

Konjunkturschlaglicht

Euroraum: Schuldenkrise und Rezessionsgefahren

Der Konjunkturausblick 2012 für den Euroraum ist geprägt von der Staatsschuldenkrise und einer tiefen Vertrauenskrise einerseits und einer drohenden Rezession andererseits. Die wechselseitige Abhängigkeit trübt dabei die Aussicht auf schnelle Lösungen: Eine rasche Konsolidierung der Staatsschulden in den Krisenländern ist unter den Bedingungen einer Rezession kaum durchsetzbar. Umgekehrt ist die Beendigung der Eurokrise eine Voraussetzung für die Vermeidung einer Rezession.

Allein aufgrund der pessimistischen Erwartungen werden in vielen Ländern – neben den eingeleiteten und noch anstehenden Konsolidierungsmaßnahmen – der private Konsum und die Unternehmensinvestitionen spürbar gedämpft. Nachdem es schon im zweiten und dritten Quartal 2011 zu einer Verlangsamung des realen Wirtschaftswachstums gekommen war, schrumpft das reale Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal 2011 und im ersten Quartal 2012 der Prognose zufolge leicht (vgl. Abbildung 1). Bei leichter Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2012 werden diese Länder im Jahresvergleich nahezu stagnieren. Die Jahreswachstumsrate wird nach rund 1,6% (2011) bei 0,2% (2012) liegen.

Der weitere Verlauf wird jedoch wesentlich davon abhängen, inwieweit es der Politik gelingt, die Staatsschulden- und Vertrauenskrise in der Eurozone zu lösen. Nach heutigem Stand besteht das wahrscheinliche Szenario für das nächste Jahr in dem fortgesetzten Versuch, die derzeitige Lage zu stabilisieren und eine Ausweitung in eine systemische Krise zu verhindern. Weder ein Auseinanderbrechen der Eurozone noch eine endgültige Lösung sind für den Prognosezeitraum zu erwarten, jedoch keinesfalls ausgeschlossen. Insofern steht die Prognose für das nächste Jahr unter hoher Unsicherheit – jedoch mit deutlichem Übergewicht der Abwärtsrisiken: Ein Zerfall des Euroraums würde die Dimension der Krise nach der Lehman-Insolvenz wahrscheinlich übertreffen. Die langfristigen Folgen könnten indes weitaus schlimmer werden. Angesichts der hohen Staatsverschuldung in vielen Ländern, die auch durch die Rettungsmaßnahmen für Banken und die Konjunkturprogramme in der Krise 2008/2009 signifikant angestiegen ist, und einem nach wie vor geschwächten Bankensektor könnte sich eine lang anhaltende Stagnation anschließen.

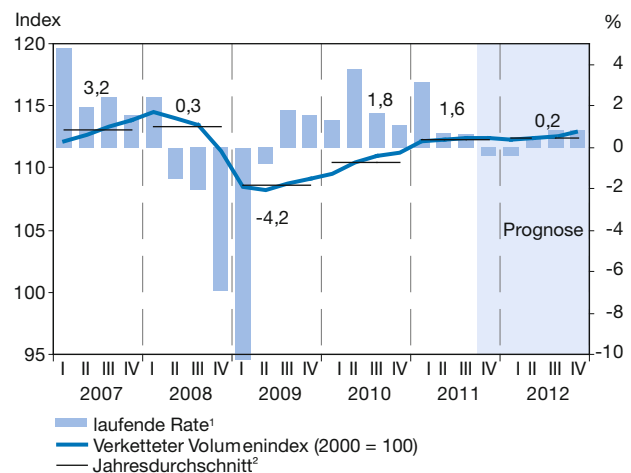
Vor dem Hintergrund der Staatsschuldenkrise und der Rezessionsgefahren hat die Europäische Zentralbank

(EZB) zum Ende des letzten Jahres den Leitzins um 50 Basispunkte auf 1,00% gesenkt. Sie hat mit der Zinssenkung signalisiert, eine Liquiditätskrise im Bankensektor unter allen Umständen vermeiden zu wollen. Der Interbankenmarkt zeigte sich zuletzt sehr angespannt und die Einlagen von Reserven bei der EZB hatten Rekordstände erreicht. Auf die Realwirtschaft dürften von der Zinssenkung dagegen kaum noch expansive Impulse ausgehen. Die Inflationsrisiken bleiben mittelfristig gering. Bereits im nächsten Jahr dürfte die Inflationsrate wieder unter die Zielinflationsrate von „unter, aber nahe 2%“ sinken.

Im Zuge der Staatsschuldenkrise hat die EZB mehrfach massiv Staatsanleihen der Krisenländer wie Spanien und Italien aufgekauft, um die Refinanzierungskosten für diese Länder zu senken und eine Ansteckung auf andere Länder zu vermeiden. Vielfach wurde gefordert, die EZB solle ankündigen, zu einem festgelegten unteren Kurs unbegrenzt aufzukaufen, um den Zinssatz nach oben zu begrenzen. Allein die Ankündigung könnte dazu führen, dass die Märkte das Vertrauen zurückgewinnen und eine Intervention der EZB faktisch gar nicht mehr erfolgen muss.

Abbildung 1
Reales Bruttoinlandsprodukt in der EWU

Saisonbereinigter Verlauf



¹ Veränderung gegenüber dem Vorquartal, auf Jahresrate hochgerechnet, rechte Skala. ² Zahlenangaben: Veränderung der Ursprungswerte gegenüber dem Vorjahr in %.

Quellen: Eurostat; Berechnungen HWWI; ab 4. Quartal 2011 und 2012: Prognose.

Unklar bleibt jedoch, welches die langfristigen Folgen einer Intervention der EZB in Bezug auf Glaubwürdigkeit und Unabhängigkeit der Geldpolitik wären. Aufkommende Zweifel an der Unabhängigkeit könnten den Euroraum langfristig sogar eher destabilisieren, weil eine Intervention die Erwartung erzeugen könnte, bestehende Strukturdefizite im Euroraum würden bei Bedarf erneut von der EZB monetisiert werden – sei es durch die Finanzierung von Staatsschulden oder von Leistungsbilanzdefiziten etwa über die Target2-Salden. Die Beseitigung der Strukturdefizite wäre aber die Bedingung für den Abbau der internen Ungleichgewichte und einen langfristig stabilen Euroraum. Eine Monetisierung könnte Auswirkungen auf die Inflationserwartungen haben und hierüber eine sta-

bilitätsorientierte Geldpolitik der EZB zukünftig deutlich erschweren. Zudem ist völlig unklar, ob es sich bei den stark gestiegenen Zinsen für einzelne Mitgliedsländer tatsächlich um das Ergebnis von Marktpanik handelt oder diese aufgrund der Zweifel an dem langfristigen Fortbestand des Euro nicht doch fundamental gerechtfertigt sind. Anderenfalls wäre zu fragen, welches denn der adäquate Marktzins wäre, zu dem anstelle des Marktes die EZB die Zinsen stabilisieren sollte. Eine aktivere Rolle der EZB taugt nur zur Lösung einer Vertrauenskrise, nicht aber zu einer permanenten Akkommodierung eines nicht-optimalen Währungsraums.

Henning Vöpel
voepel@hwwi.org