

## Überblick

### Konjunkturelle Abwärtsdynamik kommt zum Stillstand

---

Die Weltwirtschaft dürfte im Frühjahr 2009 die Talsohle erreicht haben. Dafür spricht zum einen, dass einige Schwellenländer, vor allem China, ihr Expansionstempo merklich erhöht haben beziehungsweise wieder in die Wachstumszone zurückgekehrt sind. Zum anderen sind die kontraktiven Kräfte in den Industrieländern deutlich schwächer geworden. Ausschlaggebend hierfür war, dass im Verarbeitenden Gewerbe, das besonders heftig von der Rezession getroffen worden ist, die Produktion im Verlauf des Frühjahrs wieder etwas gestiegen ist, nachdem sie im Winterhalbjahr das Bruttoinlandsprodukt (BIP) stark nach unten gezogen hatte.

*Weltwirtschaft*

Im zweiten Halbjahr 2009 könnten die zyklischen Erholungstendenzen in der Weltwirtschaft noch deutlicher ausfallen. Die spürbare globale Verbesserung insbesondere der Erwartungskomponenten in Umfragen bei Unternehmen und Haushalten stützt diese Sichtweise. Die Stimmungsaufhellung reflektiert unter anderem die jetzt stärker erkennbar werdenden Effekte der aufgelegten Konjunkturprogramme, der sehr expansiv ausgerichteten Geldpolitik und der umfangreichen Maßnahmen zur Stabilisierung der Finanzmärkte. Gegen eine ausgesprochen kräftige Erholung im zweiten Halbjahr 2009 spricht jedoch, dass der globale Vertrauensschock zwar an Schärfe verloren hat, aber noch keineswegs überwunden ist. Zudem könnten die Banken in den Industrieländern, die bereits infolge der Finanzkrise zum Teil hohe Kapitalverluste hinnehmen mussten, im Fall

einer konjunkturbedingten Verschlechterung der Kreditqualität abermals belastet werden.

Die internationalen Finanzmärkte standen im Berichtszeitraum im Zeichen wachsender Zuversicht. Zunehmend positiv ausgefallene Konjunkturindikatoren, staatliche Hilfen für den Finanzsektor und stützende Maßnahmen der Zentralbanken führten zu einer Erholung. Vor dem Hintergrund eines etwas höheren Risikoappetits machten die Marktteilnehmer offenbar zuvor getätigte Portfolioumschichtungen in sichere Anlagen wieder rückgängig und verstärkten ihr Engagement an den Aktienmärkten, wodurch die Kurse weltweit kräftig Auftrieb erhielten.

Zugleich haben sich die Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen im Einklang mit der Erholung an den Finanzmärkten und der gesunkenen Unsicherheit deutlich verbessert. Die Zinsaufschläge auf Industrieanleihen der niedrigsten „Investment Grade“-Ratingklasse BBB, die gegen Ende des ersten Quartals Rekordwerte erreicht hatten, sanken beträchtlich, und auch die entsprechenden absoluten Renditen gingen spürbar zurück. Die Entspannung reflektiert zum einen rückläufige Kreditrisikoprämien, zum anderen dürften auch niedrigere Liquiditätsprämien hierzu beigetragen haben. Verglichen mit ihrem langjährigen Durchschnitt liegen die Zinsaufschläge auf Unternehmensanleihen gleichwohl noch auf einem relativ hohen Niveau.

An den Devisenmärkten hat der Euro gegenüber 21 wichtigen Währungen seit dem Ende des ersten Quartals per saldo etwas an Wert verloren. Gewinne gegenüber dem US-Dollar,

dem chinesischen Renminbi und dem japanischen Yen wurden durch Verluste gegenüber dem Pfund Sterling, einigen Rohstoffwährungen sowie mittel- und osteuropäischen Währungen mehr als ausgeglichen.

Ein günstiges Preisklima in Verbindung mit soliden verankerten Inflationserwartungen hatten dem EZB-Rat im zweiten Vierteljahr 2009 den Spielraum eröffnet, den Leitzins im April und im Mai um jeweils weitere 0,25 Prozentpunkte auf nunmehr 1% zurückzunehmen.

Flankiert wurde die Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes durch die Entscheidung des EZB-Rats, ein Programm zum Kauf auf Euro lautender gedeckter Bankschuldverschreibungen im Volumen von 60 Mrd € aufzulegen, um die Liquiditätslage des europäischen Bankensystems auch langfristig zu stabilisieren. Darüber hinaus beschloss der EZB-Rat, bis Dezember 2009 insgesamt drei zusätzliche Refinanzierungstransaktionen mit 12-monatiger Laufzeit und festem Zinssatz anzubieten. Im Rahmen der ersten langfristigen Refinanzierungstransaktion dieser Art stellte das Eurosystem am 25. Juni 2009 1 121 Kreditinstituten insgesamt 442,2 Mrd € zu einem Zinssatz von 1% zur Verfügung.

Die sehr gute Liquiditätsausstattung der europäischen Kreditinstitute nach Zuteilung dieses Zwölfmonatstenders führte zu einem weiteren deutlichen Rückgang der Geldmarktzinsen. Auch die längerfristigen Geldmarktzinsen reduzierten sich unter dem Eindruck des Zwölfmonatstenders nochmals spürbar. Die Maßnahme war damit außerordentlich erfolgreich.

Die Abschwächung der monetären Expansion im Euro-Raum hat sich im Berichtsquartal weiter fortgesetzt, wenn auch mit verminderter Dynamik. Wie in den beiden Vorquartalen ist die schwache monetäre Grunddynamik insbesondere in Verbindung mit einer weiterhin gedämpften Kreditentwicklung zu sehen. Vor allem wurden die Buchkredite an nicht-finanzielle Unternehmen nochmals beschleunigt zurückgeführt. Ursächlich hierfür war der starke Rückgang der unverbrieften Ausleihungen mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr, wohingegen die mittel- bis langfristigen Buchkredite noch schwach expandierten. In der rückläufigen Kreditdynamik kommt laut Bank Lending Survey sowohl die gesunkene Nachfrage von Unternehmensseite als auch die Verschärfung der Angebotsbedingungen vonseiten der Banken zum Ausdruck.

Im Gleichschritt mit dem verbesserten weltwirtschaftlichen Umfeld ist die konjunkturelle Abwärtsdynamik der deutschen Wirtschaft in den Frühjahrsmonaten zum Stillstand gekommen. Der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge ist das reale BIP im zweiten Jahresviertel 2009 gegenüber dem Vorquartal saison- und kalenderbereinigt sogar leicht um 0,3 % gestiegen. Ihren Vorjahrswert unterschritt die Wirtschaftsleistung im Berichtszeitraum kalenderbereinigt um 5,9 %. Der Nutzungsgrad der Sachkapazitäten blieb ausgesprochen gering und ging mit einer hohen Unterauslastung des Personalbestands in den Betrieben einher. Den Frühindikatoren zufolge ist im dritten Quartal 2009 eine weitere merkliche Belebung der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung von niedrigem Niveau aus möglich.

Allerdings ist gegenwärtig weiterhin ein beträchtliches Maß an Unsicherheit vorhanden. Im In- und Ausland entfalten derzeit vor allem die expansiv ausgerichtete Geld- und Fiskalpolitik ihre Wirkung. Ein endogen getragener Erholungsprozess ist angesichts des Spezialisierungsmusters der deutschen Wirtschaft aber vorwiegend auf stetige und breit gestreute Impulse von der Exportseite angewiesen. Dies gilt umso mehr, als die gewerbliche Investitionsneigung voraussichtlich schwach bleiben wird und die Verbrauchskonjunktur im weiteren Jahresverlauf an Widerstandskraft einbüßen könnte. Mit der Aufhellung der Auslandsnachfrage ist jedoch eine wichtige Voraussetzung dafür gegeben, dass die Unternehmen weiter an Zuversicht gewinnen. Bestätigt sich dieses Bild und richten die Unternehmen ihre Personaldispositionen und Investitionsplanungen an dieser günstigeren Perspektive aus, könnten die geld- und fiskalpolitischen Stimuli gerade zur rechten Zeit ihre stabilisierenden Wirkungen entfaltet haben und die Ausweitung der Kurzarbeit wäre im Sinne einer Brückenfunktion der Aufrechterhaltung eines hohen Erwerbstätigenstandes dienlich gewesen.

Im Exportgeschäft mussten die deutschen Unternehmen im Frühjahr zwar zunächst einen weiteren Dämpfer gegenüber dem ohnehin schon schwachen Ergebnis vom Winter hinnehmen. Allerdings fiel der Rückgang der Ausfuhren deutlich verhaltener aus als in den beiden Quartalen zuvor. Überdies kamen in den zurückliegenden Monaten erste Nachfrageimpulse aus dem ostasiatischen Raum.

Angesichts des ausgesprochen niedrigen Nutzungsgrades der Produktionskapazitäten haben die Unternehmen im Frühjahr saisonbereinigt erneut weniger in Ausrüstungen investiert als im Vorquartal. Die Abwärtsbewegung verlangsamte sich aber deutlich, nachdem in der Vorperiode noch der stärkste Rückgang seit der Wiedervereinigung zu verzeichnen gewesen war. Die Bauinvestitionen dürften im Frühjahr sogar merklich zugelegt haben. Zum einen handelt es sich dabei um eine Gegenreaktion auf die witterungsbedingten Einbußen im Januar und Februar. Zum anderen wurde die Bautätigkeit auch von zahlreichen Aufträgen der Öffentlichen Hand belebt, wenngleich erst ein kleinerer Teil der in den Konjunkturpaketen für Infrastrukturprojekte bereitgestellten investiven Mittel nachfragewirksam wurde.

Die zyklisch bedingte Investitionszurückhaltung bei Ausrüstungen ist zu einem Großteil auf die gegenwärtig stark unterausgelasteten Kapazitäten zurückzuführen. Dies verringert die Nachfrage nach Außenfinanzierungsmitteln und dementsprechend sank im Frühjahr die Mittelbereitstellung an nichtfinanzielle Unternehmen durch die Banken erneut deutlich. Zwar wurden im Berichtszeitraum laut Bank Lending Survey auch die Kreditvergabebedingungen in Deutschland wieder verschärft, allerdings in geringerem Maße als in den beiden vorhergehenden Quartalen. Die wichtigste Determinante für die insgesamt nachlassende Kreditdynamik dürfte weiterhin die schwache konjunkturelle Entwicklung sein, die insbesondere zu einem gesunkenen Bedarf an kurzfristiger Kreditfinanzierung für laufende Betriebsausgaben führt. Eine breite

Kreditklemme in Deutschland lässt sich auf Basis der vorliegenden Daten weiterhin nicht feststellen.

Darüber hinaus haben die deutschen Unternehmen seit dem Ende der neunziger Jahre ihre finanzielle Belastbarkeit deutlich erhöht und erhebliche Rücklagen gebildet. So konnten sie zwischen 1998 und 2007 die Eigenkapitalquote und die Umsatzrendite spürbar steigern und ihre Zinslast senken. Für die Widerstandsfähigkeit gegenüber Krisensituationen spielt ebenfalls eine Rolle, dass sich die eigenkapitalschwachen Unternehmen in den zurückliegenden guten Konjunkturjahren nicht nur absolut gesehen günstiger positionierten, sondern auch ihren Rückstand gegenüber den bessergestellten Unternehmen verringern konnten. Wichtig ist im aktuellen Zusammenhang zudem, dass mit dem Baugewerbe und dem Einzelhandel die Sektoren, die in Rezessionen typischerweise eine Vielzahl insolvenzgefährdeter Unternehmen aufweisen, von den Impulsen der Finanzpolitik am stärksten profitieren.

Die privaten Konsumausgaben dürften im Frühjahr 2009 – wie schon zu Jahresbeginn – saisonbereinigt ein Plus verzeichnet haben. Die Verbrauchskonjunktur hierzulande trotz damit weiterhin in bemerkenswerter Weise den negativen Einflüssen der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise. Die zahlreichen Stabilisierungsmaßnahmen verhinderten eine Erschütterung des Vertrauens in die Funktionsfähigkeit des Finanzsektors. Darüber hinaus haben die fiskalpolitischen Programme einen Schwerpunkt auf die Stärkung der Einkommen der privaten Haushalte gelegt. So

wurde eine Reihe von Steuerentlastungen und zusätzlichen Transferleistungen beschlossen, die sich im ersten Halbjahr 2009 in beträchtlichem Umfang in den Budgets der privaten Haushalte niedergeschlagen hat. Schließlich setzten die Regelungen zur Ausweitung der Kurzarbeit deutliche Anreize für die Unternehmen, Entlassungen vergleichsweise zurückhaltend vorzunehmen. Das führte dazu, dass die Haushalte dem Arbeitslosigkeitsrisiko bisher keine dominante Rolle bei der Beurteilung ihrer wirtschaftlichen Perspektiven eingeräumt haben.

Zwar haben die Unternehmen im Zuge der Anpassung an das krisenbedingt erheblich niedrigere Produktionsniveau ihren Personalbestand im zweiten Vierteljahr 2009 weiter verringert. Der Stellenabbau konzentriert sich aber bisher im Wesentlichen auf drei Bereiche. In dem vom weltwirtschaftlichen Nachfrageschock besonders betroffenen Verarbeitenden Gewerbe reduzierte sich die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten binnen Jahresfrist spürbar. Noch stärker fiel der Rückgang im Bereich Wirtschaftliche Dienstleistungen aus. Hier werden auch alle Leiharbeiter erfasst, unabhängig von ihrer sektoralen Verwendung. Auch im ebenfalls eng mit dem Verarbeitenden Gewerbe verbundenen Logistikbereich wurde die Beschäftigung deutlich eingeschränkt.

Allerdings wurde das Gros der Auswirkungen, die der massive konjunkturelle Einbruch auf den Arbeitsmarkt haben sollte, bisher durch eine Verringerung der pro Beschäftigten geleisteten Arbeitszeit gedämpft. Während im ersten Vierteljahr 2009 noch der Abbau von

Überstunden, der Rückgriff auf Arbeitszeitguthaben sowie die Verkürzung der regulären Wochenarbeitszeiten im Vordergrund gestanden hatten, hat seitdem die Kurzarbeit nochmals an Bedeutung gewonnen. Im Gegenzug verlief daher der Anstieg der registrierten Arbeitslosigkeit bislang vergleichsweise moderat. Sie erhöhte sich im Frühjahr 2009 im Vergleich zum Vorzeitraum saisonbereinigt um 130 000 auf 3,47 Millionen Personen, nach einer Zunahme um 139 000 in den ersten drei Monaten des Jahres.

Mit Blick auf die Preisentwicklung in Deutschland setzte sich auf den vorgelagerten Absatzstufen der Rückgang im Frühjahr 2009 mit abgeschwächtem Tempo fort. Hingegen stiegen die Verbraucherpreise saisonbereinigt betrachtet leicht an, nachdem sie in den beiden Quartalen zuvor nachgegeben hatten. Die Vorjahrsrate indes war auch im Frühjahr rückläufig. Im Juli gingen die Verbraucherpreise auch saisonbereinigt wieder zurück und die Vorjahrsrate fiel erstmals seit 22 Jahren negativ aus. Wesentlich dafür war, dass die starken Preissteigerungen bei Energie und Nahrungsmitteln im zweiten Halbjahr 2007 und im ersten Halbjahr 2008, welche die Jahresrate des Verbraucherpreisindex bis auf 3,3% zur Jahresmitte 2008 hochgetrieben hatten, im weiteren Verlauf teilweise zurückgenommen wurden. In den nächsten Monaten ist bei einer insgesamt günstigen Preistendenz zunächst mit einer Verringerung des negativen Vorjahrsabstands und später im Jahr mit einer Rückkehr zu leicht positiven Jahresraten zu rechnen.

*Öffentliche  
Finanzen*

Die Lage der Staatsfinanzen verschlechtert sich im laufenden Jahr drastisch. Während im vergangenen Jahr noch ein praktisch ausgeglichener Haushalt verzeichnet wurde, dürfte das Defizit auf über 3 % des BIP steigen und damit die im EG-Vertrag festgelegte Obergrenze überschreiten. Dies ist zum einen auf die unmittelbare Wirkung des Konjunkturerinbruchs auf die öffentlichen Haushalte zurückzuführen. Dabei ist aber zu berücksichtigen, dass sich die für die öffentlichen Finanzen besonders bedeutenden Effektivverdienste und der private Konsum zunächst bei Weitem nicht so ungünstig entwickeln wie das BIP und auch der Anstieg der Arbeitslosigkeit im Jahresdurchschnitt noch begrenzt bleiben dürfte. Allerdings zeichnet sich ein außerordentlich kräftiger Rückgang beim Aufkommen der gewinnabhängigen Steuern ab, der deutlich stärker ausfällt, als dies die reguläre makroökonomische Bezugsgröße erwarten ließe, und der als Gegenbewegung zu den ungewöhnlich hohen Zuwächsen der letzten Jahre zu sehen ist. Zum anderen schlagen umfangreiche defiziterhöhende Maßnahmen zu Buche, wobei insbesondere die Konjunkturpakete eine Rolle spielen. Ihr Gesamtumfang beläuft sich 2009 auf etwa 1¼ % des BIP. Die staatlichen Schulden werden sprunghaft auf eine Größenordnung von 1¾ Billionen € steigen und könnten fast 75 % des BIP erreichen. Neben dem hohen Haushaltsdefizit sind hier auch die Verringerung des nominalen BIP und nicht defizitwirksame Maßnahmen zur Stützung von Finanzinstituten von Bedeutung.

Im kommenden Jahr wird sich die Lage der Staatsfinanzen weiter erheblich verschlechtern. So könnte die Schuldenquote auf einen neuen Höchststand von etwa 80 % steigen und die Defizitquote eine Größenordnung von 6 % erreichen. Hierin spiegeln sich vor allem die umfangreichen automatischen Stabilisatoren und die – angesichts des außerordentlichen Wirtschaftseinbruchs dem Volumen nach vertretbare – diskretionäre fiskalische Stabilisierung wider. Allerdings baut sich gleichzeitig ein großer Konsolidierungsbedarf auf. Der für 2010 erwartete Fehlbetrag ist nämlich nur zum kleineren Teil durch vorübergehende Maßnahmen und Einflüsse hervorgerufen oder konjunktureller Natur. Vielmehr werden die 2008 bei einer für die öffentlichen Finanzen noch günstigen Konjunkturlage bereits bestehenden strukturellen Defizite durch permanent wirkende Steuer- und Sozialbeitragsenkungen und einen spürbaren Anstieg der strukturellen Ausgabenquote ausgeweitet. Unterbliebe eine Konsolidierung, würde die staatliche Schuldenquote schnell weiter zunehmen, was zu rasch anwachsenden Zinslasten führen und die fiskalischen Handlungsspielräume weiter einschränken würde. Eine konsequente Rückführung der Defizite machen auch die europäischen und die neuen, in der Verfassung verankerten nationalen Haushaltsregeln erforderlich. Die Finanzpolitik steht somit in der kommenden Legislaturperiode vor einer großen Konsolidierungsaufgabe.