

Überblick

Die deutsche Wirtschaft unter dem Einfluss krisenhafter Verschärfungen an den Finanzmärkten und eingetrübter realwirtschaftlicher Perspektiven

Die Perspektiven für die Weltwirtschaft haben sich insbesondere aufgrund der seit dem Sommer deutlich verschärften Krise an den Finanzmärkten erheblich verschlechtert; gegen Jahresende 2008 sind die Aussichten so ungünstig wie schon lange nicht mehr. Entlastend wirkt zwar der in den letzten Monaten kräftig nachlassende Preisdruck auf den Rohstoffmärkten und auf der Verbraucher-ebene; dies wird jedoch nicht ausreichen, den eingetrübten realwirtschaftlichen Ausblick für die kommenden Quartale merklich aufzuheben. Die negativen Einflüsse auf den Güter- und Einkommenskreislauf werden voraussichtlich erst im nächsten Jahr in ihrer ganzen Tragweite sichtbar. Bis vor Kurzem konzentrierten sich die diesbezüglichen Anzeichen auf die Industrieländer, von denen einige inzwischen am Beginn einer Rezession stehen. In den letzten Monaten sind allerdings auch vermehrt Schwellenländer von den Ereignissen an den Finanzmärkten stärker in Mitleidenschaft gezogen worden. Zudem werden sie inzwischen mehr und mehr über die sich abzeichnende deutliche Wachstumsabschwächung bei ihren Exporten in die Industrieländer und durch Kapitalabflüsse belastet.

Weltwirtschaft

Zu der krisenhaften Zuspitzung im Finanzsektor seit dem Sommer haben neben der anhaltenden Schwäche des US-Immobilienmarkts und der eingetrübten konjunkturellen Aussichten die im Zuge der Insolvenz einer

*Finanzmarkt-
umfeld*

großen US-amerikanischen Investmentbank sprunghaft gestiegene Risikoaversion beigetragen. Trotz nachgebender Renditen von Staatsanleihen haben sich die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen an den Kapitalmärkten seit Mitte 2008 drastisch verschlechtert. Kräftige Kurseinbußen an den Aktienmärkten von Industrie- und Schwellenländern, ein weiterer Preisverfall risikobehafteter Vermögenstitel sowie starke Anspannungen an den Geldmärkten haben den Druck auf die Finanzinstitute erhöht. Diese Entwicklung machte auch vor den Devisenmärkten nicht Halt, die von erheblichen Schwankungen innerhalb des Sommerquartals geprägt waren. Der Euro verlor in der Folge gegenüber den wichtigsten Weltwährungen bis in den November hinein an Wert und lag zuletzt handelsgewichtet $8\frac{1}{2}\%$ unter seinem im Frühjahr erreichten Höchststand. Die Schwierigkeiten im Finanzsystem führten in zahlreichen Ländern zu staatlichen Rettungsaktionen für einzelne Institute sowie zu weit gefassten Hilfsmaßnahmen für den gesamten Finanzsektor. Zusammen mit den in vielen Ländern reduzierten geldpolitischen Schlüsselzinsen bewirkten die Maßnahmen eine gewisse Stabilisierung der Märkte. Stärker in den Vordergrund treten nunmehr allerdings die aus einem schwächeren konjunkturellen Umfeld resultierenden Rückwirkungen auf das internationale Finanzsystem.

Geldpolitik

Die Geldpolitik im Euro-Raum hat vor diesem Hintergrund und angesichts des zurückgehenden Preisdrucks ihren Kurs im Herbst deutlich gelockert. Der EZB-Rat senkte im Rahmen einer konzertierten Aktion gemeinsam mit sechs weiteren Notenbanken am

8. Oktober 2008 den Hauptrefinanzierungssatz um einen halben Prozentpunkt auf 3,75 %. Am 6. November nahm er den Satz auf 3,25 % zurück. Zudem wurden zeitlich befristete Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens beschlossen. In ihnen spiegelt sich wider, dass das Eurosystem durch die fortbestehende gravierende Störung des Interbankenmarkts dazu übergegangen ist, den in Normalzeiten zwischen den Kreditinstituten ohne Zutun der Notenbank stattfindenden Liquiditätsausgleich faktisch selbst zu übernehmen. Letzteres bedeutet damit für sich betrachtet keine Änderung der geldpolitischen Grundausrichtung des Eurosystems, sondern reflektiert die operative Reaktion auf die zutage getretene Dysfunktionalität des unbesicherten Geldmarkts.

Vor dem Hintergrund der aktuellen Marktverwerfungen haben die Banken im Euro-Raum nach den Angaben des Bank Lending Survey ihre Kreditvergaberichtlinien weiter verschärft. In der Breite wirkende angebotsseitige Kreditrestriktionen lassen sich im Euro-Raum jedoch bisher nicht erkennen.

Die rasch voranschreitende Abkühlung der Weltkonjunktur sowie die von immer mehr Vorsicht und Zurückhaltung geprägte Grundstimmung hierzulande haben auch die deutsche Wirtschaft nach der Jahresmitte 2008 zunehmend belastet. Der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge ist das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im dritten Quartal saison- und kalenderbereinigt gegenüber dem Frühjahr um 0,5 % gefallen. Nachdem die Wirtschaftsleistung im ersten Halb-

*Deutsche
Wirtschaft vor
konjunkturell
schwierigen
Zeiten*

jahr 2008 – abgesehen von witterungsbedingten Sondereffekten – insgesamt noch fast so stark wie das Produktionspotenzial zugenommen hatte, ging der gesamtwirtschaftliche Nutzungsgrad nunmehr merklich zurück. Besonders hart war vom Abwärtsdruck das zuvor konjunkturell stark begünstigte Verarbeitende Gewerbe betroffen. Unter diesem Eindruck unterzogen die Unternehmen ihre Investitionsplanungen und Beschäftigungsdispositionen ersten Revisionen. Über alle Sektoren betrachtet, dürfte das Aktivitätsniveau aber noch im Bereich der Normalauslastung geblieben sein. Allerdings zeichnet sich für das Schlussquartal erneut ein empfindlicher Dämpfer ab.

Größere Bremsspuren vonseiten der Finanzmarktkrise in Form einer restriktiven Kreditvergabe inländischer Banken sind in der deutschen Wirtschaft bislang jedoch nicht zu erkennen, auch wenn das recht kräftige Kreditwachstum in den vorangegangenen Quartalen wieder etwas nachgelassen hat. Hierzu hat insbesondere beigetragen, dass die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen langsamer gestiegen sind und die Ausleihungen an private Haushalte weiter abgebaut wurden. Das im Vergleich zu den Vorquartalen moderatere Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor dürfte jedoch – wie im Euro-Raum insgesamt – in der Hauptsache auf eine geringere Kreditnachfrage zurückzuführen sein. Zwar melden die am Bank Lending Survey teilnehmenden deutschen Banken auch eine Verschärfung der Vergabebedingungen. Sie fiel jedoch weniger stark aus als für den Euro-Raum im Ganzen. Insgesamt lässt sich das gedämpfter verlaufende Kredit-

wachstum in Deutschland nahezu vollständig auf traditionelle Einflussfaktoren zurückführen. Die realwirtschaftlichen Folgen der Finanzmarktkrise treffen die deutsche Volkswirtschaft bisher weniger durch eine zurückhaltende Kreditvergabe seitens der Banken, sondern in der Hauptsache durch das schwächere außenwirtschaftliche Umfeld und über ein merklich belastetes Vertrauensklima.

Der Außenhandel hat das BIP-Ergebnis bei leicht zurückgehenden Exportvolumina und zugleich überdurchschnittlich angestiegenen Einfuhren im dritten Quartal deutlich gedämpft. Dass die Exportkonjunktur seit dem Frühjahr als Impulsgeber ausgefallen ist, liegt auch am gegenwärtig wieder hohen Gleichlauf im internationalen Konjunkturverbund.

Die tiefen, hartnäckigen Verwerfungen an den internationalen Finanzmärkten haben inzwischen in vielen Ländern einen deutlichen Schatten auf die Realwirtschaft geworfen. Die daraus für die regional breit aufgestellte deutsche Wirtschaft resultierende Nachfrageschwäche in wichtigen Absatzregionen wird die Konjunktur in den kommenden Monaten nicht ohne einen empfindlichen Rückschlag wegstecken können, zumal nennenswerte positive binnenwirtschaftliche Impulse kurzfristig nicht zu erwarten sind.

Angesichts der gedämpften Absatzperspektiven im internationalen Umfeld bestand für die betroffenen Unternehmen keine unmittelbare Notwendigkeit mehr, die Sachkapitalbildung zu forcieren. Aus zyklischer Sicht dürfte die gewerbliche Investitionstätigkeit ohnehin in ein Reifestadium eingetreten sein. Dies

zeigt sich auch daran, dass der Anteil der neu angeschafften Maschinen und Ausrüstungen sowie der errichteten Werkshallen und Bürogebäude an der Wertschöpfung im Unternehmensbereich im ersten Halbjahr 2008 einen Wert annahm, der an den Hochpunkten der beiden vergangenen Investitionszyklen kurz nach der Wiedervereinigung und im Jahr 2000 nicht überschritten worden war.

Der private Konsum hat sich in den Sommermonaten angesichts der abrupten Kehrtwende des Rohölpreises und der anhaltend positiven Arbeitsmarktentwicklung sowie höherer Entgeltzuwächse wahrscheinlich gut behauptet. Jedoch ist mit Blick auf die schwache Grundtendenz der realen Verbrauchsausgaben und die niedrige Anschaffungsneigung davon auszugehen, dass das Konsumklima in Deutschland nach wie vor gestört ist.

Mit zunehmender Dauer könnte sich allerdings positiv bemerkbar machen, dass in einer Reihe von Ländern, die von der Finanzmarktkrise am stärksten betroffen sind, auch staatliche Stützungsmaßnahmen für Finanzinstitute ergriffen wurden, um eine weitere Ausbreitung zu verhindern und wieder Vertrauen herzustellen. Zudem sind zuletzt Energie- und Rohstoffpreise massiv gesunken. So verbilligten sich Energieimporte von Juni bis September saisonbereinigt um mehr als 8%. Auf der Verbraucherstufe reduzierte sich der Vorjahrsabstand des Verbraucherpreisindex von 3,3% im Juni bis Oktober auf 2,4%. Nicht zuletzt wegen der anhaltenden Korrekturen auf den internationalen Rohstoffmärkten und aufgrund von positiven Basiseffekten ist in den kommenden Monaten ungeachtet

des spürbaren Kursrückgangs des Euro gegenüber wichtigen anderen Währungen mit einem weiteren deutlichen Rückgang der Teuerungsrate zu rechnen. Der gesunkene Außenwert des Euro dürfte die Absatzperspektiven heimischer Waren verbessert haben.

Schließlich lässt die bis zuletzt recht robuste Arbeitsmarktlage mit Blick in das kommende Jahr hinein hoffen, dass die gegenwärtige konjunkturelle Abkühlung der deutschen Wirtschaft nicht in eine sich selbst verstärkende hartnäckige Abschwungphase einmündet. So ist die Arbeitslosigkeit bis Ende Oktober recht stetig gefallen, und die Erwerbstätigkeit hat wohl bis September weiter zugenommen. Die prinzipielle Bereitschaft vieler Unternehmen, angesichts gut gefüllter Arbeitszeitkonten und des bis zuletzt akuten Fachkräftemangels ihren Beschäftigtenstand im Kern zu halten, stützt nicht nur die Einkommenssituation der Haushalte, sondern reduziert auch das Risiko des Arbeitsplatzverlustes. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass trotz des originären Interesses an einer stabilen Kernbelegschaft notwendige Korrekturen durch den erhöhten Bestand an Leiharbeitsverhältnissen und befristeter Beschäftigung derzeit recht zügig vorgenommen werden können. Das Kalkül der Unternehmen, zunächst auf – in der Regel teure – Anpassungsmaßnahmen in ihrer Stammebelegschaft zu verzichten, dürfte sich jedoch vor allem dann nachhaltig verändern, wenn die Kosten für den Erhalt der Arbeitsplätze steigen. Weiterhin Augenmaß in der Lohnpolitik sichert damit nicht nur den substanziellen Erfolg der vergangenen Jahre

auf dem Arbeitsmarkt, sondern begrenzt auch das Risiko eines primär binnenwirtschaftlich angelegten konjunkturellen Abwärtsdrucks.

Im laufenden Jahr könnte sich die Lage der öffentlichen Finanzen trotz der seit dem Frühjahr einsetzenden gesamtwirtschaftlichen Abschwächung nochmals leicht verbessern und erstmals nach der deutschen Vereinigung ein Überschuss im Staatshaushalt erreicht werden. Dazu trägt bei, dass die Wirtschaftsentwicklung aufgrund des kräftigen Einstiegs in das Jahr 2008 im Jahresdurchschnitt noch einen positiven Einfluss hat. Im kommenden Jahr dürfte sich die Lage der öffentlichen Haushalte allerdings merklich eintrüben. In einem Basisszenario unter Einschluss der jüngsten Regierungsbeschlüsse, eines erheblichen Rückgangs der gewinnabhängigen Steuern, aber ohne Mehrausgaben im Zusammenhang mit Stützungsmaßnahmen für Finanzinstitute könnte das Defizit eine spürbare Größenordnung erreichen.

Die Finanzpolitik leistet derzeit mit den Maßnahmen zur Finanzmarktstabilisierung einen erheblichen Stabilisierungsbeitrag, der einer drohenden systemischen Finanzkrise in Deutschland vorbeugt, ohne dass dies zunächst in den üblichen Indikatoren zur Messung des Expansionsgrades der Finanzpolitik aufscheint. Mit einer Reihe von Instrumenten, die in einem Stabilisierungsprogramm zusammengefasst wurden, reagiert die Bundesregierung zudem auf die Konjunkturabschwächung. Die geplanten Maßnahmen können einen gewissen zusätzlichen Impuls entfalten, ihr Einfluss sollte aber insgesamt

nicht überbewertet werden. Es zeigt sich derzeit eindrucklich, wie wichtig die zuvor erreichten Konsolidierungserfolge im Hinblick auf die Bewältigung schlechterer Zeiten sind. Daher sollte das grundlegende Ziel eines mittelfristig strukturell ausgeglichenen staatlichen Gesamthaushalts auch vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklungen keinesfalls aufgegeben werden. Auf Basis einer soliden Grundposition können die automatischen fiskalischen Stabilisatoren im weiteren Verlauf ihre uneingeschränkte Wirkung entfalten. Bei einer sehr ungünstigen konjunkturellen Lage könnten dann auch darüber hinausgehende, unerwartete Steuerausfälle zunächst hingenommen werden. Durch diese Ausrichtung der Finanzpolitik würde bereits ein erhebliches automatisches Stabilisierungspotenzial genutzt. Deutschland hat aufgrund der in den letzten Jahren erreichten Konsolidierung einen gewissen Spielraum, ohne die Einhaltung der 3%-Grenze zu gefährden. Umfangreichere zusätzliche finanzpolitische Stabilisierungsprogramme ließen sich rechtfertigen, wenn eine außergewöhnliche Rezession für wahrscheinlich gehalten wird. In jedem Fall sollten weitere nicht gegenfinanzierte konjunkturstützende Maßnahmen nur sehr vorübergehenden Charakter haben und keine unnötigen Verzerrungen des Wirtschaftsgeschehens verursachen. Insbesondere bei einem wettbewerbsverzerrenden Wettlauf durch die Vergabe (sektor)spezifischer Vergünstigungen auf nationaler und internationaler Ebene würden längerfristig erhebliche Wachstumseinbußen drohen.

Gerade in der gegenwärtig angespannten Lage an den Finanzmärkten und der eingetrübten realwirtschaftlichen Grundstimmung gilt es, wirtschafts- und finanzpolitisch dafür Sorge zu tragen, die Voraussetzungen für

nachhaltiges Wachstum und Beschäftigungsgewinne sowie solide öffentliche Finanzen nicht durch mögliche längerfristig wirkende Fehlanreize in den Maßnahmen der kurzfristigen Krisenbewältigung zu gefährden.