

## Überblick

### Konjunkturelle Erholung gewinnt an Breite

---

Die Erholung der Weltwirtschaft, die im Frühjahr in Gang gekommen war, hat sich im dritten Quartal gefestigt. Impulse sind von den umfangreichen Konjunkturprogrammen, der expansiven Geldpolitik und dem Lagerzyklus ausgegangen. Daneben hat auch der gestiegene Risikoappetit an den Finanzmärkten die weltwirtschaftliche Dynamik gestützt. Das Wachstum der globalen Industrieproduktion hat sich nach der Jahresmitte deutlich verstärkt. Mit der Erholung der Industriekonjunktur ging auch eine beachtliche Ausweitung des Welthandels einher.

*Weltwirtschaft*

Regional betrachtet erhielt die Weltkonjunktur erneut erhebliche expansive Impulse aus den Schwellenländern, insbesondere aus China. Außerdem haben die Industriestaaten erstmals seit Anfang 2008 wieder einen positiven Beitrag zum globalen Wachstum geliefert. Hier fällt vor allem ins Gewicht, dass das reale Bruttoinlandsprodukt in den USA, in Japan und im Euro-Raum im dritten Quartal spürbar gewachsen ist.

Die zyklische Aufwärtsbewegung der Weltwirtschaft wird sich nach den verfügbaren Frühindikatoren im laufenden Quartal und in den darauf folgenden Monaten fortsetzen. Alles in allem zeichnet sich somit eine stärker fundierte globale Erholung ab, wobei die Indikatoren für die großen Schwellenländer zuletzt weiterhin kräftiger nach oben tendierten als für die Industriestaaten.

*Finanzmarkt-  
umfeld*

Auch die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkte war im Berichtszeitraum von wachsender Zuversicht geprägt. Ein nicht zuletzt durch den aufgehellten Wirtschaftsausblick zunehmender Risikoappetit trug zu Kursgewinnen an den Aktienmärkten und Renditerückgängen von Unternehmensanleihen bei. Viele Aktienbörsen erreichten Mitte Oktober Jahreshochstände, und die Zinsdifferenzen zwischen Unternehmensanleihen mit hoher Bonität und Staatsanleihen sanken auf das Niveau von Anfang 2008. An den Devisenmärkten verzeichnete der Euro im gewogenen Durchschnitt Wertzuwächse, wobei Kursgewinnen zum US-Dollar und zum britischen Pfund Verluste zu Währungen einiger kleinerer Volkswirtschaften gegenüberstanden.

Allerdings verbleiben Zweifel an der Nachhaltigkeit der Erholung an den Finanzmärkten, zumal unklar ist, inwieweit die gestiegene Zuversicht auch endogen begründet ist oder primär durch die großzügigen Konjunkturprogramme und die weltweit expansive Liquiditätsausstattung getrieben wird. Zur Vorsicht mahnt, dass die Volatilität an den Märkten beiderseits des Atlantiks im Sommer etwas zunahm und gegenwärtig weiterhin über ihren langjährigen Durchschnittswerten liegt.

*Geldpolitik*

Das geldpolitische Umfeld im Euro-Raum war in den Sommermonaten durch die Rückkehr zu einem moderaten Wachstumskurs und durch niedrige Inflationsraten geprägt. Vor dem Hintergrund einer merklichen Unterauslastung der Kapazitäten und des allmählichen konjunkturellen Erholungsprozesses bleiben

zudem die Aussichten für das Preisklima günstig.

Vor diesem Hintergrund behielt der EZB-Rat die expansive Ausrichtung seiner Geldpolitik bei und beließ die geldpolitischen Schlüsselzinsen im Zeitraum zwischen Juni und September unverändert. Im Rahmen der Hauptrefinanzierungstransaktionen und seiner längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte stellt das Eurosystem somit seinen Geschäftspartnern auch weiterhin Liquidität im gewünschten Umfang zu einem festen Zinssatz in Höhe von 1% zur Verfügung. Darüber hinaus wird für die Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität ein Zins von 1,75% berechnet, während Guthaben im Rahmen der Einlagefazilität weiterhin mit 0,25% vergütet werden.

Die Liquiditätssituation der Banken im Euro-Raum ist infolge der großzügigen Refinanzierungsmaßnahmen des Eurosystems sowie der Einführung des Programms zum Ankauf gedeckter Bankschuldverschreibungen momentan als außerordentlich gut einzustufen. Hierauf deutet hin, dass das Zuteilungsvolumen des zweiten zusätzlichen Refinanzierungsgeschäfts mit 12-monatiger Laufzeit, das Ende September zugeteilt wurde, deutlich hinter dem der ersten Transaktion dieser Art von Ende Juni zurückblieb. Auch die Anzahl der an der Septembertransaktion teilnehmenden Banken war deutlich geringer. Ein weiteres Indiz für die gegenwärtig sehr gute Liquiditätsversorgung ist, dass die Zinssätze am Euro-Geldmarkt über alle Laufzeiten hinweg auf historisch niedrigen Niveaus notieren. Sie haben sich auch nach Zuteilung

des zweiten 12-Monatstenders nur noch geringfügig weiter nach unten bewegt. Vor dem Hintergrund eines günstigeren Finanzmarktumfelds und verbesserter Refinanzierungsbedingungen der Kreditinstitute rückt nun die Frage der graduellen Rückführung der unkonventionellen Sondermaßnahmen des Eurosystems stärker in den Blickpunkt.

Allerdings war die Buchkreditvergabe der Banken an den inländischen Privatsektor im Euro-Raum im Berichtsquartal per saldo rückläufig. Nicht zuletzt deswegen war das Wachstum der Geldmenge M3 in den Monaten von Juli bis September fortgesetzt gering, sodass sich die monetäre Grunddynamik – also jenes Geldmengenwachstum, das letztlich inflationsrelevant ist – nochmals deutlich abgeschwächt hat. Entsprechend deuten die auf Basis monetärer Daten durchgeführten Inflationsprojektionen in der Summe nicht auf eine ausgeprägte Gefahr für die Preisstabilität in der mittleren Frist hin.

Der Erholungsprozess der deutschen Wirtschaft hat im Sommer 2009 deutliche Fortschritte gemacht. Der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge stieg das reale Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal saison- und kalenderbereinigt um 0,7 %, nachdem es bereits im Vorquartal einen Zuwachs von 0,4 % gegeben hatte. Aufgrund des massiven Produktionseinbruchs im Winterhalbjahr 2008/2009 bewegte sich die Wirtschaftsleistung aber nach wie vor auf sehr niedrigem Niveau, was sich auch daran zeigt, dass sie kalenderbereinigt noch um 4,8 % unter ihrem Vorjahrswert lag. Gleich-

wohl dürfte der Nutzungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten in den Sommermonaten erstmals seit eineinhalb Jahren sichtlich zugenommen haben. Trotz noch bestehender Risiken im Hinblick auf die Nachhaltigkeit der aktuellen Aufwärtsbewegung blicken nun immer mehr Unternehmen – auch vor dem Hintergrund der Entspannungstendenzen an den Finanzmärkten – mit wachsender Zuversicht in die Zukunft. Nicht zuletzt deshalb hat am Arbeitsmarkt der bislang sehr moderate Entlassungsdruck auch in den letzten Monaten nicht weiter zugenommen.

Eine wichtige Rolle für die Verbesserung der konjunkturellen Gesamtlage in Deutschland spielte die Aufhellung des internationalen Umfelds. Nachdem die deutsche Wirtschaft im Zuge des globalen Vertrauensschocks nach der Lehman-Insolvenz aufgrund ihrer hohen Integration in die Weltwirtschaft sowie ihres Spezialisierungsmusters vom scharfen Abschwung der Weltwirtschaft und des Welthandels besonders stark betroffen war und binnen neun Monaten einen Rückgang des Ausfuhrvolumens um mehr als ein Fünftel hinnehmen musste, ist es im Sommer wieder zu einem deutlichen Zuwachs der Lieferungen an das Ausland gekommen. Aus regionaler Sicht war hierfür ausschlaggebend, dass sich neben der weiterhin aufwärtsgerichteten Nachfrage aus dem asiatischen Raum nun auch die Lieferungen in die Länder der Europäischen Union, die das weitaus höchste Gewicht im deutschen Außenhandel besitzen, erkennbar erholten. Außerdem konnten die deutschen Unternehmen den Auslandsabsatz mit Vorleistungsgütern beträchtlich steigern. Dies spricht

ebenfalls dafür, dass – global betrachtet – der Lagerzyklus weiter vorangeschritten ist. In wichtigen Industrieländern wurde die Erholung zuletzt auch von marktendogenen Elementen getragen, wenngleich die zum Teil massiven konjunkturstabilisierenden Maßnahmen nach wie vor eine große Rolle gespielt haben, was sich auch an den stark gestiegenen Kfz-Ausfuhren zeigt.

Die Anlageinvestitionen haben sich im Sommer insgesamt etwas erhöht. Dafür dürften im Wesentlichen die Impulse aus dem öffentlichen Bereich verantwortlich gewesen sein. Die privaten Investitionen blieben hingegen eher verhalten. Die Unternehmen haben zuletzt wieder vermehrt Ausrüstungskäufe getätigt, obwohl der Nutzungsgrad der Kapazitäten im Verarbeitenden Gewerbe trotz eines leichten Anstiegs im Oktober ausgesprochen gering blieb. Er wies nicht nur einen Rückstand von rund zehn Prozentpunkten gegenüber dem langjährigen Durchschnitt auf, sondern unterschritt weiterhin die Minimalwerte aller vorausgegangener zyklischer Schwächephasen seit 1970. Der Wirtschaftsbau könnte im dritten Quartal nachgegeben haben. Die Wohnungsbauaktivitäten haben sich trotz eines seit Jahresbeginn deutlich erhöhten Genehmigungsvolumens und vermehrter Aufträge noch nicht erkennbar vom niedrigen Niveau der Vorquartale gelöst.

Vor allem durch das gedämpfte konjunkturelle Umfeld und die niedrige Kapazitätsauslastung bedingt – und weniger durch in der Breite wirkende angebotsseitige Restriktionen des Kreditangebots hervorgerufen –, wurde die gesamte Mittelbereitstellung der inlän-

dischen Kreditinstitute im Laufe des dritten Quartals per saldo reduziert. Hierzu haben auch spürbare Nettotilgungen der Kredite an inländische nichtfinanzielle Unternehmen beigetragen.

Die privaten Konsumausgaben sind im dritten Jahresviertel saisonbereinigt wohl deutlich geringer ausgefallen als im Vorquartal. Dafür spricht zum einen, dass die Umsätze des Einzelhandels rückläufig waren und sich die privaten Haushalte beim Kauf von Heizöl zuletzt stark zurückhielten. Zum anderen war von Bedeutung, dass die staatliche Umweltprämie für die Verschrottung von Altfahrzeugen den Kfz-Absatz im Sommer nicht mehr so stark stimulierte wie in den Frühjahrsmonaten. Ungeachtet dessen hat sich der private Konsum bisher ausgesprochen gut gehalten. Eine durch die starken Produktionsverluste angestoßene Abwärtsrevision der Einkommensperspektiven der Verbraucher hätte durchaus krisenverschärfend wirken können. In diesem Zusammenhang spielt die bislang unerwartet moderate Anpassung der Beschäftigung sicherlich eine zentrale Rolle.

Auch im dritten Vierteljahr 2009 erwies sich der Arbeitsmarkt konjunkturell als äußerst robust. Die Beschäftigung nahm gegenüber dem Vorquartal nach dem gegenwärtigen Rechenstand saisonbereinigt nur geringfügig ab, und im Quartalsverlauf blieb sie sogar unverändert. Im Vorjahresvergleich ergab sich nach einer statistischen Aufwärtskorrektur früherer Angaben lediglich ein Minus um 84 000 Erwerbstätige oder 0,2 %. Dies kontrastiert in bemerkenswerter Weise mit dem

starken Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktionsleistung um nahezu 5 %.

Ein Teil der Anpassung des Arbeitseinsatzes an das geringere Produktionsvolumen erfolgte über die öffentlich geförderte Kurzarbeit. Ein um den Kurzarbeitereffekt korrigierter Vorjahresvergleich der Beschäftigtenzahlen würde demzufolge zwar einen deutlich stärkeren Rückgang anzeigen, er bliebe aber immer noch weit hinter dem gesamtwirtschaftlichen Produktionsverlust zurück. Quantitativ bedeutsamer dürften deshalb – entgegen einem verbreiteten Bild in der Öffentlichkeit, das der Kurzarbeit eine zentrale Rolle in der moderaten Reaktion der Beschäftigung zuweist – andere Mechanismen zur Anpassung der Arbeitszeit an die betrieblichen Notwendigkeiten gewesen sein. Diese sind von den Tarifpartnern in den letzten Jahren eingeführt worden und bewähren sich nun in der Krise in hohem Maß. Dazu gehören zum einen Arbeitszeitkonten, zum anderen aber auch die Möglichkeiten zur (befristeten) Kürzung regulärer Arbeitszeiten mit entsprechenden Einschnitten bei den Entgelten. Zudem haben die Unternehmen einen deutlichen Rückgang der Stundenproduktivität hingenommen, was sich auch in einer starken Zunahme der Lohnstückkosten und einer entsprechenden Kompression der Gewinnmargen niedergeschlagen hat.

Aus heutiger Sicht ist auch für die nähere Zukunft nicht mit einem scharfen Anstieg der Arbeitslosigkeit zu rechnen, wohl aber mit einer zunehmenden Anpassung der Beschäftigung an das zwar wieder steigende, aber immer noch konjunkturell gedrückte Produk-

tionsvolumen. Die trotz Kurzarbeit und intensiv genutzter flexibler Arbeitszeitmodelle wahrscheinlichen Beschäftigungsverluste im Verarbeitenden Gewerbe und im Verkehrs- und Logistikbereich könnten dabei aber zum Teil durch Neueinstellungen in anderen Wirtschaftszweigen ausgeglichen werden.

Im Sommer 2009 schwächte sich der Preisrückgang auf den vorgelagerten Absatzstufen weiter ab. Der in der zweiten Jahreshälfte 2008 einsetzende Disinflationsprozess scheint mittlerweile in einigen Bereichen ausgelaufen zu sein, während er in anderen Güterkategorien gerade erst Fahrt aufnimmt. Bei Energie und Vorleistungen ist der Preisrückgang auf den vorgelagerten Absatzstufen mittlerweile nahezu vollständig zum Erliegen gekommen und teilweise sogar von einer Aufwärtsbewegung, welche die Erholung der Weltwirtschaft reflektiert, abgelöst worden. Bei Endprodukten hingegen verstärkte sich der Preisrückgang tendenziell, mit der Ausnahme von Nahrungsmitteln, wo er bereits zu Jahresbeginn seinen Höhepunkt erreicht hatte. Auf der Verbraucherstufe blieben die Preise im Vergleich zum Vorzeitraum saisonbereinigt unverändert.

Die Lage der Staatsfinanzen verschlechtert sich im laufenden Jahr drastisch. Während 2008 unterstützt von im Jahresdurchschnitt günstigen konjunkturellen Rahmenbedingungen noch ein ausgeglichener Haushalt erreicht wurde, wird das Defizit in diesem Jahr voraussichtlich auf leicht über 3 % des nominalen Bruttoinlandsprodukts zunehmen und damit die Regelgrenze des EG-Vertrages überschreiten. Im kommenden Jahr wird sich

*Öffentliche  
Finanzen*

die ungünstige Entwicklung fortsetzen. Die Schuldenquote wird (mit voraussichtlich über 75 %) den nächsten historischen Höchststand erreichen und die Defizitquote auf etwa 5 % steigen. Neben den automatischen Stabilisatoren und der Stützung der Finanzmärkte waren wegen der krisenhaften Entwicklung und der damit verbundenen hohen gesamtwirtschaftlichen Risiken auch umfangreiche fiskalische Stimulierungsmaßnahmen zu rechtfertigen. Da aber aus heutiger Perspektive nur ein relativ kleiner Teil des für 2010 erwarteten Defizits konjunktureller und ein erheblicher Teil der Stimulierungsmaßnahmen dauerhafter Natur ist, muss ohne Gegenfinanzierungsmaßnahmen auch mittelfristig weiter mit hohen Defiziten und einer schnell steigenden Schuldenquote gerechnet werden.

Auch in fast allen anderen EU-Staaten zeigt die Herbstprognose der Europäischen Kommission perspektivisch sehr hohe Defizitquoten und teilweise geradezu explodierende Schuldenquoten an. Eine solche Entwicklung würde nicht nur mit finanzpolitischen und gesamtwirtschaftlichen Problemen einhergehen, sondern wäre auch aus geldpolitischer Sicht höchst problematisch, weil unter anderem die Gefahr besteht, dass sich an den Märkten aufgrund einer nicht dauerhaft tragfähigen Haushaltslage hohe Inflationserwartungen bilden. Inzwischen wurden gegen Deutschland und 12 weitere EWU-Länder Defizitverfahren eröffnet, und die EU-Kommission hat Empfehlungen zur Korrektur der übermäßigen Defizite unterbreitet. Dabei dehnt die Kommission die Vorgaben des Paktes bis an dessen Grenzen. Nicht zuletzt lange Korrekturfristen für Länder, die die Vorgaben

selbst nach Eröffnung eines Verfahrens ignorieren, sind problematisch. Mit wieder stabileren Konjunkturaussichten ist es nunmehr entscheidend, wie nach dem Pakt vorgesehen, eine glaubhafte Strategie für die schnelle und durchgreifende Korrektur der in vielen Fällen dramatischen Perspektive der Staatsfinanzen zu beschließen.

Deutschland kommt bei der Umsetzung der europäischen Fiskalregeln eine besondere Verantwortung zu. Zusätzliche, defiziterhöhende Maßnahmen in einem Land, für das bereits ein Defizitverfahren eröffnet wurde, stehen nicht im Einklang mit dem Pakt. Auch haben sich die gesamtwirtschaftlichen Perspektiven inzwischen spürbar verbessert, und ein guter Teil der bisher angelegten expansiven Maßnahmen entfaltet seine Wirkung erst noch 2010. Wenn die notwendige Konsolidierung nicht zügig und konsequent angegangen wird, besteht auch die Gefahr, dass vor dem nächsten Abschwung noch keine solide Haushaltsposition erreicht sein wird. Insgesamt sind vor diesem Hintergrund und wegen der hohen Defizite und Schulden weitere Ausgabenerhöhungen und Steuerenkungen ohne Gegenfinanzierung ein problematisches Signal. Es ist von entscheidender Bedeutung, dass die Bekenntnisse zu den europäischen Vorgaben mit Leben erfüllt werden. Angesichts der zuletzt verbesserten Perspektiven für die Staatsfinanzen wäre das Erreichen der 3 %-Grenze bereits im Jahr 2012 durchaus möglich.

Auch aufgrund der neuen nationalen Schuldenregeln ist ab 2011 eine strikte Konsolidierung unerlässlich. Insbesondere der Bundes-

haushalt, aber auch die meisten Länderhaushalte sind im Hinblick auf die grundsätzlichen Haushaltsziele in eine außerordentliche Schiefelage geraten. Dabei sehen sowohl die europäischen als auch die nationalen Vorgaben angesichts der Erfahrungen aus der Vergangenheit vor, unerwartete Haushaltsverbesserungen aus einer günstigeren konjunkturellen Entwicklung gerade nicht für Einnahmensenkungen oder Ausgabenerhöhungen zu nutzen, sondern zur Begrenzung der Schuldenzunahme zu verwenden. Besonders bedenklich

wären Versuche, im Zusammenhang mit der neuen Schuldenregel des Bundes das strukturelle Defizit im Ausgangsjahr 2010 mit Einmalmaßnahmen auszuweiten, um über die Stufenregelung für die Folgejahre höhere Verschuldungsspielräume für weitere Maßnahmen zu eröffnen. Die grundlegende Regelungsabsicht der neuen Vorgaben, das starke Anwachsen der Staatsverschuldung wirksam einzudämmen, würde damit schon im Vorfeld unterlaufen.