

Erholung setzt sich fort – Risiken bleiben

Frühjahrgutachten 2010

Prof. Dr. Kai Carstensen

LMU München und Ifo Institut



Inhalt

Weltwirtschaftliches Umfeld

1. Aufstrebende Märkte: Die Schwellenländer ziehen die Weltwirtschaft
2. USA: Comeback des Wachstumsmotors?
3. Griechenland und Co: Gefahr für den Euro?

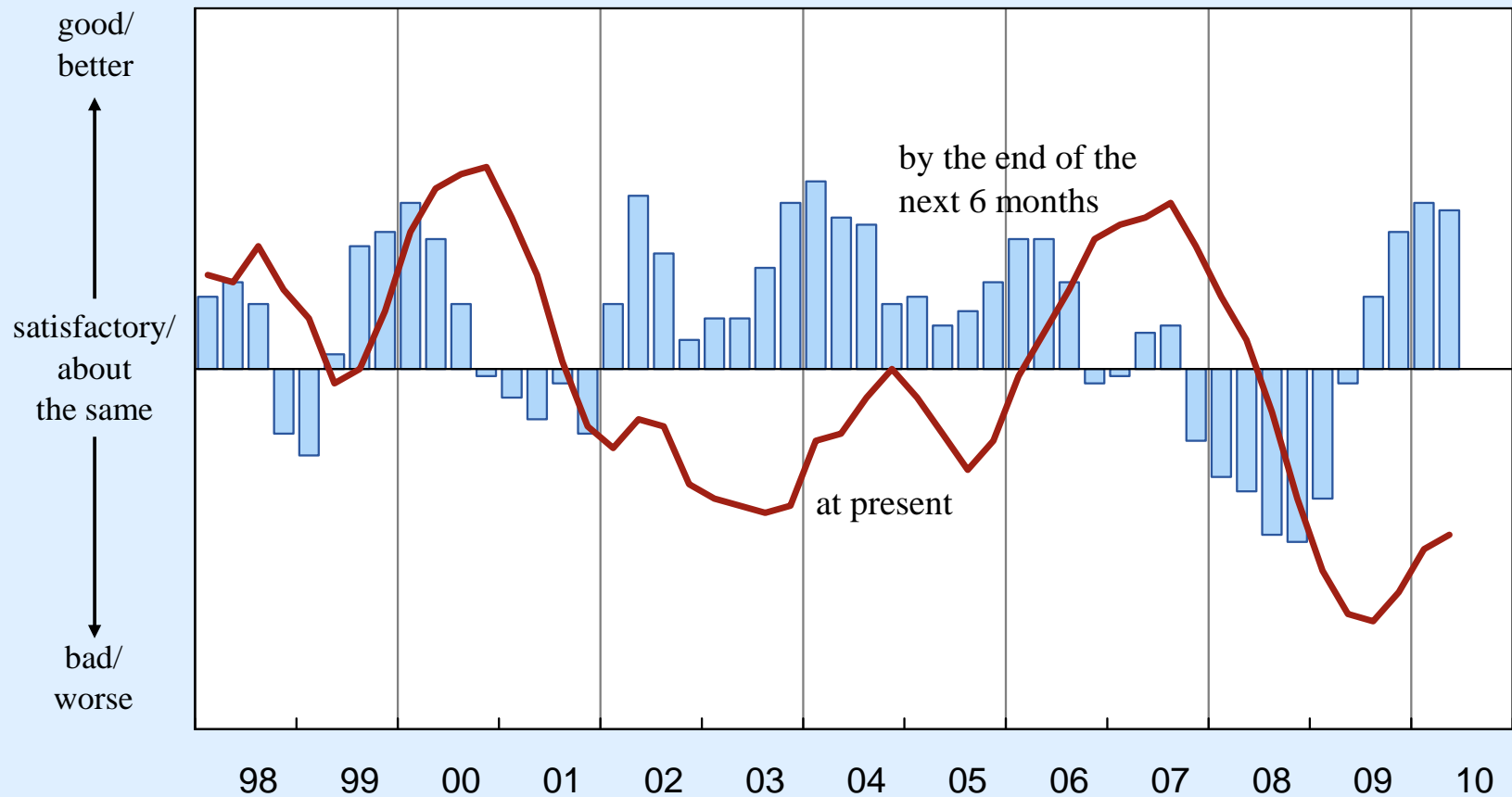
Deutschland

4. Konjunktur: Phönix aus der Asche
5. Staatsverschuldung: Was ist zu tun?

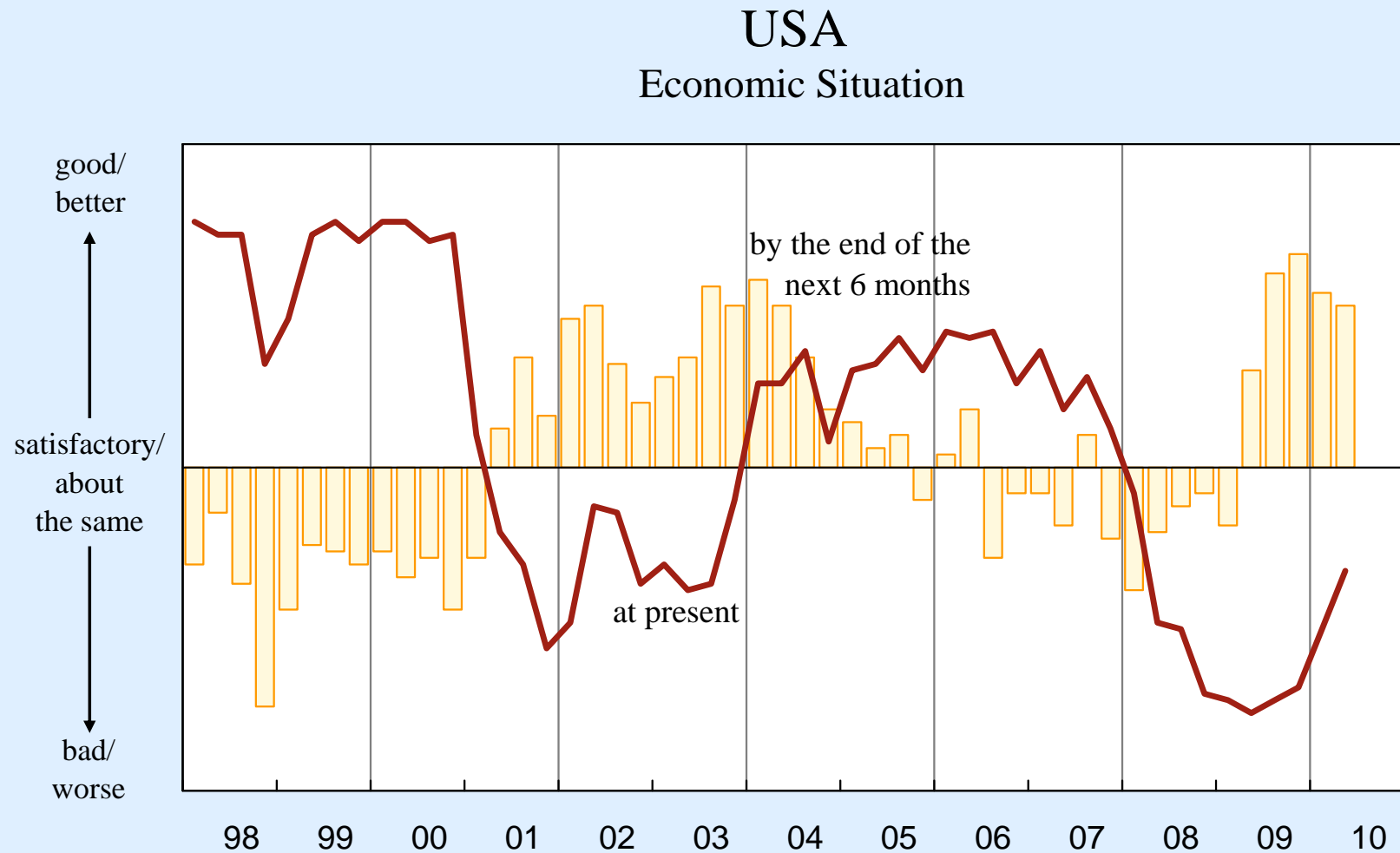
1. Aufstrebende Märkte: Die Schwellenländer ziehen die Weltwirtschaft

Stand der Konjunktur in Europa – positive Erwartungen

EUROPEAN UNION (15) Economic Situation



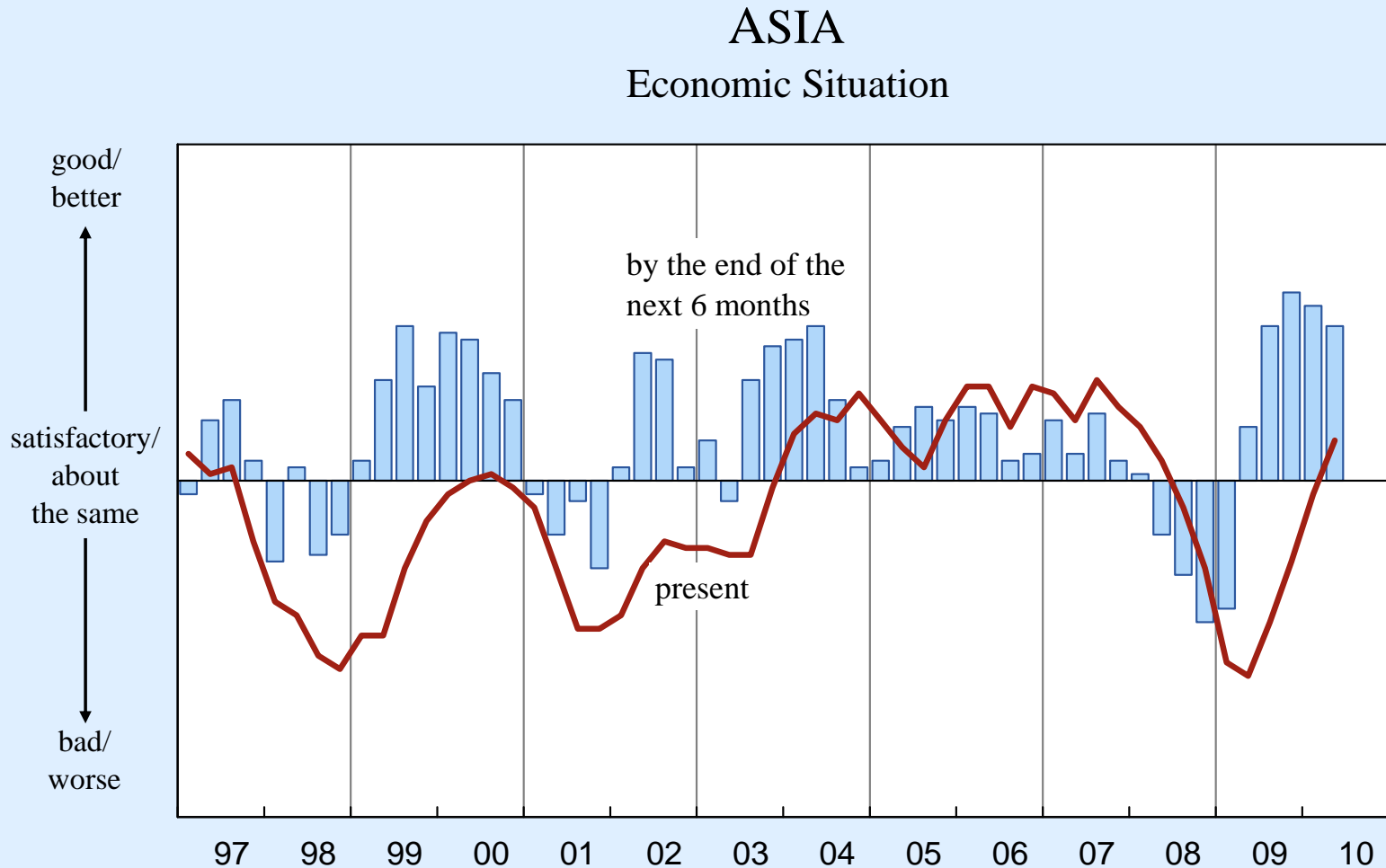
Stand der Konjunktur in den USA – kräftige Dynamik



Source: Ifo World Economic Survey (WES) II/2010.

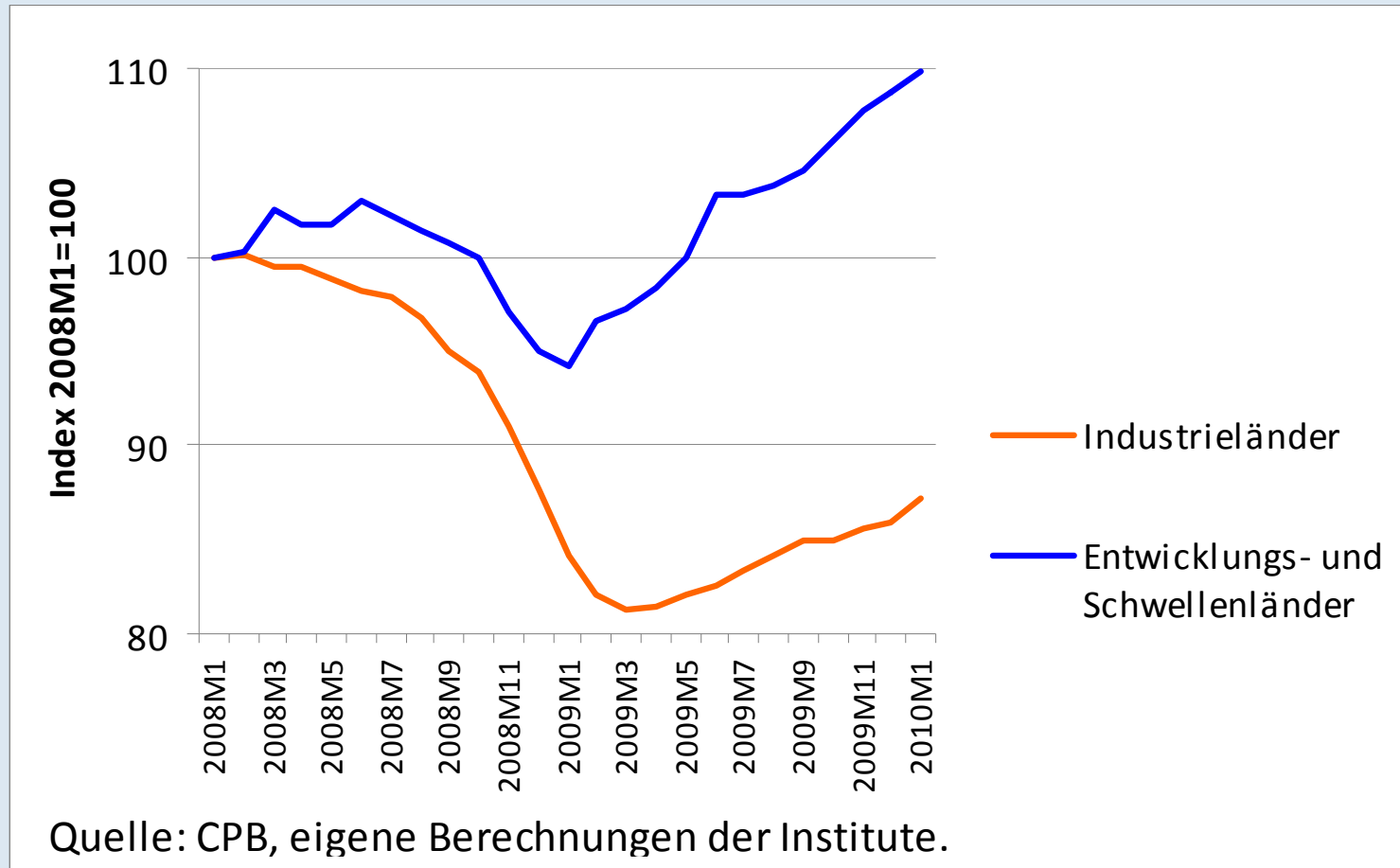


Stand der Konjunktur in Asien – nahe alten Höchstständen

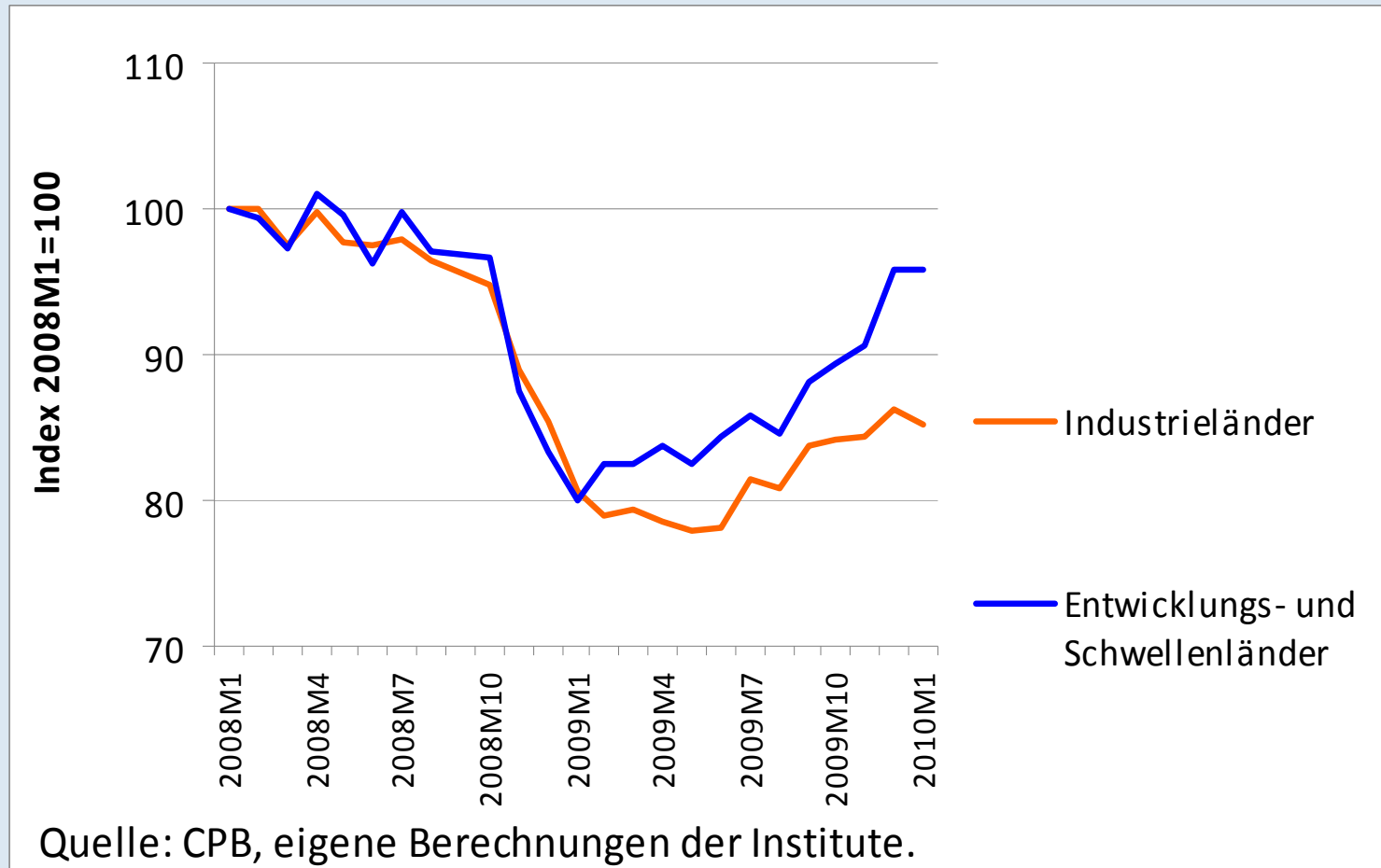


Source: Ifo World Economic Survey (WES) II/2010.

Industrieproduktion: Folgen der Krise



Realer Welthandel: wer handelt mit wem?

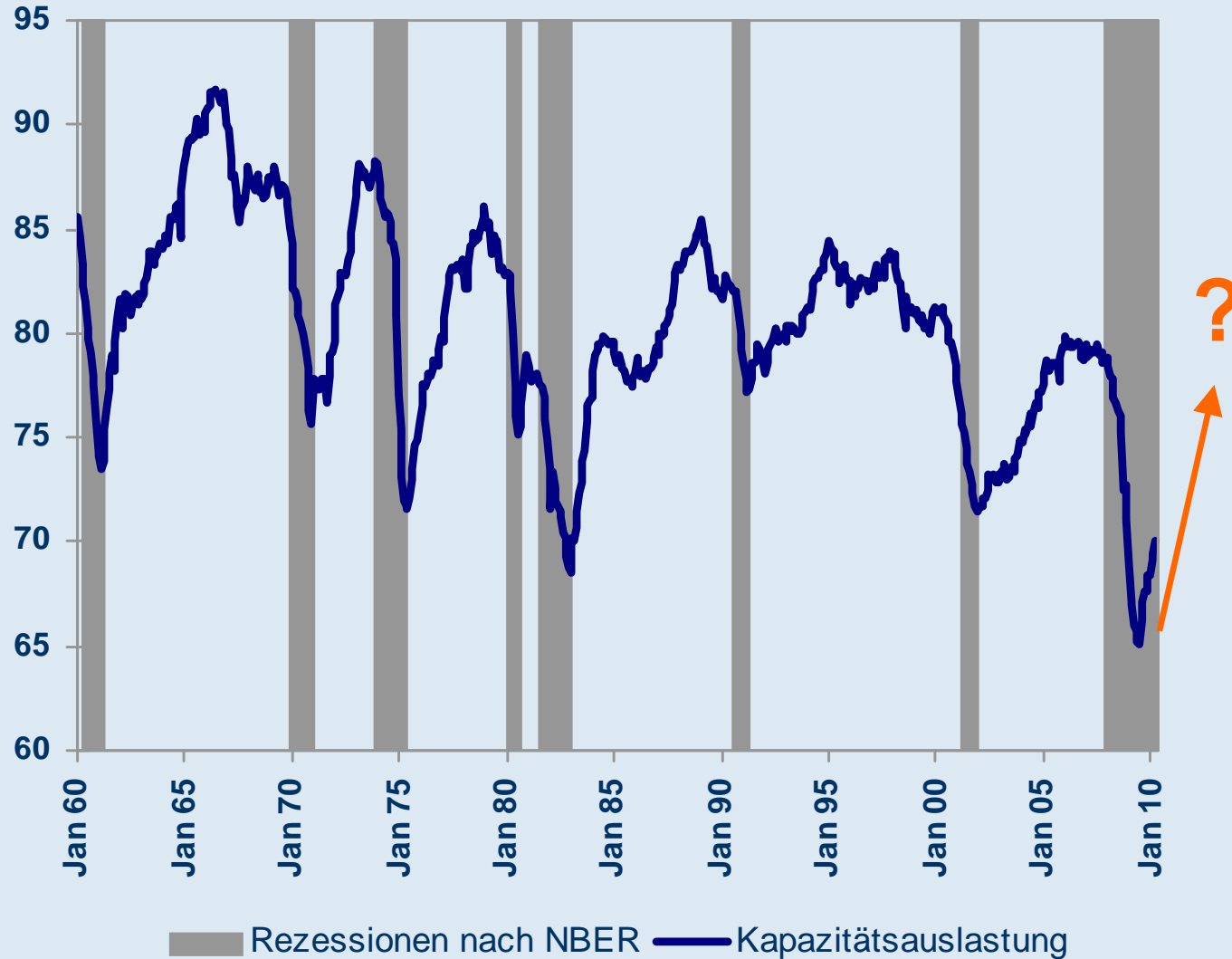


Ausblick

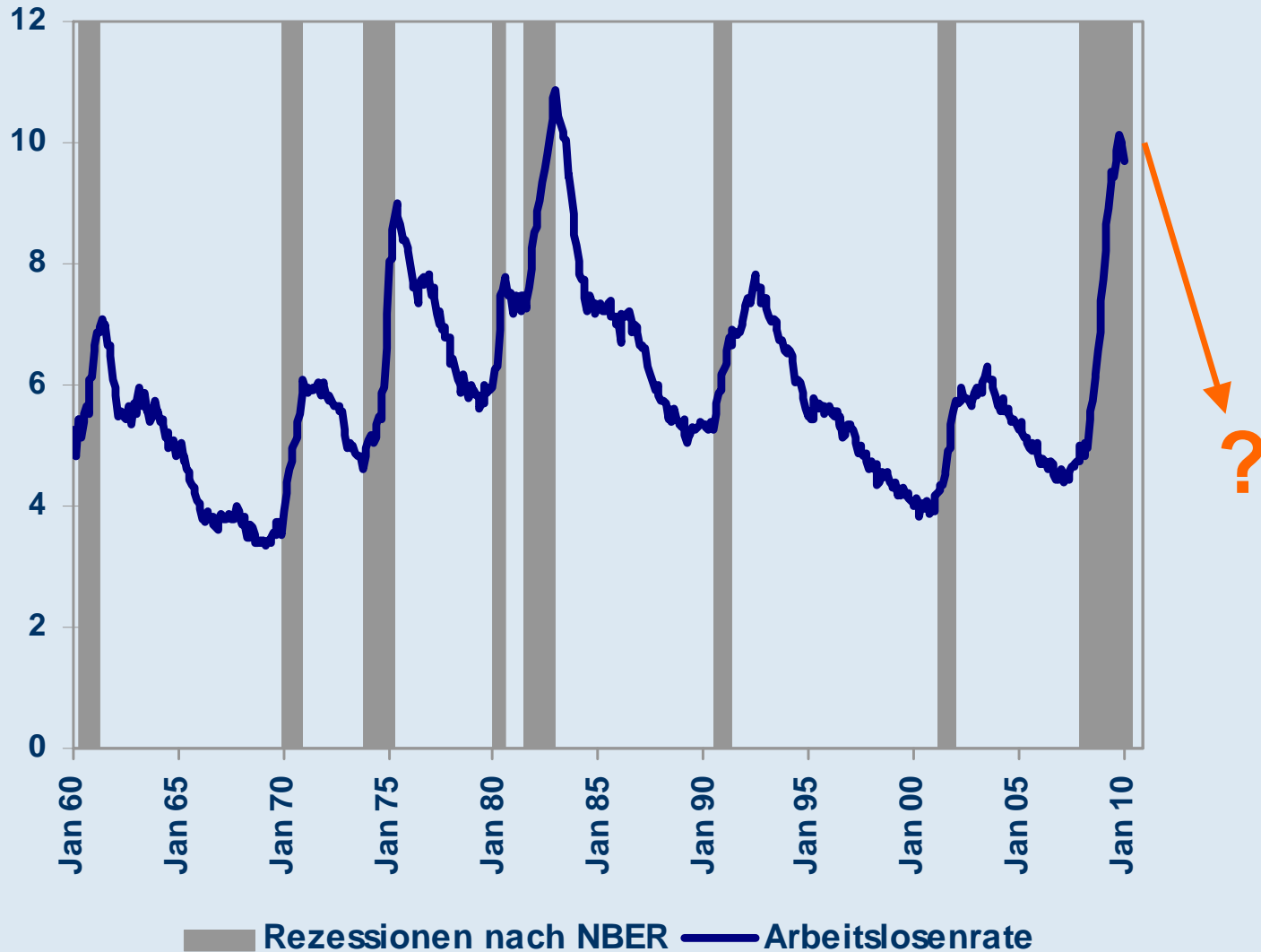
- Schwellenländer recht unbeeindruckt von der Krise
- Wachstumstrend höher als in den Industrieländern, wo zudem die Staatsschulden drücken
- China ist die große Unbekannte
 - Was kommt nach dem Konjunkturpaket?
 - Drohen Überhitzung und Inflation?
 - Platzt die Immobilienblase?
- Gewicht der Schwellenländer an den deutschen Exporten wird daher wohl weiter zunehmen

2. USA: Comeback des Wachstumsmotors?

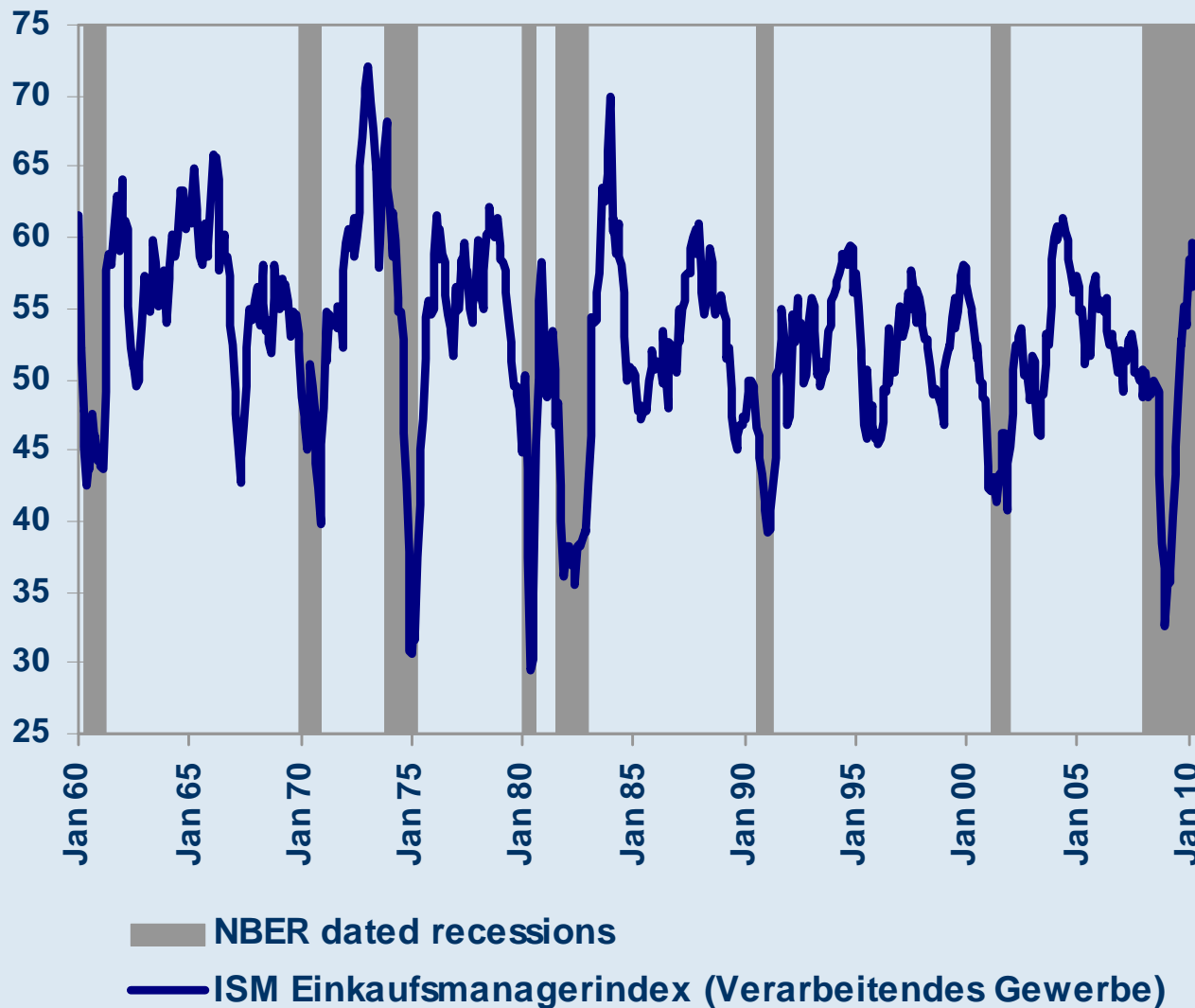
Kapazitätsauslastung: Erholung vom historischen Tief



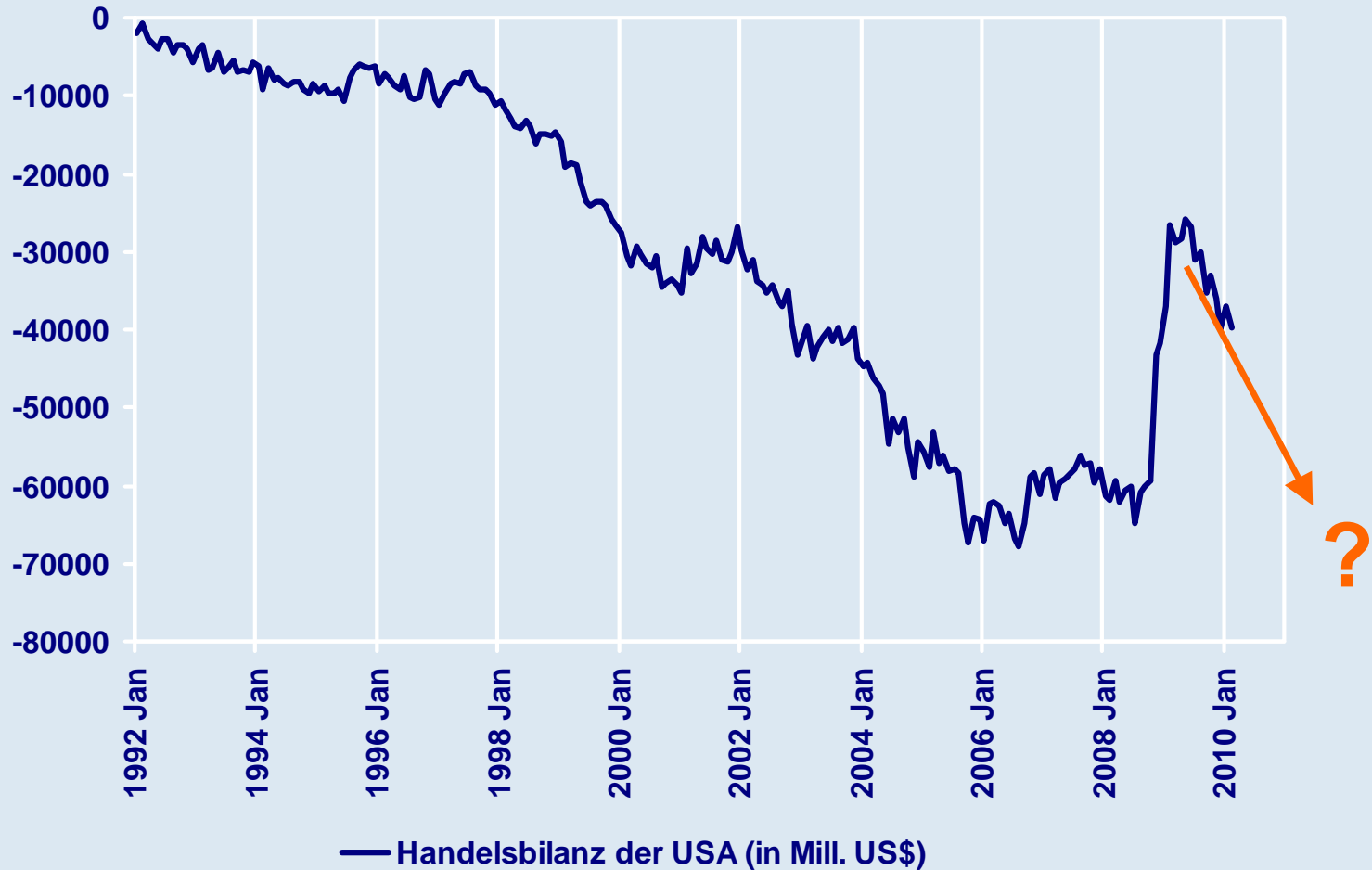
Arbeitsmarkt: Wendepunkt scheint erreicht



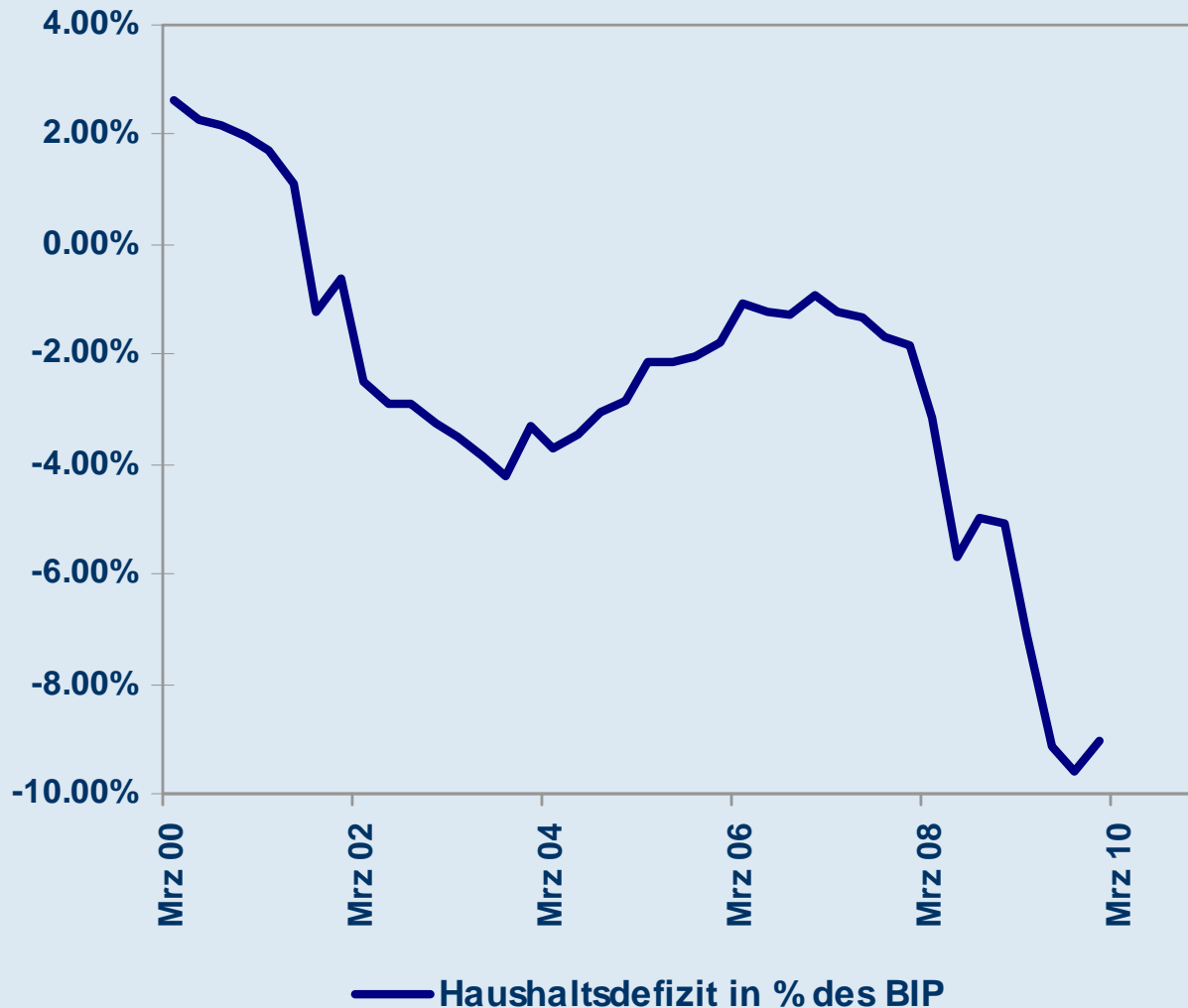
Einkaufsmanagerindex: Signal für den Aufschwung?



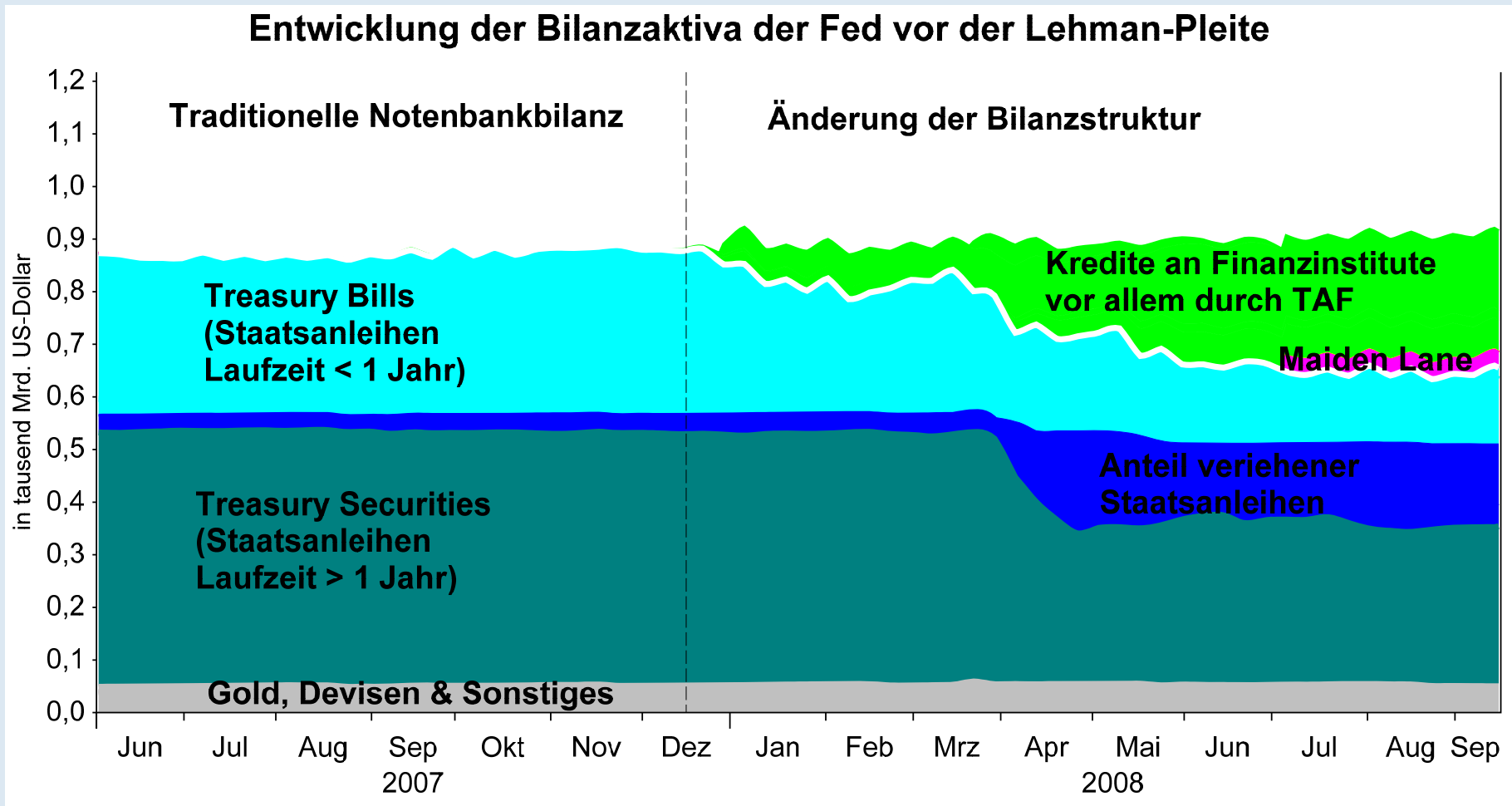
Handelsbilanz: die Ungleichgewichte kehren zurück



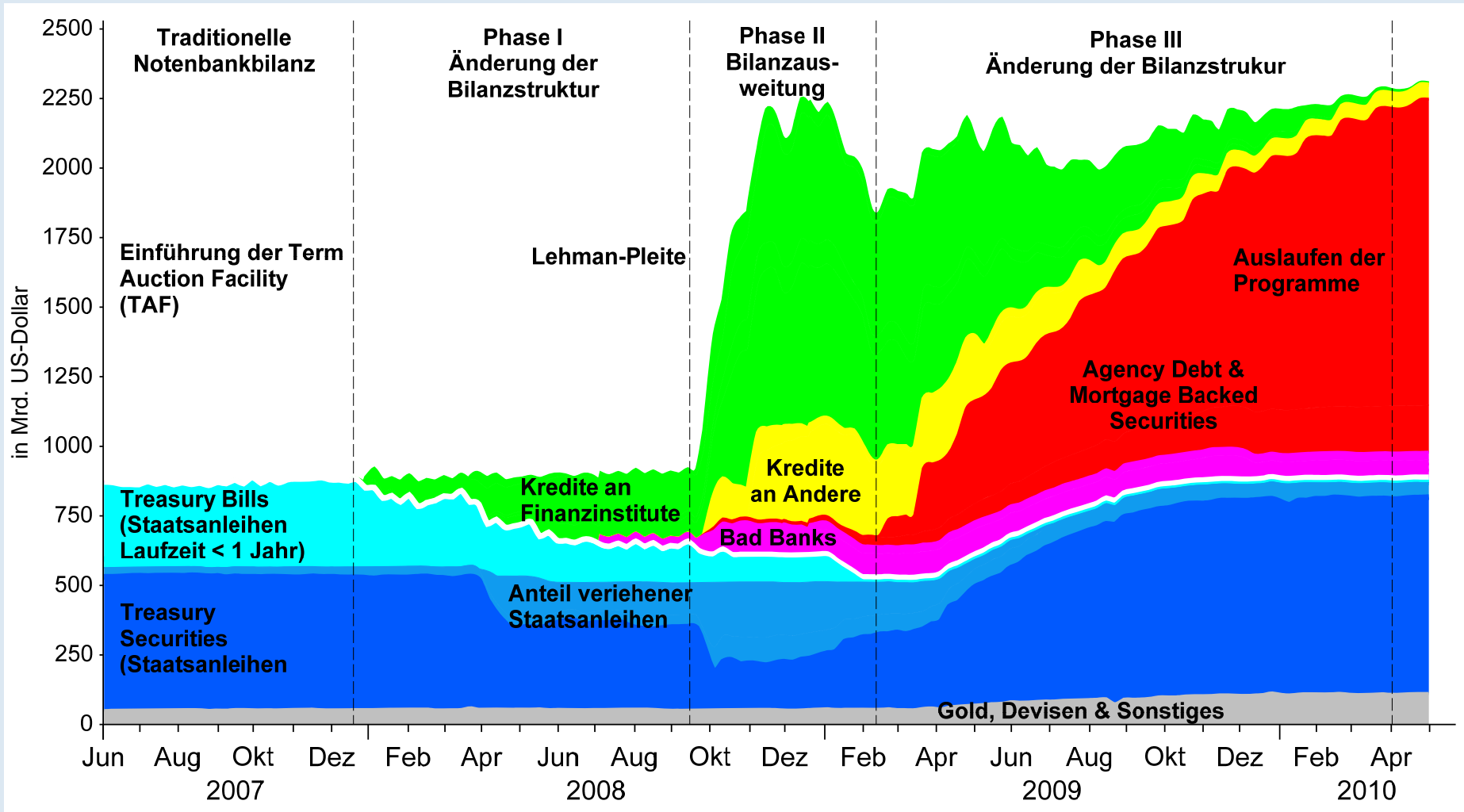
Staatshaushalt: wo die Krise geblieben ist



Bilanz der Fed: wo die Schrottpapiere geblieben sind (1)



Bilanz der Fed: wo die Schrottpapiere geblieben sind (2)



Ausblick (1)

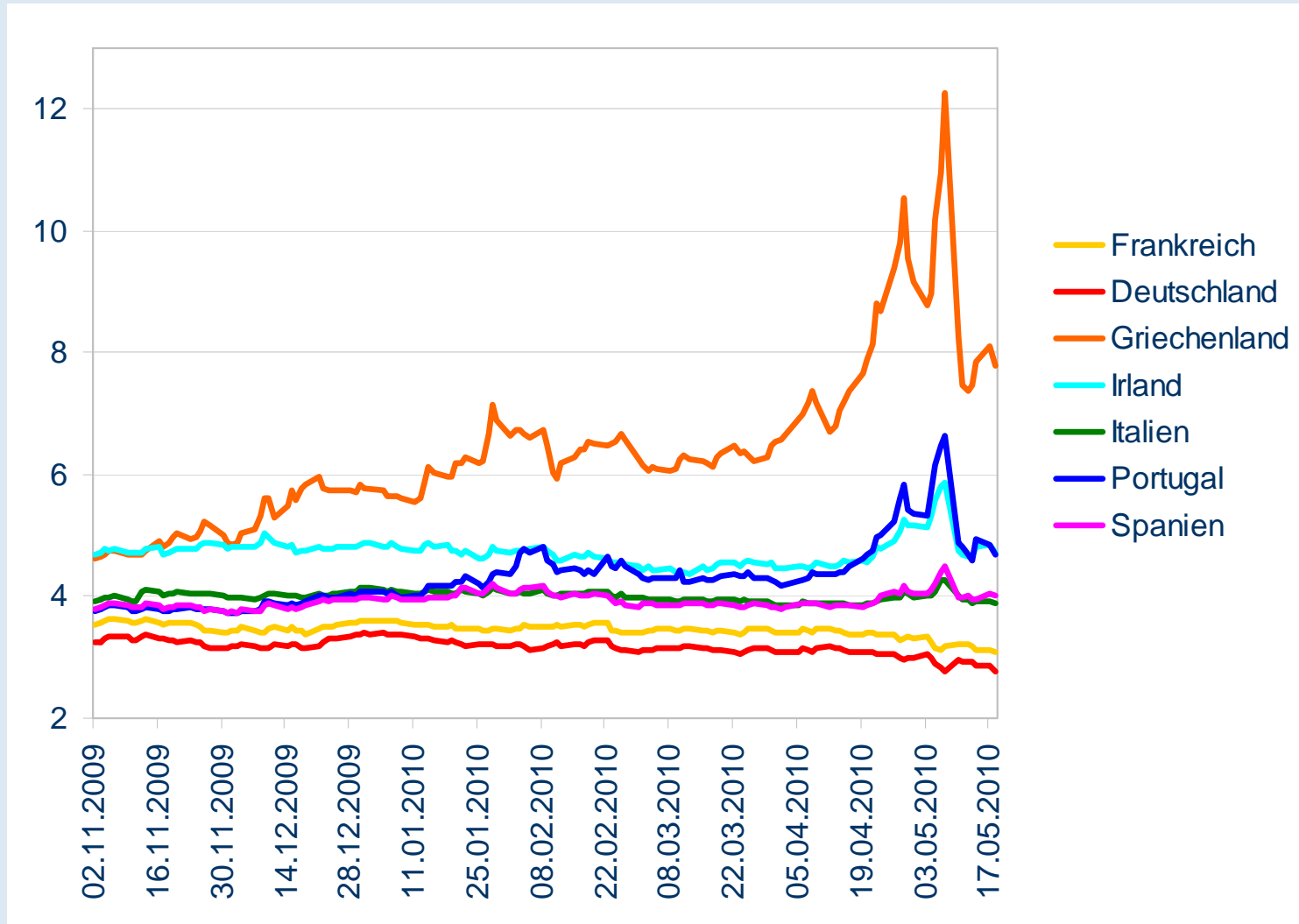
- USA haben den Tiefpunkt der Krise durchschritten
- Optimismus insbesondere in der Industrie
 - Entlassungen
 - Kostensenkungen
- Konsumenten leiden noch unter Vermögensverlusten
 - Hauspreisverfall
 - Hypothekenbelastung
- Staat hat Belastungen im großen Stil übernommen
 - Hypothekenmarkt praktisch in Staatsregie
 - Haushaltsdefizit: rund 10% in 2009
 - Die Fed als Bad Bank: 1 Bill. Schrottpapiere

Ausblick (2)

- Staatsverschuldung wird weiter steigen
 - Prognose: 10,2% Defizit in 2010, 8,8% in 2011
 - Konjunkturprogramme laufen aus: negativer Effekt in der zweiten Jahreshälfte 2010
 - Unsichere Konsolidierungsstrategie: Wie lange spielen die Märkte mit?
- Fed vor großen Problemen
 - Wie wird sie die Hypothekenpapiere los?
 - Vorschlag einiger Experten: höhere Inflation
- Wachstumsprognose
 - 2,8% in 2010, 2% in 2011
 - Wachstumsmotor für die Weltwirtschaft nur auf Kosten neuer Ungleichgewichte
 - Rückschlagsgefahr („Double Dip“) in 2011/12 groß

3. Griechenland & Co: Gefahr für den Euro?

Renditen: Maß für das Vertrauen in die Euroländer

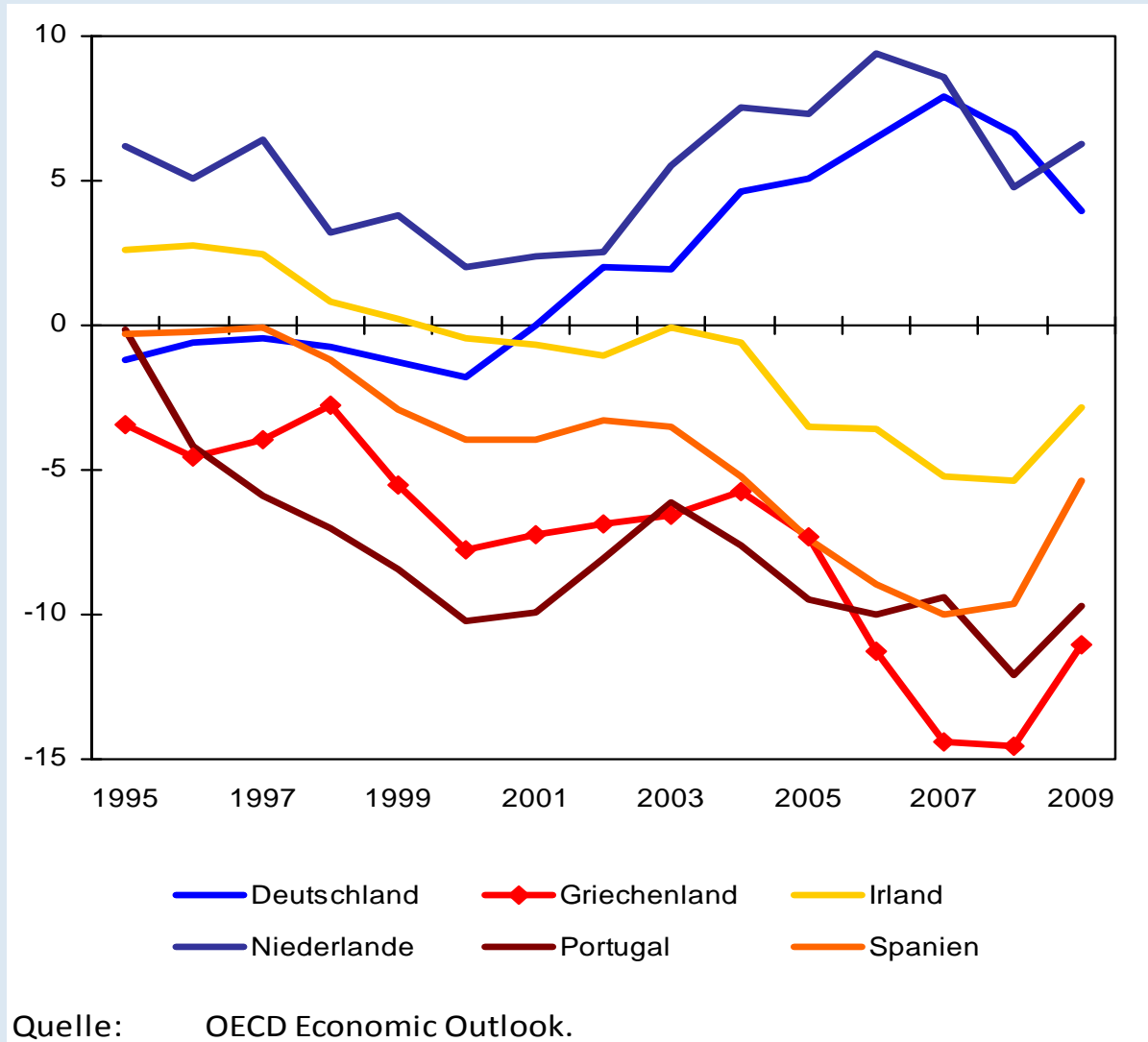


Tägliche Renditen für 10jährige Staatsanleihen

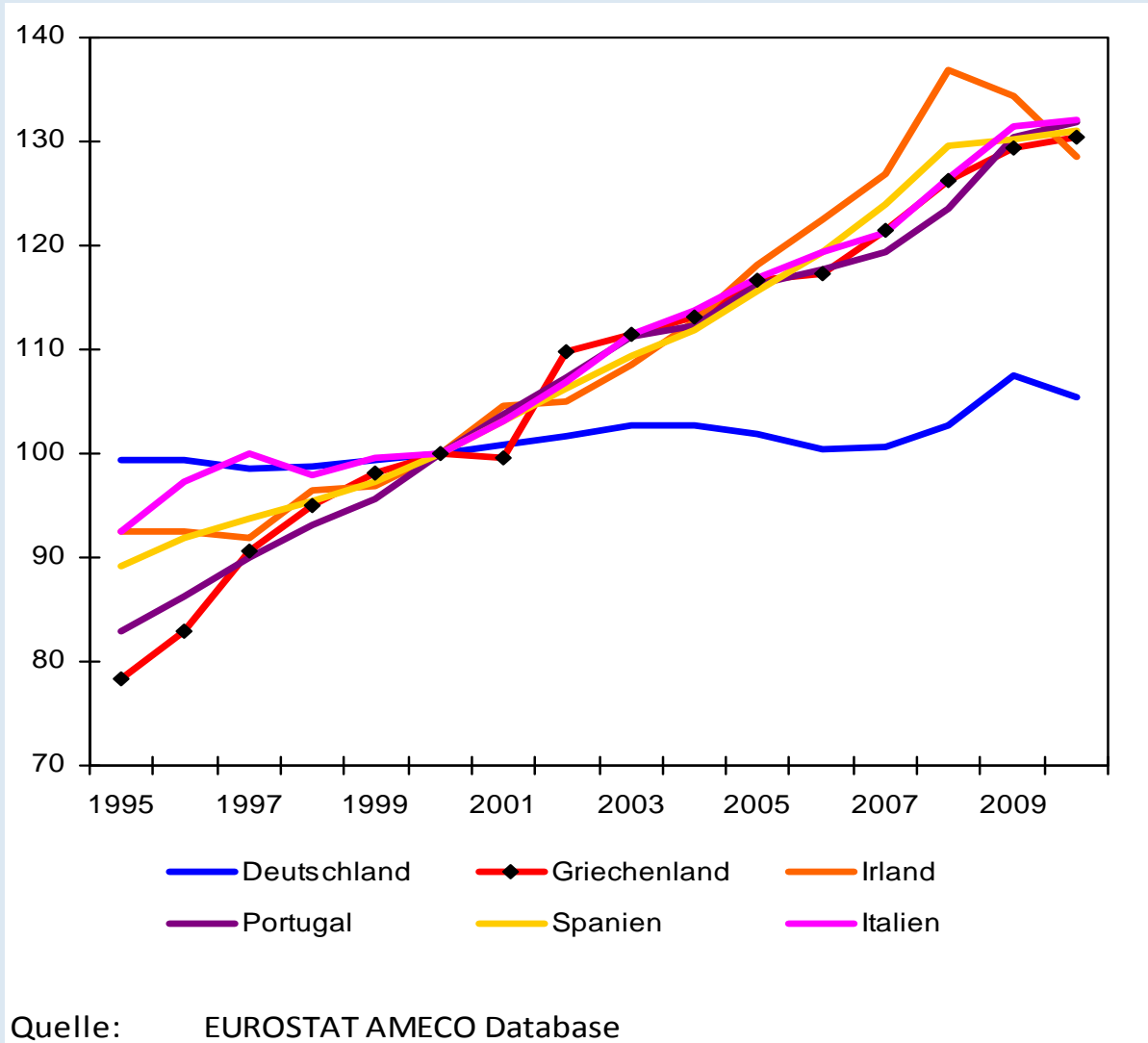
Gründe für die Probleme der „Defizitländer“

- Eintritt in die EWU: Import funktionierender Institutionen, bessere Wachstumsaussichten
- Aufbau von Produktionskapazitäten und Konsumglättung führen zu Kapitalimport, Lohnsteigerungen und Verschuldung: rational!
- nominale Wachstumsraten $>$ Zinssätze
- Aber Übertreibung: Immobilienblasen und – zumindest in einigen Ländern – üppige Staatsverschuldung (nicht in Irland und Spanien!)
- Rezession legte die Schwachstellen offen. Besondere Probleme hat Griechenland, das – anders als z.B. Irland – aus einer äußerst ungünstigen Position in die Rezession gestartet ist.

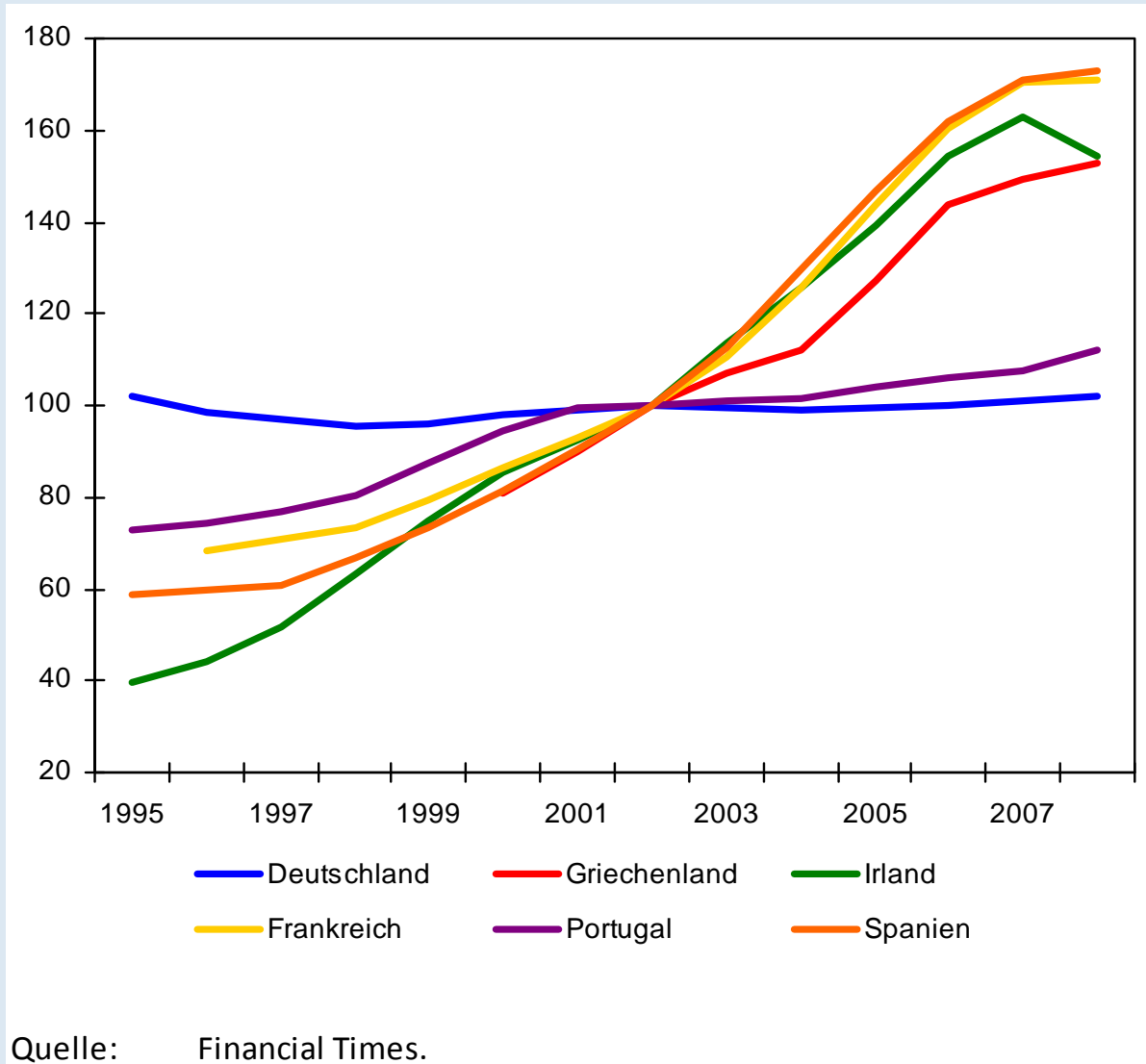
Verschuldung: Leistungsbilanzsalden (in % vom BIP)



Übertreibung 1: Lohnstückkosten (2000 = 100)

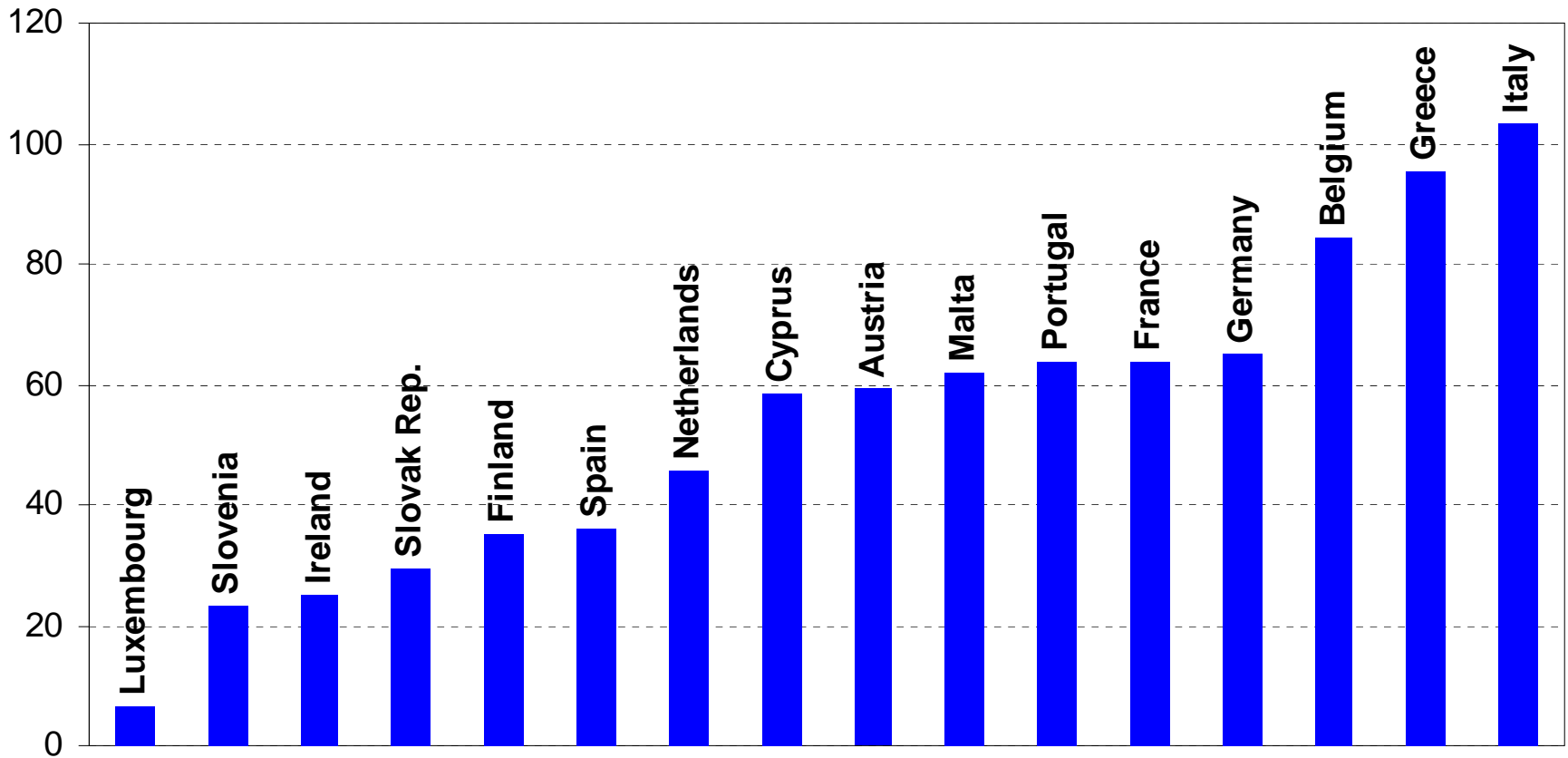


Übertreibung 2: Immobilienpreise



Übertreibung 3: Staatsverschuldung vor der Krise

Staatsverschuldung im Jahr 2007
(in % vom nominalen BIP)

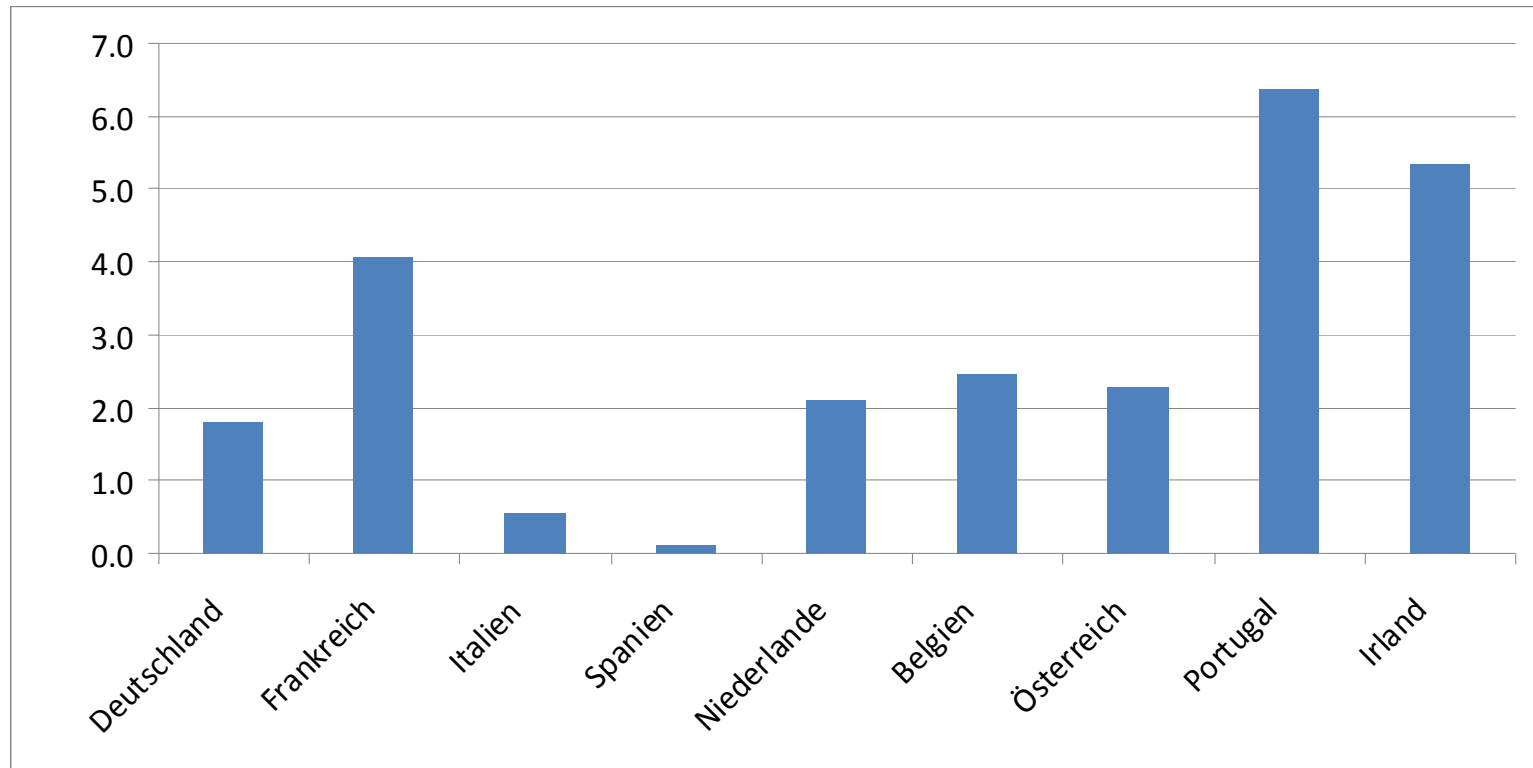


Warum Griechenland es wohl nicht schaffen wird

- Vertrauenskrise: Revision des Defizits auf 13,6% (2009)
- Verschuldung jetzt bei 115% des BIP
- Plan Griechenlands:
 - Defizit 2010: 8,7%, 2011: 5,6%, 2012: 2,8%
 - BIP 2010: -0,3%, 2011: 1,5%, 2012: 1,9%
 - dies ist vollkommen unrealistisch!
- Realistischerer Ausblick ohne Hilfe:
 - Defizit wird langsamer zurückgefahren
 - Tiefe und lang anhaltende Rezession
 - Explosion des Schuldenstands Richtung 140%
 - Dramatisch steigende Zinslastquote auf über 10% des BIP
 - Daher: Refinanzierung an den Märkten scheint ausgeschlossen

Warum eine Pleite Griechenlands auch für andere hart wäre

Engagement europäischer Banken in Griechenland
relativ zur Wirtschaftsleistung (in % des BIP) des Heimatlandes (Sep. 2009) [1] [2]



[1] Relativ zum nominalen Bruttoinlandsprodukt 2009.

[2] Unter Berücksichtigung von Kreditrisikotransfers.

Quellen: BIZ; Eurostat; Berechnungen der Institute.

Dennoch: zur heilsamen Wirkung einer Staatspleite

- Umstrukturierung der griechischen Schulden
 - Verlängerung der Laufzeiten
 - Haircut
- Disziplinierung der nationalen Politik: Schummeln und Schuldenmachen wird nicht belohnt
- Disziplinierung der internationalen Investoren: wer Risiken eingeht, muss auch die Ausfälle verkraften
- Beides zusammen hat positive Wirkung:
 - Defizitländer konsolidieren und machen sich fit für den Weltmarkt
 - Investoren der Überschussländer legen ihr Geld wieder mehr zu Hause an
 - Dadurch werden die internationalen Ungleichgewichte abgebaut.

Griechenlandhilfe (Beschluss vom 2. Mai)

- Koordinierte bilaterale Kredite von bis zu 80 Mrd. Euro
- Dreijähriges Programm des IWF mit einem geschätzten Gesamtfinanzierungsbedarf von 110 Mrd. Euro, IWF: 30 Mrd.
- Der rechnerische deutsche Anteil beträgt bei Teilnahme aller Euro-Mitgliedstaaten (außer Griechenland) rund 22,4 Mrd. Euro.
- Der deutsche Anteil soll von der KfW ausgereicht werden.
- Die Finanzhilfe der Eurogruppe wird im Rahmen einer strengen Konditionalität zur Verfügung gestellt, die zwischen dem IWF und der Europäischen Kommission (in Abstimmung mit der EZB) sowie Griechenland vereinbart wurde.
- Bis 2014 soll zum Beispiel das Haushaltsdefizit auf dann 2,6 % des BIP zurückgeführt werden.

Schutzschirm für Europa (1)

- Beschluss des Ecofin-Rats und der Mitgliedstaaten vom 9. Mai, ein umfassendes Paket von Maßnahmen zur Wahrung der Finanzstabilität in Europa umzusetzen
- Notfallfonds bis zu 60 Mrd. Euro: Gemeinschaftsinstrument, das durch den EU-Haushalt garantiert ist
- Finanziellen Hilfen über eine neu zu schaffende Zweckgesellschaft, die verzinsliche Kredite von bis zu 440 Mrd. Euro gewähren kann
 - Wenn der Notfallfonds nicht ausreicht, um die Gefährdung der Zahlungsfähigkeit des betreffenden Mitgliedstaates des Euro-Währungsgebietes abzuwenden.
 - Die Zweckgesellschaft refinanziert sich am Kapitalmarkt.
 - Von den Euro-Mitgliedstaaten erhält sie Garantien.
 - Alle Euro-Länder beteiligen sich anteilig (gemäß EZB Kapitalanteil) an den Garantien für die Zweckgesellschaft (d.h. für Deutschland Garantien in der Höhe bis zu 123 Mrd. Euro).

Schutzschirm für Europa (2)

- Zusätzliche Beteiligung des IWF mit mindestens der Hälfte (d.h. 250 Mrd. Euro) der von europäischer Seite aufgebrauchten Mittel an etwaigen Finanzierungsmaßnahmen
- Konditionalität der Kredithilfe
 - Bedingung für die Gewährung der Kredite ist, dass der betroffene Euro-Staat mit dem IWF und der Europäischen Kommission unter Mitwirkung der EZB ein wirtschafts- und finanzpolitisches Anpassungsprogramm vereinbart hat.
 - Der Kredit wird nur dann vergeben, wenn der kreditnehmende Staat sich verpflichtet, seinen Haushalt zu konsolidieren und strukturelle Reformen umzusetzen.

Schutzschirm für Europa (3)

- Beschluss des EZB-Rats vom 9. Mai, aufgrund der außergewöhnlichen Marktsituation Interventionen an den Märkten für öffentliche und private Schuldverschreibungen im Euro-Währungsgebiet durchzuführen
 - öffentliche Schuldverschreibungen am Sekundärmarkt, private Schuldverschreibungen auch am Primärmarkt
 - Ankauf von Wertpapieren in Höhe von 16,3 Mrd. Euro in der Woche vom 10. – 14. Mai
 - vollkommene Sterilisation der zusätzlichen Liquidität durch die Hereinnahme von Termineinlagen in Höhe von 16,5 Mrd. Euro im Rahmen eines Schnellenders mit einer Laufzeit von 1 Woche und einem durchschnittlichen Zinssatz in Höhe von 0,28% (Bietungen in Höhe von 162,7 Mrd. Euro, marginaler Zins 0,29%, Höchstbietungssatz 1,0%)

Ausblick

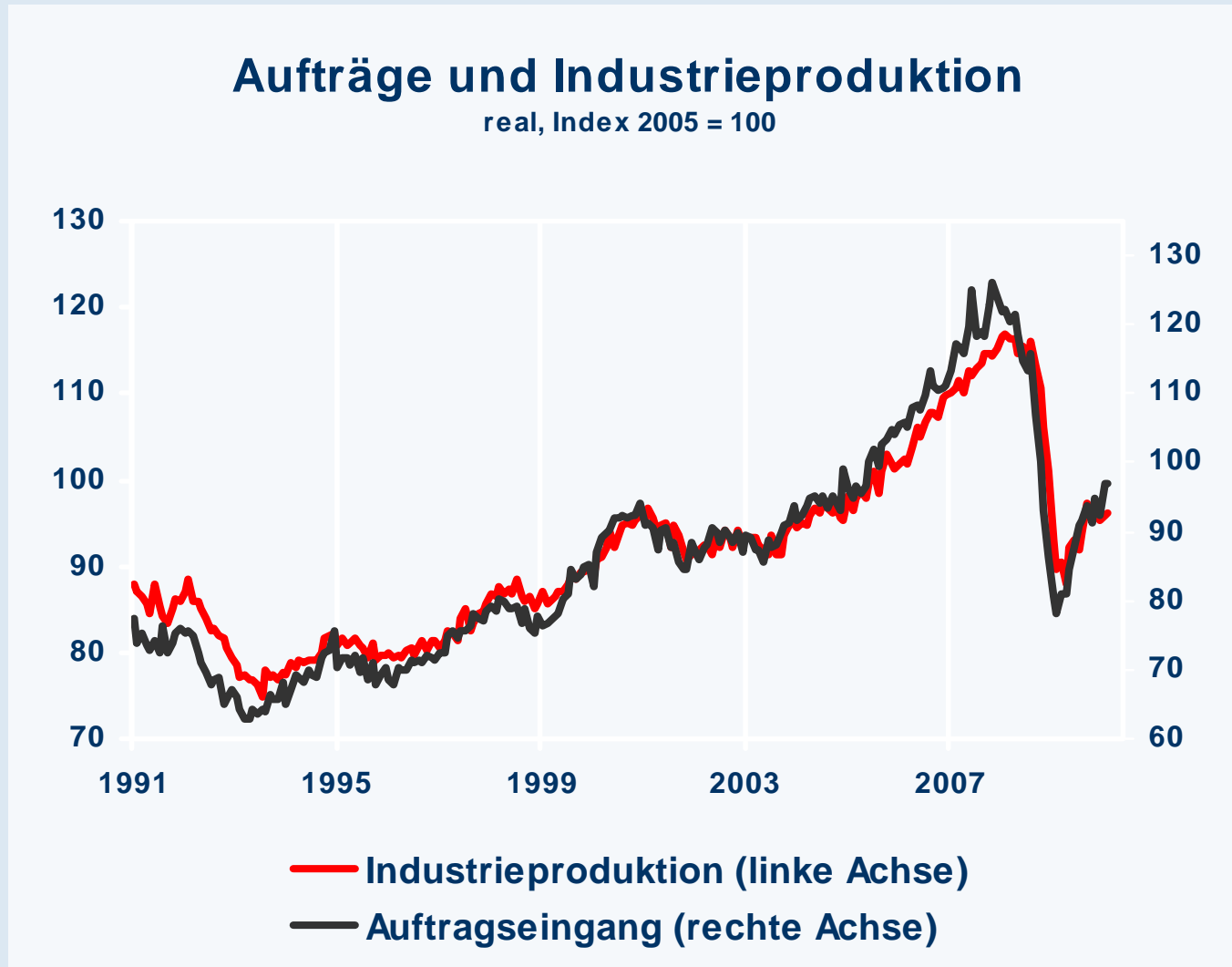
- Gefahr für den Euro?
 - Nein, **wenn** die Hilfe eine Ausnahme bleibt.
 - Ja, wenn sich die Defizitländer auf Hilfen verlassen.
 - Spekulative Schwankungen des Wechselkurses nicht überinterpretieren.
- Bessere Regeln notwendig
 - Stärkung des SWP (D und F sind hier mitschuldig!)
 - Kontrolle der nationalen Statistiken
 - Unabhängiger Stabilitätsrat
 - „Insolvenzordnung“ für Euroländer und Banken

4. Deutsche Konjunktur: Phönix aus der Asche

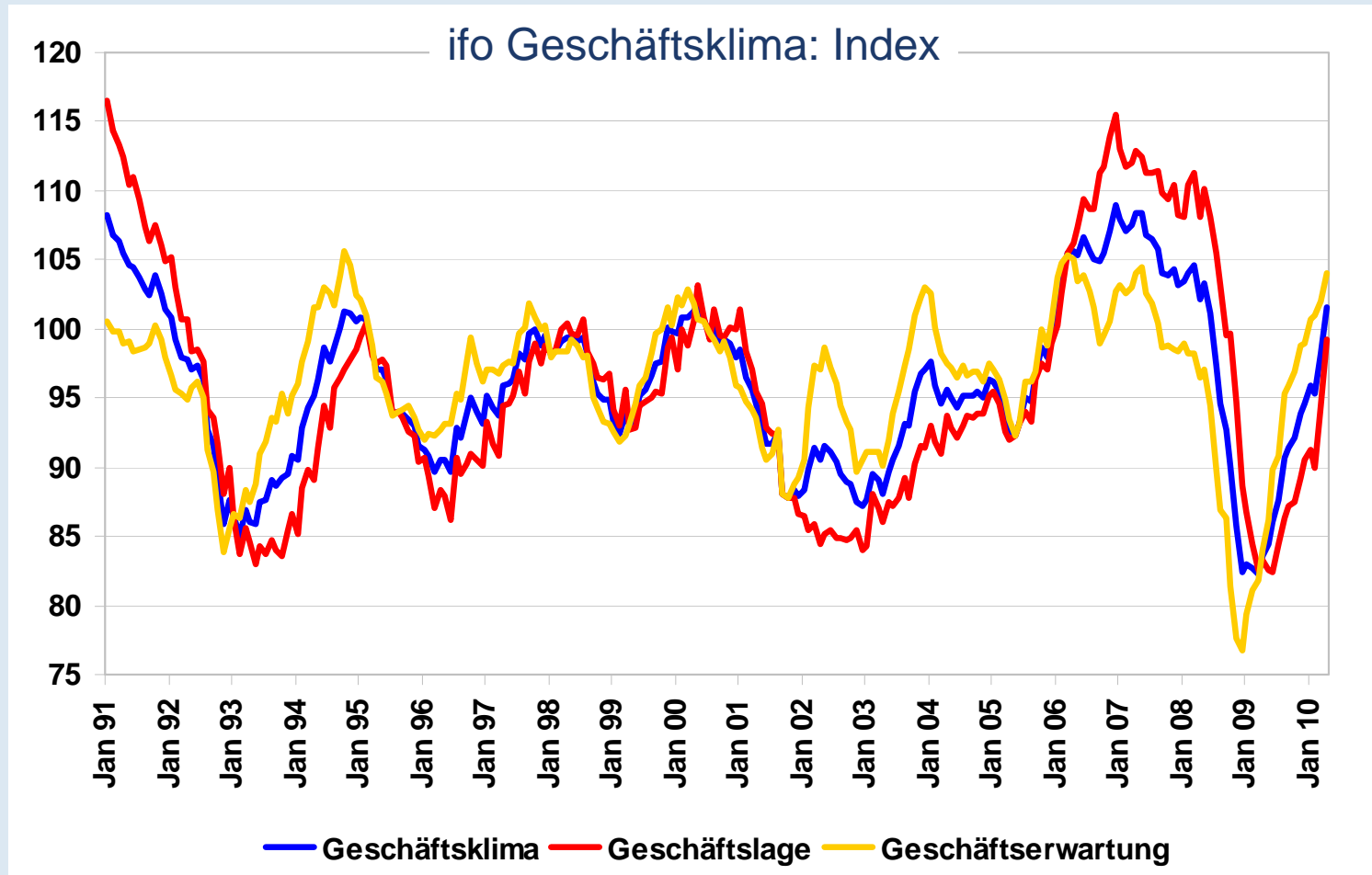
Überblick

- Deutschland war in der „importierten Rezession“
 - Grund: Spezialisierung auf Investitions- und langlebige Gebrauchsgüter, die besonders konjunkturreegibel sind und in der Krise deutlich weniger nachgefragt wurden
 - Die Exporte brachen daher weg, die Investitionen folgten
- Erholung relativ schnell
 - gute Ausgangslage vor der Rezession
 - Weltwirtschaft zieht wieder an
- Risiken
 - Bankensystem
 - Staatsschulden

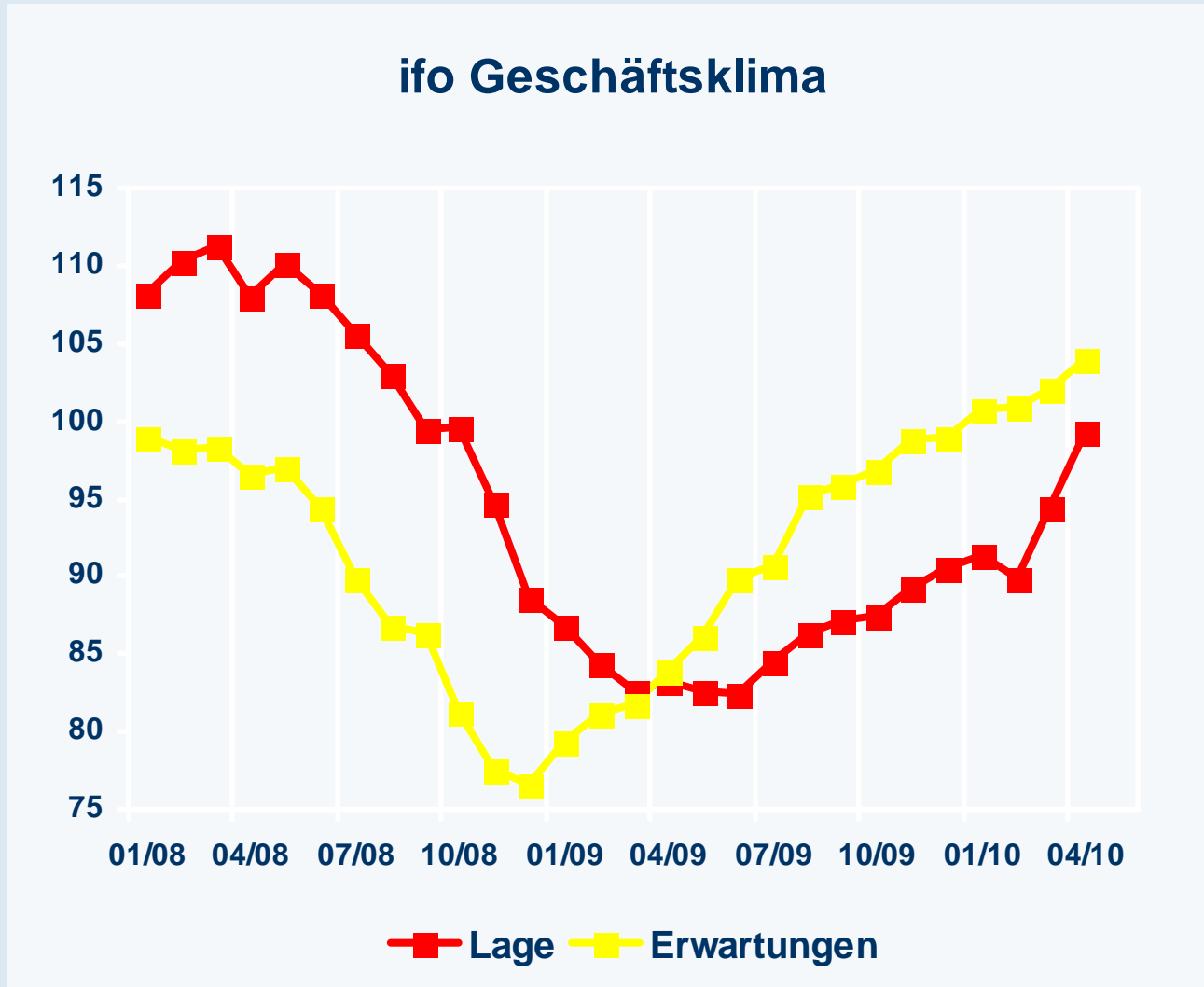
Industrieproduktion: noch weit unter Vorkrisenniveau



ifo Geschäftsklima: schnelle Erholung nach dem Absturz

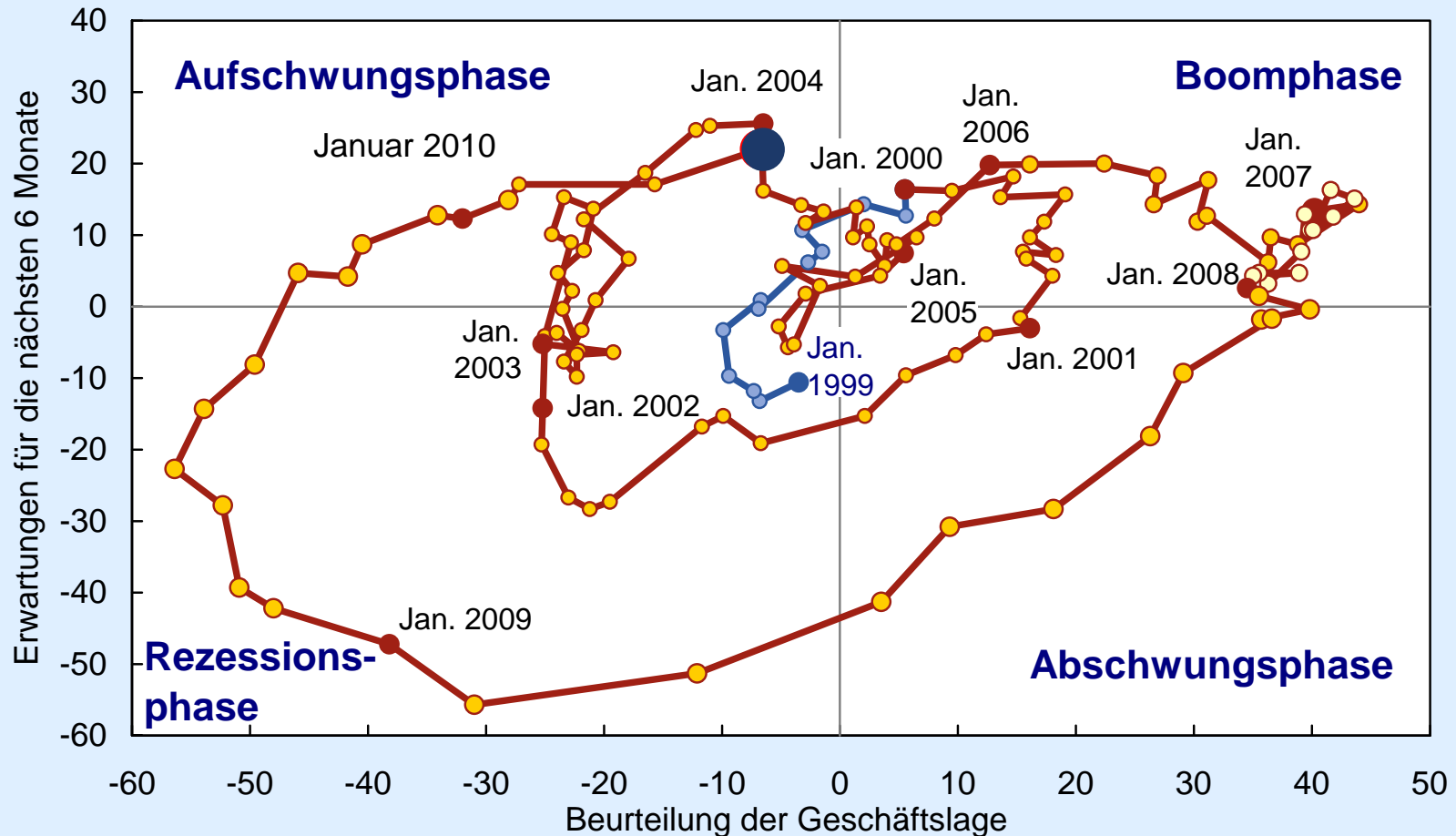


Geschäftslage holt auf



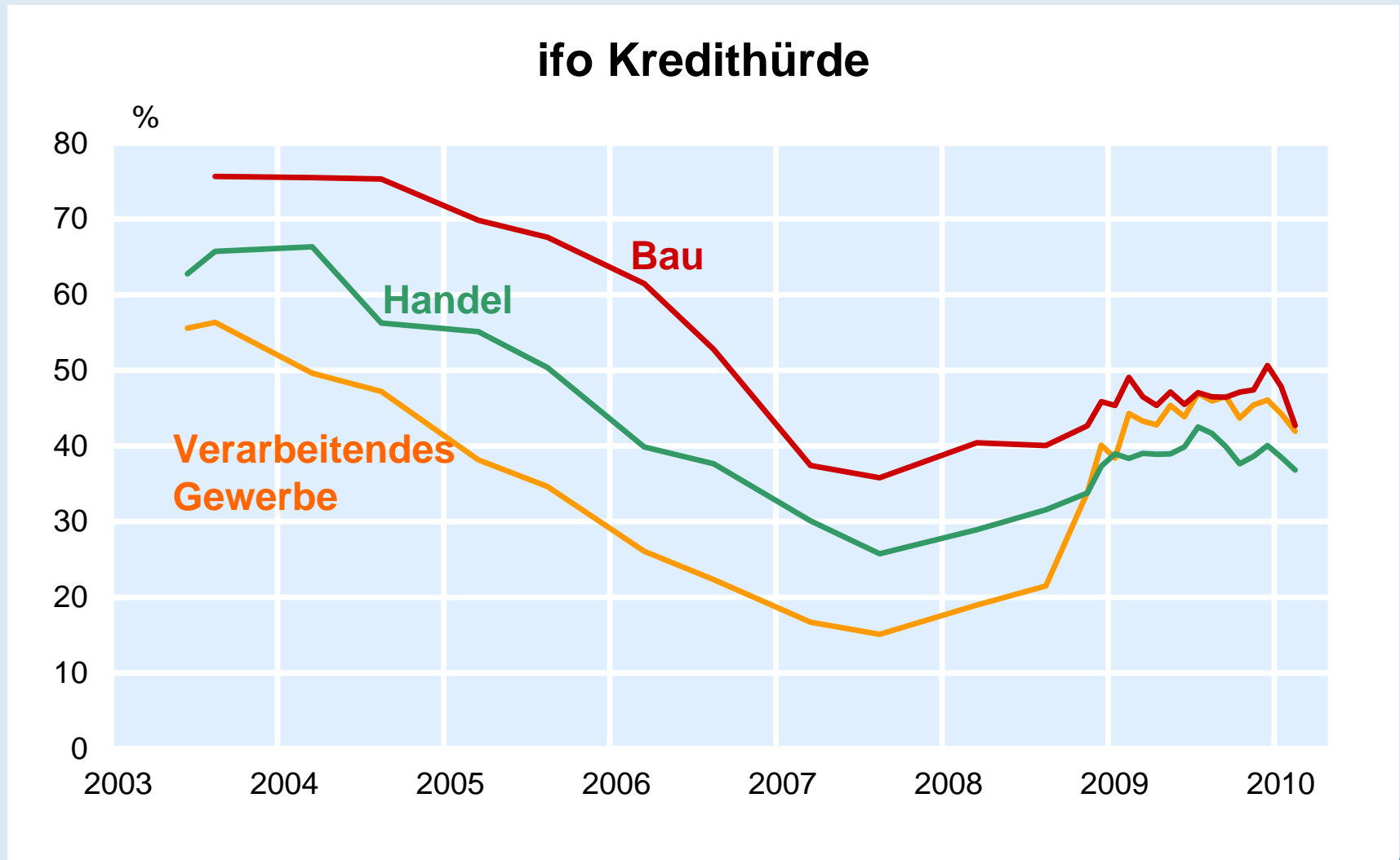
ifo Konjunktur-Uhr¹⁾

Zusammenhang zwischen der Lagebeurteilung und den Erwartungen



1) Verarbeitendes Gewerbe ohne Nahrungs- und Genussmittel. Salden, saisonbereinigte Werte.
Quelle: ifo Konjunkturtest, Deutschland.

Kredithürde: Restriktionen gehen langsam zurück



Die ifo Kredithürde misst den Anteil der Unternehmen (in Prozent), der die Kreditvergabe der Banken restriktiv einschätzt.

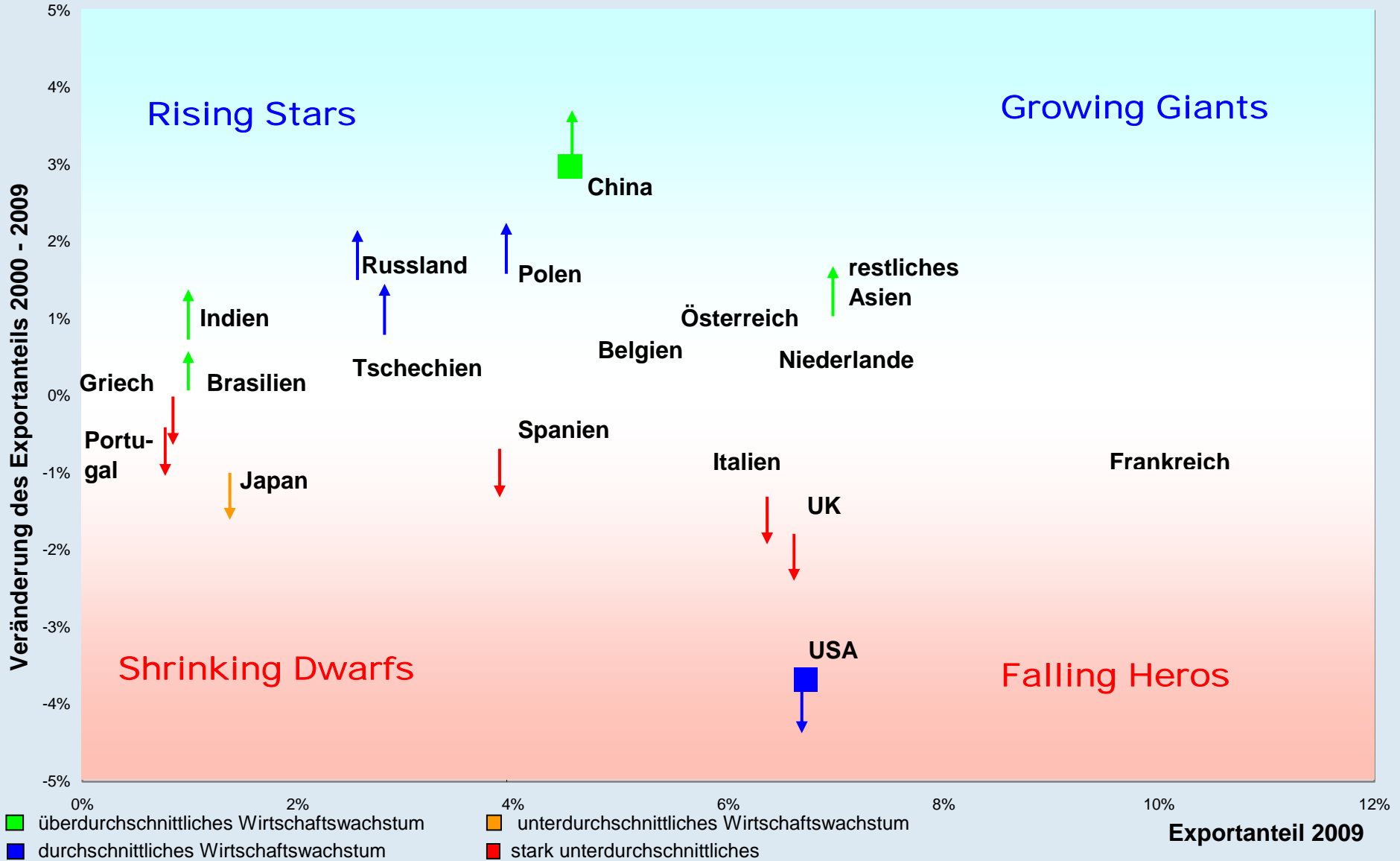
Ausblick

- deutsche Unternehmen
 - haben sich vor der Rezession krisenfest gemacht (Kosten, Verschuldung)
 - profitieren von der Erholung im Ausland, speziell in den Schwellenländern
 - haben offensichtlich in der Krise erfolgreich restrukturiert
- Wirtschaft dürfte auf einen Aufschwungpfad einschwenken
 - 2010 noch unterstützt von Konjunkturprogrammen
 - 2011 Dämpfung durch Haushaltskonsolidierung und geldpolitischen Exit (weltweit)
 - daher kein schneller Boom zu erwarten, aber solides Wachstum, wenn die Exitmaßnahmen friktionsfrei funktionieren
- Mittelfrist: EZB-Zinsen dürften weiter stimulieren

Außenhandel

- Seit Mitte 2009 Stabilisierung der Konjunktur in wichtigen Abnehmerländern, Exporte drehen wieder ins Plus
- Handelskredite offensichtlich deutlich leichter verfügbar
- 2. Halbjahr 2009: Warenexporte nach China + 14%
- Ausblick
 - Steigende Exporte in die Schwellenländer Asiens und Osteuropas
 - Verhaltene Entwicklung nach Südeuropa und Großbritannien
 - Bedeutung der USA schrumpft
- Insgesamt daher sehr ansehnliche Exportzuwächse

Welche Exportmärkte im Kommen sind



Inflation (1)

- Beschleunigende Faktoren:
 - Weltrezession speziell in den aufstrebenden Schwellenländern überstanden. Dort ist der Rohstoffhunger groß: die Rohstoffpreise werden nachfrageseitig wohl wieder steigen.
 - Deutschland geht – verglichen mit anderen Euroländern – relativ stark aus der Krise. In den kommenden Jahren dürfte der einheitliche EZB-Zins für Deutschland zu niedrig sein.
- Dämpfende Faktoren:
 - Europäische Defizitländer müssen Wettbewerbsfähigkeit steigern. Dort könnten die Löhne und Preise sogar sinken. Dies wirkt auf die Importpreise und auf die Wettbewerbssituation.
 - Kapazitäten in Deutschland noch unterausgelastet, Beschäftigungssituation in vielen Betrieben angespannt: Wenig Spielraum für Preis- und Lohnerhöhungen.

Inflation (2)

- Insgesamt dürften die dämpfenden Faktoren zunächst überwiegen: +0,9% in 2010.
- Im Verlauf von 2011 leicht anziehende Raten; im Jahresdurchschnitt +1,0%.
- Bei dieser Prognose wurden *konstante* Rohstoffpreise unterstellt (übliche technische Annahme).
- Sollten die Rohstoffpreise aber tatsächlich steigen, so bestehen beträchtliche Aufwärtsrisiken bei der Inflation.

5. Staatsverschuldung: was ist zu tun?

Konjunkturprogramme haben Impulse gesetzt...

	2009	2010	2011
Umfang (Mrd. Euro)	32	56	42
Impuls (Mrd. Euro)	32	24	-14
BIP (Abweichung von der Basislösung in %)	0,5-1,5	1,0-1,5	0,4-0,9
Finanzierungssaldo des Staates (Abweichung von der Basislösung in Mrd. Euro)	-22	-40	-30

... aber auch die Staatsverschuldung erhöht

	2009	2010	2011
Finanzierungssaldo des Staates (Mrd. Euro)	-79	-121	-105
Finanzierungssaldo des Staates (in % vom nominalen BIP)	-3,3%	-4,9%	-4,2%
Staatsverschuldung (Bio. Euro)	1,8	1,9	2,0
Staatsverschuldung (in % vom nominalen BIP)	73%	76%	79%

Staatsverschuldung: Prognose ohne mögliche Belastungen durch Bankenrettung, z.B. durch Gründung von Bad Banks.

Konsolidierung ist notwendig

- Stabilitäts- und Wachstumspakt
 - Defizitgrenze: 3% vom BIP
 - Verschuldungsgrenze: 60% vom BIP
- Schuldenbremse laut Grundgesetz: Bund
 - Defizitgrenze bei normaler Konjunktur: 0.35% vom nominalen BIP
 - Übergangszeit zum Defizitabbau: 2011 – 2015
 - Schuldenbremse greift voll ab 2016
- Schuldenbremse laut Grundgesetz: Länder
 - Defizitgrenze bei normaler Konjunktur: 0
 - Übergangszeit zum Defizitabbau: 2011 – 2019
 - In der Übergangszeit Hilfen für Berlin, Bremen, Saarland, Sachsen-Anhalt und Schleswig-Holstein: 800 Mio. p.a., d.h. 7,2 Mrd. insgesamt
 - Schuldenbremse greift voll ab 2020

Notwendiger Defizitabbau laut Schuldenbremse

	2009	2010	2011 - 2016 einzusparen	2016
Insgesamt				
Gesamtstaat davon: Bund	3,3% 1,7%	4,9% 3,5%	ca. 0,7% p.a. ca. 0,5% p.a.	0,7% 0,35%
Gesamtstaat davon: Bund	79 Mrd. 40 Mrd.	120 Mrd. 86 Mrd.	ca. 18 Mrd. p.a. ca. 12.5 Mrd. p.a.	20 Mrd. 10 Mrd.
Strukturell				
Gesamtstaat davon: Bund		3,5% 2,8%	ca. 0,5% p.a. ca. 0,4% p.a.	0,7% 0,35%
Gesamtstaat davon: Bund		86 Mrd. 69 Mrd.	ca. 11 Mrd. p.a. ca. 10 Mrd. p.a.	20 Mrd. 10 Mrd.

Ausblick: Maßnahmen zum Defizitabbau

- Abbau von Steuervergünstigungen und Finanzhilfen
 - laut Koch-Steinbrück-Liste sind hier große Beträge möglich
 - aber vieles nicht politisch durchsetzbar
 - zudem steigt dann die Belastung der Steuerzahler/Unternehmen
- Steuersubvention MwSt abbauen
 - Anhebung des reduzierten MwSt-Satzes brächte rund 27 Mrd.
 - möglicherweise wenig wachstumsschädlich
 - Problem: Existenzminimum
- Neuordnung der Entfernungspauschale
 - Gewährung nur bei neuer Arbeitsstelle
 - brächte 3,5 Mrd.
- Sonntags-, Feiertags- und Nachtarbeit
 - Abschaffung der Steuerfreiheit
 - brächte 2,1 Mrd

Ausblick: Maßnahmen zum Defizitabbau

- **Ausgabenseite**
 - sehr moderate Lohnabschlüsse im öffentlichen Dienst
 - Effizienzsteigerungen im Gesundheitswesen
 - Überprüfung staatlicher Aufgaben
 - Rentenanpassung wirken lassen
 - Wichtig: Ausgaben für F&E, Bildung, Investitionen nicht kürzen
- **Auf jeden Fall: der Staat wird in den kommenden Jahren bremsen – die Konjunktur muss sich selber tragen**