

Überblick

Die deutsche Wirtschaft im Sog der konjunkturellen Talfahrt der Weltwirtschaft

Die konjunkturelle Talfahrt der Weltwirtschaft hat sich im vierten Quartal 2008 deutlich beschleunigt. Im Gefolge der sich in den letzten Monaten des Jahres verschärfenden Krise an den internationalen Finanzmärkten und der damit einhergehenden negativen Vertrauens- und Vermögenseffekte hat sich die rezessive Grundtendenz in den Industrieländern verstärkt. Auch die Schwellen- und Entwicklungsländer konnten sich den negativen Einflüssen nicht mehr entziehen, sodass in den Herbstmonaten die gesamte Weltwirtschaft eine erhebliche konjunkturelle Abkühlung zu verzeichnen hatte. Die ausgeprägte Synchronität ist auch in der historischen Rückschau ein Kennzeichen des gegenwärtigen Abschwungs. Der globale Nachfragerückgang führte im vierten Quartal auch zu stark rückläufigen Rohstoffpreisen. Die entsprechende Steigerung der realen Kaufkraft in den Verbraucherländern reichte nicht, die negativen außenwirtschaftlichen Impulse zu kompensieren, zumal sie von einer gedämpften wirtschaftlichen Expansion in den Rohstoff exportierenden Ländern begleitet war. Die im Zuge rückläufiger Energiepreise aufgehellten Preisperspektiven erlaubten aber vielerorts eine kräftige geldpolitische Lockerung. Zugleich wurden in zahlreichen Ländern umfangreiche finanzpolitische Stimulierungsmaßnahmen auf den Weg gebracht.

Weltwirtschaft

Mit der Zuspitzung der internationalen Finanzmarktkrise durch die Insolvenz der US-Investmentbank Lehman Brothers im September

*Finanzmarkt-
umfeld*

2008 haben sich die negativen Entwicklungen an den Finanzmärkten und in der Realwirtschaft verstärkt. Es kam zu erheblichen Kursverlusten an den internationalen Aktienmärkten. Gefragt waren dagegen sichere, liquide Papiere, vor allem Staatstitel. Dabei kam es zu einer Neueinschätzung des Kreditrisikos bei Staatsanleihen, die zwischen den Ländern des Euro-Raums unterschiedlich ausfiel und unter anderem an den schuldnerspezifischen Erhöhungen der Prämien auf Kreditausfall-Swaps sichtbar wurde: Seit Ende September ist nicht nur der Renditeabstand von deutschen Staatsanleihen zu allen anderen EWU-Ländern größer geworden, sondern auch die Streuung der Renditen zwischen den Teilnehmerstaaten ohne Deutschland hat merklich zugenommen. Für private Akteure verschlechterten sich angesichts der ungünstigeren Konjunkturperspektiven die Finanzierungsbedingungen an den internationalen Kapitalmärkten im Herbst weiter. So erhöhten sich die Zinsaufschläge europäischer Unternehmensanleihen zwischenzeitlich auf neue Höchstwerte. An den internationalen Devisenmärkten verzeichnete der Euro im Dezember deutliche Kursgewinne, die er in den ersten Wochen des neuen Jahres jedoch zu einem Gutteil wieder abgegeben hat.

Geldpolitik

Die Geldpolitik im Euro-Raum hat ihren im Herbst begonnenen Lockerungskurs fortgesetzt. Seit Oktober 2008 senkte der EZB-Rat den Hauptrefinanzierungssatz des Eurosystems um insgesamt $2\frac{1}{4}$ Prozentpunkte auf nunmehr 2 % und nutzte damit den Handlungsspielraum, der sich aus deutlich gesunkenen Inflationsrisiken ergeben hat. Gleichzeitig trug er den im Zuge der Finanzmarkt-

krise stark eingetrübten realwirtschaftlichen Aussichten im Euro-Raum Rechnung.

Durch die Lockerung der geldpolitischen Ausrichtung seit Oktober 2008 reduzierten sich die Zinssätze am Euro-Geldmarkt deutlich. So sank der Tagesgeldsatz (EONIA) stark ab; er notiert inzwischen – infolge der vollständigen Zuteilung der Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems und der seit Ende Januar wirksamen Ausweitung des Abstandes zwischen dem Hauptrefinanzierungssatz und dem Satz der Einlagefazilität – merklich unterhalb des Hauptrefinanzierungssatzes. Das der Festsetzung des EONIA-Satzes zugrunde liegende Handelsvolumen zwischen den Banken blieb allerdings im historischen Vergleich weiterhin gering, was einerseits auf die großzügige Mittelbereitstellung durch das Eurosystem zurückzuführen sein dürfte, andererseits aber auch auf anhaltende Störungen am Interbankenmarkt hindeutet. Die längerfristigen Notierungen am Euro-Geldmarkt sanken in den vergangenen Monaten ebenfalls deutlich. Dies wurde zudem begleitet von einer merklichen Einengung der maßgeblichen Risikoaufschläge. So reduzierte sich die Renditedifferenz zwischen unbesichertem Dreimonatsgeld (Dreimonats-Euribor) und seinem besicherten Pendant (Eurepo) seit Oktober trotz neuerlicher schlechter Nachrichten aus dem europäischen und dem amerikanischen Bankensektor deutlich um rund einen Prozentpunkt. Aktuell liegt diese bei gut 0,9 Prozentpunkten.

Die Wachstumsdynamik der Geldmenge M3 hat sich im vierten Quartal merklich abgeschwächt. Saisonbereinigt und auf das Jahr

gerechnet nahm das breite Geldmengenaggregat von Oktober bis Dezember 2008 um 6% zu, nachdem es im vorangegangenen Vierteljahr noch mit einer Rate von gut 8% gestiegen war. Auch in einer etwas längerfristigen Betrachtung hat sich die monetäre Dynamik weiter abgeschwächt. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Vorjahresraten für die Monate Oktober bis Dezember betrug 7,9%. Er lag damit einen Prozentpunkt unter dem Wert des Vorquartals und vier Prozentpunkte niedriger als noch vor einem Jahr.

Die Buchkreditvergabe an den inländischen privaten Sektor im Euro-Währungsgebiet büßte im Berichtsquartal deutlich an Schwung ein. Von Oktober bis Dezember 2008 nahm sie sogar leicht ab. Zu dieser Abschwächung trugen umfangreiche Verbriefungstransaktionen bei, die bewirkten, dass die entsprechenden Kredite nicht weiter als Buchkredite an den privaten Sektor in den Bilanzen geführt werden. Im Einzelnen gingen in nicht saisonbereinigter Betrachtung sowohl die Buchkredite an private Haushalte als auch die an finanzielle Unternehmen zurück, wohingegen die Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen im Oktober und November noch leicht anstiegen. Die Kreditvergabebedingungen im Euro-Raum haben sich im letzten Quartal 2008 nach den Angaben des Bank Lending Survey weiter spürbar verschärft.

Die deutsche Wirtschaft ist im Herbst 2008 in eine schwere Rezession abgeglitten, die in den kommenden Monaten anhalten wird. Der Schnellmeldung des Statistischen Bun-

desamtes zufolge sank das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im vierten Quartal 2008 saison- und kalenderbereinigt um 2,1%, nach einem Rückgang von 0,5% im Dreimonatsabschnitt zuvor. Ausschlaggebend für die scharfe konjunkturelle Abwärtsbewegung war, dass das Verarbeitende Gewerbe, der konjunkturelle Kernbereich der deutschen Wirtschaft, aufgrund der deutlich verschlechterten Auftragslage die Erzeugung zum Jahresende hin beträchtlich drosselte. Die starken, primär außenwirtschaftlich angelegten Belastungen haben sich ausgesprochen rasch auf die vorgelagerten Produktionsbereiche übertragen und zogen überdies kaum verzögert den unternehmensnahen Dienstleistungsbereich in Mitleidenschaft. Wegen der kurzen Übertragungszeit des negativen Nachfrageschocks durchschritt auch der gesamtwirtschaftliche Nutzungsgrad binnen weniger Monate den Korridor der Normalauslastung, sodass bereits am Jahresende eine beträchtliche Unterauslastung der Produktionskapazitäten bestanden haben dürfte.

Als Folge des ausgeprägten Gleichlaufs der Abschwungbewegungen auf allen wichtigen Absatzmärkten reduzierten sich die Ausfuhren im vierten Quartal sehr kräftig, nachdem im Sommerhalbjahr lediglich moderate Rückgänge zu verzeichnen gewesen waren. Besonders stark litten zuletzt die Auslieferungen in die EU-Partnerländer.

Vor dem Hintergrund der frei gewordenen Produktionskapazitäten hielten sich die Unternehmen zuletzt mit Neuinvestitionen zurück. Dabei könnte auch ins Gewicht gefallen sein, dass sich nach der Jahresmitte die exter-

nen Finanzierungsbedingungen vor allem für Großunternehmen, die typischerweise stärker kapitalmarktabhängig sind, noch einmal deutlich verschlechtert haben. Insgesamt weist der Unternehmenssektor im Vergleich zum letzten Abschwung nach der Jahrtausendwende aber eine bemerkenswerte finanzielle Bestandsfestigkeit auf; ein Befund, der sich ebenfalls in den aktuellen Kreditdaten widerspiegelt. So erweisen sich trotz zurückgehender Jahreswachstumsraten die Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen als insgesamt robust. Das vergleichsweise widerstandsfähige Kreditumfeld zeigt sich auch in den aktuellen Daten des Bank Lending Survey für Deutschland. Die eingetrübten realwirtschaftlichen Aussichten dürften sich in den kommenden Monaten zwar dämpfend auf die heimische Kreditvergabe auswirken; in der Breite wirksame angebotsseitige Restriktionen sind jedoch weiterhin nicht zu konstatieren.

Nach der leichten Zunahme im Sommer war die Entwicklung des Privaten Verbrauchs zum Jahresende von gegenläufigen Einflüssen geprägt. So hat sich das Preisklima durch die kräftige Verbilligung von Energie und Nahrungsmitteln erheblich verbessert, sodass sich die höheren Tarifabschlüsse des Jahres 2008 nun deutlich in den Realeinkommen niederschlagen konnten. Die starke Eintrübung der Konjunkturperspektiven sowie Meldungen über zunehmende Kurzarbeit und mitunter auch Entlassungen haben die Konsumbereitschaft allerdings beeinträchtigt und dürften auch in den kommenden Monaten belastend wirken.

Bis in das vierte Quartal 2008 hinein erwies sich der Arbeitsmarkt als bemerkenswert widerstandsfähig. Der scharfe Produktionsrückgang im Herbst 2008 hat sich bisher nur sehr gedämpft auf den Personalbestand ausgewirkt. Vielmehr wurde das gesamtwirtschaftliche Arbeitsvolumen vor allem über die Arbeitszeitkomponente angepasst. Vorläufigen Berechnungen zufolge schwächte sich der Beschäftigungszuwachs in den letzten Monaten allerdings immer weiter ab und kam im November zum Stillstand. Und auch die Arbeitslosigkeit hat im vierten Quartal 2008 nach einem lang anhaltenden Rückgang ihren unteren konjunkturellen Wendepunkt durchschritten.

Deutschland befindet sich somit gegenwärtig in einem außergewöhnlich starken und abrupten Wirtschaftsabschwung, der zudem mit einer Krise an den Finanzmärkten verbunden ist. In dieser Ausnahmesituation ist es vor dem Hintergrund eines weitgehend ausgeglichenen Staatshaushalts vertretbar, nicht wie bei normalen Konjunkturabschwüngen allein auf die automatischen Stabilisatoren zu setzen, sondern auch aktiv finanzpolitische Maßnahmen zur Konjunkturbelebung zu ergreifen. Mit diesem Ziel hat die Bundesregierung im November 2008 und im Januar 2009 Konjunkturpakete in beträchtlichem Umfang beschlossen, die in den Jahren 2009 und 2010 voraussichtlich einen spürbaren gesamtwirtschaftlichen Impuls entfalten werden. Dennoch werden hierdurch die kurzfristig absehbaren Wachstumsverluste im Auslandsgeschäft bei Weitem nicht kompensiert werden können. Staatliche Nachfragestützung kann im gegenwärtigen Umfeld nur da-

rauf abzielen, einen vom Außenhandel ausgehenden Abwärtsdruck nicht in der Breite auf die Inlandsnachfrage überspringen zu lassen, um so die Wirkung der rezessiven Einflüsse zu mildern.

Die in den beiden Konjunkturpaketen der Bundesregierung bereitgestellten Mittel für öffentliche Investitionen in die Infrastruktur werden vor allem der Bauwirtschaft Impulse verleihen. Darüber hinaus wird die stabilisierende Funktion des privaten Konsums gestützt. Neben den entlastenden Wirkungen des günstigeren preislichen Umfelds und spürbarer Lohnsteigerungen erhöhen sich in diesem Jahr die verfügbaren Einkommen der Haushalte durch die im zweiten Konjunkturpaket enthaltenen Steuersenkungen, die Kindergelderhöhung, den einmaligen Kinderbonus und die aus der Rückkehr zur ursprünglichen Regelung bei der Pendlerpauschale resultierenden Einkommensteuerrückerstattungen schätzungsweise um insgesamt 14 Mrd. €. Die zusätzlich beschlossenen Veränderungen beim Kurzarbeitergeld werden es Unternehmen erleichtern, konjunkturell bedingte Anpassungen beim Arbeitsvolumen vorzunehmen, ohne Arbeitskräfte im großen Stil freisetzen zu müssen. Dadurch wird faktisch die Dauer der Zahlung von Lohnersatzleistungen ausgeweitet, da bei einem Stellenabbau im Anschluss an die Kurzarbeit Arbeitslosenunterstützung über die volle Frist in Anspruch genommen werden kann. Eventuell notwendige strukturelle Anpassungen könnten dadurch behindert werden. Wichtiger aber erscheint aktuell angesichts der außerordentlichen Unsicherheit, dass sich auf diese Weise das individuelle Arbeitsplatzrisiko kurzfristig

verringert und damit ein Faktor entschärft wird, der sich üblicherweise negativ auf das Konsumverhalten auswirkt.

Insgesamt dürfen allerdings die mit den gewählten Maßnahmen verbundenen Probleme nicht aus den Augen verloren werden. Der Versuch, Wirtschaftsprozesse mittels zahlreicher staatlicher Eingriffe – sei es durch direkte Ausgaben, steuerliche Vergünstigungen oder Bürgschaften – zu steuern, ist prinzipiell problematisch. Auch ist die geplante schnelle und starke Ausweitung der staatlichen Investitionen mit erheblichen Anforderungen im Hinblick auf einen effizienten Einsatz staatlicher Mittel verbunden, und es sollte darauf geachtet werden, dass diese Investitionen – immerhin im Umfang rund der Hälfte des jährlichen staatlichen Investitionsbudgets – nicht in Preisanstiegen verpuffen. Bezüglich der zeitlichen Wirksamkeit wäre es unter konjunkturellen Gesichtspunkten vorzuziehen gewesen, wenn die Maßnahmen stärker auf die nächsten Quartale konzentriert worden wären. Teilweise entfalten sie ihre Wirkung erst in der zweiten Jahreshälfte 2009, im kommenden Jahr oder sogar noch später. Es wurden auch Maßnahmen gewählt, die die Staatsfinanzen nicht nur vorübergehend, sondern dauerhaft belasten.

Eine wesentliche Voraussetzung für den Erfolg diskretionärer Fiskalpolitik ist, dass kein Vertrauensverlust in die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte eintritt. Die fiskalische Ausgangssituation für die beschlossenen Maßnahmen stellte sich als vergleichsweise günstig dar und im vergangenen Jahr schloss der Staatshaushalt weitgehend

*Öffentliche
Finanzen*

ausgeglichen ab. Im laufenden Jahr wird das Staatsdefizit jedoch stark zunehmen, aber aus heutiger Sicht noch unterhalb von 3 % des BIP liegen. Die Schuldenquote wird drastisch ansteigen und dürfte einen neuen Höchststand erreichen. Treibender Faktor ist dabei zum einen die ausgeprägte Konjunkturschwäche. Zum anderen werden die umfangreichen finanzpolitischen Stimulierungsmaßnahmen zu einer deutlichen Defizitauseweitung führen. Infolge der Konjunkturpakete vom November 2008 und Januar 2009 dürfte sich das Defizit in diesem Jahr bei planmäßiger Umsetzung um gut 1 % des BIP erhöhen. Die Bundesregierung hat Ende Januar eine Aktualisierung des Stabilitätsprogramms vom Dezember 2008 vorgelegt. Die Defizitquote wird demnach 2010 weiter auf rund 4 % steigen. Dies belegt, dass Deutschland den ursprünglich vorhandenen fiskalischen Spielraum aufbrauchen könnte. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass es einfacher ist, einen Konsens über eine Ausweitung der Kreditfinanzierung zu erreichen als über die später erforderliche Konsolidierung der Staatsfinanzen. Insoweit ist in der gegenwärtigen Lage eine verlässliche Perspektive im Hinblick auf eine Rückführung der zu erwartenden hohen Defizite zwingend notwendig.

Dies verlangen nicht zuletzt auch die europäischen Haushaltsregeln. Sie sind flexibel ge-

nug, um in besonderen Ausnahmesituationen vorübergehend auch Defizite oberhalb der 3 %-Grenze zuzulassen, solange sie in deren Nähe bleiben. In manchen Mitgliedstaaten war dabei der Raum für eine expansive Finanzpolitik deutlich geringer als in Deutschland oder gar nicht vorhanden. Es kommt nun darauf an, den Stabilitäts- und Wachstumspakt wie vorgesehen anzuwenden, um nicht zuletzt die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen in den Ländern der EU glaubhaft sicherzustellen. Dazu sollten verlässliche Verpflichtungen eingegangen werden, um die Defizite bei Verbesserung der wirtschaftlichen Lage rasch abzubauen, bis in struktureller Betrachtung nahezu ausgeglichene Haushalte erreicht sind. Deutschland kommt hier im europäischen Kontext eine wichtige Rolle zu. Die im Rahmen der Föderalismuskommission II vereinbarte Reform der nationalen Haushaltsregeln kann hierzu einen wichtigen Beitrag leisten, da durch sie die bestehenden europäischen Verpflichtungen stärker und konsistenter auf der nationalen Ebene verankert werden. Es sind allerdings sehr lange Übergangszeiten bis zum vollständigen Inkrafttreten der neuen Schuldenregeln vorgesehen. Letztlich wird es darauf ankommen, den angekündigten Konsolidierungsversprechen auch die entsprechenden Taten folgen zu lassen.