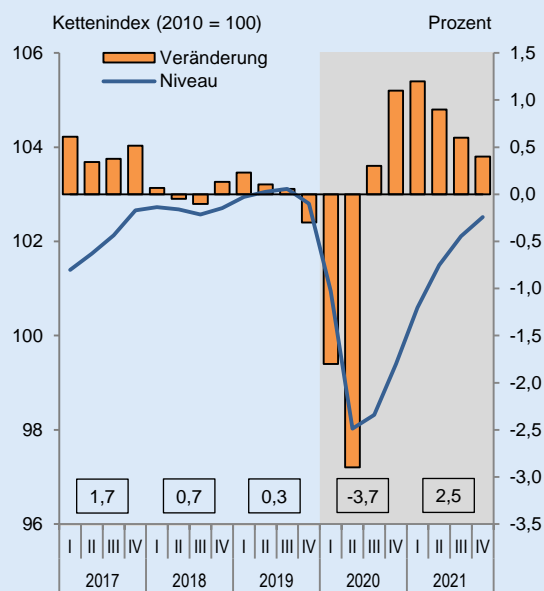
Zur Entwicklung in den Mitgliedsländern

Der Produktionsanstieg in der Währungsunion wurde zuletzt durch die wirtschaftlichen Schwergewichte Deutschland und Italien gebremst. Die Produktion im vierten Quartal ist im Vergleich zum Vorjahr zwar in allen Mitgliedsländern gestiegen, das mittlere Expansionstempo war mit 0,9 Prozent jedoch sehr mäßig (Abbildung 9). In Italien stagnierte die Wirtschaftsleistung auf Jahressicht; in Deutschland betrug der Zuwachs im Vorjahresvergleich lediglich 0,4 Prozent. In Frankreich lag die Expansion immerhin bei 0,9 Prozent, in Spanien bei 1,8 Prozent. Weiter kräftig war der Produktionsanstieg in einigen mittel- und osteuropäischen Ländern. Die konjunkturelle Dynamik dürfte sich im laufenden Jahr jedoch in allen Mitgliedsländern spürbar verschlechtern.

Italien steht vor einer tiefen Rezession. Der bisherige Schwerpunkt der Corona-Epidemie in Europa liegt in Norditalien, in der Nähe der Metropolregion Mailand, dem wirtschaftlichen Herzstück des Landes. Die konjunkturelle Dynamik im Land war seit etwa zwei Jahren ohnehin nur verhalten – eng verknüpft mit der

Schwäche des Welthandels – und im vierten Quartal des Vorjahres schrumpfte die Wirtschaftsleistung gar um 0,3 Prozent. Zahlreiche Fluglinien haben nun ihre Verbindungen nach Italien gekappt oder deutlich ausgedünnt. Großveranstaltungen wurden abgesagt, Kinos und Theater sowie Schulen und Universitäten wurden vorübergehend landesweit geschlossen, um eine weitere unkontrollierte Ausbreitung des Virus zu verhindern. Kommerzielle Sportveranstaltungen müssen vorerst vor leeren Rängen ausgetragen oder abgesagt werden. Inzwischen ist das gesellschaftliche Leben im gesamten Land lahmgelegt und der Reiseverkehr unterliegt engen Beschränkungen. Nachbarländer beginnen, die Grenzen zu Italien für den Personenverkehr weitgehend zu schließen. Die bevorstehende Tourismussaison droht katastrophal zu verlaufen; auch die Industrie des Landes, die auf eine rege Handelstätigkeit angewiesen ist, wird unter den Störungen des Güteraustausches und der Reisetätigkeit leiden. Je länger diese Krise andauert, desto schlimmer werden die wirtschaftlichen Folgewirkungen sein. In der hier vorgelegten Prognose gehen wir von einem drastischen Rückgang der Wirtschaftsleistung im laufenden Jahr aus, der bis zum Ende des Prognosezeitraums noch nicht wieder vollständig aufgeholt werden kann (Abbildung 10).

Abbildung 10:
Prognose Bruttoinlandsprodukt Italien 2017-2021



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal (rechte Skala). Gerahmt: Jahresdaten, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen. grau hinterlegt: Prognose des IfW.

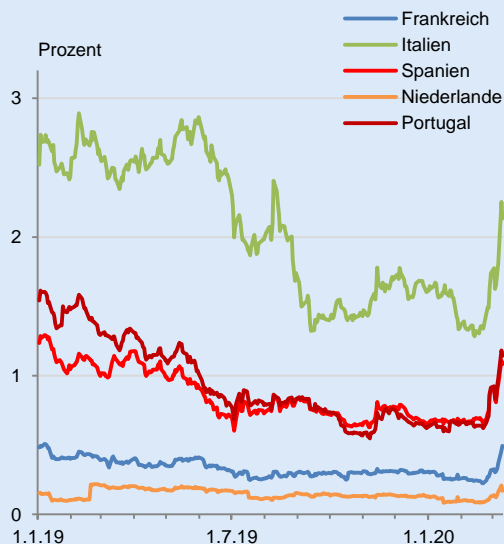
Es ist nicht ausgemacht, ob die Widerstandsfähigkeit der italienischen Volkswirtschaft ausreicht, um mit dieser Krise umzugehen. Die italienische Wirtschaft ist geprägt von überproportional vielen kleinen und mittelständischen Betrieben, die durchschnittlich eine geringere Eigenkapitaldecke haben und daher weniger widerstandsfähig gegenüber spürbaren und länger andauernden Umsatzeinbußen sein dürften. Erschwerend hinzu kommt der fragile italienische Bankensektor, der einen zwar sinkenden, aber immer noch erhöhten Anteil notleidender Kredite in den Büchern hat – dieser Anteil würde zweifellos wieder zunehmen, wenn Italien tatsächlich eine tiefe Rezession durchschreiten muss und viele Firmen ihren Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen können. Der italienische Staat, der in der Krise stabilisierend eingreifen muss, ist zudem hoch verschuldet und steht ohnehin unter besonderer Beobachtung der Finanzmärkte. Wenn die Wirtschaftsleistung Italiens im laufenden Jahr tatsächlich um fast 4 Prozent einbrechen sollte, während das gesamtstaatliche Budgetdefizit durch Mehrausgaben und Mindereinnahmen auf über 5 Prozent

ansteigt, dann würde die öffentliche Schuldenquote binnen eines Jahres um rund 10 Prozentpunkte nach oben schnellen. Vor diesem Hintergrund kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Corona-Krise auch Zweifel an der Schuldentragfähigkeit des italienischen Staates zurückbringen und den Zusammenhalt des Euro erneut gefährden wird. Zusätzliche Verunsicherung droht im Übrigen bei einer möglichen (vorgezogenen) Neuwahl, denn aktuelle Umfragen deuten auf eine Mehrheit rechter und rechtsextremer Parteien unter Führung von Lega-Chef Salvini hin – Finanzinvestoren würden eine solche Regierungskonstellation aufgrund zu erwartender Konflikte mit Europäischen Partnern sicherlich kritisch bewerten.

Die Europäische Zentralbank und die Europäischen Partner müssen sich darauf vorbereiten, Italien bei der Bewältigung dieses externen Schocks zu unterstützen. Dies gilt insbesondere für den Fall, wenn sich Zweifel an der Schuldentragfähigkeit Italiens verstärken sollten. Die Zinsaufschläge bei den Renditen italienischer Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit sind jüngst gestiegen. Auch bei anderen Mittelmeerländern gab es gleichgerichtete Bewegungen (Abbildung 11). Dies deutet auf Ansteckungseffekte hin – in diesem Fall finanzwirtschaftliche –, die auch während der überwunden geglaubten Europäischen Staatsschuldenkrise zu beobachten waren. Je tiefer und länger die bevorstehende Rezession ausfällt, desto wahrscheinlicher werden gravierende Forderungsausfälle, die das Finanzsystem und den Zusammenhalt des Euro gefährden können.

Frankreich und Spanien werden sich der Krise nicht entziehen können. In beiden Ländern gibt es eine stark steigende Zahl an täglichen Neuinfektionen, die auf eine bislang unkontrollierte Verbreitung des neuen Corona-Virus hindeuten. Auch dort sind in naher Zukunft drastische Maßnahmen zur Eindämmung der Epidemie zu erwarten, und gerade Spanien ist stark vom Tourismus abhängig, der von der Epidemie und den Gegenmaßnahmen spürbar in Mitleidenschaft gezogen werden dürfte. Der Tourismus hat für Spanien – und andere Mitgliedsländer aus dem Mittelmeerraum – makroökonomisch eine große Bedeu-

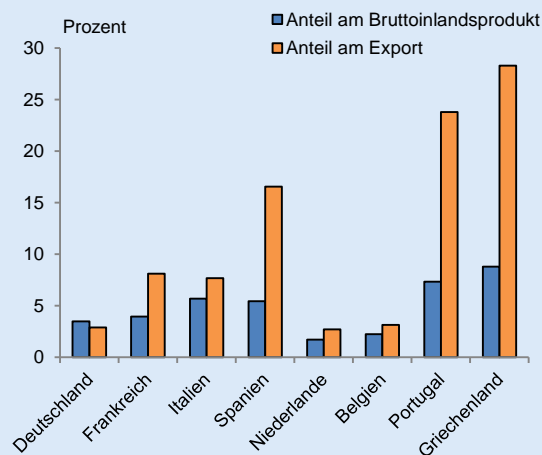
Abbildung 11:
Zinsaufschlag gegenüber Bundesanleihen 2019–2020



Tagesdaten, Renditedifferenz von Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit gegenüber Bundesanleihen.

Quelle: Thomson Reuters Eikon.

Abbildung 12:
Makroökonomische Bedeutung des Tourismus in ausgewählten Ländern des Euroraums 2019



BIP-Anteil: Wertschöpfung aller Wirtschaftsbereiche, die direkt dem Tourismus zugeordnet sind. Exportanteil: Einnahmen aus dem internationalen Reiseverkehr (inkl. Transportleistungen) in Relation zu den Exporten.

Quelle: WTTC.

tion, gemessen an den Wertschöpfungsanteilen der entsprechenden Wirtschaftsbereiche – etwa des Hotel- und Gastgewerbes und der zugehörigen Transport- und Logistikdienstleistungen – sowie gemessen am Anteil des Tourismus an den Exporten des Landes

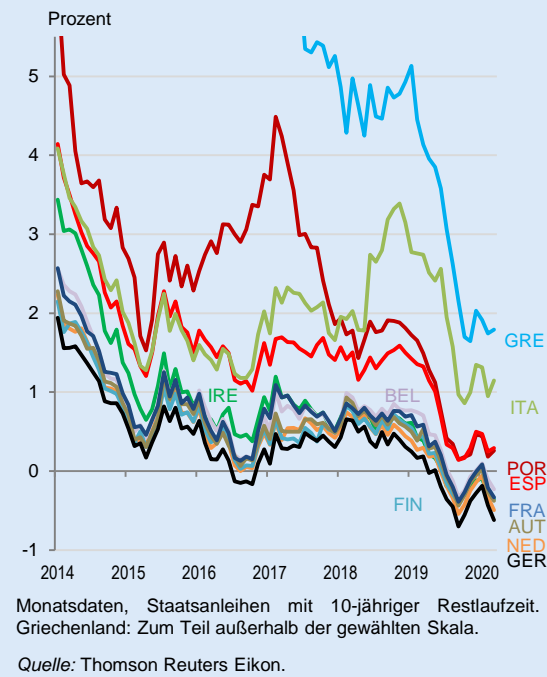
(Abbildung 12). Bei einer breiteren Abgrenzung liegt der Wertschöpfungsanteil des Tourismus in diesen Ländern sogar deutlich über 10 Prozent. Die relative Bedeutung des Tourismus im Vergleich der Mitgliedsländer ist jedoch unabhängig von der gewählten Abgrenzung. Nach einigen Rekordjahren droht für die bevorstehende Urlaubssaison ein drastischer Einbruch der Besucherzahlen.

Geldpolitik und Finanzierungsumfeld

Die Europäische Zentralbank (EZB) wird kaum weitere expansive Impulse setzen können. Die Leitzinsen (derzeit beträgt der Einlagesatz -0,5 Prozent, der Hauptrefinanzierungssatz 0 Prozent und der Spitzenrefinanzierungssatz 0,25 Prozent) dürften sich bereits sehr nahe am unteren Anschlag befinden. Drückt die Zentralbank ihre Zinsen zu weit in den negativen Bereich, so wird es zur Flucht in die Bargeldhaltung kommen. Außerdem besteht die Gefahr, dass eine Verteuerung der Liquiditätshaltung durch eine etwaige weitere Absenkung des Einlagesatzes gerade in der gegenwärtigen Krisensituation eine kontraproduktive Wirkung hat. Neben ihrer Niedrigzinspolitik hat die EZB bereits im vergangenen Herbst wieder damit begonnen, Wertpapier-Nettokäufe im Umfang von monatlich 20 Mrd. Euro zu tätigen, und sie bietet den Geschäftsbanken gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (GLRG) zu sehr günstigen Konditionen mit dreijährigen Laufzeiten an. Aufgrund der gegenwärtigen Corona-Krise dürften Teile des EZB-Rates versucht sein, zusätzliche lockernde Maßnahmen zu ergreifen, wie es auch die Federal Reserve mit ihrer jüngsten Zinssenkung um 0,5 Prozentpunkte getan hat. Allerdings wird es der EZB aufgrund ihrer nahezu ausgereizten bisherigen Instrumente deutlich schwerer fallen, die gewünschten Impulse zu erzeugen.

Die Zinsen auf Staatsanleihen bleiben niedrig. Bis zum vergangenen Herbst waren die Renditen von Staatsanleihen der Euroraum-Mitglieder merklich gefallen und seitdem halten sie in etwa ihr sehr niedriges Niveau. Dabei sind die Zinsen zehnjähriger Papiere für viele Länder

Abbildung 13:
Zinsen auf Staatsanleihen 2014-2020



negativ (Abbildung 13). Auch für die früheren Sorgenkinder, wie z.B. Italien, blieben die Renditen zuletzt auf niedrigem Niveau – nachdem die dortige Regierung Quarantäneanordnungen für das ganze Land beschlossen hatte, stieg die Verzinsung ihrer zehnjährigen Anleihen am 9. März zwar um rund 0,3 Prozentpunkte, in den vergangenen Jahren waren aber auch schon deutlich höhere Renditen zu verzeichnen gewesen. Allerdings sind die Staatsschuldenquoten in einigen Mitgliedsländern nach wie vor gewaltig (in Italien beträgt sie über 130 Prozent des Bruttoinlandsprodukts). Hier besteht die Gefahr, dass – z.B. durch eine länger als bislang angenommene wirtschaftliche Schwächephase aufgrund der Corona-Pandemie – erneute Zweifel an der Solvenz dieser Staaten entstehen und die Risikoprämien merklich zunehmen.

Die Kreditbedingungen für den Privatsektor bleiben günstig. Gemessen am Kreditkostenindikator der EZB vergünstigten sich Wohnungsbaukredite sogar noch einmal leicht auf 1,4 Prozent im Januar (gegenüber 1,8 Prozent vor einem Jahr). Für nichtfinanzielle Unternehmen blieben sie stabil bei etwa 1,6 Prozent (Abbildung 13). Die Summe der Kredite an den privaten Sektor stieg bis zuletzt. Allerdings kam es in den Segmenten zu gegenläufigen Ent-

wicklungen: während sich die Kreditvergabe an private Haushalte weiter leicht beschleunigte, nahm das Tempo bei den Krediten an nichtfinanzielle Unternehmen zuletzt etwas ab (Abbildung 14).

Abbildung 13:
Kreditkosten 2004-2020

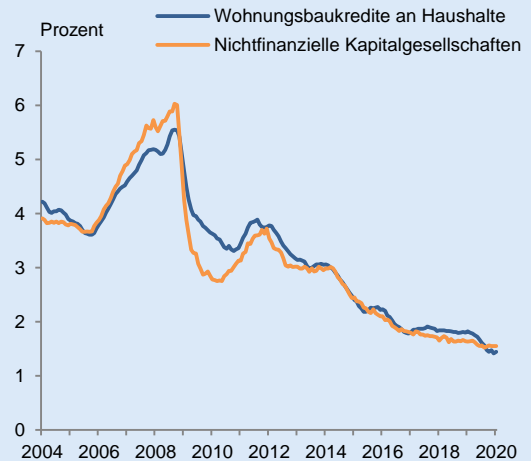
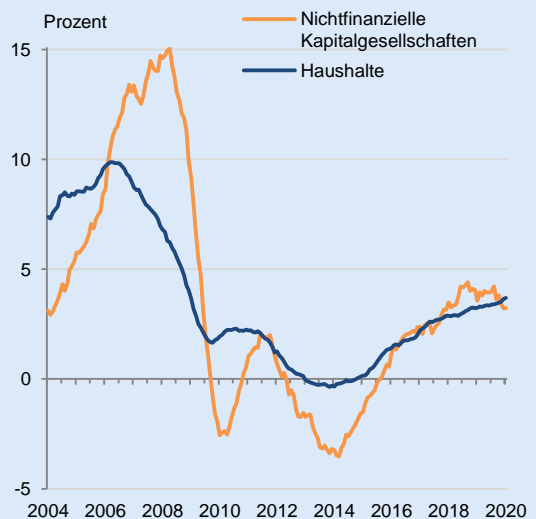


Abbildung 14:
Kreditvergabe an den Privatsektor 2004-2020



Die Finanzpolitik stützt die Konjunktur

Im Jahr 2020 ist die Finanzpolitik im Euroraum weiterhin leicht expansiv ausgerichtet. Im Zuge der aktuellen Konjunktursorgen rechnen wir mit einer leicht expansiven Ausrichtung der Finanzpolitik in vielen Mitgliedsländern, zusätzlich zu absehbaren Maßnahmen, wie Steuererleichterungen in Frankreich und Deutschland. So hat Italien im Zuge der Corona-Krise bereits zusätzliche Ausgaben angekündigt. Mit Blick auf das Jahr 2021 rechnen wir mit keiner großen Änderung in der Ausrichtung der Finanzpolitik. Zwar werden in einzelnen Ländern Impulse wegfallen, insbesondere gehen wir davon aus, dass Maßnahmen im Zusammenhang mit der Corona-Krise entfallen, doch sind bereits jetzt weitere expansive Maßnahmen z.B. in Deutschland absehbar und zudem dürfte das anhaltende Niedrigzinsumfeld die Politik kaum zu stärkeren Konsolidierungsbemühungen verleiten.

Konjunktur und Finanzpolitik belasten die Budgetsalden. Im laufenden Jahr dürfte das Defizit der öffentlichen Haushalte im Euroraum steigen, denn sowohl die Finanzpolitik als auch die Konjunktur belasten das Budget. Das Corona-Virus spielt hier eine maßgebliche Rolle. Die Ausgaben im zumeist öffentlichen Gesundheitsbereich dürften steigen, die Konjunktur wird über verschiedene Kanäle geschwächt. Für die öffentlichen Haushalte ist dabei von zusätzlicher Bedeutung, dass im Gegensatz zu vielen Konjunkturabschwüngen der private Konsum nun stärker betroffen sein könnte, was aus Sicht des Steueraufkommens besonders ungünstig ist. Lediglich die Zinsausgaben werden weiter zurückgehen. In einigen Mitgliedsländern kam es infolge der Corona-Krise zu einem weiteren Anstieg der Anleihepreise und sinkenden Renditen. Allerdings erhöhte sich der Risikoaufschlag für Italien und einige weitere Mitgliedsländer der Mittelmeerregion wieder etwas, was einerseits auf eine Flucht in Sicherheit hindeutet, aber auch auf neu aufflammende Sorgen um die Widerstandsfähigkeit Italiens gegenüber einer tiefen Rezession, die auch für den Zusammenhalt der Währungsunion von großer Bedeutung ist. Insgesamt rechnen wir mit einem Anstieg des

Defizits im gesamten Euroraum auf 2,2 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Im Jahr 2021 dürfte der Budgetsaldo angesichts der konjunkturellen Stabilisierung wieder zurückgehen. Im Euroraum ohne Deutschland liegt das Defizit den Jahren 2020 und 2021 wohl bei 3,2 Prozent bzw. 1,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (Tabelle 1).

Tabelle 1:
Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2018–2021

	2018	2019	2020	2021
Deutschland	1,9	1,4	0,3	-0,1
Frankreich	-2,5	-3,1	-3,5	-2,1
Italien	-2,2	-1,6	-5,5	-2,2
Spanien	-2,5	-2,2	-3,5	-2,1
Niederlande	1,5	1,6	-0,5	0,3
Belgien	-0,7	-2,2	-3,1	-2,5
Österreich	0,1	0,4	-0,8	0,6
Irland	0,1	0,2	-0,5	0,5
Finnland	-0,8	-1,1	-2,4	-1,1
Portugal	-0,4	-0,1	-0,9	0,4
Griechenland	1,0	1,3	-0,9	0,4
Slowakei	-1,1	-0,9	-2,0	-1,4
Luxemburg	2,7	2,3	1,1	1,3
Slowenien	0,8	0,5	-0,5	0,2
Litauen	0,6	0,0	-0,4	0,2
Lettland	-0,7	-0,6	-1,3	-0,6
Estland	-0,6	-0,2	-0,3	-0,1
Zypern	-4,4	3,7	1,3	2,1
Malta	1,9	1,2	-0,4	0,6
Euroraum	-0,5	-0,7	-2,2	-1,1
Euroraum ohne Deutschland	-1,5	-1,5	-3,2	-1,5

Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW Kiel.

Außer Deutschland dürften alle großen Mitgliedsländer im Prognosezeitraum Defizite von teilweise deutlich über 2 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt aufweisen. Während Italien im abgelaufenen Jahr 2019 einen überraschend niedrigen Fehlbetrag von 1,6 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt aufwies, dürfte es im kommenden Jahr zu einem deutlichen Anstieg des Defizits kommen. Die Konjunktur Italiens stotterte schon zum Jahreswechsel und der Ausbruch der Corona-Pandemie dürfte das Land in eine tiefe Rezession stürzen. Zudem sind zusätzliche Staatsausgaben in Reaktion auf die Krise anvisiert. Im Jahr 2021 wird das Budgetdefizit dann wohl wieder sinken. In Frankreich hingegen ist trotz

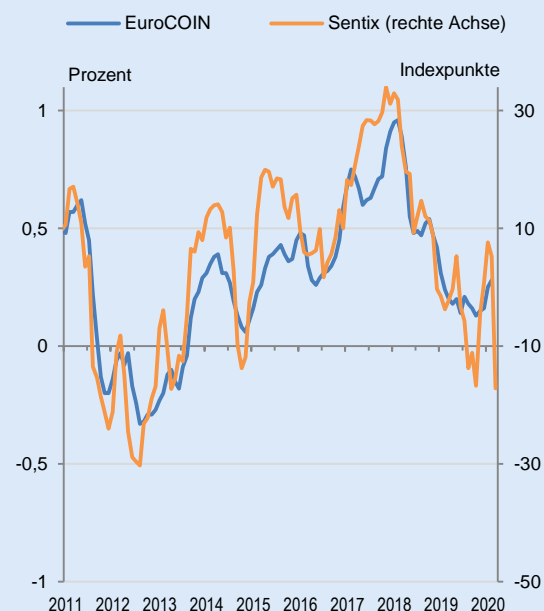
des konjunkturellen Gegenwinds und einiger expansiver Maßnahmen der Finanzpolitik, die in Reaktion auf die Gelbwesten-Bewegung beschlossen wurden, zunächst mit einem Rückgang des Budgetdefizits zu rechnen, da ein Einmaleffekt, der durch die Umstellung der Arbeitslosenversicherung im Jahr 2019 entstanden ist, entfällt. Spanien, das den inzwischen viele Jahre andauernden Aufschwung nicht zum Ausgleich des Budgets genutzt hat, dürfte der konjunkturelle Gegenwind die Effekte der weiter sinkenden Zinsausgaben und der mittelfristig angelegte und eher moderate Konsolidierungspolitik mehr als ausgleichen, so dass das Budgetdefizit wohl zunächst wieder steigen wird. Im Jahr 2021 ist dann mit einem leicht sinkenden Budgetdefizit zu rechnen.

Ausblick: Euroraum in stürmischer See

Einige Frühindikatoren für den Monat Februar deuten noch auf eine vermeintlich bevorstehende Belebung der Konjunktur hin. So hat sich die Unternehmenszuversicht, gemessen am Economic Sentiment Indicator (ESI) der Europäischen Kommission über die vergangenen Monate leicht verbessert. Darauf deutet auch der Markit-Einkaufsmanagerindex hin, der im vergangenen halben Jahr stetig zugelegt hat und für sich genommen eine moderate Ausweitung der Produktion erwarten lässt. Der EuroCOIN-Indikator, der verschiedene Frühindikatoren zusammenfasst und in eine konjunkturelle Grundtendenz übersetzt, zeigt im Februar ein Expansionstempo von 0,3 Prozent für das erste Quartal an, nachdem der Indikator im Vorjahr über weite Strecken nur eine mäßige Expansion zwischen 0,1 und 0,2 Prozent erwarten ließ. Da die gegenwärtige Entwicklung hinsichtlich der Ausbreitung des Corona-Virus in den Indikatoren jedoch nicht abgebildet wird, sind diese Signale zur Ableitung einer Prognose letztlich trügerisch. Der Sentix-Indikator, der Konjunkturerwartungen aus einer Befragung von Finanzinvestoren im Euroraum ableitet, zeigte in seiner jüngsten Veröffentlichung vom 9. März dagegen bereits eine merkliche Verschlechterung der konjunkturellen Aussichten an (Abbildung 15). Doch auch hierbei sind die

jüngsten Entwicklungen, beispielsweise aus Italien, noch nicht berücksichtigt. Herkömmliche Prognosemodelle liefern für diese Situation keine verlässlichen Zahlen.

Abbildung 15:
Indikatoren: EuroCOIN und Sentix 2011–2020



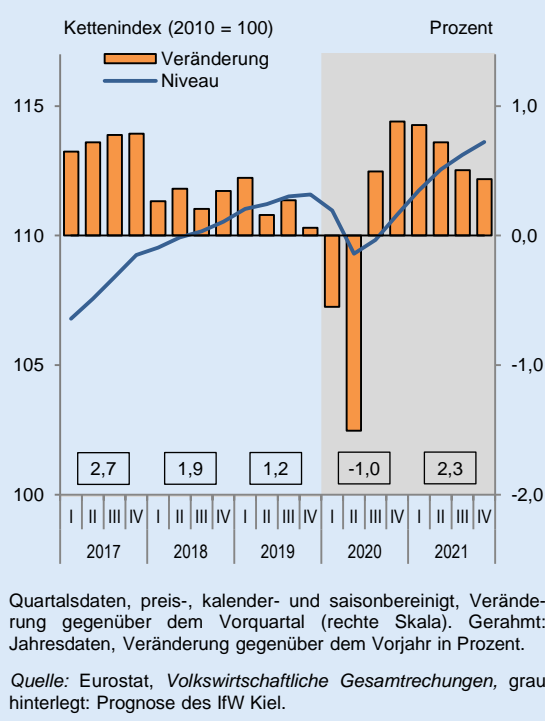
Monatsdaten.

Quelle: Thomson Reuters Eikon.

Die Wirtschaftsleistung im Euroraum dürfte im ersten Halbjahr 2020 drastisch einbrechen und ab dem zweiten Halbjahr sowie im Jahr 2021 wieder steigen. Eine Quantifizierung des bevorstehenden Einbruchs in der Wirtschaftsleistung ist mit sehr großer Unsicherheit verbunden. Die weitere Entwicklung der Pandemie und der Gegenmaßnahmen kann kaum seriös abgeschätzt werden. Gemäß unserer Annahmen wird die Ausbreitung bis zum Sommer zurückgedrängt, und im Herbst stehen womöglich Medikamente zur Abmilderung des Krankheitsverlaufs zur Verfügung, sodass sich die ökonomische Aktivität allmählich normalisieren kann. Doch selbst wenn es gelingt, die Zahl der Neuinfektionen im Verlauf des zweiten Quartals zu stabilisieren und zurückzudrängen, droht eine Rezession. Gemessen an den Wertschöpfungsanteilen der besonders betroffenen Wirtschaftsbereiche – wie Einzelhandel, Öffentlicher Personennah- und -fernverkehr, Touris-

mus, Gastgewerbe, Unterhaltung und dergleichen – sind die möglichen Rückgänge ökonomischer Aktivität enorm groß. Die Produktion wird im laufenden Jahr wohl 1 Prozent unter derjenigen des Vorjahres liegen, im Jahr 2021 dürfte die Normalisierung zu einem – wenn auch unterproportionalen – Aufholeffekt führen, mit einem Produktionsanstieg von 2,3 Prozent (Abbildung 16).

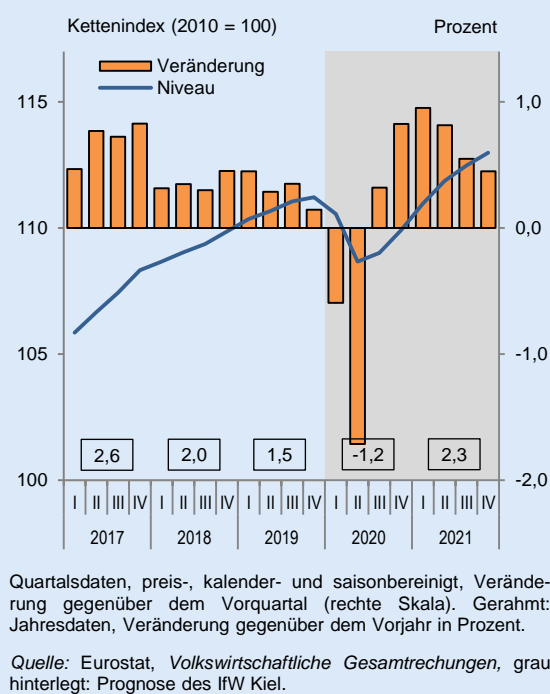
Abbildung 16:
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2017–2021



Die Rezession im übrigen Euroraum wird dabei wohl etwas tiefer und länger ausfallen als in Deutschland. Dies liegt insbesondere daran, dass Italien im besonderen Maße von der Verbreitung des Corona-Virus betroffen ist und dort – wie auch in Spanien, Portugal, Griechenland, Zypern und Malta – die nötigen Verhaltensänderungen die gesamte Urlaubssaison belasten werden (Abbildung 17). Der unterstellte Rückpralleffekt kommt in diesen Ländern somit erst mit etwas Verzögerung. Für den Euroraum insgesamt haben wir unsere Einschätzung aus der Winterprognose (Gern et al. 2019) für die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2020 um 2,2 Prozentpunkte reduziert. Die Produktion in Italien dürfte im laufenden Jahr um fast 4 Prozent einbrechen,

im kommenden Jahr ist wieder eine um 2,8 Prozent steigende Produktion zu erwarten, wodurch der Rückgang aber wohl nicht vollständig aufgeholt werden wird. In Frankreich und Spanien ist im ersten Halbjahr ebenfalls ein starker Einbruch unterstellt, der aber weniger drastisch ausfällt als für Italien (Tabelle 2). Privater Verbrauch, Konsum und Außenhandel werden im laufenden Jahr erst einbrechen und sich ab der zweiten Jahreshälfte wohl wieder erholen (Tabelle 3).

Abbildung 17:
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland 2017–2021



Der Preisauftrieb dürfte vorerst gebremst werden. Insgesamt werden die Verbraucherpreise im Jahresdurchschnitt 2020 konjunktur- und energiepreisbedingt wohl nur um 0,9 Prozent zulegen, im Jahr 2021 dürfte der Preisanstieg dann aufgrund wieder gestiegener Energiepreise und erholter Konjunktur wieder auf 1,6 Prozent anziehen. Dabei nehmen wir für den Ölpreis der Sorte Brent an, dass dieser im Prognosezeitraum, ausgehend vom derzeitigen Niveau, bereits im dritten Quartal wieder bei 48 Dollar und im Jahresdurchschnitt 2021 bei rund 60 US-Dollar notieren wird. Zudem unterstellen wir eine Konstanz des Wechselkurses. Bei

Tabelle 2:
Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2019–2021

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Deutschland	40,7	0,6	-0,4	2,3	1,3	1,3	1,5	3,2	3,3	3,4
Frankreich	28,6	1,3	-0,9	2,1	1,3	1,3	1,4	8,5	8,7	8,5
Italien	21,5	0,3	-3,7	2,7	0,7	0,7	0,7	10,0	10,2	10,2
Spanien	14,6	2,0	-1,1	2,4	0,8	1,0	1,1	14,1	14,5	14,2
Niederlande	9,4	1,7	-0,3	2,0	2,7	2,3	2,4	3,4	3,6	3,5
Belgien	5,6	1,4	-0,3	1,6	1,3	1,3	1,4	5,4	5,7	5,6
Österreich	4,7	1,5	-0,8	2,1	1,4	1,4	1,5	4,5	4,6	4,6
Irland	3,9	5,8	2,0	3,4	0,9	1,2	1,5	5,0	4,8	4,8
Finnland	2,9	1,4	-0,5	2,2	1,2	1,3	1,4	6,7	6,7	6,6
Portugal	2,5	2,2	0,3	2,3	0,3	0,6	0,7	6,6	7,1	7,3
Griechenland	2,2	2,0	-1,2	2,1	0,4	0,9	1,2	17,3	16,6	16,5
Slowakei	1,1	2,3	0,8	2,8	2,7	2,6	3,0	5,8	5,8	5,7
Luxemburg	0,7	2,6	2,2	2,8	1,7	1,8	2,1	5,6	5,7	5,6
Slowenien	0,6	2,4	0,8	2,3	1,7	1,9	2,2	4,6	4,7	4,7
Litauen	0,6	3,6	1,9	3,4	2,2	2,4	2,9	6,3	6,9	7,1
Lettland	0,4	2,2	1,1	3,1	2,8	2,8	3,2	6,3	6,5	6,6
Estland	0,3	4,4	2,3	3,2	2,5	2,4	2,8	4,4	4,4	4,5
Zypern	0,3	3,2	0,2	2,2	0,5	0,9	1,3	7,1	6,3	6,3
Malta	0,2	4,4	1,7	3,4	1,5	2,0	2,4	3,4	3,4	3,4
Euroraum	140,7	1,2	-1,0	2,3	1,7	1,2	1,2	7,5	7,7	7,6
Euroraum ohne Deutschland	100,0	1,5	-1,2	2,3	1,7	1,1	1,2	9,0	9,2	9,1

Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2018 (Prozent). Bruttoinlandsprodukt: preis- und kalenderbereinigt, 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 2018. *Zahlen weichen von denen im Deutschland-Konjunkturbericht ab, da dort die BIP-Zuwachsraten als Ursprungswerte berichtet werden (statt kalenderbereinigten Werten), Verbraucherpreise nach CPI-Abgrenzung (statt HVPI) sowie Arbeitslosenquoten nach Definition der Bundesagentur für Arbeit (statt ILO).

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; Berechnungen des IfW Kiel; grau hinterlegt: Prognose des IfW Kiel.

Tabelle 3:
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2019–2021

	2019				2020				2021				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2019	2020	2021
Bruttoinlandsprodukt	0,5	0,1	0,3	0,1	-0,6	-1,5	0,5	0,9	0,9	0,7	0,5	0,4	1,2	-1,0	2,3
Inländische Verwendung	0,1	1,4	-0,6	1,0	-0,3	-1,6	0,4	0,8	1,0	0,8	0,6	0,5	1,8	-0,3	2,4
Privater Verbrauch	0,4	0,2	0,5	0,1	-0,7	-2,3	0,4	0,8	1,2	1,0	0,7	0,5	1,3	-1,6	2,6
Staatsverbrauch	0,4	0,4	0,6	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	1,6	1,9	1,9
Anlageinvestitionen	0,9	5,0	-3,8	4,2	0,0	-2,2	0,3	1,2	1,1	0,6	0,6	0,5	5,5	1,1	2,5
Vorratsänderungen	-0,4	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,1	0,0
Außenbeitrag	0,4	-1,2	0,9	-0,8	-0,3	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,5	-0,6	-0,1
Exporte	0,9	0,0	0,6	0,4	-1,8	-2,4	2,0	2,1	1,2	0,8	0,7	0,7	2,5	-1,5	4,3
Importe	0,2	2,7	-1,3	2,2	-1,3	-2,6	1,9	2,0	1,5	0,9	0,9	0,9	3,8	-0,2	4,7

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

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

diesen Annahmen dürfte die Teuerungsrate bis zum Herbst deutlich unter einem Prozent liegen und zum Jahresende wieder auf über 1 Prozent anziehen. Im Jahr 2020 werden Basiseffekte

dann eine Teuerungsrate über 1,5 Prozent herbeiführen, wengleich die Kerninflation weiter unter dieser Marke zurückbleiben wird. Die Wirkung der Eindämmungsmaßnahmen auf die

Verbraucherpreise dürfte sich jedoch anders verhalten als bei einem rein nachfrageinduzierten Rückgang der Wirtschaftstätigkeit. Einige Produkte, insbesondere einige Dienstleistungen, können unabhängig vom Preis in der besonderen Situation nicht mehr oder nicht im gewohnten Volumen nachgefragt werden, obwohl sie im Warenkorb ein substantielles Gewicht haben. Andere Produktkategorien – etwa haltbare Lebensmittel – dürften dagegen spürbar stärker nachgefragt werden. Zudem ist nicht nur die Nachfrageseite, sondern auch die Produktionsseite empfindlich gestört und kann sich womöglich nicht schnell genug an den rasch veränderten, nachgefragten Konsumvektor anpassen. Denkbar ist, dass es für die Dauer der Pandemie und der Eindämmungsmaßnahmen in bestimmten Warengruppen zu deutlich anziehenden Preisen kommt, wie es in China zu beobachten war.

Die Arbeitslosigkeit steigt wieder. Die Erwerbslosenquote dürfte im Durchschnitt des Jahres 2020 auf 7,7 Prozent der Erwerbspersonen steigen und im Jahr 2021 bei 7,6 Prozent liegen. Damit steigt sie nach einigen Jahren spürbar rückläufiger Quoten im laufenden Jahr wieder an, wenn auch nur geringfügig. Somit bleibt sie – unter der Annahme einer Eindämmung der Pandemie bis zum Sommer – in der Nähe der historischen Tiefs.

Für die Prognose überwiegen die Abwärtsrisiken deutlich. Eine zentrale Annahme ist, dass sich die Ausbreitung des Corona-Virus bis zum Sommer hinreichend verlangsamen lässt und ab Herbst Behandlungsmöglichkeiten zur Verfügung stehen, sodass sich die ökonomische Aktivität bereits in der zweiten Jahreshälfte 2020 wieder normalisiert. Falls dies jedoch nicht gelingt, könnte statt des Rückprall-

Effektes im zweiten Halbjahr (V-Szenario) auch ein länger andauernder Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion drohen (L-Szenario). Ein solcher Verlauf hätte unabsehbare Folgen für die Wirtschaftsstruktur und das Finanzsystem. Denn selbst wenn dem Unternehmenssektor zielgenau Überbrückungskredite zur Verfügung gestellt werden, ersetzen diese nicht dauerhaft die unternehmerischen Einnahmen, da die Kosten aufgrund nominal fixierter Verträge größtenteils unverändert weiter laufen. Unternehmenspleiten sind unvermeidlich, wenn das Eigenkapital über eine längere Zeit durch spürbare Umsatzeinbußen aufgezehrt wird. Wenn ein substantieller Teil der wirtschaftlichen Aktivität, mit der Schulden und andere vertraglich vereinbarte Zahlungsströme bedient werden müssen, über längere Zeit wegfällt, kommt es unweigerlich zu Forderungsausfällen und Verwerfungen im Finanzsystem. Geld- und Wirtschaftspolitik müssen für dieses denkbare Abwärtsszenario Lösungen entwickeln und Vorsorge treffen.

Doch auch Aufwärtsrisiken sind vorhanden, falls sich die gegenwärtig angespannte Situation schneller als erwartet bereinigen lässt, etwa durch einen Durchbruch bei der Entwicklung eines Medikaments bzw. Impfstoffs. Nicht nur in China, wo die Pandemie ihren Ausgang nahm, sondern auch überall sonst in der Welt dürften gegenwärtig alle verfügbaren oder umlenkbaren Ressourcen der hoch entwickelten pharmakologischen Forschung auf dieses Ziel ausgerichtet sein. Von den Anstrengungen und möglichen Erfolgen dieser Forscher hängt vieles ab, auch die Konjunktur im Euroraum.

Literatur

- Althaus, C., M. J. Counotte, A. Hauser, und J. Riou (2020). Adjusted age-specific case fatality ratio during the Covid-19 Epidemic in Hubei, China, January and February 2020. medRxiv. The preprint server for health sciences. Via Internet (10.3.2020): <https://www.medrxiv.org/content/10.1101/2020.03.04.20031104v1>
- Boysen-Hogrefe, J., S. Fiedler, D. Groll, N. Jannsen, S. Kooths, S. Mösle und U. Stolzenburg (2020). Deutsche Wirtschaft im Zeichen des Corona-V(irus). Kieler Konjunkturberichte 65 (2020|Q1). Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Gern, K.-J., P. Hauber, S. Kooths und U. Stolzenburg (2019). Weltkonjunktur bleibt vorerst ohne Schwung. Kieler Konjunkturberichte 61 (2019|Q4). Institut für Weltwirtschaft, Kiel.