

## Überblick

### Deutsche Wirtschaft setzt Erholung fort

---

Nach dem kräftigen Einbruch der Weltwirtschaft im Winterhalbjahr 2008/2009 kam es anschließend zu einer raschen und kräftigen konjunkturellen Gegenbewegung. Die im Frühjahr 2010 einsetzende Verlangsamung des globalen Expansionstempos führte zu Befürchtungen eines raschen Abbrechens des Aufschwungs. Dies ist jedoch nicht eingetreten. So hat die Weltwirtschaft im vierten Quartal 2010 wieder Fahrt aufgenommen. Die industrielle Erzeugung ist im Oktober/November gegenüber dem dritten Jahresviertel merklich gewachsen. Folgt man den globalen Einkaufsmanagerindizes, sind zuletzt auch von den Dienstleistungen kräftigere Impulse ausgegangen. Die verstärkte globale Expansion ist in erster Linie auf eine raschere Gangart in einigen Schwellenländern zurückzuführen. Im Kreis der fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat sich das Wachstum im letzten Quartal 2010 Schätzungen zufolge allerdings nochmals etwas beruhigt. Einer merklich höheren Dynamik in den USA, die damit unter den Industrieländern zuletzt wieder die konjunkturelle Vorreiterrolle übernahmen und unter den G7-Staaten als zweites Land nach Kanada das Vorkrisenniveau der Wirtschaftsleistung übertrafen, standen eine unveränderte saisonbereinigte Wachstumsrate im Euro-Raum und ein Rückgang der Wirtschaftsleistung in Großbritannien und Japan gegenüber.

*Weltwirtschaft*

Nach der Jahreswende 2010/2011 scheint sich das Wachstumstempo der Weltwirtschaft auf dem erhöhten Niveau gehalten oder sogar noch etwas verstärkt zu haben. So

sind die globalen Einkaufsmanagerindizes im Januar erneut spürbar gestiegen. Auch der Bundesbank-Frühindikator für die Weltwirtschaft ist nach einer merklichen Delle im Sommerhalbjahr 2010 wieder klar aufwärtsgerichtet. Begleitet wird die günstige weltweite Konjunktorentwicklung derzeit jedoch von einer stärkeren Teuerung bei Energieträgern und Nahrungsmitteln.

#### Finanzmärkte

Die weltweit günstigeren Konjunkturaussichten prägten in den Herbst- und Wintermonaten 2010/2011 auch die Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten. In einem Umfeld steigender Zuversicht der Marktteilnehmer in den USA, in Japan sowie nicht zuletzt in Deutschland zogen die Kapitalmarktzinsen weltweit an. Dies schlug sich auch an den Märkten für Unternehmensanleihen in höheren Renditen nieder. An den internationalen Aktienbörsen sorgten die Umkehr vorheriger „Safe haven“-Flüsse sowie positive Unternehmensergebnisse und verbesserte Gewinnwachstumserwartungen auf beiden Seiten des Atlantiks für kräftig steigende Notierungen; zugleich nahm die Unsicherheit der Anleger deutlich ab.

Darüber hinaus beeinflusste weiterhin die Schuldenkrise in einigen Peripherieländern der EWU das Bild. Hier stand Irland, das Ende November angesichts der hohen Belastungen aus der Umstrukturierung des Finanzsektors für den Staatshaushalt den bereitgestellten Rettungsschirm in Anspruch nahm, im Fokus der Marktteilnehmer. Die Risikoprämien Irlands am Kapitalmarkt stiegen zeitweilig auf Höchstwerte, und die um sich greifende Unsicherheit zog auch die Aufschläge anderer

Peripherieländer nach oben. Die Kursentwicklung des Euro wies angesichts gegenläufiger Einflussfaktoren keine eindeutige Tendenz auf.

Vor diesem Hintergrund einer robusten, jedoch nach wie vor durch eine Unterauslastung der Kapazitäten geprägten gesamtwirtschaftlichen Expansion und angesichts eines gedämpften Geldmengen- und Kreditwachstums gelangte der EZB-Rat zu der Einschätzung, dass die Teuerung im Euro-Raum sich über den geldpolitisch relevanten mittelfristigen Zeithorizont weiterhin im Einklang mit Preisstabilität entwickeln würde. Allerdings betonte er die Notwendigkeit, die Entwicklung sehr genau zu beobachten, da mehrere Faktoren, insbesondere eine fortgesetzte Aufwärtsbewegung der Rohstoffpreise, dazu führen könnten, dass sich die bislang noch ausgeglichenen Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht nach oben verlagern. In der Konsequenz beließ der EZB-Rat die Leitzinsen auf ihren historisch niedrigen Niveaus.

Die bereits im Sommer eingetretene Verbesserung der Bedingungen am Euro-Geldmarkt hielt über die Wintermonate an. Zwar waren nach einem merklichen Anstieg Anfang Oktober bis zum Jahreswechsel zunächst wieder leicht sinkende Geldmarktsätze zu beobachten. Im Anschluss an die erste geldpolitische Sitzung des EZB-Rats im Jahr 2011 kam es jedoch zu einem neuerlichen kräftigen Anstieg der Notierungen. Per saldo setzten die Geldmarktzinsen somit von Oktober bis Januar ihre im zweiten Vierteljahr begonnene Aufwärtstendenz fort. Dies war vor allem darauf zurückzuführen, dass die

*Geldpolitik*

Banken ihre Überschussliquidität im Zuge der Fälligkeit der letzten noch ausstehenden 6- und 12-Monatstender erheblich reduzierten.

Die monetäre Expansion im Euro-Raum hat sich im letzten Vierteljahr 2010 merklich abgeschwächt, nachdem sie sich in den beiden vorangegangenen Quartalen noch spürbar beschleunigt hatte. Unter den Gegenposten zu M3 war im Schlussquartal 2010 erneut die Kreditvergabe der im Euro-Raum ansässigen Banken an heimische Nichtbanken für die monetäre Expansion von besonderer Bedeutung. Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen, die im Vorquartal erstmals seit sechs Quartalen spürbare Zuwächse verzeichnet hatten, nahmen dagegen erkennbar ab.

#### *Deutschland*

Die deutsche Wirtschaft hat ihre zyklische Erholung im Herbst 2010 fortgesetzt. Der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge stieg das reale Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal saison- und kalenderbereinigt um 0,4% gegenüber dem Vorzeitraum und damit etwas schwächer als im Sommer. Das Ergebnis dürfte die konjunkturelle Grundtendenz allerdings unterzeichnen, da es im Dezember zu starken Beeinträchtigungen am Bau und im Verkehrsbereich wegen des äußerst kalten und schneereichen Winterwetters gekommen ist. Durch die rasche Aufwärtsbewegung in den vergangenen anderthalb Jahren hat die Wirtschaft in Deutschland inzwischen fast wieder Normalauslastung erreicht, und in Teilbereichen der Wirtschaft übersteigt die Kapazitätsauslastung bereits das längerfristige Mittel.

Die günstige Gesamtkonstitution der deutschen Wirtschaft ist nicht zuletzt auf die ausgesprochen zuversichtliche Stimmung der Unternehmen und Verbraucher zurückzuführen, die zur Festigung der binnenwirtschaftlichen Wachstumskräfte beigetragen haben. Die Firmen investieren in neue Anlagen, erhöhen die Arbeitszeiten und stellen zusätzliche Mitarbeiter ein. Dadurch steigen die Arbeitnehmerinkommen und der Arbeitsmarkt wird entlastet, was die Anschaffungsneigung der privaten Haushalte fördert und somit der Verbrauchskonjunktur ebenso wie dem Wohnungsbau spürbare Impulse verleiht. Die kräftige und breit angelegte zyklische Expansion der deutschen Wirtschaft strahlt auch auf die Handelspartner – insbesondere in der Europäischen Union – in Form steigender Ausgaben für Importe aus. Die Basis für den Aufschwung bildet aber weiterhin – wie angesichts des hohen Offenheitsgrades der deutschen Wirtschaft nicht anders zu erwarten – die lebhafte Nachfrage nach Produkten der deutschen Industrie insbesondere aus Drittländern. Aus der Erwartung, dass sich dieser Trend fortsetzt, speist sich zu einem großen Teil das hohe Maß an Zuversicht in der deutschen Wirtschaft.

Im vierten Quartal verkräftete die Konjunktur in einer solchen Konstellation ohne größeren Tempoverlust, dass die Exporte vermutlich weniger stark zugenommen haben als zuvor. Die gedrosselte Dynamik war vor allem auf den stockenden Absatz in den EWU-Partnerländern zurückzuführen. Die Lieferungen in den Nicht-EWU-Bereich expandierten hingegen weiter.

Der erneut kräftige Zuwachs der Investitionstätigkeit trug dagegen dazu bei, die durchwachsene Bilanz bei der Auslandsnachfrage aufzuwiegen. Mit Blick auf die in vielen Betrieben erreichte oder teilweise sogar überschrittene Normalauslastung der Produktionsanlagen rückt die Frage nach Kapazitätserweiterungen immer mehr in den Blickpunkt. Die Bauinvestitionen hätten den Wachstumsprozess im Herbst 2010 wohl ebenfalls unterstützt, hätte nicht der frühe Wintereinbruch die Produktion im Dezember erheblich beeinträchtigt.

Jedoch hat die kräftige konjunkturelle Aufwärtsentwicklung noch nicht zu einer Beschleunigung der Buchkreditvergabe an den Unternehmenssektor geführt. Von Bedeutung dürfte dabei allerdings vor allem gewesen sein, dass die nichtfinanziellen Unternehmen im Zuge des wirtschaftlichen Aufschwungs verstärkt auf alternative Finanzierungsquellen, insbesondere auch auf eigene Mittel, zurückgreifen konnten, und angebotsseitige Beschränkungen dürften kein Hemmnis gewesen sein.

Der private Konsum hat sich als weiteres belebendes Element der Binnennachfrage etabliert. Der moderate Zuwachs im vierten Quartal 2010 passt ins Bild einer sich langsam, aber stetig erholenden Verbrauchskonjunktur. Der Einzelhandel profitierte im Berichtszeitraum insbesondere von der Ausgabenfreude der Privathaushalte im Weihnachtsgeschäft.

Auch die Belebung am Arbeitsmarkt setzte sich im Herbst 2010 fort. Der Beschäftigungs-

zuwachs erstreckt sich inzwischen über beinahe alle Wirtschaftsbereiche. Zudem haben in großen Teilen der Industrie die effektiven Arbeitszeiten inzwischen mindestens Normalniveau erreicht. Im Verarbeitenden Gewerbe leistete ein Beschäftigter im vierten Quartal 2010 im Durchschnitt nicht mehr nennenswert weniger Stunden als während des letzten zyklischen Höchststandes im ersten Jahresviertel 2008. Die Aussichten für den Arbeitsmarkt sind den Frühindikatoren zufolge weiterhin sehr positiv. Die Zahl der offenen Stellen hat sich bis Januar 2011 saisonbereinigt weiter erhöht.

Jedoch hat sich das Preisklima in Deutschland deutlich eingetrübt. Ein wesentlicher Grund hierfür waren die im Zuge der globalen Konjunkturerholung kräftig gestiegenen Notierungen für Energie, Industrierohstoffe und Nahrungsmittel auf den Weltmärkten, die sich insbesondere auf den vorgelagerten Absatz- und Fertigungsstufen in einem verstärkten Preisanstieg niederschlugen. Dieser ist damit zu einem erheblichen Teil als Folge der Rückkehr der Preise auf ihren Vorkrisenpfad zu verstehen, was – wie bei der realwirtschaftlichen Erholung – temporär mit höheren Steigerungsraten einhergeht.

Der Ausblick stellt sich für die deutsche Wirtschaft positiv dar. Sie wird einen Gutteil des konjunkturellen Schwungs aus dem zweiten Halbjahr 2010 in das laufende Jahr mitnehmen können. Dafür sorgt der sehr lebhaftere Ordereingang aus Drittländern. Den Exporteuren kommt ihre Präsenz auf den stark expandierenden außereuropäischen Märkten zugute, zumal die konjunkturelle Erholung in

den USA zuletzt deutlich Fahrt aufgenommen hat. Die Impulse aus dem Euro-Raum werden hingegen wohl eher verhalten bleiben, und bei einer anhaltend schwachen Bestellfähigkeit aus diesem Raum wäre ein gewisser konjunktureller Tempoverlust nicht auszuschließen.

Der private Konsum dürfte die Konjunktur in den kommenden Monaten dagegen weiter unterstützen. Hierfür spricht die hohe Anschaffungsneigung der Verbraucher, die insbesondere auf sehr optimistischen Einkommenserwartungen basiert. Die Zuversicht gründet auf der Erwartung eines Fortgangs der Arbeitsmarktbelebung und der Aussicht auf spürbare Verdienstzuwächse.

Vor diesem Hintergrund haben sich die deutschen Staatsfinanzen im vergangenen Jahr günstiger entwickelt als auf dem Höhepunkt der Krise erwartet worden war. Die Lage stellt sich auch besser dar als in vielen anderen Ländern. Allerdings darf dies nicht über die erhebliche fiskalische Schieflage und den umfassenden Anpassungsbedarf hinwegtäuschen. Im Jahr 2010 waren die öffentlichen Finanzen nochmals expansiv ausgerichtet. Die gesamtstaatliche Defizitquote nahm hierdurch und auch aufgrund der Stützung von Finanzinstituten auf 3,5 % zu, obwohl die kräftige Konjunkturerholung und positive Einmaleffekte die öffentlichen Haushalte spürbar entlastet haben. Die Schuldenquote stieg auf einen neuen Höchststand von voraussichtlich deutlich über 80 %. Entscheidend für den sehr starken Anstieg waren Maßnahmen zur Finanzmarktstabilisierung, die mit einer umfangreichen Übernahme von Verbindlich-

keiten – und Risikoaktiva – in den Staatssektor verbunden waren.

Im laufenden Jahr ist ein spürbarer Rückgang der Defizitquote Richtung 2 % möglich, sofern in den Gebietskörperschaften mit dem auch haushaltsrechtlich gebotenen Defizitabbau begonnen wird und keine Abstriche an den angekündigten Konsolidierungsmaßnahmen gemacht werden. Ungeachtet des zu erwartenden Defizitrückgangs steht die Finanzpolitik auch in den Folgejahren noch vor einer umfassenden Sanierungsaufgabe, die sich in den Haushalten von Bund, Ländern und Gemeinden nachdrücklich zeigt. Das Mittelfristziel eines strukturell annähernd ausgeglichenen Haushalts ist weit entfernt. Die Schuldenquote überschreitet den 60 %-Referenzwert bereits seit 2002, und sie ist in der Krise nochmals sehr stark gestiegen. Daher sollte die bessere Entwicklung im Sinne von nationalen und europäischen Haushaltsregeln nicht dazu genutzt werden, in den Konsolidierungsbemühungen nachzulassen. Vielmehr bieten gerade die guten konjunkturellen Rahmenbedingungen eine hervorragende Gelegenheit, die Haushalte zügig und umfassend zu konsolidieren.

Vor diesem Hintergrund ist die bisherige Umsetzung der verfassungsrechtlichen Vorgaben der Schuldenbremse in Deutschland unverändert kritisch zu sehen. So wurde der Ausgangspunkt für den bis 2016 vorgeschriebenen schrittweisen Abbau der Verschuldungsobergrenze nicht an die bessere Entwicklung im letzten Jahr angepasst, sondern der wesentlich höhere Schätzwert vom vergangenen Sommer 2010 zugrunde gelegt. Dies

führt zu einem zusätzlichen Verschuldungsspielraum, der zunächst sogar noch höher ausfällt als gemäß der alten – als nicht ausreichend angesehenen – verfassungsmäßigen Vorgabe. Um der Regelungsentention der neuen Schuldenbremse gerecht zu werden und sie nicht gleich bei der ersten Anwendung in bedenklicher Weise zu übergehen und damit das Vertrauen in die Wirksamkeit der Reform zu schwächen, wäre der Abbaupfad an das nunmehr vorliegende Ergebnis 2010 anzupassen. Dies gilt auch vor dem Hintergrund der Bestrebungen, die neuen deutschen Haushaltsregeln in den Ländern der EWU als Vorbild für die Sicherung tragfähiger Staatsfinanzen zu etablieren.

In einigen Ländern der EWU ist das Vertrauen in die Solidität der Staatsfinanzen weiterhin extrem angespannt, und nach Griechenland musste auch Irland Finanzhilfen der EU, anderer Mitgliedstaaten und des IWF beantragen. Zur nachhaltigen, an den Ursachen ansetzenden Verbesserung dieser Situation sind in erster Linie die betroffenen Länder selbst gefordert. Mit finanziellen Hilfen kann aber allenfalls Zeit gekauft werden, um die erforderlichen Anpassungsprozesse zu strecken. Hierfür steht mit dem im Mai 2010 beschlossenen Euro-Rettungsschirm ein aus heutiger Perspektive ausreichendes Instrumentarium bereit.

Gleichwohl wird derzeit diskutiert, den bis 2013 befristeten Rettungsschirm durch neue Instrumente zu ergänzen. So wird mitunter gefordert, Sekundärmarktkäufe von Staatsanleihen der betroffenen Länder durch die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF)

vornehmen zu lassen. Im Ergebnis würden damit allerdings die privaten Gläubiger und die nationalen Finanzpolitiken noch stärker aus der Verantwortung entlassen und den Steuerzahlern der finanzierenden Länder weitere, möglicherweise umfangreiche Risiken aufgebürdet. In diesem Zusammenhang werden auch Anleiherückkäufe durch das Land selbst mittels zinsgünstiger Kredite der EFSF oder die Weiterreichung von durch die EFSF zu einem niedrigen Kurs erworbenen Titeln an das Schuldnerland unter dem Nominalwert vorgeschlagen. Ökonomisch wäre damit ebenso wie durch die Reduzierung der vereinbarten Zinskonditionen ein zusätzlicher zwischenstaatlicher Transfer verbunden.

Dies ist auch bei dem künftigen Krisenbewältigungsmechanismus (ESM) zu beachten. Dieser soll als Ultima Ratio die Stabilität des Euro-Währungsgebiets sichern, wenn die zur Prävention vorgesehene Härtung des Stabilitäts- und Wachstumspakts, der gezielte Ausbau eines Warnsystems im Hinblick auf gravierende, andere Mitgliedsländer beeinträchtigende gesamtwirtschaftliche Fehlentwicklungen und die Verbesserung der Finanzmarktregulierung nicht ausgereicht haben sollten. Hier haben die Finanzminister der EWU-Staaten Ende November 2010 wichtige Eckpunkte festgelegt, die im Dezember durch den Europäischen Rat bestätigt wurden. Danach wird der ESM an die aktuelle Ausgestaltung der EFSF angelehnt. Zum Schutz der Steuerzahler ist darüber hinaus unter anderem die Vorrangigkeit der Hilfskredite vorgesehen. Gegenwärtig werden Verhandlungen mit dem Ziel geführt, den Mechanismus bis März zu konkretisieren. Dabei sind – bei-

spielsweise mit Sekundärmarktkäufen, einer Ausweitung der gemeinschaftlichen Haftung (Euro-Bonds) oder einer spürbaren Absenkung der Verzinsung der Hilfskredite – auch Vorschläge in der Diskussion, die die Anreize

zu einer soliden Finanzpolitik vermindern und wichtige Grundprinzipien der Währungsunion wie Subsidiarität, finanzpolitische Eigenverantwortlichkeit und einen gegenseitigen Haftungsausschluss beeinträchtigen.