

special.

Nr. 6/2008
Berlin, 25.4.2008

Importierte Inflation erfordert Lohndisziplin

- ◆ Der aktuelle Anstieg der Inflationsrate ist überwiegend auf außenwirtschaftliche Faktoren zurückzuführen. Für importierte Inflation kann es keine Lohnkompensation geben. Orientierungsgröße für die Tarifparteien kann daher nicht der aktuelle Anstieg des Verbraucherpreisindex sein, sondern allenfalls die Kernrate der Inflation.
- ◆ Der von den Energie- und Nahrungsmittelmärkten ausgehende Preisdruck wird zunächst noch anhalten. In den nächsten Monaten ist mit einer Inflationsrate von 3 % oder leicht darüber zu rechnen. Erst im vierten Quartal wird die Inflationsrate wieder nachhaltig unter 3 % sinken. Im Jahresdurchschnitt 2008 ist eine Inflationsrate von 3 % zu erwarten. Für 2009 kann dann mit einer Normalisierung der Teuerung auf etwa 2 % gerechnet werden.
- ◆ Diese Inflationsberuhigung wird aber nur eintreten, wenn es nicht zu einer Lohn-Preis-Spirale kommt. Den Tarifpartnern kommt daher eine Schlüsselrolle für die weitere Entwicklung der Inflation und des wirtschaftlichen Wachstums zu. Nur wenn sie ihrer gesamtwirtschaftlichen Verantwortung gerecht werden, wird sich auch für die Europäische Zentralbank Spielraum für eine Senkung ihrer Leitzinsen ergeben.

Importierte Inflation erfordert Lohndisziplin

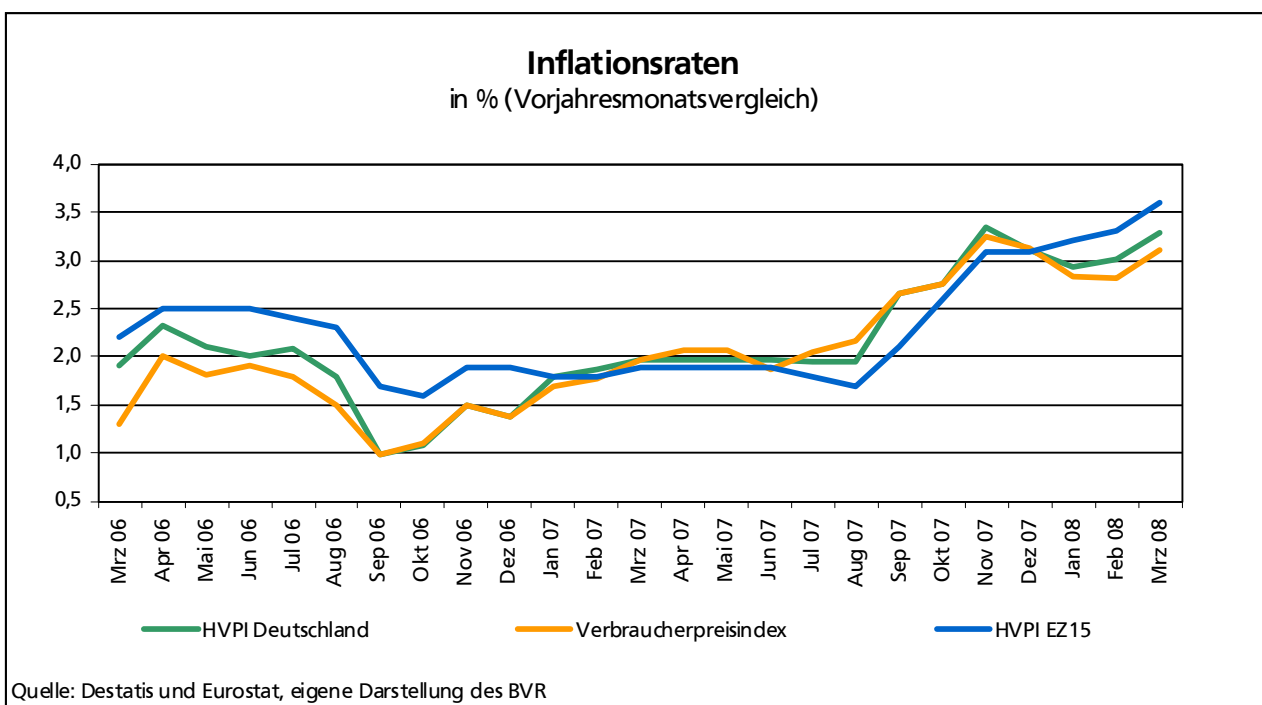
Noch vor einem halben Jahr titelte das BVR-Special ‚Comeback der Inflation unwahrscheinlich‘ (Nr. 19/2007). Dafür gab es gute, fundamentalökonomische Gründe – die seit jeher primär und streng dem stabilitätspolitischen Ziel verpflichtete Geldpolitik der Europäischen Zentralbank EZB, die moderaten Vorgaben der Lohnpolitik und die verbesserten Terms-Of-Trade, welche der importierten Inflation entgegenwirken. Die Inflation betrug zum damaligen Zeitpunkt 2,4 % (09/2007). Damit war zwar eine Zunahme des Preisauftriebs zu verzeichnen, wofür offenkundig die Anhebung der Mehrwertsteuer sowie gestiegene Weltmarktpreise (Energierohstoffe, Nahrungsmittel) verantwortlich waren, die Teuerung verlief jedoch auf noch akzeptablem Niveau. Da die Inflation in der Zwischenzeit und anders als mehrheitlich erwartet wurde kontinuierlich gestiegen ist, stellt sich die Frage nach der voraussichtlichen Infla-

tionsentwicklung, ihren Ursachen und wirtschaftspolitischen Konsequenzen mit neuer Dringlichkeit – eine Neubewertung ist angebracht.

Inflation gewinnt an Fahrt

Der Befund ist eindeutig – sowohl im Euro-Raum als auch in Deutschland sind die Verbraucherpreise zuletzt immer schneller gestiegen; die Inflation überschreitet das geldpolitische Stabilitätsziel der EZB von „... unter, aber nahe der 2-Prozent-Marke ...“ inzwischen deutlich.

Der Verbraucherpreisindex in Deutschland stieg im März im Vorjahresmonatsvergleich um 3,1 % – der für europäische Vergleichszwecke harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) erhöhte sich für Deutschland um 3,3 %. Die Teuerung in der Eurozone (EZ15) – welche letztlich das Referenzmaß der EZB darstellt – erreichte mit 3,6 % den höchsten Stand seit Juni 1992.



Auch auf den vorgelagerten Wirtschaftsstufen hat sich der Preisauftrieb auf breiter Front beschleunigt. Da die dort beobachteten Preissteigerungen mit Verzögerung an die Endverbraucher weitergegeben werden, spricht einiges dafür, dass das „Ende der inflationären Fahnenstange“ noch nicht erreicht ist. Die Erzeugerpreise insgesamt stiegen im März um 4,2 % und zeigen genauso wie die Einzelhandelspreise (+3,1 %), die Großhandelspreise (+7,1 %) und die Einfuhrpreise (+5,7 %) eine deutlich ansteigende Tendenz. Auch wenn der Zusammenhang zwischen den vorgelagerten Preisen und den Verbraucherpreisen hinsichtlich des Vorlaufs und der Enge nicht immer eindeutig ist, so weisen doch wenigstens die Erzeugerpreise für Verbrauchsgüter und die Einzelhandelspreise eine hohe Korrelation mit den Endverbraucherpreisen auf. Die Erzeugerpreise für Verbrauchsgüter erhöhten sich im März um 4,6 % und damit spürbar stärker als der Gesamtindex für gewerbliche Produkte. Dies ist die höchste Teuerung seit mehr als 10 Jahren ist.

Ursachen der überraschend nachhaltigen Teuerung

Bis September 2007 waren bei den Verbraucherpreisen stark überdurchschnittliche und damit beschleunigend wirkende Steigerungen bei den Verwendungszwecken Nahrungsmittel und Getränke (ca. 3,4 %), Verkehr (5,0 %) und Bildungswesen (29,8 %) zu beobachten. Seitens der Energiepreise kamen hingegen eher Entspannungssignale; nachdem sie bis zum dritten Quartal 2006 stark gestiegen waren, entwickelten sie sich danach rückläufig bzw. schwach steigend. Die Lohnabschlüsse blieben

2007 moderat, auch wenn der Lokführerstreik die Republik in Atem hielt.

Angesichts der immer stärker werdenden Gemeinschaftswährung, was auf in Dollar abgerechnete Mineralölkäufe und Nahrungsmittelimporte verbilligend wirkt, war mit nachlassendem Inflationsdruck zu rechnen. Die sich – zwar erst seit Anfang des Jahres – klarer abzeichnende weltwirtschaftliche Abkühlung infolge der internationalen Finanzmarktkrise stützte die Erwartung einer Beruhigung der Weltmarktpreise für Rohstoffe.

Überraschend ist insofern der seit Oktober 2007 wieder stark und ungewöhnlich stabil verlaufende Anstieg der Preise für Energieträger, insbesondere Rohöl. Leichtes, schwefelarmes Rohöl wurde in der dritten Aprilwoche mit 111 Dollar je Barrel gehandelt (+67 % gegenüber der entsprechenden Vorjahreswoche), dem höchsten jemals verzeichneten Wochenwert. Die aktuellen Tagesnotierungen liegen noch darüber. Diese Entwicklung scheint schwer erklärbar zu sein, wenn man bedenkt, dass die Internationale Energieagentur mit einem Rückgang des Wachstums der Ölnachfrage von 2,0 % auf 1,5 % für 2008 rechnet. Trotzdem könnte sich der Preisanstieg aus einer Reihe von Gründen noch über Monate fortsetzen. Bedenken über die Versorgungssicherheit (Gefährdung der Transportwege), das vermeintliche Erreichen von Förderhöchstgrenzen in Russland und Saudi Arabien und Annahmen über die weitere Entwicklung des Dollarkurses spielen hier eine Rolle. Der schwache US-Dollar bedeutet für die in Dollar abrechnenden Erdölproduzenten einen Verlust an internationaler Kaufkraft, den sie unter Ausnutzung ihrer Markt-

macht über Preisanhebungen auszugleichen versuchen. Darüber hinaus deutet vieles darauf hin, dass der aktuelle Ölpreis zusätzlich von starken Spekulationsüberlegungen getrieben wird.

In diesem Zusammenhang sollte man die inflationsdämpfende Wirkung des starken Euros nicht überschätzen. Er hat zwar den Preisanstieg für Rohöl in Euro abgemildert, gleichwohl wurde die Teuerung nicht kompensiert. So betrug der Ölpreisanstieg in Dollar im ersten Quartal 2008 auf Jahressicht 67,0 %. Für den gleichen Zeitraum wertete der Euro gegenüber dem Dollar um 14,5 % auf und konnte damit lediglich ein Viertel der Ölpreisteuerung auffangen. Entsprechend legte der Einfuhrpreisindex für Energie und Energieträger im März 2008 um 35,7 % zu.

Auch in den anderen Rohstoffmärkten kann trotz weltwirtschaftlicher Konjunkturverlangsamung von einer Preisberuhigung keine Rede sein. Dabei mag es eine Rolle spielen, dass Rohstoffmärkte mit der aktuellen Vertrauenskrise strukturierter Finanzmarktpapiere als Anlagealternative immer interessanter geworden sind. Der HWWI-Rohstoffpreisindex (ohne Energie) legte im März gegenüber dem Vorjahr um 10,3 % zu, seine Wachstumsrate liegt damit den dritten Monat in Folge über der 10-Prozent-Marke.

Der Inflationsdruck seitens importierter landwirtschaftlicher Produkte hält ebenso an. Die Teuerung in diesem Bereich hat in den letzten Monaten angesichts weltweit steigender Nachfrage und dürrebedingter Ausfälle in Erzeugerländern zugenommen. So liegt beispielsweise der Weltmarktpreis für Mais – dem mit Abstand bedeutendsten Futter-

getreide – in diesen Tagen so hoch wie nie zuvor. Für die Preise von Fleisch und Milcherzeugnissen lässt dies nichts Gutes ahnen, zumal die Nachfrage durch den Bedarf nach Bioethanol besonders in den USA rapide gestiegen ist.

Von auslaufender Bedeutung für die jüngsten Inflationstendenzen sind hingegen binnenwirtschaftliche Effekte auf die Teuerung. Hier sind die Erhöhung administrierter Preise (Studiengebühren) und teils die Mehrwertsteuererhöhung zu Beginn des Jahres 2007 zu erwähnen. Bei der Mehrwertsteuererhöhung muss man allerdings einschränken, da sie bislang nicht annähernd zum maximal erwarteten Preissprung geführt hat – das Statistische Bundesamt rechnete in der Spitze mit einem Effekt von 1,4 Prozentpunkten. Dafür werden fehlende Überwälzungsspielräume angesichts der hohen Wettbewerbsintensität im deutschen Einzelhandel – der ca. ein Drittel des Privaten Verbrauchs bedient – verantwortlich gemacht. Die Mehrwertsteuererhöhung könnte also auch in Zukunft noch eine gewisse Inflationswirkung entfalten, wenn sich zusätzliche, bisher nicht vorhandene Überwälzungsspielräume ergeben.

Von einer breiten, über die Lohnkosten getriebenen Preissteigerungstendenz konnte bisher keine Rede sein. So weist der Arbeitskostenindex für Deutschland im letzten Quartal 2007 eine moderate Zunahme von 1,5 % aus. Während die direkten Lohnzahlungen um 2 % zulegten, sank die Belastung durch Lohnnebenkosten in Deutschland um 0,3 %. Etwas anders ist das Bild für die Eurozone – der Arbeitskostenindex erhöhte sich hier um 2,8 %, aber

auch diese Steigerung ist noch als maßvoll zu bewerten.

Insgesamt zeichnet sich damit am aktuellen Rand das Bild einer weitgehend importierten Inflation ab. Die jüngsten Teuerungstendenzen beruhen auf direkten (Endprodukte) und indirekten (Rohstoffe, Halbwaren) Erstrundeneffekten. Dies zeigt sich auch daran, dass der Verbraucherpreisindex in Deutschland ohne Energie und saisonabhängige Waren im März bei 2,4 % lag und sich seit September 2007 stabilisiert zeigt.

Gefahren der Inflationsverhärtung sind gestiegen

Obwohl die zuletzt beobachteten und fortdauernden Preissteigerungen exogen sind, ist perspektivisch die Gefahr eines binnenwirtschaftlichen Preisverstärkungsprozesses gestiegen. Hinweise darauf, dass wir am Beginn dieser Lohn-Preis-Spirale stehen, sind ernst zu nehmen.

So zeigen sich die Gewerkschaften trotz konjunktureller Abschwächungssignale zu hohen Reallohnsteigerungen entschlossen; ihre Verhandlungsmacht und damit ihre Erfolgsaussichten haben sich im zunehmend geräumten deutschen Arbeitsmarkt sichtlich verbessert. Die jüngsten Tarifabschlüsse großer Berufsgruppen für 2008 bzw. 2009 scheinen dies zu bestätigen. Die laufende Lohnrunde droht die Erfolge der moderaten Lohnpolitik der letzten Jahre aufs Spiel zu setzen. Diese hat ganz wesentlich dazu beigetragen, dass Deutschland bei den Lohnkosten international wieder wettbewerbsfähig ist.

Angesichts hoher laufender Inflationsraten und gefühlter Realeinkommensverluste ist der Ruf nach kräftigem Realeinkommenssteigerungen nicht zu unterschätzen. Sofern dieser relativ undifferenziert verfolgt wird, wäre es äußerst schädlich für die weitere Teuerungsentwicklung. Allein an der Produktivitätsentwicklung einer jeweiligen Branche orientierte Lohnabschlüsse können verhindern, dass Gefahren für die endogene Inflationsentwicklung entstehen. Andernfalls müssten Unternehmen und Branchen, bei denen die Lohnsteigerungen die Produktivitätsgewinne übersteigen, den zusätzlichen Kostenschub in ihre Preise überwälzen, was die Inflation zusätzlich auch binnenwirtschaftlich anheizen würde. Der Teufelskreis aus steigenden Löhnen und Preisen würde seinen Anfang nehmen. Entscheidend ist also auch die weitere Entwicklung der Inflationserwartungen.

Die bereits zu beobachtende leichte Erhöhung der bislang stabil verankerten langfristigen Inflationserwartung stellt hierbei ein gewisses Achtungszeichen dar. Sollten die langfristige Inflationserwartung in Bewegung geraten, so würde die Gefahr, dass eine Lohn-Preis-Spirale in Gang gesetzt würde, massiv steigen.

Die durchschnittliche Inflationserwartung für die Eurozone (Angaben für Deutschland liegen nicht vor), welche im Rahmen des Survey of Professional Forecasters (SPF) von der EZB ausgewiesen wird, hat sich für das Jahr 2012 leicht erhöht. Eine langfristige Inflationserwartung in genannter Höhe ist zwar kein geldpolitisches Alarmsignal, die Steigungstendenz angesichts der oben erwähnten, verstärkend wirkenden Einflüsse sollte aber zu denken geben.

Die jüngste Projektion zur Verbraucherpreisentwicklung (Gemeinschaftsdiagnose zur konjunkturellen Entwicklung in Deutschland) rechnet für das laufende Jahr mit einer Steigerung von 2,6 % (2009: 1,8 %). Dies würde gegenüber dem ersten Quartal 2008 (+2,9 %) für den weiteren Verlauf des Jahres einen merklichen Rückgang der Inflation bedeuten. Diese Einschätzung erscheint mit hohen Aufwärtsrisiken behaftet. Unter Beachtung der zuletzt zu beobachtenden Preisentwicklung wäre selbst bei einem Rückgang der Inflation, wie sie vor der Energiepreisbeschleunigung zu beobachten war (Januar bis September 2007) von +0,2 % pro Monat mit einer Inflation für das Gesamtjahr 2008 von ca. 3 % zu rechnen. Dazu wäre es notwendig, dass die gesamtwirtschaftliche Lohnsteigerung niedriger ausfallen würde, als zuletzt in Einzelabschlüssen zu beobachten war und dass die Energiepreise wieder weitgehend stabil blieben. Auch die weiterhin steigenden Preisgefahren durch importierte Nahrungsmittel und der mögliche Nachlaufeffekt der Mehrwertsteuererhöhung können dem entgegenstehen. In den nächsten Monaten ist mit einer Inflationsrate in Deutschland von 3 % oder leicht darüber zu rechnen. Erst im vierten Quartal wird die Inflationsrate wieder nachhaltig unter 3 % liegen. Deshalb ist aus heutiger Sicht im Jahresdurchschnitt 2008 eine Inflationsrate von 3 % zu erwarten.

Anfängen einer Lohn-Preis-Spirale wehren

Die für das nächste Jahr angesichts der sich abschwächenden Konjunktur zu erwartende Inflationsberuhigung wird aber nur dann eintreten, wenn das geschilderte Szenario für eine Lohn-Preis-

Spirale nicht Realität wird. Der Lohnpolitik kommt daher in Deutschland, aber auch besonders im Euro-Raum eine Schlüsselrolle für die weitere konjunkturelle Entwicklung zu. Nur wenn die Tarifparteien ihrer gesamtwirtschaftlichen Verantwortung gerecht werden, wird sich für die Europäische Zentralbank Spielraum für die Senkung ihrer Leitzinsen ergeben. Derzeit sind die Leitzinsen der EZB angesichts der aktuellen hohen Preisrisiken angemessen.

Auf Seiten der Lohnpolitik sind an erster Stelle maßvollere und vor allem differenzierte Lohnabschlüsse notwendig. Dazu gehört auch die Erkenntnis, dass es für importierte Inflation keine Lohnkompensation geben kann. Sie ist sowohl für Arbeitnehmer in Form von Kaufkraftverlusten schmerzlich als auch für die Arbeitgeber in Form ertragsmindernder Zusatzkosten. Insofern ist es allemal besser bei Lohnverhandlungen einem verstetigten Inflationsverständnis zu folgen, wie es die Kerninflation darstellt und dieses mit dem Produktivitätsfortschritt einer jeweiligen Branche in Relation zu setzen.

Ohne eine weitere binnenwirtschaftliche Inflationsverstärkung ist für 2009 mit einer Normalisierung der Teuerung auf etwa 2 % zu rechnen. Die weltwirtschaftliche Verlangsamung sollte dann voll zum tragen kommen und Oberhand über den kurzfristigen Rohstoffpreisanstieg gewinnen.

Autor:

Dr. Harald Lehmann

Mail: h.lehmann@bvr.de, Tel.: 030 / 20 21 – 15 10

Monetäre Dynamik schwächer

Das Wachstum des breiten **Geldmengenaggregats M3** hat sich im März stärker als erwartet verlangsamt, blieb aber im zweistelligen Bereich. Im Vergleich zum Vormonat erhöhte sich die Geldmenge im März saisonbereinigt um 10,3 % nach einem Anstieg von 11,3 % im Februar. Analysten hatten im Vorfeld die Wachstumsrate auf 10,8 % veranschlagt.

Getragen wird das monetäre Wachstum weiterhin von den **sonstigen kurzfristigen Einlagen**, die 7,1 Prozentpunkte zum M3-Wachstum beitrugen. Während sich die Spareinlagen im Februar im Vorjahresvergleich um 2,6 % verringerten, kletterten die Bestände an Termineinlagen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren im Vorjahresvergleich um 39,7 % nach oben. In diesem extrem kräftigen Anstieg spiegelt sich die flache Zinsstruktur im Euro-Raum wieder. Insgesamt expandierte die Geldmenge M2, die neben den sonstigen kurzfristigen Einlagen noch das Aggregat M1 enthält, um 9,9 % gegenüber dem Februar 2007.

Das eng abgegrenzte **Geldmengenaggregat M1** trug im März hingegen nur 1,4 Prozentpunkte zum M3-Wachstum bei. Während die Bargeldbestände mit 7,7 % immer noch kräftig und ähnlich stark wie in den vorangegangenen Monaten expandierten, nahmen die Bestände an täglich fälligen Einlagen mit 2,0 % nur sehr moderat zu. Das Wachstum der Sichteinlagen hat damit den niedrigsten Stand seit der Einführung des Euro erreicht.

Rückläufig entwickelte sich auch der Wachstumsbeitrag der **marktfähigen Finanzinstrumente**, die im

Geldmengenentwicklung			
Saisonbereinigte Jahreswachstumsraten (%)	Jan	Feb	Mrz
(1) Bargeldumlauf	7,8	7,7	7,7
(2) Täglich fällige Einlagen	3,7	2,9	2,0
(3) M1 (=1+2)	4,4	3,7	2,9
(4) Sonstige kurzfristige Einlagen	17,9	19,4	18,4
(5) M2 (=3+4)	10,4	10,7	9,9
(6) Marktfähige Finanzinstrumente	18,3	15,0	12,8
(7) M3 (=5+6)	11,6	11,3	10,3
Buchkredite an Privatsektor	11,1	11,0	11,1
M3 (zentrierter Dreimonats-Durchschnitt)	11,5	11,1	
Quelle: EZB			

Februar 1,9 Prozentpunkte zum Geldmengenwachstum beitrugen. Alle drei Teilaggregate der marktfähigen Finanzinstrumente expandieren aber weiter mit hohen Raten. Die Bestände an Repogeschäften wuchsen um 11,6 % im März nach 18,4 % im Februar und verringerten damit ihr Wachstumstempo. Niedriger als im Vormonat (10,9 %) fiel auch die Wachstumsrate bei den Geldmarktfondsanteilen aus (8,9 %). Etwas höher als im Februar (22,3 %) expandierten die Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren (24,6 %).

Trotz der langsameren Zunahme der Geldmenge blieb die Dynamik der **Buchkredite** an Unternehmen und Privathaushalte praktisch unverändert hoch. Das Jahreswachstum der Kreditbestände erhöhte sich im März geringfügig von 11,0 % auf 11,1 %. Das Kreditwachstum bei den Privathaushalten erhöhte sich im März leicht von 5,8 % auf 5,9 %. Der Zuwachs bei den Wohnungsbaukrediten lag mit 6,7 % nahe seines im Februar erreichten 8-Jahres-Tiefstand (6,6 %), das Wachstum der Konsumentenkredite fiel mit 5,8 % vergleichsweise moderat aus. Demgegenüber beschleunigte sich das Kreditwachstum der

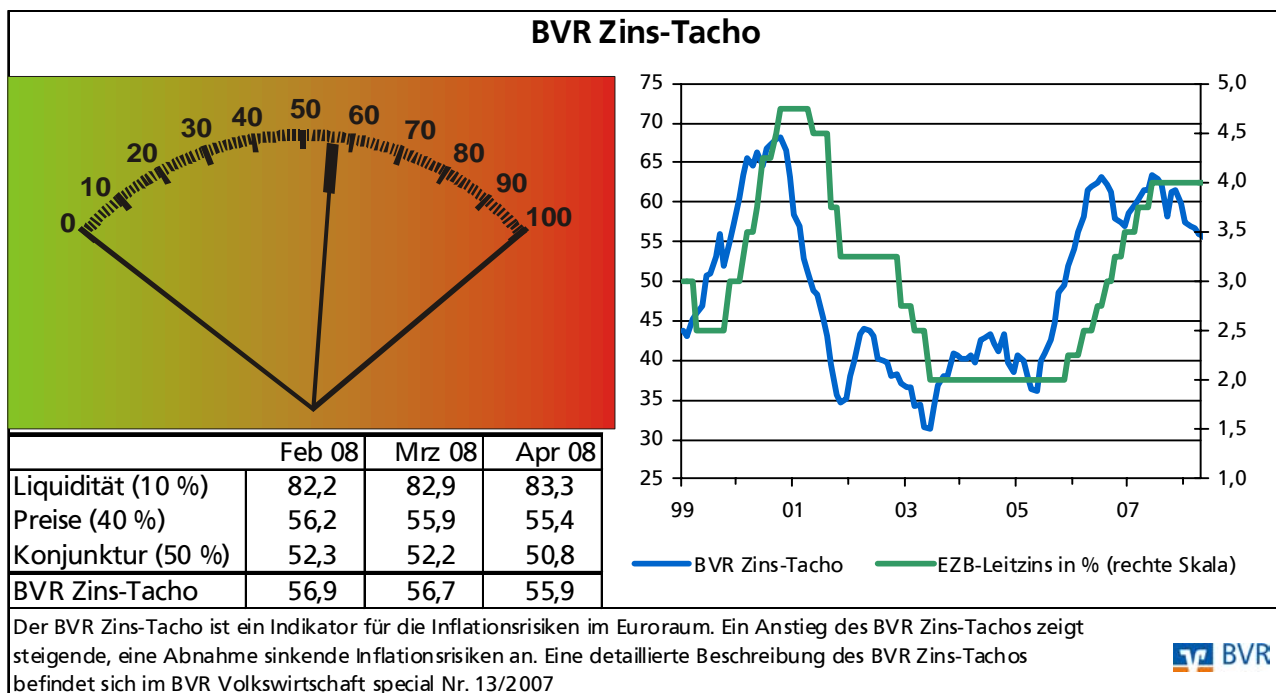
nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften erneut und erreichte mit 14,9 % den höchsten Stand seit dem Start der Gemeinschaftswährung.

EZB bestätigt geldpolitischen Kurs

Erwartungsgemäß unverändert hat der Europäische Zentralbankrat den Leitzins auf seiner Sitzung vom Donnerstag, dem 10 April, belassen. Auf der Pressekonferenz im Anschluss an die Ratssitzung hob EZB-Präsident Jean-Claude Trichet den kurzfristigen **Aufwärtsdruck auf die Inflation** im Euro-Raum hervor, der nach Auffassung der Währungshüter auch noch weiter anhalten wird. Er warnte auch davor, dass die Verspannungen an den Finanzmärkten länger als bislang erwartet anhalten könnten und das die Auswirkungen auf die reale Wirtschaft breiter als bislang erwartet ausfallen könnten. Weitere Äußerungen von Mitgliedern des EZB-Rats im Verlauf des Monats ließen die Bereitschaft erkennen, angesichts der hohen Inflation auch über

eine Erhöhung des Leitzinses nachzudenken.

Der BVR Zins-Tacho, ein Indikator für die mittelfristigen Inflationsrisiken, ist im April erneut zurückgegangen. Mit 55,9 Punkten zeigt er nur **mäßige Inflationsrisiken** an. Damit steht er im Kontrast zu den aktuell sehr hohen Inflationsraten und der Aussicht auf eine jahresdurchschnittliche Inflation in diesem Jahr weit oberhalb der 2-Prozent-Marke, der Obergrenze der EZB-Definition der Preisstabilität. Ausschlaggebend für den erneuten Rückgang des Indikators war die Entwicklung bei den Preis- und Konjunkturindikatoren. Die Preisindikatoren werden im BVR Zins-Tacho indirekt gemessen. Anstelle des harmonisierten Verbraucherpreisindex beinhaltet der Tacho die Lohnstückkosten, den Energiepreisindex des Hamburger weltwirtschaftlichen Instituts (HWWI) und den Außenwert des Euro. Während die Energiepreise erneut leicht gestiegen sind, wirkte die ausgesprochene Stärke des Euro sowie der unveränderte moderate Anstieg der Lohnstückkosten



dämpfend. Entlastend auf die Preisaussichten wirkten auch die sechs im Teilindex für Konjunktur betrachteten Wirtschaftsvariablen. Ein Aufwärtsdruck auf die Inflationsrate wurde demgegenüber von den Liquiditätsindikatoren angezeigt.

Bank of England senkt Leitzins erneut

Die britische Notenbank hat ihren **Leitzins zum dritten Mal in fünf Monaten gesenkt**. Im Spannungsfeld anziehender Verbraucherpreisen und negativer Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die Konjunktur hat sich die Bank of England damit zur Minderung der realwirtschaftlichen Gefahren entschieden. Der geldpolitische Ausschuss der Bank senkte den Reposatz am Donnerstag, dem 10. April, um 25 Basispunkte auf 5,0 %. In ihrem Statement verwies die Notenbank darauf, dass sich die Kreditvergabebedingungen verschlechtert haben. Sie rechnet damit, dass die sich abschwächende Weltwirtschaft in den kommenden Monaten einen spürbar dämpfenden Einfluss auf die Preisentwicklung ausüben wird. Die Protokolle des geldpolitischen Ausschusses zum jüngsten Zinsentscheid lassen ein vergleichsweise hohes Maß an Uneinigkeit bei den Geldpolitikern erkennen. Nicht nur stimmten zwei der neun Mitglieder gegen den Zinsschritt, ein Mitglied votierte für eine kräftigere Zinssenkung.

Terminsätze am europäischen Geldmarkt auf neuem Jahreshoch

Die Verspannungen auf dem europäischen Geldmarkt haben im März weiter zugenommen. Die **Unsicherheiten über den weiteren Fortgang der Finanzmarktkrise** mindern die Bereitschaft der

Notenbankzinsen in ausgewählten Ländern				
	aktuell in % seit		davor in % seit	
Euro-Raum				
Einlagesatz	3,00	6.6.07	2,75	8.3.07
Haupttender ¹	4,00	6.6.07	3,75	8.3.07
Spitzensatz	5,00	6.6.07	4,75	8.3.07
USA				
Tagesgeld-Ziel	2,25	18.3.08	3,00	30.1.08
Japan				
Tagesgeld-Ziel	0,50	21.2.07	0,25	14.7.06
Großbritannien				
Reposatz	5,00	10.4.08	5,25	7.2.08
1) Mindestbietungssatz Quelle: Deutsche Bundesbank				

Banken zum wechselseitigen Liquiditätsausgleich, obgleich die EZB durch die Zuteilung zusätzlicher Liquidität und die Ausweitung der Refinanzierungsgeschäfte auf längere Laufzeiten der Tendenz zu steigenden Terminalsätzen entgegen wirkt. So hat die EZB am Donnerstag, dem 3. April, erstmals ein Refinanzierungsgeschäft mit einer Laufzeit von sechs Monaten durchgeführt. Insgesamt wurden den Kreditinstituten dabei 25 Mrd. Euro zugeteilt. Damit war das Geschäft vierfach überzeichnet. Wenig Einfluss auf die Terminalsätze hatten die geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rats vom Donnerstag, dem 10. April. Die Händler hatten eine Bestätigung des Leitzinses und die Perspektive unveränderter Leitzinsen in den kommenden Monaten bereits im Vorfeld erwartet. Jahresgelder erreichten am Donnerstag, dem 24. April, mit 4,94 % den höchsten Stand seit Beginn der Finanzkrise. Dreimonatsgelder erreichten am gleichen Tag mit 4,84 % einen Jahreshöchststand. Verglichen mit dem Monatsbeginn erhöhten sich die Zinsen auf Jahres- bzw. Dreimonatsgelder um 21 bzw. 11 Basispunkte.

Preisaussichten belasten Anleihen

Die Aussichten auf sinkende Leitzinsen im Euro-Raum haben sich im April verringert. Hierzu trugen zum einen **Inflationskennzahlen** bei, die oberhalb der Erwartungen ausfielen, zum anderen äußerten sich EZB-Ratsmitglieder ablehnend gegenüber der Chance auf sinkende Leitzinsen. Der sich veränderte Ausblick auf die kurzfristigen Zinsen schlug auch auf das lange Ende des Kapitalmarktes durch.

Im Hinblick auf die Wachstumsaussichten änderte sich das Gesamtbild im April nur wenig. In den **USA** lassen die Zahlen weiterhin eine **deutliche Abschwächung der Konjunktur**, wenn nicht gar eine Rezession erwarten. Die am Monatsanfang veröffentlichten Einkaufsmanagerindizes für Industrie und Dienstleister in den USA für den Berichtsmonat März lassen ein allenfalls mäßiges Wachstum erwarten. Der Indikator für die Industrie erhöhte sich leicht von 48,3 auf 48,6 Punkte. Erwartet worden war ein weiterer Rückgang auf 47,5 Punkte. Der Indikator für die Dienstleister erhöhte sich geringfügig von 49,3 auf 49,6 Punkte. Der erwartete Rückgang auf 48,5 Punkte blieb damit aus. Unterhalb der Erwartungen blieb der Beschäftigungsbericht für den März. Gemeldet wurde ein Abbau von 80.000 Stellen. Die Schätzungen hatten bei 60.000 Personen gelegen. Es handelte sich um den dritten Stellenabbau infolge und den höchsten Rückgang seit fünf Jahren.

Im weiteren Monatsverlauf bestätigten die Daten das Bild einer deutlichen Abschwächung der Konjunktur, wenn gleich eine **Rezession alles andere als gewiss** erscheint. So erhöhten sich die Einzel-

Zinssätze im Neugeschäft der deutschen Banken			
% p.a.	Dez	Jan	Feb
Einlagen privater Haushalte			
täglich fällig	1,83	1,89	1,89
Laufzeit bis 1 Jahr	4,22	4,08	3,91
Kündigungsfrist bis 3 Monate	2,46	2,44	2,43
Kündigungsfrist über 3 Monate	3,68	3,76	3,78
Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften			
täglich fällig	2,20	2,38	2,41
Laufzeit bis 1 Jahr	4,25	4,08	4,02
Kredite an private Haushalte			
Konsumentenkredite 1 bis 5 Jahre	5,46	5,73	5,84
Konsumentenkredite über 5 Jahre	8,27	8,71	8,69
Sonstige Kredite bis 1 Jahr	5,32	5,22	5,08
Wohnungsbaukredite 5 bis 10 Jahre	5,03	5,04	4,94
Überziehungskredite	11,88	11,87	11,81
Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften			
Überziehungskredite	7,15	7,13	7,03
Kredite bis 1 Mio. Euro, bis 1 Jahr	6,55	6,31	6,27
Quelle: Deutsche Bundesbank			

handelsumsätze im März gegenüber dem Vormonat um 0,2 %. Analysten hatten hingegen mit einer Stagnation (0,0 %) gerechnet. Für eine Schwächung des privaten Verbrauchs sprach demgegenüber der von der University of Michigan ermittelte Verbrauchertrustensindex, der sich im April von 69,5 auf 63,2 Punkte (erwartet: 69,0 Punkte) verringerte. Er erreichte damit den niedrigsten Stand seit 26 Jahren. Gleichzeitig zeigten die Erzeugerpreise einen hohen Aufwärtsdruck auf die Inflationsrate an. Sie verteuerten sich im März im Monatsvergleich um 1,1 %, statt der erwarteten 0,6 %, wofür vor allem der Anstieg der Energiepreise verantwortlich war.

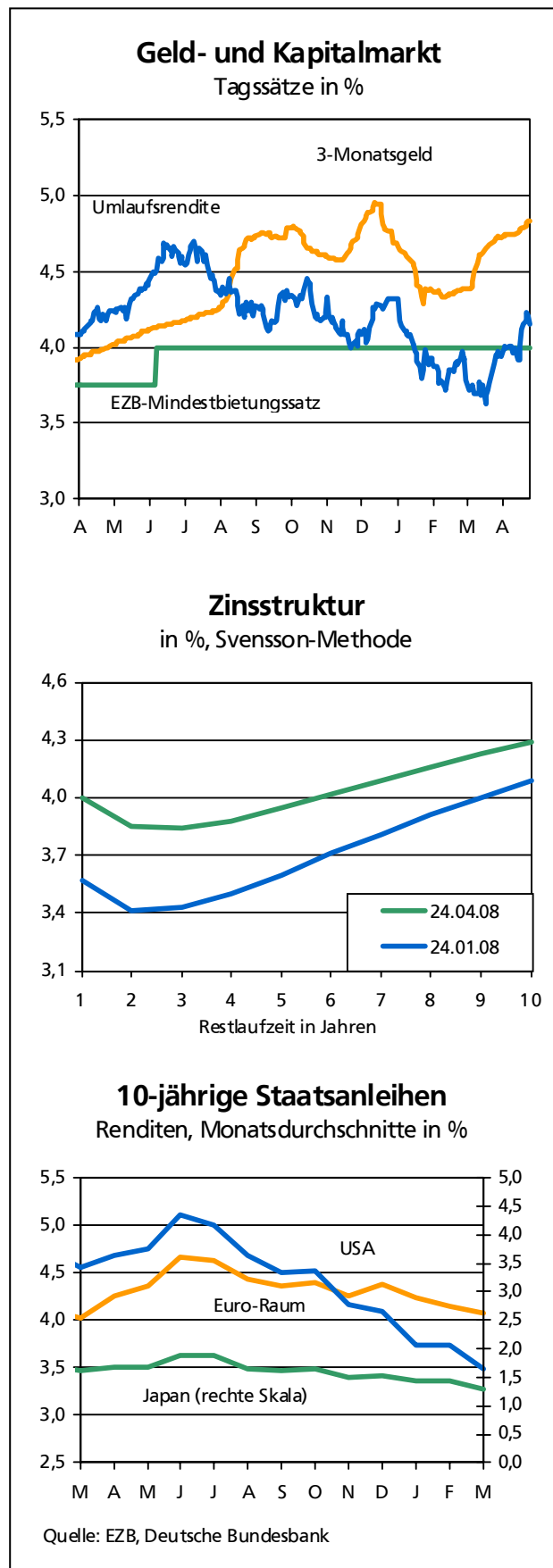
Für den **Euro-Raum** deuteten die Wirtschaftszahlen auf ein **moderates Wachstumstempo bei erhöhten**

Inflationsgefahren hin. So lagen die Einkaufsmanagerindizes nach der Vorabmeldung für den Monat April leicht oberhalb der Neutralmarke von 50 Punkten. Der Index für die Industrie verringerte sich von 52,0 auf 50,8 Punkte (erwartet: 51,6 Punkte) Der Indikator für die Dienstleister erhöhte sich geringfügig von 51,6 auf 51,8 Punkte (erwartet: 51,4 Punkte). Oberhalb der Schätzungen lag aber der Auftragseingang im Februar mit einem Zuwachs von 0,6 % im Monatsvergleich (erwartet: 0,0 %). Gegenüber dem Vorjahr ist der Auftragseingang mit einem Zuwachs von 9,9 % weiterhin beachtlich. Auch expandierte die Industrieproduktion im Februar mit einem Zuwachs zum Vorjahr von 3,1 % noch im soliden Tempo. Die Umlaufrendite lag am Donnerstag, dem 24. April, bei 4,15 %. Verglichen mit dem Monatsbeginn entspricht dies einem Anstieg um 21 Basispunkte. Im gleichen Zeitraum legten die Renditen auf 10-jährige Staatsanleihen in Deutschland und den USA um 22 bzw. 29 Basispunkte auf 4,15 % bzw. 3,77 % zu.

Euro über 1,60 Dollar

Unter Abwertungsdruck stand die europäische Gemeinschaftswährung zum Monatsanfang. Ursache waren schwache Konjunkturdaten aus dem Euro-Raum. So lag der Einzelhandelsumsatz in Deutschland unter den Erwartungen. Belastend auf den Verbrauch wirkt sich vor allem die hohe Inflation aus. Auch gab der Einkaufsmanagerindex für die Industrie des Euro-Raums nach. Kurzzeitig rutschte der Euro unter die Marke von 1,56 Dollar.

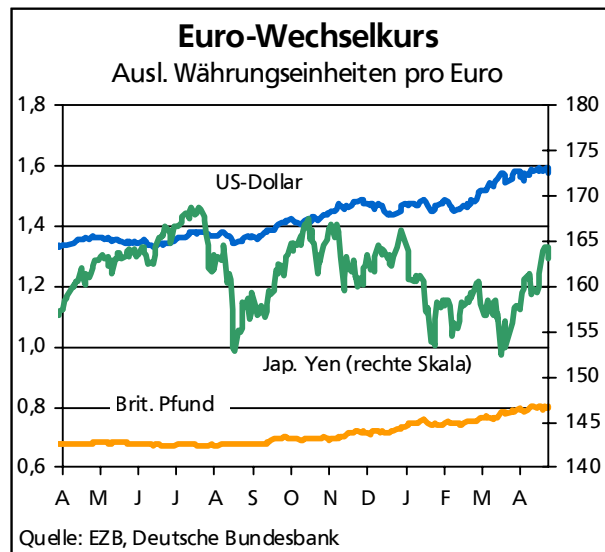
Neuen Schub bekam die Gemeinschaftswährung im



Devisenmarkt

Anschluss an die EZB-Ratssitzung vom Donnerstag, dem 10. April. Die Währungshüter signalisierten klar, dass eine Zinssenkung auf Sicht für sie nicht in Betracht kommt. Im weiteren Verlauf des Monats gab es mehrere Signale aus dem EZB-Rat, dass **eher steigende als sinkende Zinsen** geldpolitisch angebracht seien. Auch wurde der Euro von dem Inflationshoch im Euro-Raum gestärkt. Die Teuerungsrate erreichte im März mit 3,6 % den höchsten Stand seit der Einführung des Euro. Stützend wirkten sich auch Äußerungen des luxemburgischen Finanzministers Jean-Claude Juncker aus, der gegenüber der Presse anmerkte, dass die Märkte wohl die Hinweise der führenden Industriestaaten (G7) missverstanden hätten. Die G7-Staaten hatten sich deutlich gegen die immer heftigeren Bewegungen bei den Wechselkursen ausgesprochen.

Am Dienstag, dem 22. April, überschritt der Euro erstmals die **Marke von 1,60 Dollar**. An den folgenden Tagen gab er jedoch wieder etwas nach. Belastend wirkte sich vor allen Dingen der Ifo-Geschäftsklimaindex aus, der nach einem dreimaligen Anstieg im April merklich zurückgegangen war. Ursache war ein Rückgang der Geschäftserwartungen der befragten Unternehmen. Der EZB-Referenzkurs lag am Donnerstag, dem 24. April, bei 1,5769 Dollar pro Euro. Verglichen mit dem Monatsbeginn entspricht dies einem Rückgang um einen halben Cent.



Auch gegenüber dem **britischen Pfund** konnte die europäische Gemeinschaftswährung im April ein Rekordhoch erreichen. Der EZB-Referenzkurs der britischen Währung lag am Mittwoch, dem 16. April, bei 0,8061 Pfund pro Einheit der Gemeinschaftswährung. Schwache Daten vom Immobilienmarkt im Vereinigten Königreich hatten das Pfund belastet. Auch stand der Aussicht auf unveränderte Leitzinsen im Euro-Raum die Erwartung weiter sinkender Leitzinsen auf der britischen Insel gegenüber. An den darauf folgenden Tagen gab der Euro seine Gewinne wieder ab. Der EZB-Referenzkurs lag am Donnerstag, dem 24. April, bei 0,7980 Pfund pro Euro und damit etwa auf dem Stand vom Monatsanfang.

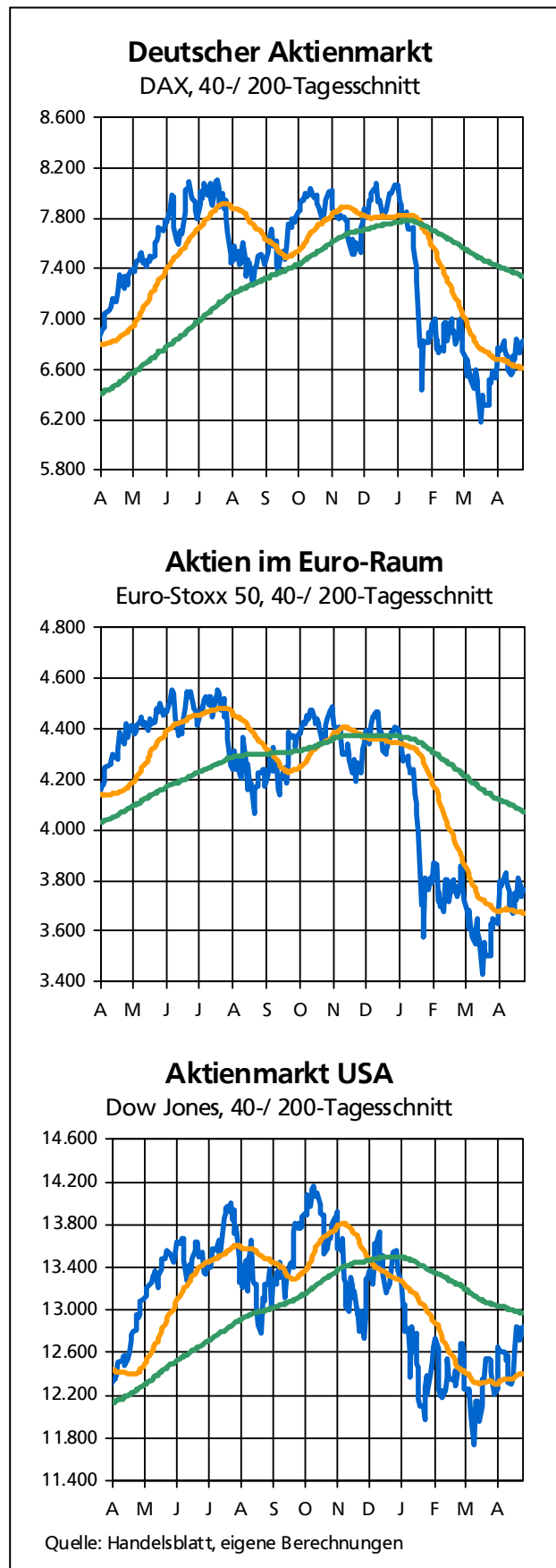
Euro-Wechselkurse								
	USD	JPY	GBP	CHF	CAD	SEK	NOK	DKK
31. Jan. 08	1,4874	157,94	0,7459	1,6055	1,4849	9,4602	8,0649	7,4517
29. Feb. 08	1,5192	158,39	0,7659	1,5894	1,4912	9,3880	7,8960	7,4516
31. Mrz. 08	1,5811	157,60	0,7950	1,5714	1,6159	9,3900	8,0393	7,4563
24. Apr. 08	1,5746	162,97	0,7971	1,6145	1,5986	9,2992	7,9437	7,4627

Ausländische Währungseinheiten pro Euro (Euro-FX-Kurse, Mittelwert aus Geld- und Briefkurs)
Quelle: Handelsblatt

Aktien fester

Trotz negativer Konjunkturzahlen legte der Deutsche Aktienindex zum Monatsbeginn zu. Obgleich einige Unternehmensnachrichten positiv ausfielen, blieb die **Unsicherheit über die weiteren Folgen der Finanzkrise hoch**. Nachdem der DAX Anfang der zweiten Aprilwoche die Marke von 6.800 Punkten überschritten hatte, ging es mit den Kursen zunächst wieder abwärts. Ursache waren unter den Erwartungen liegende Unternehmensberichte vor allem aus dem USA. Negativ wirkte sich aber auch der steigende Rohölpreis aus. Kurzzeitig rutschte das Kursbarometer des deutschen Aktienmarktes zu Beginn der dritten Aprilwoche wieder unter die Marke von 6.600 Punkten und bewegte sich damit auf einem ähnlichen Niveau wie zum Monatsbeginn.

In den folgenden Tagen konnten sich die Kurse zwar wieder erholen. Der DAX erreichte am Freitag, dem 18. April, mit 6.843 Punkten den höchsten Stand seit Anfang März. Doch **fehlte dem Aktienmarkt eine klare Orientierung**. Nach erneut schwachen Unternehmens- und Konjunkturdaten sowie dem Erreichen neuer Höchststände des Ölpreises schaltete der DAX in der vierten Aprilwoche wieder in den Rückwärtsgang. Während sich insbesondere der unerwartet kräftige Rückgang des Ifo-Geschäftsklimas dämpfend auswirkte, kamen aus den USA vom Arbeitsmarkt und den Auftragseingängen ermutigende Signale. Der DAX schloss am Donnerstag, dem 24. April, mit 6.821 Punkten. Verglichen zum Monatsbeginn entspricht dies einem Anstieg um 4 %. Im gleichen Zeitraum stieg der Dow Jones leicht um 5 % auf 12.845 Punkte.



Eurokonjunktur bleibt bei langsamer Gangart

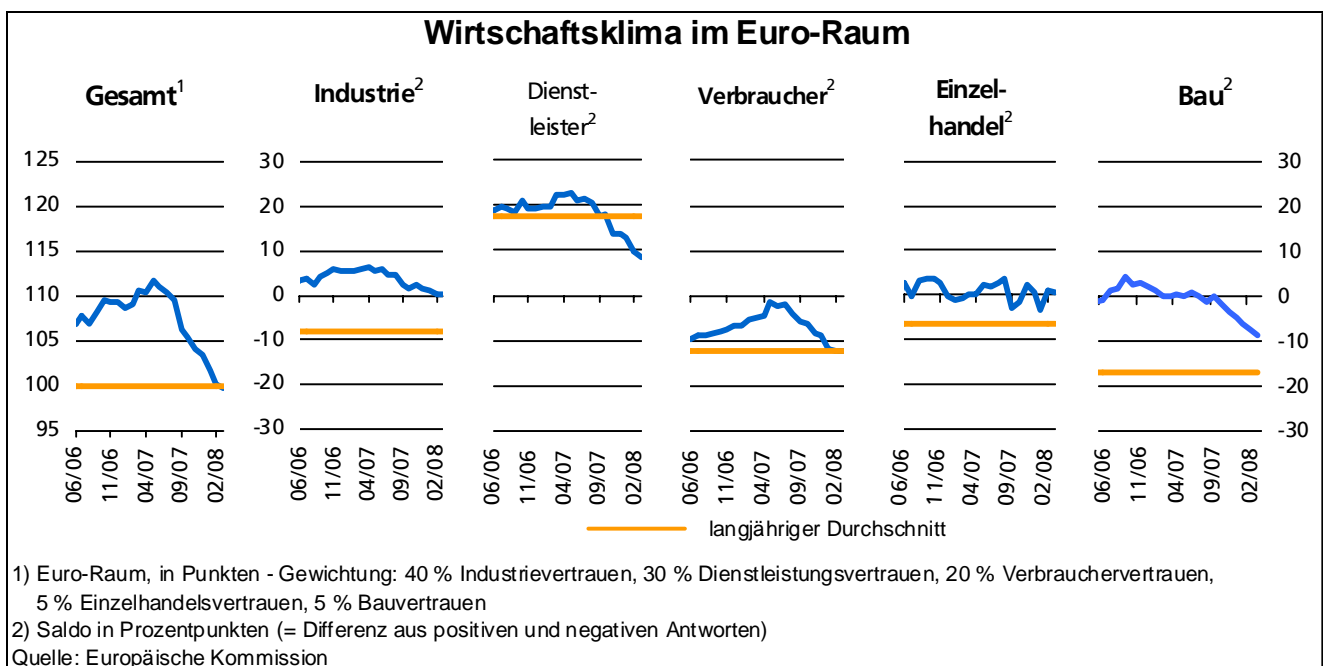
Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone ist wenig dynamisch und folgt schon früher sich abzeichnenden Abschwächungstendenzen. Das erste Quartal scheint aber noch gut ange laufen zu sein. Die Perspektiven für Exporte haben sich aufgrund der rasanten Aufwertung des Euro und der schwächeren Auslandskonjunktur verschlechtert. Angesichts der immer noch hohen Kapazitätsauslastung und der guten Gewinne im nicht-finanziellen Unternehmenssektor werden die Investitionen gestützt. Dämpfend wirken die restriktiveren Kreditvergabebedingungen in manchen Ländern und die Eigenkapitalfinanzierung, die mit den Kurseinbrüchen an den Aktienmärkten teurer geworden ist.

Der **Economic Sentiment Indicator (ESI)** der Eurozone sank im März von 100,1 auf 99,6. Damit wird eine weitgehend dem Trend folgende Wirtschafts-

entwicklung deutlich. Die Bewertungen zeigen sich auch in struktureller Betrachtung wenig verändert – in den einzelnen Bereichen Industrie, Dienstleistungen, Verbraucher, Konsumenten und Bau gibt es durchgängig leichte Verschlechterungen. Der Dienstleistungssektor präsentiert sich noch in der besten Verfassung, kann sich dem gesamtwirtschaftlichen Trend aber nicht entziehen.

Insofern ist es erfreulich, dass sich das **Geschäftsklima** (Business Climate Indicator) in der Industrie im März wieder etwas aufgehellt hat. Besser bewertet wird die Produktionssituation, aber auch die Auftragslage; die Produktionserwartungen sind etwas weniger zuversichtlich. In der Summe nahm die Bewertung von 0,71 auf 0,8 zu (Mittelwert 0,0). Das Verarbeitende Gewerbe ist damit immer noch Motor der konjunkturellen Entwicklung in der Eurozone.

Die Erzeugertätigkeit konnte sich im Berichtsmonat Februar gegenüber dem Vormonat etwas verbes-



sem, der Anstieg fiel mit 0,4 % aber nicht mehr so hoch aus wie im Januar (+0,6 %). Die **Industrieproduktion** stieg auf Vorjahressicht um 3,1 %. Die stärksten Zuwächse des Produktionsvolumens konnten die Investitionsgüterproduzenten melden (7,1 % gegenüber Februar 2007). Vor allem die Nachfrage nach Gebrauchs- und Verbrauchsgütern entwickelte sich hingegen verhalten – die Zuwachsraten lagen für diese Güter zusammen nahe Null. Das **Baugewerbe** kann an die positive Entwicklung des Vormonats anknüpfen und expandiert um 4,3 % (gegenüber Februar 2007).

Die **Auftragseingänge** entwickelten sich im Februar positiv, wobei viele Großaufträge zu Buche schlugen. Das Verarbeitende Gewerbe des Währungsgebiets verzeichnete saisonbereinigt 0,6 % mehr Neuaufträge. Gewinner der Entwicklung waren die Investitions- und Verbrauchsgüterproduzenten (+2,1 % bzw. +2,7 %). Bereinigt um Aufträge für den Bereich ‚Sonstiger Fahrzeugbau‘ (viele Großaufträge) fielen die Auftragseingänge um 0,3 %. Auf 12-Monatssicht

stiegen die Aufträge für das Verarbeitende Gewerbe um 9,9 % und lassen kurzfristig eine weiterhin gute Produktionsentwicklung erwarten.

Die **Umsätze des Einzelhandels** sind im Februar 2008 zurückgegangen. Zusammen mit der schwachen Produktionstätigkeit bei Konsumgütern ist dies ein weiterer Beleg für fehlende Konjunkturimpulse von der Binnenmarktseite. Der Absatz ging auf Monatssicht um 0,6 % zurück, auf Jahressicht verringerte er sich um 0,4 %. Er setzte damit die schwache Tendenz der Vormonate fort. Die noch im letzten Monat mit der Steigerung verbundene Hoffnung auf eine Stärkung der Konsumnachfrage wurde nicht bestätigt.

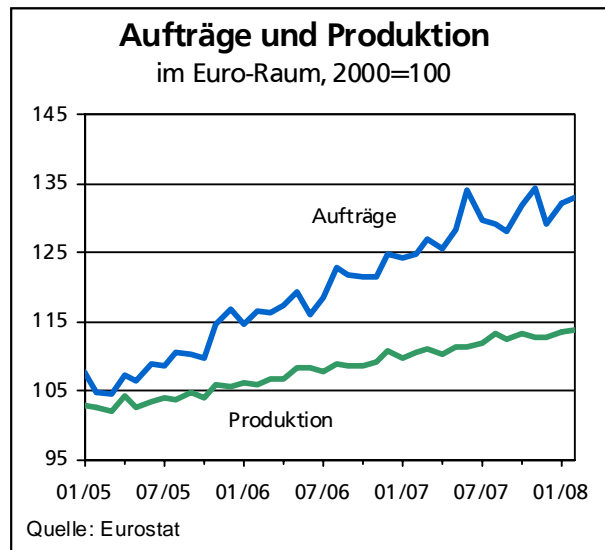
Inflation wird zunehmend zum Problem

Die **Endverbraucherpreise** in der Eurozone kommen trotz der langsamen Wirtschaftsentwicklung und verbesserter Terms-of-Trade nicht zur Ruhe. Die Wahrscheinlichkeit für eine geldpolitische Interventi-

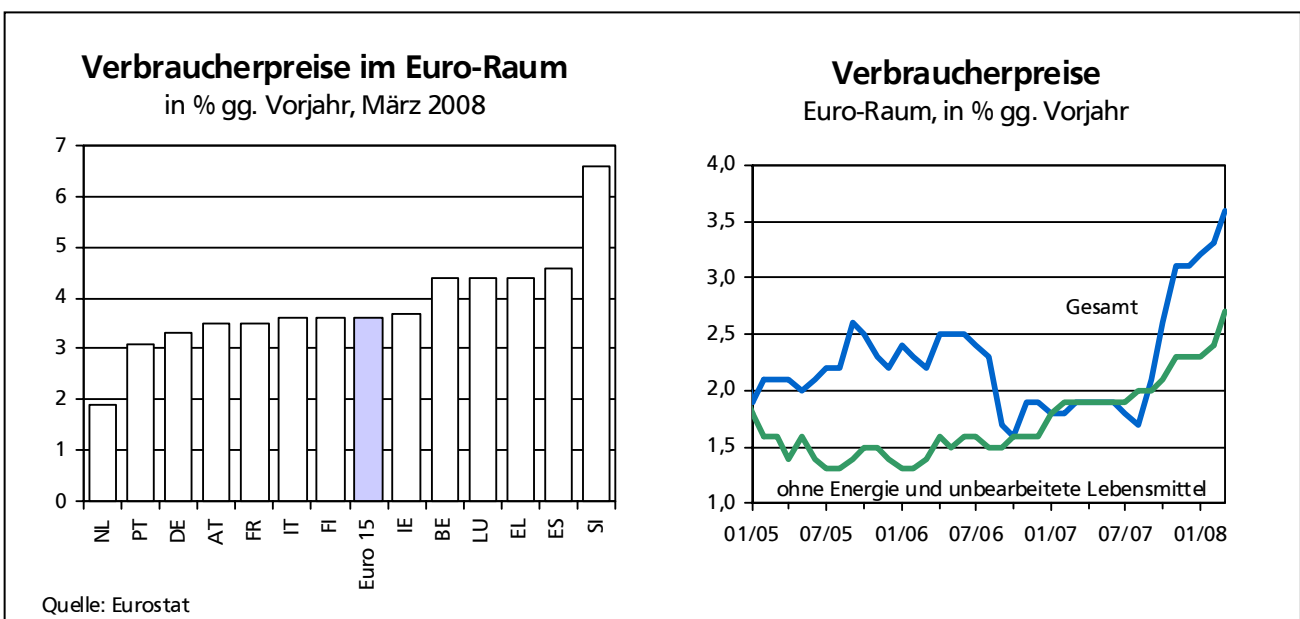
Euro-Konjunktur				
	Berichtsperiode	Wert	Veränderung (in %) zum	
			vorherigen Zeitraum ¹	Vorjahreszeitraum
Bruttoinlandsprodukt, real	IV.Q.2007		0,4	2,2
Produktionsvolumen				
gesamte Industrie ²	Februar		0,4	3,1
Verarbeitendes Gewerbe	Februar		0,3	3,0
Baugewerbe	Februar		1,2	4,3
Kapazitätsauslastung ¹	I.Q.08	83,9 %	-0,1 Punkte	-0,4 Punkte
Arbeitslosenquote ¹	Februar	7,1 %	0,0 Punkte	-0,5 Punkte
Verbraucherpreise	März		1,0	3,6
Erzeugerpreise, Industrie	Februar		0,7	5,4
Extra-Ausfuhren, nominal	Februar	130,6 Mrd. €	2,0	13,3
Extra-Einfuhren, nominal	Februar	129,9 Mrd. €	-0,4	11,1

1) saisonbereinigt, 2) Bergbau, Verarbeitendes Gewerbe, Energie, ohne Baugewerbe
Quelle: Eurostat

on der EZB nimmt zu. Die Teuerung (HVPI) erreichte im März mit 3,6 % einen langjährigen Höchststand. Eine monatliche Inflation von 1 % gab es seit über 15 Jahren nicht mehr. Auch wenn diese Entwicklung stark durch Sonderfaktoren bedingt ist und im Binnenraum eine stabile Preiskultur sichtbar wird, ist gerade die dauerhafte und renitente Inflation der vergangenen Monate besorgniserregend. Sie greift langsam auf die gesamte Wirtschaft über, wie die ebenfalls steigende Kerninflation zeigt (+2,7 %, ohne Energie und saisonabhängige Nahrungsmittel) und birgt die Gefahr einer allgemeinen Beschleunigung des Preisauftriebs in sich. Die Ursachen sind die gleichen – stark verteuerte Einfuhren für Energierohstoffe und Nahrungsmittel treiben die Inflation in wichtigen Verwendungszwecken des Warenkorbs. Die Preise für Nahrungsmittel/Getränke stiegen auf 12-Monatsicht um 6,2 %, der hinsichtlich seines Gewichts bei der HVPI-Messung größte Bereich Wohnen/Energie meldete eine Teuerung von 4,4 % und auch der Verkehr spiegelt die steigenden Kraftstoffkosten wieder (+5,6 %).



Sehr viel unmittelbarer zeigt sich die importierte Inflation in den **Erzeugerpreisen**. Diese stiegen im Februar 2008 gegenüber Februar 2007 um 5,4 % und damit noch stärker als der Verbraucherpreisindex. Auch die Steigerung auf Monatsicht bleibt mit 0,7 % zu hoch. Würde man die Steigerung der letzten drei Monate auf das Gesamtjahr annualisieren, wäre mit einer Steigerung von 7 % zu rechnen. Die Inflationsbeschleunigung findet also vor allem am aktuellen Rand statt und hat weniger mit Basiseffekten zu tun. Die Energieerzeugung



verteuerte sich sogar um 11,7 % und auch die steigenden Preise für Verbrauchsgüter (+4,7 %) sind nicht

zuletzt auf stark gestiegene Preise im Ernährungsgewerbe zurückzuführen (+8,5 %).

Der **Arbeitsmarkt** der Euroländer sendet weiterhin positive Signale. Die Erwerbslosenquote (saisonbereinigt) betrug in Februar 7,1 % und blieb damit unverändert. Dies ist der niedrigste Stand seit der harmonisierten Erhebung. In der EU beträgt die Unterbeschäftigung 6,7 %.

Außenhandel überraschend im Plus

Der **Handelsbilanzüberschuss** der Eurozone lag im Februar bei 0,8 Mrd. Euro und hat sich gegenüber

dem Vormonat um über 12 Mrd. Euro erhöht (nicht saisonbereinigt). Saisonbereinigt ist betrug der Überschuss 2,1 Mrd. Euro nach -1,0 Mrd. Euro im Vormonat. Der Anstieg der Ausfuhren und Einfuhren lässt wenig von der nachlassenden Weltkonjunktur und der geringeren preislichen Wettbewerbsfähigkeit der Eurozone erkennen. Die Exporte stiegen gegenüber Februar 2007 um 13,3 % und gegenüber dem Vormonat immerhin um 2 % (saisonbereinigt). Die Importe gingen auf Monatsicht sogar um 0,4 % (saisonbereinigt) zurück. Bezogen auf ihre Bevölkerungsgröße sind es vor allem Deutschland und die Niederlande, die immer wieder kräftige und steigende Außenhandelsüberschüsse erzielen können. Ohne diese Länder wäre der Außenhandel der Eurozone stark defizitär.

Positive Grundtendenz trotz widriger Einflüsse

Die wirtschaftliche Lage Deutschlands ist im Frühjahr 2008 trotz einer Reihe widriger Einflüsse günstig geblieben. Die Wirtschaft ist mit Schwung in das Jahr gestartet und die aktuellen Stimmungsindikatoren lassen immer noch viel Zuversicht erkennen. Die Indikatoren für Produktion und Nachfrage sind weiter aufwärts gerichtet. Die bis zuletzt anhaltend kräftige Aufwertung des Euro sowie die massive Verteuerung von Erdöl und Nahrungsmitteln wirken aber spürbar bremsend. Letztere führte zu einem Anstieg der Inflation und beeinträchtigte die Real-einkommen. Gleichwohl gibt es in Deutschland keine Übersteigerungen auf dem Immobilienmarkt, so dass eine Korrektur, die in anderen Ländern die wirtschaftliche Aktivität dämpft, nicht ansteht. Schließlich erweist sich das deutsche Bankensystem vor dem Hintergrund der internationalen Krise im Finanzsektor als relativ robust. Stabilisierend dürfte in diesem Zusammenhang wirken, dass die Investitionen zu einem hohen Anteil aus Eigenmitteln der

Unternehmen finanziert werden. Für eine nach wie vor positive Grundtendenz der Konjunktur spricht auch die Lage auf dem Arbeitsmarkt.

Die Erzeugertätigkeit stieg im Februar 2008 gegenüber Januar um 0,4 % und damit den dritten Monat in Folge. Auf Jahressicht hat sich **Produktion** um 6,1 % erhöht. Für den Januar ergab sich eine nachträgliche Abwärtskorrektur. Am stärksten profitierte der produktionsaffine Zweig der Vorleistungsgüterproduktion. Die Vorleistungsgüterhersteller verzeichneten einen monatlichen Zuwachs von 1,6 % und auf Jahressicht von 6,3 %. Die Investitionsgüterproduktion sank gegenüber dem Januar um 0,2 %, auf Jahressicht ergab sich aber immer noch ein kräftiger Zuwachs von 9,6 %. Die Konsumgüterproduzenten konnten hingegen nicht am Aufschwung partizipieren und müssen auf nachfrageseitige Impulse hoffen. Das Baugewerbe setzte hingegen die kräftige Entwicklung des Vormonats fort – gegenüber Januar wurde 3,7 % mehr Bauleistungen erbracht, auf das Jahr gesehen entsprach dies einer Steigerung um 11,3 %.

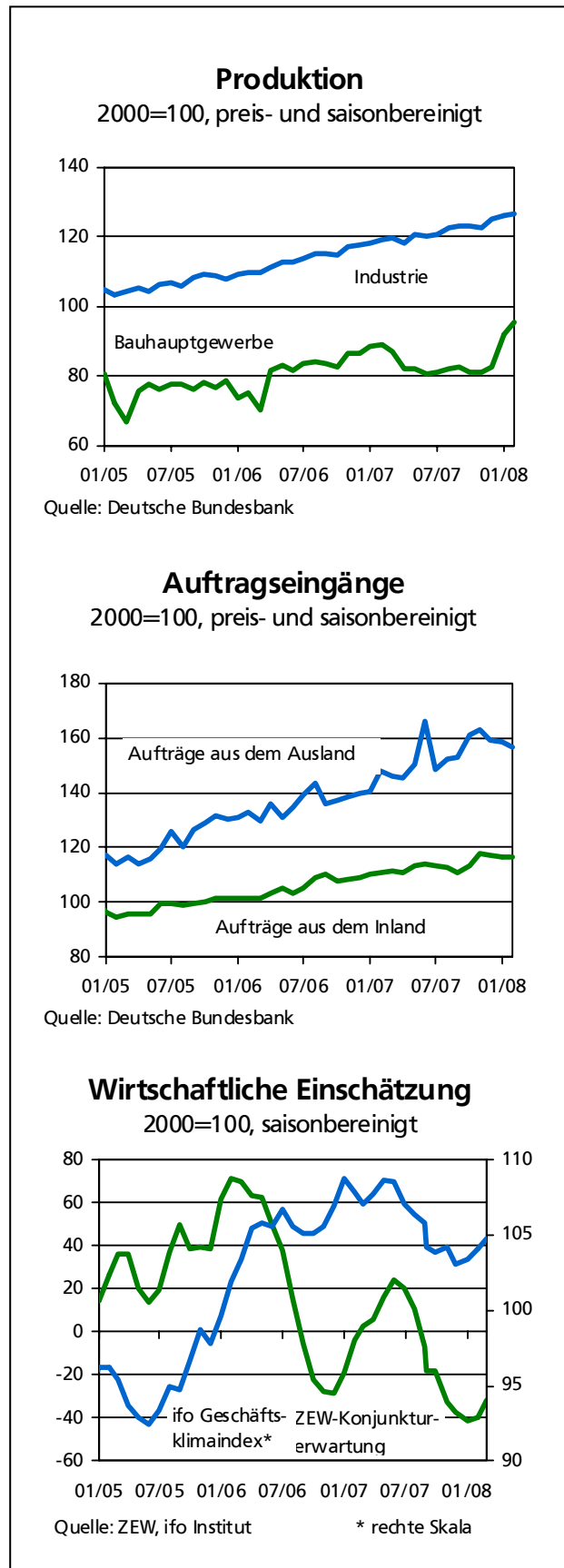
Produktion				Auftragseingänge			
Februar				Februar			
Deutschland	Veränderung in % gg. Vormonat		Zwei-monats-schnitt*	Deutschland	Veränderung in % gg. Vormonat		Zwei-monats-schnitt*
	Vj.monat				Vj.monat		
Prod. Gewerbe	0,4	5,9	2,4	Industrie	-0,5	5,4	-1,5
davon:				davon:			
Industrie	0,3	6,3	2,0	- Inland	0,0	5,1	-0,9
- Vorleistungen	1,6	6,1	1,0	- Ausland	-1,1	5,7	-2,1
- Investitionsgüter	-0,2	9,4	3,8	- Vorleistungen	0,1	4,6	-1,7
- Gebrauchsgüter	-0,2	-1,1	1,0	- Investitionsgüter	-0,9	6,7	-1,8
- Verbrauchsgüter	-1,9	1,0	0,3	- Konsumgüter	-1,3	2,2	0,9
Bauhauptgewerbe	3,7	7,4	14,7	Bauhauptgewerbe	-15,8	-0,7	7,5

* zu dem vorangegangenen Zwei-Monatsdurchschnitt
Preis- und saisonbereinigt
Quelle: Deutsche Bundesbank

Die **Auftragseingänge** schwächten sich im Februar etwas ab, woran vor allem die Auslandsnachfrage Schuld trug. Gegenüber Januar sanken die Neuaufträge um 0,5 % bzw. stiegen gegenüber Februar 2007 um 9,0 %. Bereinigt um Großaufträge zeigte sich der Auftragsrückgang zum Januar etwas deutlicher mit -1,2 %. Es waren wieder die Konsumgüterhersteller, die sich unterproportional entwickelten und 1,3 % weniger Aufträge im Februar zu verzeichnen hatten. Das Bauhauptgewerbe konnte im Februar 2008 preisbereinigt 0,7 % höhere Auftragseingänge verbuchen als im Vorjahresmonat. Dabei nahm die Baunachfrage im Hochbau um 2,4 % zu, im Tiefbau dagegen um 1,1 % ab.

Umfragen zeichnen schlechteres Bild

Der **Ifo-Geschäftsklimaindex** für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands ist im April spürbar gesunken. Er verringerte sich von 104,8 auf 102,4. Die Unternehmen beurteilen ihre Geschäftssituation deutlich ungünstiger als im Vormonat (111,8 auf 108,4). Auch für die Geschäftsentwicklung in den nächsten sechs Monaten sind sie skeptischer (98,4 auf 96,8). Nach dem Zwischenhoch zu Jahresanfang 2008 sprechen die neuen Umfrageergebnisse für eine langsamere Gangart der Konjunktur. Das Konjunkturklima im Baugewerbe hat sich, gegenteilig zum verarbeitenden Gewerbe, dagegen verbessert. Die Unternehmen beurteilen ihre aktuelle Geschäftslage etwas weniger kritisch, und für die Geschäfte in den nächsten sechs Monaten sind sie zuversichtlicher. Sowohl im Großhandel als auch im Einzelhandel ist der Geschäftsklimaindex dagegen deutlich gesunken.



Deutsche Konjunktur

Die jüngste Konjunkturumfrage des IW-Köln für das Frühjahr 2008 vom April 2008 lässt gegenüber dem Herbst des Vorjahres eine leichte Eintrübung in Westdeutschland und eine Stimmungsverbesserung in Ostdeutschland erkennen.

Die **ZEW-Konjunkturerwartungen** zeigten in den letzten Monaten eine hohe Volatilität. Im April haben sie sich deutlich verschlechtert und erreichen -40,7 (-8,7 Punkte gegen über März). Sie liegen damit wieder nahe am Februarwert. Die gegenwärtige Situation wird hingegen fast gleichbleibend gut bewertet und erreicht +33,2 (+1,1).

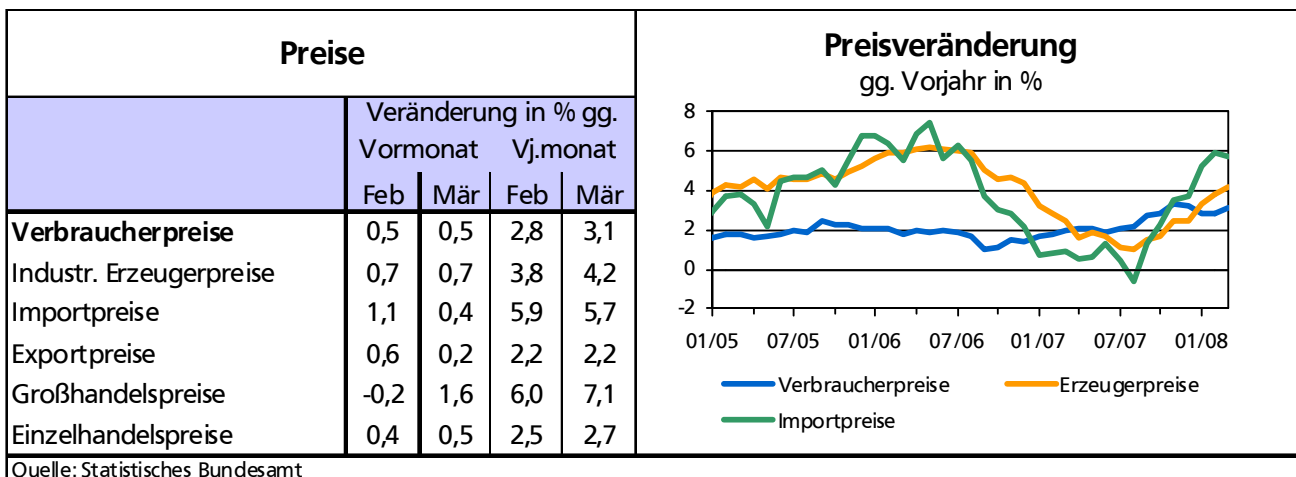
Der **GfK-Konsumklimaindikator** erreichte im März eine minimale Verbesserung von 4,5 auf 4,6 Punkte. Trotz dieser zaghaften Erholung wird angesichts hohen Teuerung und der konjunkturellen Eintrübung eine Abwärtsrevision der Konsumprognose vorgenommen, der Zuwachs für das laufende Jahr wird nur noch mit +1 % erwartet.

Die **Unternehmensinsolvenzen** sind nach Monaten der ständigen Stabilisierung im Januar wieder angestiegen. Sie erhöhten sich zum Dezember 2007 um 1,9 % und vor allem auf Jahressicht ergab sich ein

kräftiges Plus von 11,3 %. Da in vielen Bundesländern weiterhin sinkende Zahlen registriert wurden und die Angaben noch vorläufig sind, sollte daraus aber keine Aussage über eine grundlegende Trendwende abgeleitet werden.

Preisaufrtrieb kritisch – außenwirtschaftliche Faktoren überwiegen

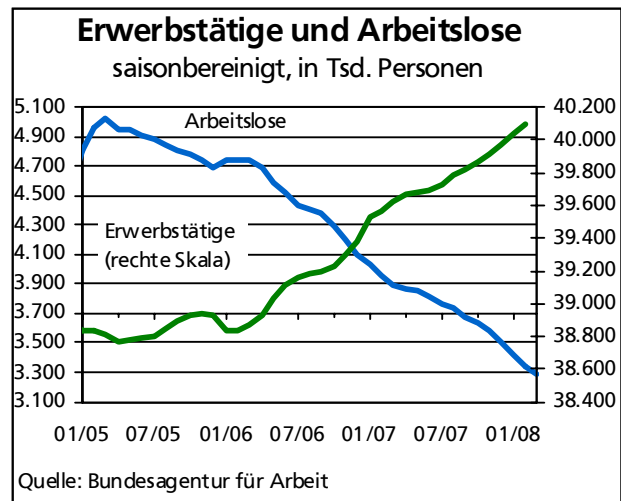
Wie auch in der Eurozone kann sich Deutschland einer allgemeinen Teuerungsbeschleunigung nicht entziehen. Im März stieg der **Verbraucherpreisindex** auf 3,1 % gegenüber dem Vorjahresmonat. Die befürchtete Beschleunigung der Teuerung scheint angekommen zu sein, da auch die anderen Preisindikatoren weiterhin nach oben zeigen. Der für europäische Vergleichszwecke harmonisierte Verbraucherpreisindex erhöhte sich um 3,3 %. Die stärksten kurzfristigen Anstiege ergaben sich bei den Verwendungszwecken Bekleidung und Verkehr. Auf Jahressicht sind aber auch die Preissteigerungen für Wohnen/Energie und Nahrungsmittel kräftige Preistreiber geblieben. Ein Blick auf die Kerninflation (+2,2 % gegenüber März 2007) bestätigt, dass die Inflationsprobleme bei den genannten Güterbereichen liegen. Der Anstieg im Bildungsbereich sollte



dagegen als einmaliger Effekt aus der Studiengenhühreneinführung im April 2007 auslaufen.

Der **Arbeitskostenindex** liegt für das vierte Quartal 2007 vor. Er entwickelte sich mit +1,5 % (gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal) noch moderat. Die letzten Lohnabschlüsse lagen aber immer über 4 % und sollten damit auch den binnenwirtschaftlichen Preisdruck zunehmend erhöhen.

Die **Erzeugerpreise** stiegen sich im März um 4,2 %. Vor allem die fortdauernde Erhöhung sollte zu denken geben, da sie mit Verzögerungen in den Endverbraucherpreisen Niederschlag finden wird. Auch wenn der starke Wettbewerb im Einzelhandel nicht immer eine volle Kostenweitergabe erlaubt, sollte nicht verkannt werden, dass er lediglich für ein Drittel der Verbraucherpreismessung verantwortlich ist. Eine überdurchschnittliche Teuerung gab es bei den Verbrauchsgütern (+4,6 %), den höchsten Einfluss auf den Erzeugerpreisindex hatten aber wieder die verteuerten Energieprodukte (+8,2 %). Ohne Energie und Bau wären die Erzeugerpreise um 2,8 % gestiegen. Die **Großhandelspreise** erhöhten sich im März in Relation zum entsprechenden Vorjahresmonat sogar um 7,1 %. Die **Einzelhandelspreis-inflation** liegt bei 2,7 %. Bereinigt man den Einzelhandel um den sehr schwankungsanfälligen KFZ-Handel, so ist die Inflation bei 3,1 % anzusetzen.



Entwicklung am Arbeitsmarkt nach wie vor günstig

Im Februar 2008 waren 39,6 Mio. Personen mit Wohnort in Deutschland erwerbstätig. Dies entspricht einer Zunahme um 534.000 Personen (+1,4 %) gegenüber dem Februar des vergangenen Jahres. Im Vergleich mit dem Vormonat Januar 2008 ist die Zahl der Erwerbstätigen im Februar 2008 um 62.000 (+0,2 %) gestiegen. Die seit dem Frühjahr 2006 andauernde Belebung des **Arbeitsmarktes** wird insbesondere von einer positiven Entwicklung voll sozialversicherungspflichtiger Beschäftigungsverhältnisse getragen. Im Februar 2008 waren in Deutschland saisonbereinigt 40,0 Mio. Personen erwerbstätig. Dies entspricht einer Zunahme um 62.000 (+0,2 %) gegenüber dem Vormonat Januar.

Deutsche Konjunktur

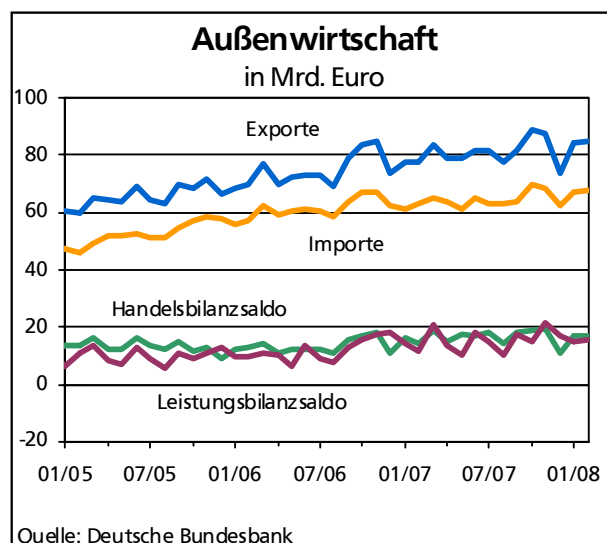
Die Zahl der Arbeitslosen nahm im März saisonbereinigt um 55.000 Personen auf 3,5 Mio. ab. Die Arbeitslosenquote betrug damit 8,4 %. Auf Basis der Arbeitskräfteerhebung (ILO-Konzept) betrug die Zahl der Erwerbslosen im Februar saisonbereinigt 3,19 Mio. und verringerte sich auf eine Erwerbslosenquote von 7,4 %. Diese lag weit unter dem Ergebnis des Vorjahresmonats von 8,7 %. Im Ver-

gleich zum Vorjahresmonat Februar 2007 waren 550.000 Personen oder 14,7 % weniger erwerbslos. Die Zahl der bei der BA gemeldeten offenen Stellen nahm absolut gegenüber Februar zu, auf Jahressicht zeigt sich aber seit mehreren Monaten eine Verringerung des Angebots. Eine Verlangsamung des Beschäftigungsaufbaus ist folglich wahrscheinlich.

Arbeitsmarkt				
	März	Veränderung gegen		Saison-
		Vormonat	Vorjahres-	bereinigt gg.
			monat	Vormonat
Deutschland				
- Arbeitslose	3.507.436	-110.007	-617.312	-55.000
- Offene Stellen	587.728	22.387	-51.968	-3.000
- Erwerbstätige ¹⁾	39.632.000	39.000	532.000	57.000
- Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte ²⁾	27.077.000	-173.400	610.066	95.000
- Geringfügig Beschäftigte ²⁾	7.050.200	-137.700	270.147	-
- Förderung der Selbständigkeit*	179.662	-1.288	-39.743	-
- Arbeitsgelegenheiten	288.652	3.401	-33.083	-
Westdeutschland				
- Arbeitslose	2.271.359	-75.985	-437.091	-36.000
- Offene Stellen	462.906	9.676	-30.578	-5.000
- Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte ²⁾	21.974.400	-106.300	518.178	73.000
- Geringfügig Beschäftigte ²⁾	6.150.700	-115.200	245.508	-
- Förderung der Selbständigkeit*	126.270	-550	-15.247	-
- Arbeitsgelegenheiten	163.241	838	-18.904	-
Ostdeutschland				
- Arbeitslose	1.236.077	-34.022	-179.650	-19.000
- Offene Stellen	124.822	12.711	-21.390	2.000
- Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte ²⁾	5.102.600	-67.000	91.888	22.000
- Geringfügig Beschäftigte ²⁾	899.500	-22.500	24.639	-
- Förderung der Selbständigkeit*	53.392	-738	-24.496	-
- Arbeitsgelegenheiten	125.411	2.563	-14.179	-
*Überbrückungsgeld, Ich-AGs und Gründungszuschuss		1)Februar		2) Januar
Quelle: Bundesagentur für Arbeit				

Außenhandel bleibt dynamisch

Der **Außenhandel** konnte im Februar erneut zulegen und leistet nach wie vor positive Beiträge zur gesamtwirtschaftlichen Expansion. Die Ausfuhren erreichten einen Wert von 84,6 Mrd. Euro und die Einfuhren beliefen sich auf 67,7 Mrd. Euro. Saisonbereinigt ergab sich damit gegenüber Januar zwar eine Verringerung um 0,2 % bei den Ausfuhren und 0,6 % bei den Einfuhren, der kalender- und saisonbereinigte Handelsbilanzsaldo stieg gleichwohl auf 16,4 Mrd. Euro (+0,3 Mrd. Euro). Zusammen mit den Salden für Dienstleistungen (-0,0 Mrd. Euro), Erwerbs- und Vermögenseinkommen (+4,2 Mrd. Euro), laufende Übertragungen (-5,0 Mrd. Euro) sowie Ergänzungen zum Außenhandel (-0,6 Mrd. Euro) schloss die Leistungsbilanz im Februar 2008 mit einem Überschuss von 15,4 Mrd. Euro ab. In die Mitgliedstaaten der EU wurden Waren im Wert von 54,7 Mrd. Euro versandt und Waren im Wert von 44,1 Mrd. Euro von dort bezogen. Gegenüber



Februar 2007 stiegen die Versendungen in die EU-Länder um 6,7 % und die Eingänge aus diesen Ländern um 9,1 %. In die Länder außerhalb der Europäischen Union (Drittländer) wurden Waren im Wert von 30,0 Mrd. Euro exportiert und Waren im Wert von 23,6 Mrd. Euro aus diesen Ländern importiert. Gegenüber Februar 2007 stiegen die Ausfuhren in die Drittländer um 13,5 % und die Einfuhren von dort um 3,3 %.

Außenwirtschaft						
Deutschland	Stand	Veränderung gegen		Stand	Veränderung zum	
	Feb 08	Vorjahresmonat		Jan - Feb 08	Vorjahreszeitraum	
	in Mrd. €	in Mrd. €	in %	in Mrd. €	in Mrd. €	in %
- Exporte	84,6	7,0	9,0	168,9	13,9	9,0
- Importe	67,7	4,4	7,0	134,8	10,5	8,4
- Handelsbilanzsaldo	16,9	2,6		34,0	3,3	
- Leistungsbilanzsaldo	15,4	4,1		30,1	4,3	

Quelle: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank