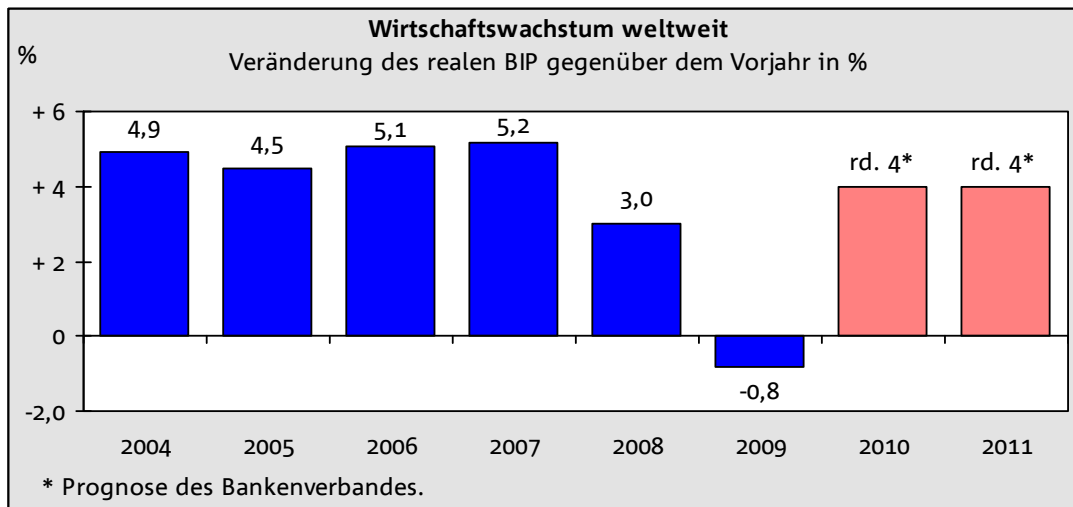


Konjunkturbericht – März 2010

Zahlreiche Stolpersteinen auf dem Weg der wirtschaftlichen Erholung

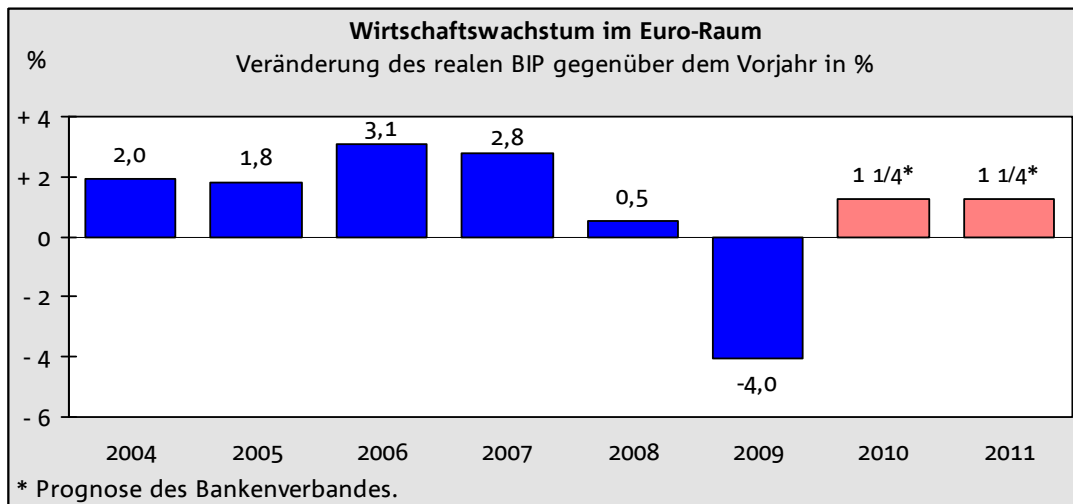
- Die Weltwirtschaft erholt sich recht schnell von der Rezession. Impulsgeber sind vor allem die asiatischen Schwellenländer. In den Industrieländern ist die wirtschaftliche Dynamik hingegen noch verhalten. Hinzu kommt, dass sich gerade in den Industrieländern mit der kräftig gestiegenen Staatsverschuldung neue Problemfelder öffnen, die die längerfristigen Wachstumsperspektiven belasten. Zudem stellt das Auslaufen beziehungsweise die allmähliche Rücknahme der massiven wirtschaftspolitischen Konjunkturlösungen eine Rückschlaggefahr dar. Die Aussichten für die Weltwirtschaft bleiben daher verhalten. Das globale Wachstumstempo dürfte sich im kommenden Jahr kaum beschleunigen und in etwa auf dem Niveau von 4 % verharren.
- Die wirtschaftliche Erholung im Euro-Raum ist bislang nur schleppend vorangekommen und hat sich im vierten Quartal 2009 wieder spürbar verlangsamt. Angesichts der weiterhin positiven Stimmungsindikatoren und der aufwärts gerichteten Bestellungen ist ein Rückfall in eine Rezession aber nicht zu befürchten. Längerfristige Probleme werden jedoch die erhöhten Ungleichgewichte innerhalb der Währungsunion bereiten. Aus heutiger Sicht wird das Wirtschaftswachstum im Euro-Raum in diesem und im nächsten Jahr mit jeweils rund 1 ¼ % merklich hinter dem Wachstum in den USA zurückbleiben.
- Die deutsche Wirtschaft, die die Rezession bereits im Frühjahr letzten Jahres hinter sich lassen konnte, ist im Winterhalbjahr wieder in eine Schwächephase gerutscht. Ähnlich wie im Euro-Raum lassen die Frühindikatoren aber spätestens für dieses Frühjahr eine Fortsetzung der Erholung erwarten. Im Jahresdurchschnitt 2010 könnte das Bruttoinlandsprodukt um rund 1 ½ % steigen. Im nächsten Jahr dürfte diese Rate beibehalten werden, wobei die Erholung dann bei nachlassenden geld- und fiskalpolitischen Impulsen stabiler und selbsttragend wird.
- Der deutsche Arbeitsmarkt hat sich bislang, auch wegen der Kurzarbeiterregelung, als überraschend robust erwiesen. Gleichwohl kann noch keine Entwarnung gegeben werden. Im Gegenteil: Hohe Überkapazitäten, stark gestiegene Lohnstückkosten und eine aller Voraussicht nach weiter zunehmende Zahl von Unternehmensinsolvenzen werden die Arbeitslosigkeit in den kommenden Monaten weiter steigen lassen.
- Ernsthafte Inflationsrisiken sind gegenwärtig weder in Deutschland noch im Euro-Raum zu erkennen. Die Teuerungsrate wird in der Währungsunion und in Deutschland voraussichtlich auch im nächsten Jahr mit rund 1 ½ % unter der mittelfristigen Zielmarke der Europäischen Zentralbank von knapp 2 % liegen.
- Die Europäische Zentralbank hat damit begonnen, die außergewöhnlichen Liquiditätsmaßnahmen schrittweise zurückzunehmen. Sie geht dabei völlig zu Recht mit Bedacht vor. Für eine Straffung der Leitzinsen besteht derzeit kein Handlungsdruck. Die sehr moderaten Inflationsprognosen sowie das vergleichsweise schwache Wirtschaftswachstum haben die Wahrscheinlichkeit deutlich erhöht, dass der Leitzins in diesem Jahr unverändert bleibt. Für eine auch langfristig niedrige Inflationserwartung ist hingegen der kürzlich in einer Studie des Internationalen Währungsfonds unterbreitete Vorschlag, das Inflationsziel der Notenbanken zu erhöhen, nicht hilfreich.

Weltwirtschaft: Asiatische Schwellenländer als Impulsgeber



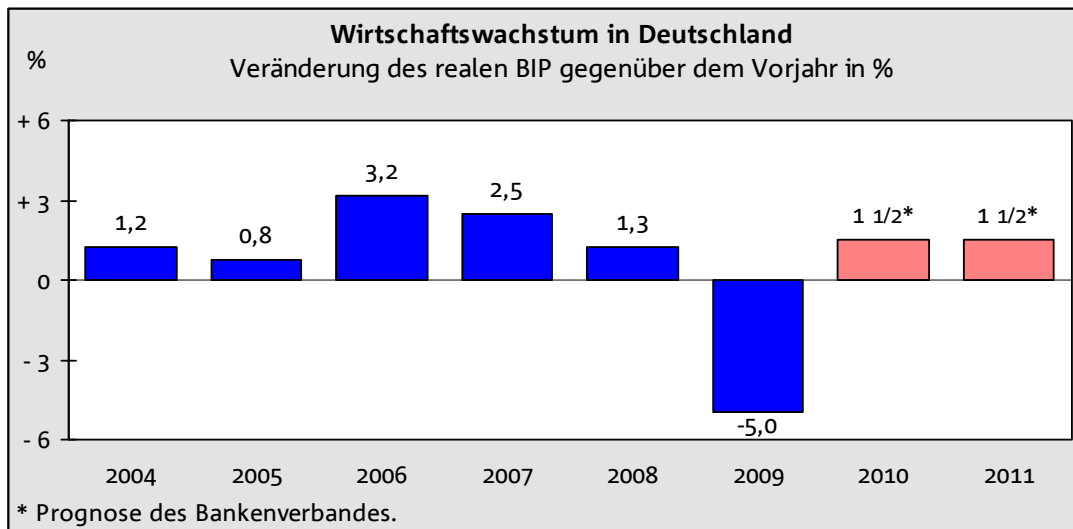
- Die Weltwirtschaft erholt sich schneller als vor kurzem noch erwartet vom krisenbedingten Produktionseinbruch. Nachdem die globale Wirtschaftsleistung im vergangenen Jahr erstmals seit dem Zweiten Weltkrieg gesunken ist, wird für das laufende Jahr ein Wachstum von rund 4 % erwartet. Impulsgeber sind dabei vor allem die Schwellenländer – insbesondere die asiatischen Emerging Markets. Sie erreichen beim Wirtschaftswachstum teilweise schon wieder ihr Vorkrisen-Tempo. In China gibt es sogar erste Sorgen vor einer Überhitzung der Wirtschaft und möglichen Übertreibungen im Immobiliensektor. Die chinesische Zentralbank hat deshalb damit begonnen, die Geldpolitik über eine höhere Mindestreservspflicht für Banken zu straffen.
- Auch die meisten Industrieländer haben die Rezession inzwischen überwunden. Das Tempo der Erholung ist hier allerdings noch recht verhalten. Hinzu kommt, dass sich gerade in den Industriestaaten mit der kräftig gestiegenen Staatsverschuldung neue Problemfelder öffnen, die die längerfristigen Wachstumsperspektiven belasten.
- Zudem darf nicht übersehen werden, dass die zügige Erholung der Weltwirtschaft in großem Umfang auf massiven geld- und fiskalpolitischen Impulsen beruht, die allmählich auslaufen beziehungsweise in den kommenden Monaten aktiv reduziert werden müssen. Die Umstellung von einer wirtschaftspolitisch angeschobenen Erholung auf eine mehr und mehr von den Marktkräften getragene Entwicklung wird schwierig werden und birgt nicht unerhebliche Rückschlagsrisiken. Die wachsende Schuldenproblematik sowie erste Warnungen vor Inflationsgefahren unterstreichen jedoch, dass die behutsame Rückführung der wirtschaftspolitischen Impulse – der sogenannte geld- und fiskalpolitische Exit – ohne Alternative ist.
- Insgesamt bleiben die Perspektiven für die Weltwirtschaft daher verhalten. Aus heutiger Sicht wird das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern auf absehbare Zeit nicht mehr an die vor der Krise erreichte Dynamik anknüpfen können. Aber auch in den Schwellenländern werden strukturelle Anpassungen das Tempo der wirtschaftlichen Entwicklung tendenziell bremsen. Das globale Wirtschaftswachstum dürfte sich deshalb im kommenden Jahr kaum beschleunigen und in etwa auf dem Niveau von 4 % halten.

Euro-Raum: Schleppende Erholung mit zahlreichen Problemfeldern



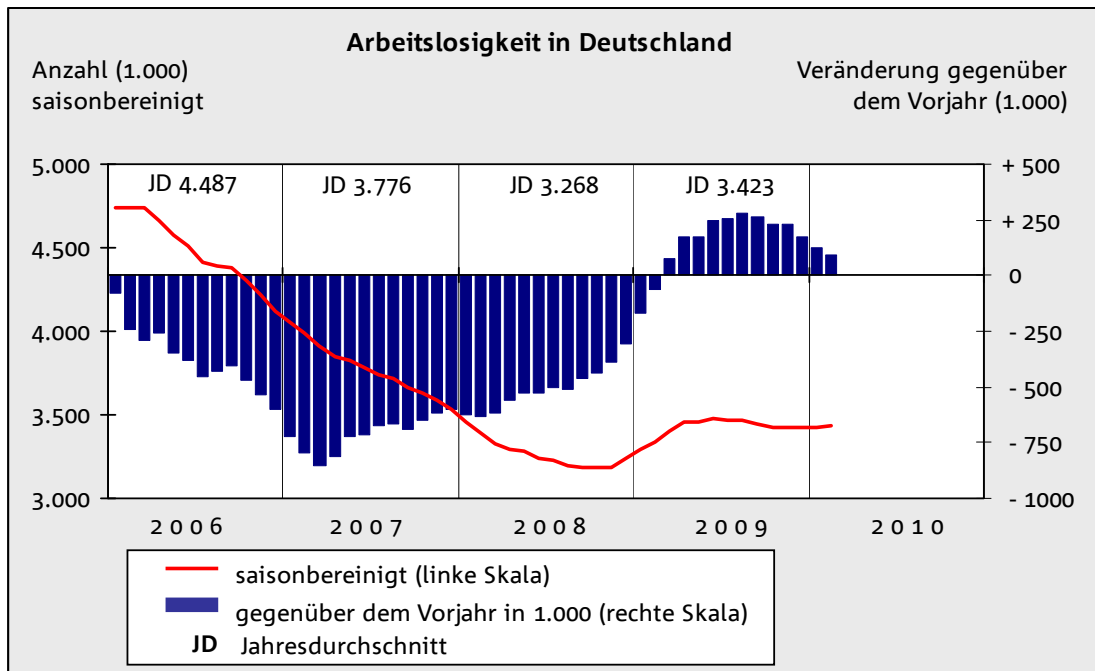
- Die wirtschaftliche Erholung im Euro-Raum ist bislang nur sehr schleppend vorangekommen. Nachdem sie erst im dritten Quartal 2009 einsetzte, hat sie sich bereits im vierten Quartal wieder deutlich verlangsamt. Neben dem Finanzsektor, für den trotz einiger Verbesserungen noch keine Entwarnung gegeben werden kann, stellen vor allem die stark gestiegene Arbeitslosigkeit, die sehr geringe Auslastung der Produktionskapazitäten sowie die sich erheblich zuspitzende Lage der öffentlichen Finanzen gravierende Bürden für die wirtschaftliche Entwicklung dar.
- Ein Rückfall des Euro-Raums in eine Rezession ist aus heutiger Sicht aber nicht zu befürchten. So signalisieren die Stimmungsindikatoren, wie beispielsweise die Einkaufsmanagerindices, trotz einer leichten Abschwächung, eine weiter steigende Produktion. Auch bei den Auftragseingängen bleibt der Trend aufwärts gerichtet. Zudem hat der Kursrückgang des Euro in den letzten drei Monaten die vorangegangene Überbewertung etwas reduziert. Dies sollte die Exporte des Euro-Raums stützen.
- Besonders gravierende Probleme ergeben sich aus den in den letzten Jahren zugenommenen Ungleichgewichten im Euro-Raum. Sie beruhen vor allem auf großen Unterschieden in der Entwicklung der Lohnstückkosten (Lohnkosten im Vergleich zur Arbeitsproduktivität). Die Euro-Staaten, in denen die Lohnstückkosten in den letzten Jahren besonders stark gestiegen sind, haben spürbar an preislicher Wettbewerbsfähigkeit verloren, was sich unter anderem in den hohen Leistungsbilanzdefiziten dieser Länder widerspiegelt. Eine Anpassung der inländischen Nachfrage – und damit der Importe dieser Länder – an ihre Wirtschaftskraft ist unvermeidlich und wird für längere Zeit die Wachstumsmöglichkeiten im Euro-Raum dämpfen.
- Für den Euro-Raum bleibt somit sowohl für das laufende als auch für das kommende Jahr jeweils ein Wirtschaftswachstum von etwa 1 ¼ % das Hauptszenario. Mit dieser Rate wird die Erholung jedoch nicht nur merklich hinter der Entwicklung in den USA zurückbleiben, sondern auch zu gering sein, um die Arbeitslosigkeit nennenswert zu reduzieren.

Deutschland: holprige Erholung



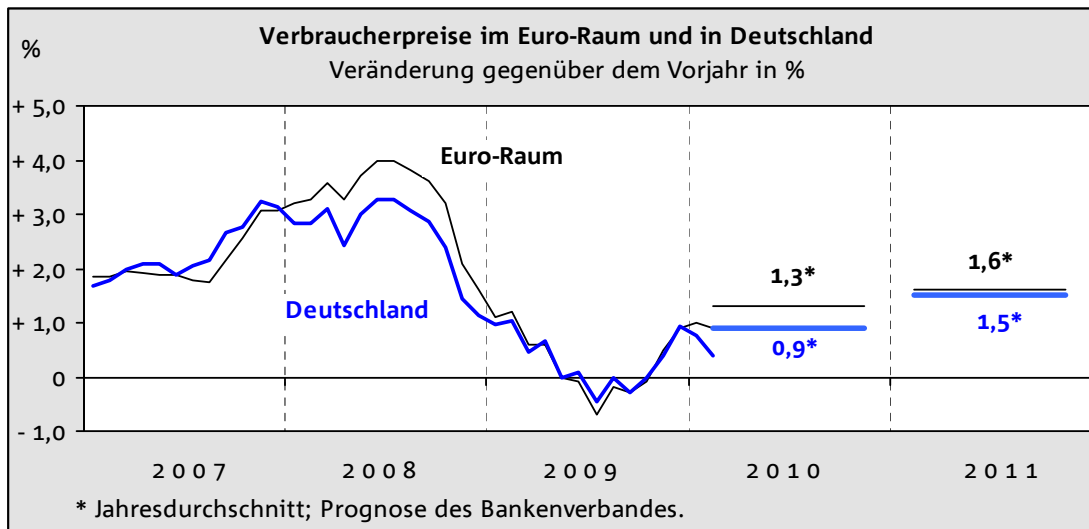
- Die deutsche Wirtschaft hat bereits im Frühjahr letzten Jahres die Rezession hinter sich gelassen und konnte im zweiten und dritten Quartal 2009 recht ordentliche Wachstumsraten erzielen. In den letzten drei Monaten des vergangenen Jahres stagnierte die Wirtschaftsleistung allerdings auf dem Niveau des Vorquartals. Wegen des strengen Winters könnte die Schwächephase auch zum Jahresbeginn 2010 angehalten haben.
- Ähnlich wie im Euro-Raum lassen die Frühindikatoren aber spätestens für das Frühjahr eine Fortsetzung der Erholung erwarten. Angesichts der guten internationalen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen wird die Wirtschaftsentwicklung dabei nach wie vor von der Weltwirtschaft abhängen. Erst allmählich dürften die Investitionen wieder Auftrieb bekommen – wegen der geringen Kapazitätsauslastung werden hier jedoch Erhaltungs- und Modernisierungsmotive vorherrschen. Der private Konsum wird hingegen im laufenden Jahr die Achillesferse der deutschen Konjunktur bleiben, nicht zuletzt, weil die Arbeitslosigkeit wohl weiter steigen wird.
- Im Jahresdurchschnitt 2010 würde sich daraus ein Wirtschaftswachstum von rund 1 ½ % ergeben. Diese Wachstumsrate ist aus heutiger Sicht auch für das kommende Jahr das wahrscheinlichste Szenario. Bei allmählich nachlassenden geld- und fiskalpolitischen Impulsen würde die Erholung 2011 allerdings zunehmend stabiler und selbsttragend.
- Im kommenden Jahr sollte auch der private Konsum wieder zum Wirtschaftswachstum in Deutschland beitragen. Sein Anstieg dürfte allerdings deutlich hinter dem gesamtwirtschaftlichen Wachstum zurückbleiben. Die preislichen Wettbewerbsprobleme in vielen Euro-Staaten unterstreichen, dass eine nachhaltige Stärkung des privaten Konsums durch überzogene Lohnerhöhungen allerdings nicht zielführend ist. Deswegen ist es zu begrüßen, dass sich die Tarifparteien in Deutschland besonders stark um die Beschäftigungssicherung bemühen. Dieser Kurs muss langfristig mit einer Erhöhung der Arbeitsproduktivität durch mehr Bildung und Innovationen sowie durch eine strikte Begrenzung der Lohnzusatzkosten – zum Beispiel durch weitere Reformen in der gesetzlichen Krankenversicherung – unterstützt werden.

Arbeitsmarkt: Für eine Entwarnung ist es noch zu früh



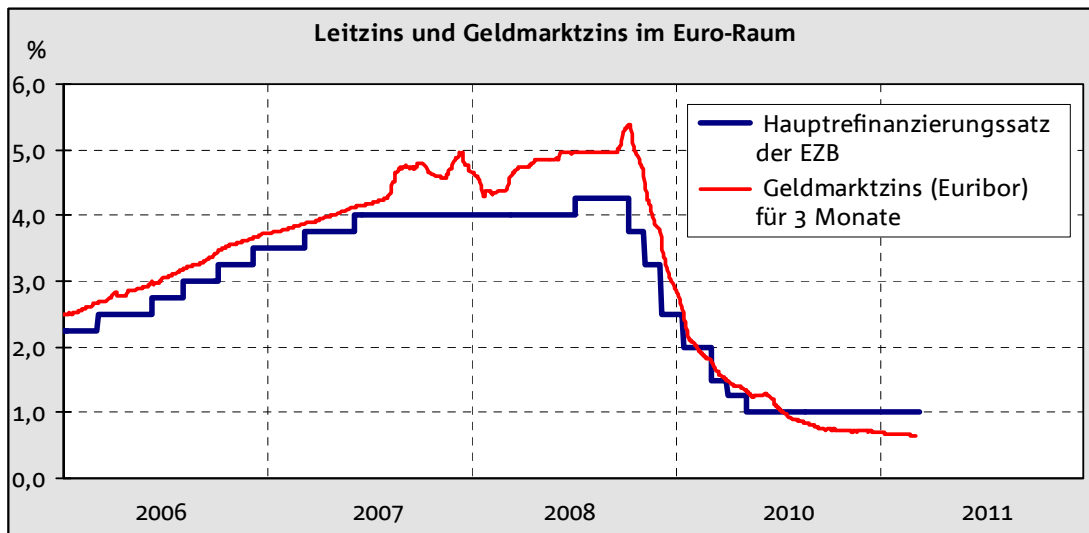
- Der deutsche Arbeitsmarkt hat sich bislang als überraschend robust erwiesen. Trotz des außerordentlich starken Produktionseinbruchs während der Rezession liegt die saisonbereinigte Arbeitslosigkeit aktuell „nur“ um rund 250.000 Personen über dem Stand von Oktober 2008.
- Eine wichtige Stütze für den Arbeitsmarkt ist die Kurzarbeit. Im April und Mai letzten Jahres erhielten etwa 1,5 Millionen Menschen Kurzarbeitergeld. Bis zum Dezember 2009 – aktuellere Daten liegen noch nicht vor – ist die Zahl der Kurzarbeiter auf unter 900.000 gesunken, was in etwa einem Arbeitsausfall von 250.000 Vollzeitstellen entspricht. Zusätzlich zur Kurzarbeit haben auch die Arbeitsmarktreformen der vergangenen Jahre – anders als vielfach behauptet – im Abschwung geholfen. Die größere Flexibilität in den Tarifverträgen – etwa durch Öffnungsklauseln oder Arbeitszeitkonten – wirken ebenso stabilisierend für den Arbeitsmarkt wie die niedrigeren Sozialversicherungsbeiträge, die unter anderem durch strukturelle Reformen in der Arbeitslosenversicherung möglich wurden.
- Gleichwohl kann für den deutschen Arbeitsmarkt noch keine Entwarnung gegeben werden. Hohe Überkapazitäten, die vor allem durch den Produktionsausfall stark gestiegenen Lohnstückkosten und aller Voraussicht nach weiter zunehmende Unternehmensinsolvenzen werden die Arbeitslosigkeit in Deutschland in den kommenden Monaten weiter steigen lassen. Im Durchschnitt des laufenden Jahres ist mit rund 3,6 Millionen Arbeitslosen zu rechnen, das wären etwa 200.000 Arbeitslose mehr als im Durchschnitt des vergangenen Jahres.
- Mit einem allmählichen Rückgang der Arbeitslosigkeit ist aus heutiger Sicht erst im nächsten Jahr zu rechnen. Angesichts der recht verhaltenen wirtschaftlichen Wachstumsprognosen dürfte die Entspannung am Arbeitsmarkt aber nur sehr gering ausfallen.

Verbraucherpreise: Inflationsrisiken zurzeit nicht in Sicht



- Die Inflationsrate, die im vergangenen Jahr sowohl in Deutschland als auch im gesamten Euro-Raum in einzelnen Monaten sogar leicht unter dem Vorjahresniveau lag, ist in den letzten Monaten wieder in den positiven Bereich zurückgekehrt. Ausschlaggebend dafür waren vor allem die Rohstoffpreise, die nach einem kräftigen Rückgang im Zuge der globalen Wirtschaftskrise seit dem Frühjahr 2009 wieder spürbar gestiegen sind.
- Bis in den Sommer hinein sollte die Inflationsrate in Deutschland unter der 1 %-Marke bleiben. Im zweiten Halbjahr ist dann mit Werten von etwas über 1 % zu rechnen. Im Jahresdurchschnitt sollte dies in einem Preisauftrieb von annähernd 1 % münden. Für den Euro-Raum liegt die Prognose nur geringfügig höher.
- Auch für das kommende Jahr bleiben die Preisperspektiven moderat. Mit rund 1 ½ % dürfte die Teuerungsrate in Deutschland und im Euro-Raum auch 2011 unter der mittelfristigen Zielmarke der Europäischen Zentralbank von knapp 2 % verharren. Gegen einen stärkeren Preisauftrieb sprechen vor allem die sehr geringe Auslastung der Produktionskapazitäten sowie die hohe Arbeitslosigkeit. In einem solchen Umfeld sind die Spielräume der Unternehmen für Preiserhöhungen sowie der Tarifparteien für Lohnsteigerungen eng begrenzt.
- Befürchtungen, die hohe Staatsverschuldung und die aktuell sehr expansive Geldpolitik würden zu einem gefährlichen Inflationsschub führen, sind wenig stichhaltig. Eine potenzielle Inflationsgefahr durch die lockere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) würde erst dann entstehen, wenn sich der Geldschöpfungsprozess im Bankensektor wieder merklich beschleunigt. Dies ist momentan nicht zu erkennen. Zudem hat die EZB bereits damit begonnen, die außergewöhnlichen Liquiditätsmaßnahmen schrittweise zu beenden. Bei Bedarf kann dieser Prozess ohne Weiteres beschleunigt werden. Die entschlossene Stabilitätspolitik der europäischen Notenbank und ihre Unabhängigkeit gegenüber politischen Weisungen ist zugleich auch ein Garant gegen Inflationsbefürchtungen durch die hohe Staatsverschuldung.

Geldpolitik: Erste Schritte auf dem Weg der Normalisierung



- Die EZB hat unmittelbar nach dem Ausbruch der Finanzkrise nicht nur die Leitzinsen deutlich gesenkt, sondern auch Sondermaßnahmen zur Liquiditätsversorgung ergriffen. Mit der unbegrenzten Bereitstellung von Liquidität für die Geschäftsbanken wurden vor allem die massiven Funktionsstörungen am Geldmarkt überbrückt. In dem Maße, wie sich die Lage am Geldmarkt allmählich wieder beruhigt, kann die EZB auch die außergewöhnlichen Liquiditätsmaßnahmen zurücknehmen.
- Die europäischen Währungshüter gehen dabei völlig zu Recht mit Bedacht vor und bieten den Geschäftsbanken Planungssicherheit. So hat die EZB zunächst damit begonnen, das längerfristige Liquiditätsangebot zu beenden (Auslaufen der zwölf- und sechsmonatigen Tender) oder einzuschränken (ab Ende April keine unbegrenzte Zuteilung mehr beim Dreimonatstender). Damit wird die Refinanzierung der Geschäftsbanken bei der Notenbank wieder stärker in den kurzfristigen Bereich verlagert, was die Wirksamkeit von möglichen geldpolitischen Bremsmanövern der EZB erhöht.
- Ungeachtet der allmählichen Rückführung der Sondermaßnahmen bei der Liquiditätsversorgung besteht für die EZB beim Leitzins in den kommenden Monaten kein Handlungsdruck. Die auch für das nächste Jahr sehr moderaten Inflationsprognosen sowie das vergleichsweise schwache Wirtschaftswachstum machen in diesem Jahr einen unveränderten Leitzins wahrscheinlich.
- Nicht hilfreich für eine langfristig moderate Inflationserwartung ist hingegen der Vorschlag, das Inflationsziel der Notenbanken zu erhöhen. Dieser Vorschlag, der unlängst in einer Studie des Internationalen Währungsfonds unterbreitet wurde, ist sehr gefährlich, denn eine punktgenaue Steuerung der Inflationsrate ist in der Praxis kaum möglich. Ein höheres Inflationsziel würde deshalb auch zu größeren (absoluten) Schwankungen der Teuerungsrate führen und die Planungsunsicherheit in der Wirtschaft erhöhen. Und: Die historischen Erfahrungen lehren, dass sich Inflation nur temporär als „Schmiermittel“ für die Konjunktur oder zur Entschuldung nutzen lässt. Mittel- bis längerfristig führen entsprechende Anpassungsreaktionen zu einem sich beschleunigenden Inflationsprozess.