

## Überblick

### Konjunkturelle Aufwärtstendenz weiter intakt

---

Die kräftige Aufwärtsentwicklung der Weltwirtschaft hielt im Frühjahr 2007 an. Insbesondere die Schwellenländer expandierten mit hoher Dynamik. In den Industrieländern setzte sich der Aufschwung mit beachtlichem Tempo ebenfalls fort. Trotz der Anspannungen, die vom US-Markt für Hypothekenfinanzierungen in den letzten Wochen auf die globalen Finanzmärkte ausgingen, sind die Perspektiven für die weitere weltwirtschaftliche Entwicklung nach wie vor als günstig einzuschätzen. Gleichwohl haben die Risiken für die Weltkonjunktur mit dem Fortgang des Korrekturprozesses am amerikanischen Immobilienmarkt zugenommen. Darüber hinaus gehen von der hohen Störanfälligkeit der Ölmärkte gewisse Risiken für die Weltwirtschaft und das allgemeine Preisklima aus. Die anhaltende Energieverteuerung und steigende Nahrungsmittelpreise haben sich im Frühjahr bereits deutlich auf der Verbraucherstufe niedergeschlagen. So waren die Preise in den Industrieländern im zweiten Quartal saisonbereinigt um 0,9 % höher als im ersten Vierteljahr. Auf Jahresrate hochgerechnet entspricht dies einer Inflationsrate von mehr als 3½ %.

*Internationales  
Umfeld*

Unter dem Einfluss der robusten Weltkonjunktur und großer Zuversicht seitens der Marktteilnehmer zogen die Aktienkurse und Anleiherenditen in den Frühjahrsmonaten zunächst weltweit kräftig an. Während überwiegend positive Unternehmensnachrichten und lebhafte Übernahmeaktivitäten die Aktienindizes auf mehrjährige Höchststände

*Finanzmärkte*

trieben, stiegen die Kapitalmarktzinsen, auch in der Erwartung höherer Notenbanksätze in verschiedenen großen Volkswirtschaften, bis Mitte Juli im Zehnjahresbereich um etwa einen halben Prozentpunkt auf 5 ½ % in den USA und 4 ½ % am Euro-Anleihemarkt. Seitdem sind allerdings die Probleme am US-Hypothekenmarkt und ihre Folgen für die dort direkt oder indirekt engagierten Institute verstärkt zutage getreten und haben zu einer grundlegend veränderten Risikowahrnehmung der Investoren geführt. In diesem Zusammenhang gaben die Aktienkurse deutlich nach, und die Zinsaufschläge von riskanteren Titeln weiteten sich spürbar aus. Umgekehrt drückte die „Flucht in die Qualität“ die Renditen von Anleihen erstklassiger Schuldner. Tendenziell stabilisierend wirkten am Aktienmarkt die weiterhin positiven Erwartungen über die Unternehmensgewinne und das robuste Wachstum. Dies gilt insbesondere für deutsche Dividendenwerte, die sich nicht zuletzt wegen der anhaltend lebhaften Konjunktur im bisherigen Jahresverlauf vergleichsweise gut behauptet haben. Der Euro zeigte sich mit Blick auf die insgesamt weiterhin günstigen Wachstumsaussichten für das Euro-Währungsgebiet bis in den Juli hinein ausgesprochen fest. Erst im Zuge der gestiegenen Unsicherheit an den Finanzmärkten gab er zuletzt wieder etwas nach. Im Durchschnitt gegenüber 24 wichtigen Währungen blieb im Vergleich zu Anfang dieses Jahres ein leichtes Plus.

im Euro-Raum, der vor allem von den höheren Preisen für Rohöl und andere Rohstoffe sowie Nahrungsmittel ausging, hat sich dennoch beschleunigt. Im Ergebnis belief sich der Preisanstieg im zweiten gegenüber dem ersten Quartal dieses Jahres auf 0,8 %, nach 0,5 % in den vorangegangenen drei Monaten. Geldpolitisch wichtiger als die aktuelle und vergangene Preisentwicklung sind die weiteren Aussichten. Trotz der bisher erfolgten Zinsanpassungen stellen sich diese aber erneut ungünstiger dar. Die starke, von der lebhaften Kreditnachfrage getriebene monetäre Expansion lässt befürchten, dass der Anstieg der Verbraucherpreise im Euro-Gebiet in den nächsten Jahren im Mittel deutlich über der 2 %-Marke liegen wird. Die anhaltend hohen Ölpreise, der Preisaufrtrieb im Bereich der Industrierohstoffe und im Agrarsektor sowie die zunehmende Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten zusammen mit dem steigenden Kostendruck von der Lohnseite deuten ebenfalls auf ernst zu nehmende stabilitätspolitische Risiken hin. Die Geldpolitik hat die zinspolitischen Zügel daher Anfang Juni weiter gestrafft und den Hauptrefinanzierungssatz um einen viertel Prozentpunkt auf 4 % heraufgesetzt. Gleichzeitig hat der EZB-Rat erkennen lassen, dass er die weitere Entwicklung mit großer Wachsamkeit beobachten wird, um im Bedarfsfall weitere Schritte zu unternehmen. Die Zinserwartungen am Geldmarkt waren im Einklang damit bis zuletzt weiter nach oben gerichtet. In den letzten Wochen ist die Entwicklung darüber hinaus durch die Anspannungen im Zusammenhang mit den Problemen am amerikanischen Subprime-Hypothekenmarkt vor allem in den etwas längeren Laufzeitberei-

#### *Geldpolitik*

Die Stärke des Euro an den Devisenmärkten im ersten Halbjahr gab der gemeinsamen europäischen Geldpolitik einen gewissen Flankenschutz nach außen. Der Preisaufrtrieb

chen des Geldmarkts überlagert worden. Dem zeitweilig ausgeprägten Druck auf die Bankenliquidität hat das Eurosystem mit großzügigen Refinanzierungsangeboten an die Banken erfolgreich entgegengewirkt.

Die deutsche Wirtschaft hat im zweiten Quartal 2007 ihre konjunkturelle Aufwärtsbewegung fortgesetzt. Den ersten Angaben des Statistischen Bundesamtes zufolge ist die gesamtwirtschaftliche Produktion im Frühjahr saison- und kalenderbereinigt um 0,3 % gestiegen, verglichen mit 0,5 % im ersten Vierteljahr. Die statistische Verlangsamung des Wachstumstempos dürfte allerdings die konjunkturelle Grunddynamik eher unterzeichnen. Dies gilt insbesondere dann, wenn man die Stärke des fiskalischen Entzugs der Mehrwertsteuererhöhung seit Jahresbeginn in Rechnung stellt, ebenso wie die in das Jahr 2006 vorgezogenen Käufe, die nicht nur die dauerhaften Konsumgüter betrafen, sondern auch den Wohnungsbau. Dass unter diesen Bedingungen der Wachstumsprozess nicht zum Stillstand gekommen ist, kann daher durchaus als klarer Hinweis auf die gestärkte endogene Kraft des derzeitigen Aufschwungs gedeutet werden. In dieses Bild passt auch die erneute Aufwärtsrevision des BIP-Wachstums im Jahr 2006 um einen weiteren zehnten Prozentpunkt auf nunmehr 3,1% (kalenderbereinigt), die mit der jüngsten Veröffentlichung der BIP-Zahlen bekannt gegeben wurde.

Das geringere Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal ist auch vor dem Hintergrund der zu Jahresbeginn vom milden Winterwetter begünstigten Bautätigkeit zu sehen. Eine

„technische Gegenreaktion“ in diesem Sektor war daher bereits zu erwarten. Dagegen haben sich die Ausgaben für Ausrüstungen im zweiten Quartal weiter erhöht. Im gesamten ersten Halbjahr blieben sie eine wichtige Stütze im Wachstumsprozess. Einen positiven Wachstumsbeitrag dürfte im zweiten Vierteljahr überdies der private Verbrauch geleistet haben. Jedenfalls haben sich die Umsätze im klassischen Einzelhandel und die Pkw-Käufe nach den negativen Auswirkungen der Mehrwertsteuererhöhung günstiger entwickelt. Schließlich hat der Außenhandel im zweiten Quartal erneut einen merklichen positiven Beitrag zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum geleistet.

Die erfreuliche Entwicklung am Arbeitsmarkt hat sich in den Frühjahrsmonaten fortgesetzt. Zwar war der Beschäftigungsaufbau nicht mehr so stark wie im ersten Quartal. Im Vergleich mit früheren konjunkturellen Erholungsphasen zeigt sich aber, dass die Dynamik des Arbeitseinsatzes im gegenwärtigen Aufschwung, gemessen am Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Arbeitsvolumens, größer und die Beschäftigungsintensität höher ist. Dies sind erste sichtbare Erfolge der Lohnzurückhaltung und der Arbeitsmarktreformen der vergangenen Jahre. Die Zahl der Arbeitslosen verringerte sich im abgelaufenen Quartal um 97 000 auf nunmehr 3,84 Millionen. Das waren 754 000 weniger als ein Jahr zuvor. Im Juli ist die saisonbereinigte Arbeitslosigkeit um weitere 45 000 Personen zurückgegangen. Die Arbeitslosenquote verringerte sich bis zuletzt auf 9,0 %, verglichen mit 10,6 % vor Jahresfrist.

*Löhne*

Mit der verbesserten Lage am Arbeitsmarkt haben sich auch die lohnpolitischen Kräfteverhältnisse verschoben. Die diesjährigen Tarifabschlüsse unterscheiden sich recht deutlich nach Branchen und spiegeln so die differenzierte wirtschaftliche Lage der einzelnen Sektoren und die relative Stärke der Verhandlungspositionen wider. So trägt beispielsweise der hohe Abschluss in der Metallindustrie der außergewöhnlich guten Branchenkonjunktur Rechnung, während die Vereinbarung in der Druckindustrie im Zusammenhang mit der dort zu beobachtenden moderateren wirtschaftlichen Entwicklung zu sehen ist. Die zähen Verhandlungen in der Bauindustrie sowie bei der Deutschen Bahn AG veranschaulichen die Schwierigkeiten der Konsensfindung auf der Arbeitgeber- wie der Arbeitnehmerseite. Die Vereinbarung für die Deutsche Telekom AG zeigt jedoch, dass auch in konjunkturell guten Zeiten weiterhin die Bereitschaft besteht, bei Gefährdung von Arbeitsplätzen Abstriche beim Einkommensniveau und den Arbeitszeitstandards hinzunehmen. Insgesamt übertrafen die Tarifentgelte im zweiten Quartal 2007 ihren Stand vor Jahresfrist um 1,8 %.

*Preise*

Die Preisentwicklung in Deutschland war erneut maßgeblich von der Entwicklung an den Märkten für Energieträger und andere Rohstoffe geprägt. Der dadurch bedingte Preisauftrieb ist zwar durch die Aufwertung des Euro etwas abgemildert worden. Im Gefolge der höheren Rohölnotierungen haben sich die deutschen Einfuhren im Frühjahr 2007 dennoch kräftig verteuert. Im Vergleich zum ersten Quartal stiegen die Einfuhrpreise um 1,6 %.

Die Verbraucherpreise nahmen im Frühjahr etwas kräftiger zu als im ersten Quartal. Neben dem anhaltenden Anstieg der Energiepreise trug dazu auch der Einfluss der an den internationalen Märkten kräftig steigenden Preise für einige Agrarrohstoffe und Molkereiprodukte bei. Im Vorjahrsvergleich verteuerten sich Nahrungsmittel um 2,0 %. Die Preise für gewerbliche Waren (ohne Energie) zogen um 1,7 % an. Bei Dienstleistungen wurde binnen Jahresfrist vor allem wegen der Mehrwertsteueranhebung und der Einführung der Studiengebühren ein Preisanstieg von 2,8 % verzeichnet. Unter Berücksichtigung der Preisanhebungen für Energie um durchschnittlich 1,8 % und der um 1,1 % höheren Wohnungsmieten ergibt sich insgesamt für das zweite Quartal 2007 eine Vorjahrsrate von 1,9 % nach dem nationalen Verbraucherpreisindex. Nach dem für europäische Zwecke harmonisierten Index waren es 2,0 %. Auch im Juli belief sich die Teuerungsrate auf 1,9 % beziehungsweise 2,0 %. In den kommenden Monaten ist wegen der vergleichsweise niedrigen Energiepreise in der zweiten Hälfte des Jahres 2006 allein schon basisbedingt mit deutlich höheren Vorjahrsraten der Verbraucherpreis-inflation zu rechnen.

*Aussichten*

Die Aussichten für einen Fortgang des Wirtschaftswachstums sind weiterhin günstig. Darauf lassen jedenfalls die Auftragslage und die einschlägigen Stimmungsindikatoren schließen. Die Geschäftsabschlüsse der Unternehmen sind im zweiten Quartal von hohem Niveau aus nochmals stark gestiegen, und das Auftragspolster vieler Unternehmen ist weiter angewachsen. So zeigt das Verhältnis zwischen Bestellvolumen der auftragsorien-

tierten Industrie und verfügbarer Produktionskapazität eine weitere Zunahme an.

Insgesamt sprechen die verfügbaren Indikatoren für eine Fortsetzung der positiven Grundrichtung. So dürften die Anlageinvestitionen – nachdem die Normalisierung in der Bauwirtschaft die Entwicklung im Frühjahr überlagert hatte – im weiteren Verlauf wieder stärker von dem hohen Auslastungsgrad in der Industrie und der guten Auftragslage profitieren. Angesichts gestiegener Auftragsgänge aus dem Ausland, der hohen Wettbewerbsfähigkeit und des attraktiven Gütersortiments deutscher Unternehmen sind die Aussichten für ein anhaltend starkes Exportwachstum gut. Der höhere Wechselkurs des Euro ändert an diesem Bild bislang kaum etwas. Dies liegt auch daran, dass die deutsche Wirtschaft inzwischen über eine Produktpalette verfügt, deren Absatz deutlich weniger und recht langsam auf Verschiebungen im Wechselkursgefüge reagiert. Außerdem bleibt die Entwicklung des Welthandels ausgesprochen freundlich.

Die jüngsten Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten bieten aus heutiger Sicht keinen Anlass, diese Einschätzung günstiger Fundamentalfaktoren grundlegend zu korrigieren. Die mit den Problemen am US-Subprime-Markt einhergehenden Schwankungen sind primär Ausdruck einer Neubewertung von Risiken in Marktsegmenten, die zuvor durch überdurchschnittliche Zuwächse gekennzeichnet waren. Diese Anpassung an eine veränderte Risikolandschaft stellt im Prinzip eine willkommene Normalisierung dar, verlief jedoch recht abrupt. Auch kam es

in einigen Marktsegmenten zu ausgeprägter Nervosität und Überreaktionen. Daher gilt es die entsprechenden Entwicklungen aufmerksam im Blick zu behalten, nicht zuletzt um so zu einem geordneten Prozess der Neubewertung von Risiken in liquiden Märkten beizutragen.

Im Hinblick auf den privaten Verbrauch könnten zwar die dämpfenden Effekte der Mehrwertsteuererhöhung noch etwas nachwirken. Auch die höheren Ölpreise beschneiden die Kaufkraft des verfügbaren Einkommens. Nachdem das Ausgabeverhalten der privaten Haushalte vorübergehend von Reaktionen auf die Mehrwertsteueranhebung geprägt war, dürfte es in den nächsten Monaten aber immer mehr von der verbesserten Situation am Arbeitsmarkt gestützt werden. Das GfK-Konsumklima hat sich seit März positiv entwickelt, und die Einkommenserwartungen waren im zweiten Quartal deutlich höher als im ersten Vierteljahr. Die Konjunkturerwartungen der privaten Haushalte zeigen, dass auch in der Wahrnehmung der Verbraucher der Aufschwung immer stärker präsent ist.

Die Entwicklung der öffentlichen Finanzen ist derzeit sehr positiv. Nachdem sich die staatliche Defizitquote bereits im vergangenen Jahr auf 1,6 % halbiert hatte, zeichnet sich für das laufende Jahr ein weiterer deutlicher Rückgang ab. Damit ist die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen erheblich vorangekommen, und ein ausgeglichener Staatshaushalt ist bereits in diesem Jahr möglich.

Im kommenden Jahr könnte der Finanzierungssaldo noch etwas günstiger ausfallen,

*Öffentliche  
Finanzen*

wenn die positive konjunkturelle Entwicklung anhält. In struktureller Betrachtung dürfte er sich gemäß den derzeitigen Planungen aber nicht weiter verbessern. Die im nächsten Jahr in Kraft tretende Unternehmensteuerreform wird zu umfangreichen Einnahmehausfällen führen. Außerdem zeichnet sich eine gewisse Beschleunigung des in den letzten Jahren gedämpften Ausgabenanstiegs ab. Es besteht die Gefahr, dass die günstige Haushaltsentwicklung wie in früheren konjunkturellen Aufschwüngen zum Anlass für weitere Ausgabenerhöhungen oder Abgabensenkungen genommen wird, ohne dabei den teilweise temporären Charakter der Verbesserung zu berücksichtigen.

Das insgesamt positive Bild darf gleichwohl nicht darüber hinwegtäuschen, dass beim Bund, aber auch in einzelnen Ländern und Gemeinden weiterhin ein umfangreicher Konsolidierungsbedarf besteht. Würden die Überschüsse einiger Einheiten (z.B. der Bundesagentur für Arbeit oder einzelner Länder)

zu deutlichen Beitragssatzsenkungen oder Ausgabenerhöhungen verwendet, so würden sich auch in gesamtstaatlicher Betrachtung die teilweise ungelösten Haushaltsprobleme wieder zeigen.

Die derzeit günstigen Rahmenbedingungen bieten die Chance, die weiterhin bestehenden Haushaltsungleichgewichte nun rasch zu beseitigen und der Intention der europäischen Haushaltsregeln folgend eine mittelfristig ausgeglichene Haushaltsposition zu erreichen und nachhaltig zu sichern. Nachdem Deutschland im Juni aufgrund der positiven Haushaltsentwicklung aus dem seit Januar 2003 laufenden Defizitverfahren entlassen wurde, müssen nun diese nicht sanktionsbewährten präventiven Vereinbarungen konsequent umgesetzt werden. Hier kann Deutschland eine wichtige Vorbildfunktion in der Europäischen Union übernehmen und damit die Glaubwürdigkeit des nicht zuletzt auf deutschen Druck hin reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakts stärken.