

## Überblick

### Deutsches Wachstum auf breiterer Basis

---

Die weltwirtschaftliche Entwicklung blieb nach der Jahresmitte aufwärtsgerichtet. Zwar setzte sich erwartungsgemäß die bereits im Frühjahr zu beobachtende Verlangsamung des vorher sehr kräftigen globalen Wachstums fort. Verschiedene Indikatoren am aktuellen Rand deuten jedoch darauf hin, dass sich das Expansionstempo zum Jahresende hin wieder etwas verstärken dürfte.

*Weltwirtschaft*

Ausschlaggebend für die geringere Dynamik in den Sommermonaten war eine moderatere Gangart in den Industrieländern. Insbesondere schwächte sich im dritten Quartal die Aufwärtsbewegung im Euro-Raum gegenüber dem sehr schwungvollen Frühjahr ab. Das Wachstum wurde dabei wiederum in starkem Maße von der deutschen Wirtschaft getragen, die im Euro-Raum derzeit die konjunkturelle Vorreiterrolle einnimmt und für den Währungsraum stabilisierend wirkt. Die Peripherieländer insgesamt belasteten das Ergebnis hingegen erneut. Zudem rückte zuletzt die angespannte Lage der Staatsfinanzen in einigen dieser Staaten mit aller Macht zurück in den Fokus der Marktteilnehmer. Ohne die dringend notwendigen Maßnahmen zur Rückgewinnung des Anlegervertrauens werden in den betroffenen Ländern die konjunkturellen Aussichten auf absehbare Zeit eingetrübt bleiben. Die konjunkturelle Erholung in den USA blieb nach der Jahresmitte auf dem moderaten Pfad, auf den sie im Frühjahr eingeschwenkt war. In den Schwellenländern Süd- und Ostasiens sowie in Lateinamerika stand den vielerorts schwächeren Anstößen vom Export eine anhaltend leb-

hafte Expansion der Inlandsnachfrage gegenüber. Das gesamtwirtschaftliche Wachstum dürfte in diesem Länderkreis im Vergleich zum Vorquartal wiederum recht kräftig gewesen sein, sodass die Wirtschaftspolitik weiterhin bestrebt blieb, drohende konjunkturelle Überhitzungen zu vermeiden.

#### Finanzmärkte

Das unterschiedliche Tempo in der konjunkturellen Entwicklung in den Industrie- und Schwellenländern hat in den Sommermonaten ebenfalls die Entwicklungen an den Finanzmärkten beeinflusst. So stieg angesichts der insgesamt günstigen globalen Aussichten die Zuversicht an den Finanzmärkten wieder an. Dies spiegelte sich besonders deutlich in den Kursbewegungen an den internationalen Aktienmärkten wider. Hier sorgten günstige Quartalsergebnisse und verbesserte Gewinnaussichten der Unternehmen überwiegend für höhere Notierungen. Und auch die Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen an den Anleihemärkten entspannte sich im Berichtszeitraum merklich. Die sichtbar werdende regionale Heterogenität der Konjunkturerholung hat jedoch an den Devisenmärkten auch Spannungen ausgelöst. In diesem Umfeld setzte der Euro seine Aufwärtsbewegung gegenüber wichtigen Währungen der Tendenz nach fort. In den letzten Wochen verschärfte sich an den Finanzmärkten zudem erneut massiv die Befürchtungen über die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in den Peripherieländern der Währungsunion.

Trotz der überaus dynamischen konjunkturellen Entwicklung in Deutschland blieb das Renditeniveau am heimischen Kapitalmarkt bei recht starken Schwankungen und einem

zwischenzeitlichen Rekordtief für Bundesanleihen seit der Jahresmitte im Ergebnis fast unverändert. Dass sich die positiven konjunkturellen Impulse nicht stärker in den ausgewiesenen Renditen niedergeschlagen haben, dürfte vor allem an zwei Faktoren gelegen haben. Zum einen konnte sich Deutschland den dämpfenden Effekten einer höheren konjunkturellen Skepsis in anderen wichtigen großen Industrieländern nicht entziehen. Zum anderen differenzierten die Anleger im Zuge der drastisch unterschiedlichen fiskalischen Problemlagen in den Ländern der Währungsunion weiterhin sehr stark zwischen den Emittenten: Während die Verzinsung von Bundesanleihen im Gefolge von „Safe haven“-Effekten zeitweilig auf ein Rekordtief nahe 2 % fiel, gerieten die Kurse von Anleihen einiger EWU-Partnerländer stark unter Druck.

Angesichts der erwarteten Fortsetzung der konjunkturellen Erholung im Euro-Raum, der soliden Verankerung der längerfristigen Inflationserwartungen sowie der nach wie vor schwachen monetären Grunddynamik sah der EZB-Rat über den geldpolitisch relevanten Zeithorizont keine erhöhten Risiken für die Preisstabilität. Daher hat er die geldpolitischen Schlüsselzinsen des Eurosystems auch im dritten Quartal 2010 unverändert beibehalten.

#### Geldpolitik

Die Bedingungen am Geldmarkt des Euro-Raums verbesserten sich zudem über die Sommermonate erkennbar. Durch die Fälligkeit mehrerer großvolumiger längerfristiger Geschäfte seit der Jahresmitte reduzierte sich das Refinanzierungsvolumen um mehr als 535 Mrd €. Da die Banken diesen Liquiditäts-

entzug nur teilweise kompensierten, kam es zu einer deutlichen Reduzierung der Überschussliquidität im Bankensystem. In der Folge stiegen die Zinsnotierungen am Geldmarkt tendenziell an. Angesichts der Jahresendproblematik sowie der Verschärfung der Staatsschuldenprobleme in einigen Mitgliedsländern der Währungsunion beschloss der EZB-Rat erneut, das nunmehr zinsindexierte Vollzuteilungsverfahren auch für die Refinanzierungsoperationen mit dreimonatiger Laufzeit beizubehalten, die erst nach dem Jahreswechsel fällig werden.

Die monetäre Grunddynamik – also jenes Geldmengenwachstum, das letztlich inflationsrelevant ist – blieb im Berichtsquartal gedämpft. Zwar nahm die Geldmenge M3 zwischen Juli und September 2010 das zweite Quartal in Folge erkennbar zu, wobei die Haupttriebkraft erstmals seit Ende 2008 wieder die Kreditvergabe der Banken an den privaten Sektor war. Jedoch blieb das Wachstum der Buch- und Wertpapierkredite im Euro-Raum auch im dritten Vierteljahr 2010 insgesamt moderat. In Übereinstimmung damit deuten die auf Basis monetärer Daten projizierten Inflationsraten in der Summe weiter darauf hin, dass über den geldpolitisch relevanten Zeithorizont keine ausgeprägte Gefahr für die Preisstabilität im Euro-Raum besteht.

Die konjunkturelle Aufwärtsbewegung der deutschen Wirtschaft hat sich in den Sommermonaten fortgesetzt. Der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge erhöhte sich das reale Bruttoinlandsprodukt im dritten Vierteljahr 2010 nach Ausschal-

tung von Saison- und Kalendereinflüssen um 0,7 %. Damit ist nach dem durch Auf- und Nachholeffekte geprägten zweiten Quartal die erwartete Normalisierung eingetreten. Die Erholung der deutschen Wirtschaft wurde weiterhin von der robusten Weltkonjunktur getragen. Gleichwohl ist nicht zu übersehen, dass die binnenwirtschaftlichen Wachstumskräfte zunehmend an Stärke gewinnen. Die deutliche Ausweitung der Ausrüstungsinvestitionen und der abermalige, spürbare Anstieg des privaten Konsums sind hierfür klare Belege. Mit dem erneuten Produktionsanstieg hat im Verarbeitenden Gewerbe auch der Auslastungsgrad der Kapazitäten weiter zugenommen.

Die deutschen Exportunternehmen profitierten im dritten Vierteljahr 2010 davon, dass die globale Konjunkturerholung weiter vorankam. Dass die Exporte von Vorleistungs-, Investitions- und Konsumgütern in ähnlich starkem Maße zunahmen, ist ein Zeichen dafür, dass die deutschen Hersteller auf breiter Basis an der weltwirtschaftlichen Erholung partizipierten.

Das Investitionsumfeld blieb in den Sommermonaten freundlich. So sollten die Ausrüstungskäufe der Unternehmen im Sommer erneut deutlich gestiegen sein. Der Umfang an Erweiterungsinvestitionen dürfte dabei größer ausgefallen sein als vor dem Hintergrund der in Teilen noch unterausgelasteten Kapazitäten zu vermuten wäre. Die Bauinvestitionen könnten im Sommer das durch Nachholeffekte erhöhte Frühjahrsniveau weitgehend gehalten haben. Historisch niedrige Hypothekenzinsen veranlassen offensichtlich zahlrei-

che Haushalte, den Wunsch nach einem Eigenheim zügig zu verwirklichen.

Vor diesem Hintergrund ist das bislang noch gedämpfte Kreditwachstum der nichtfinanziellen Unternehmen in Deutschland wohl maßgeblich den im Zuge der konjunkturellen Erholung verbesserten Innenfinanzierungsmöglichkeiten geschuldet. Gegen eine bankseitige Behinderung des Aufschwungs in Deutschland sprechen auch die neuesten Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey). Sie zeigen für das dritte Quartal 2010 für Firmenkunden erstmals seit dem Ausbruch der Finanzkrise leicht gelockerte Kreditrichtlinien.

Die Erholung des Arbeitsmarktes in Deutschland hat sich nach der Jahresmitte 2010 fortgesetzt. Die Erwerbstätigkeit ist im dritten Quartal weiter gestiegen, und die Arbeitslosigkeit nahm erneut deutlich ab. Erfreulich ist, dass zahlreiche zusätzliche sozialversicherungspflichtige Arbeitsverhältnisse geschaffen wurden, während sich die geringfügige Beschäftigung im Haupterwerb weiter verringerte. Infolge der kräftigen Belebung der Industriekonjunktur ist zudem die Zahl der Kurzarbeiter weiter schnell gesunken. Allerdings ist die Zahl der Neuanmeldungen immer noch höher als in den Jahren unmittelbar vor Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise, was zeigt, dass noch nicht die gesamte Breite der Industrieunternehmen den konjunkturellen Aufwind verspürte. Die Frühindikatoren deuten darauf hin, dass die positive Entwicklung am Arbeitsmarkt anhält. So hat sich die Zahl der offenen Stellen bis Oktober 2010 saisonbereinigt weiter erhöht, und die

Zahl der Unternehmen, die in den nächsten 12 Monaten Neueinstellungen vornehmen wollen, ist der DIHK-Umfrage vom Herbst 2010 zufolge kräftig gestiegen.

Im Zuge der kräftigen konjunkturellen Aufwärtsbewegung hat sich die Profitabilität der Unternehmen spürbar erholt. Die Gewerkschaften fordern deshalb zunehmend eine angemessene Teilhabe der Belegschaften an dem Aufschwung und finden damit nicht nur in der öffentlichen Meinung verbreitet Unterstützung. Auch unter den Arbeitgebern steigt die Bereitschaft, den Mitarbeitern für die teilweise empfindlichen Einkommenseinbußen in der Krise nunmehr nachträglich einen gewissen Ausgleich zu gewähren. Der Anstieg der Tarifverdienste im dritten Vierteljahr 2010 wurde noch durch die Abschlüsse aus der Krisenzeit geprägt, in denen entweder keine oder nur sehr mäßige tabellenwirksame Entgelterhöhungen vereinbart worden waren. Der tatsächliche Lohnanstieg dürfte wegen der Normalisierung der Arbeitszeiten jedoch wesentlich höher ausgefallen sein.

Im Sommer 2010 hat sich der Preisanstieg auf den vorgelagerten Absatzstufen infolge der Aufwertung des Euro und der niedrigeren Rohölnotierungen spürbar abgeschwächt. Auch auf der Verbraucherstufe haben diese Faktoren den Preisanstieg im dritten Vierteljahr 2010 gedämpft.

Die Aufwärtsbewegung der deutschen Wirtschaft scheint gegenwärtig recht gefestigt und dürfte auch vom allmählichen Auslaufen der fiskalpolitischen Stimuli nicht wesentlich beeinträchtigt werden. Die Konjunktur dürfte

in den kommenden Monaten von weiteren außenwirtschaftlichen Impulsen profitieren. Hierfür sprechen nicht zuletzt die sehr optimistischen Exporterwartungen der Unternehmen. Perspektivisch dürfte sich zudem die Wachstumsbasis weiter verbreitern – die gesamtwirtschaftliche Expansion wird angesichts der positiven Arbeitsmarktaussichten und der sehr günstigen Finanzierungskonditionen auch von einer steigenden Inlandsnachfrage getragen werden. In immer mehr Unternehmen erreicht die Kapazitätsauslastung zudem wieder Normalniveau und lässt Investitionen in zusätzliche Anlagen dringlicher werden. Historisch niedrige Hypothekenzinsen stützen zudem den privaten Wohnungsbau. An die auch von Sondereffekten beeinflusste fulminante Dynamik im Frühjahr wird das gesamtwirtschaftliche Expansions-tempo allerdings bei Weitem nicht heranreichen.

Voraussetzung für diese Fortsetzung der Erholung bleibt allerdings, dass sich die Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung der Weltwirtschaft im Allgemeinen und der Exporte im Besonderen erfüllen, denn diese bilden die Grundlage für die vorteilhafte Arbeitsmarktentwicklung. Zudem steht diese Erwartung unter dem Vorbehalt, dass sich aus der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum keine markanten zusätzlichen realwirtschaftlichen Abwärtsrisiken über die Finanzmärkte und Banken ergeben.

Die positive gesamtwirtschaftliche Entwicklung im laufenden Jahr führt ebenfalls dazu, dass sich die deutschen Staatsfinanzen weniger stark verschlechtern als zunächst erwar-

tet. Aus heutiger Sicht dürfte die Defizitquote nach 3 % im Vorjahr auf etwa 3 1/2 % wachsen. Angesichts einer weiter spürbar expansiv ausgerichteten Finanzpolitik steigt das strukturelle Defizit dabei stärker an. Und auch die Schuldenquote wird von ihrem bereits zu hohen Niveau des Jahres 2009 nochmals sprunghaft anwachsen. Hierbei schlagen vor allem die im Zusammenhang mit der Gründung von Abwicklungsanstalten für die WestLB und HRE übernommenen Risikoaktiva zu Buche.

Im kommenden Jahr dürfte das Staatsdefizit im Zuge der erwarteten fortgesetzten konjunkturellen Erholung, des Auslaufens von Stimulierungsmaßnahmen und ergriffener Sparmaßnahmen unter die 3 %-Grenze sinken. Aufgrund der besser als erwarteten Wirtschafts- und Haushaltsentwicklung besteht nun die Chance, in einem günstigen gesamtwirtschaftlichen Umfeld rascher zum angestrebten Haushaltsausgleich zu kommen. Dies würde auch den angelegten erheblichen Schuldenanstieg begrenzen. Hierzu sollte – gemäß der Intention von nationalen und EU-Haushaltsregeln – auf allen Ebenen ein strikter Sparkurs verfolgt werden, und Abstriche an der geplanten Konsolidierung sind nicht angezeigt. Es wird sich nun zeigen, ob man nicht erneut den Fehler der Vergangenheit wiederholt, die erforderliche Konsolidierung in guten Zeiten auf die lange Bank zu schieben.

Im Hinblick auf die neue Schuldenbremse des Bundes ist kritisch zu beurteilen, dass offenbar bereits im ersten Jahr von einer konsequenten Umsetzung abgesehen wird. So war

bei deren Verabschiedung im Frühjahr 2009 angesichts erheblicher Unsicherheit über die weitere gesamtwirtschaftliche Entwicklung beschlossen worden, eine Übergangszeit bis 2016 einzuräumen, in der das strukturelle Defizit des Jahres 2010 in gleichmäßigen Schritten abzubauen ist. Da die krisenbedingten Belastungen für den Bundeshaushalt nun offenbar deutlich geringer ausfallen als befürchtet, ist der Ausgangswert und damit der Neuverschuldungsspielraum bis 2015 entsprechend niedriger anzusetzen. Nachdem die Bundesregierung im Sommer zu Recht einen aktualisierten Anpassungspfad zugrunde gelegt hat, soll die Aktualisierung auf einen nochmals niedrigeren Ausgangswert nunmehr offenbar unterbleiben. Dadurch ergeben sich für die kommenden Jahre höhere Verschuldungsspielräume, bei deren Ausnutzung die notwendige Konsolidierung – wie so oft – in guten Zeiten auf künftige Jahre verschoben würde. Die klar dokumentierte Regelintention der neuen Schuldenbremse, die in der Währungsunion derzeit auch für andere Länder als Vorbild für die Sicherung tragfähiger Staatsfinanzen angesehen wird, würde damit schon gleich bei der ersten Anwendung übergangen und das Vertrauen in die langfristige Wirksamkeit der Reform entsprechend untergraben.

Die zentrale Bedeutung nachhaltiger öffentlicher Finanzen offenbart gegenwärtig der Blick auf die Situation in einigen Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion. In der Krise haben das europäische Regelwerk und seine Umsetzung letztlich nicht ausgereicht, um solide Staatsfinanzen in allen Mitgliedstaaten zu gewährleisten. Vor diesem

Hintergrund ist auch eine Verbesserung des europäischen Rahmenwerks zur Krisenprävention und -bewältigung notwendig.

Die vom Europäischen Rat Ende Oktober auf den Weg gebrachte Änderung des Stabilitäts- und Wachstumspakts kann zu einem Fortschritt gegenüber dem Status quo führen. Es zeichnet sich jedoch ab, dass die Anpassungen hinter ambitionierteren Vorstellungen zurückbleiben, wie sie beispielsweise von der EU-Kommission vorgeschlagen wurden. So wird es auch künftig maßgeblich auf die Umsetzung der Regeln durch den Ecofin-Rat ankommen. Neben den Änderungen am finanzpolitischen Regelwerk ist vorgesehen, durch eine intensivere makroökonomische Überwachung gravierende Fehlentwicklungen frühzeitig zu erkennen und ihnen entgegenzuwirken. Vor Versuchen einer makroökonomischen Feinsteuerung ist allerdings zu warnen, und Vorgaben sollten sich darauf beschränken, vor allem vor gravierenden Fehlentwicklungen und Ungleichgewichten – zum Beispiel im Hinblick auf nicht tragfähige Leistungsbilanzdefizite oder starke Verluste an Wettbewerbsfähigkeit – zu bewahren.

Der Europäische Rat hat darüber hinaus Weichen für die Einrichtung eines Krisenbewältigungsmechanismus gestellt. Insbesondere das Bekenntnis zum grundsätzlichen Ausschluss der Haftung der Union oder ihrer Mitgliedstaaten für die Schulden anderer Mitgliedstaaten als wesentlicher Grundpfeiler der bestehenden Union ist zu begrüßen. Ein transparentes und berechenbares Verfahren, das vor allem auch ein umfassendes und glaubwürdiges Konsolidierungs- und Reform-

programm sicherstellt, könnte im Zusammenspiel mit einer verbesserten Finanzmarktregulierung das Risiko einer systemischen Krise eng begrenzen. In diesem Zusammen-

hang kommt auch den privaten Gläubigern eine unverzichtbare Verantwortung bei der Wiederherstellung tragfähiger öffentlicher Finanzen in überschuldeten Ländern zu.