

Überblick

Deutsche Wirtschaft mit außergewöhnlich gutem Jahresauftakt

Die Weltwirtschaft, die bereits Ende 2010 die Delle des Sommerhalbjahres überwunden hatte, ist mit viel Dynamik in das neue Jahr gestartet. Die stärksten Wachstumsbeiträge kamen dabei weiterhin von den Schwellenländern. Zugleich hat die zyklische Aufwärtsbewegung im Euro-Raum wieder erheblich an Schwung gewonnen, nachdem sie im letzten Jahresviertel 2010 vor allem durch den heftigen Wintereinbruch gebremst worden war.

Weltwirtschaft

Das hohe Tempo der Weltwirtschaft zu Jahresbeginn ist umso bemerkenswerter, als auch schon vor der Naturkatastrophe in Japan einige Störfaktoren wirksam waren, die das globale Wachstum isoliert betrachtet behindert haben. Dazu zählen vor allem die politischen Unruhen in Nordafrika und im Nahen Osten, die den ohnehin kräftigen, nachfrageseitig bedingten Preisauftrieb bei Rohöl noch deutlich verstärkt haben.

Folgt man den globalen Einkaufsmanagerindizes, so hat die Weltwirtschaft zuletzt ihre Tourenzahl jedoch gedrosselt. Maßgeblich dafür dürfte neben den Ereignissen in Japan vor allem der spürbare Kaufkraftverlust auf der Verbraucherebene aufgrund der erheblich gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreise gewesen sein. Die Teuerung an den Rohstoffmärkten hat sich inzwischen aber merklich beruhigt. Vor diesem Hintergrund bleiben die Perspektiven für die Weltwirtschaft weiterhin günstig.

Finanzmärkte

Die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten wurde in den ersten Monaten des Jahres 2011 überwiegend vom positiven Konjunkturmilieu sowie von wachsenden Inflationsängsten geprägt. Beides führte zu teilweise steigenden Kapitalmarktzinsen. Die politischen Unruhen in einigen nordafrikanischen Staaten sowie das verheerende Erdbeben in Japan sorgten an den Märkten nur vorübergehend für erhöhte Unsicherheit.

Dagegen stiegen die Anleiherenditen einzelner Peripherieländer der Europäischen Währungsunion durch die sich verschärfende Schuldenkrise auf neue Rekordstände. So stellte Portugal Anfang April 2011 einen Antrag auf internationale Finanzhilfen, dem die Finanzminister des Euro-Raums am 16. Mai 2011 zugestimmt haben. Außerdem rückten erneut Zweifel am Konsolidierungspfad Griechenlands in den Fokus der Anleger. Die internationalen Aktienmärkte konnten sich diesen negativen Einflüssen weitgehend entziehen; sie verzeichneten seit Beginn des Jahres mit Ausnahme von Japan steigende Notierungen, was vor allem auf konjunkturbedingt besser als erwartet ausgefallene Unternehmensergebnisse zurückzuführen ist. An den Devisenmärkten führten vor allem die unterschiedlichen Zinserwartungen zu Verschiebungen im Wechselkursgefüge. Während der US-Dollar nachgab, konnte der Euro per saldo Kursgewinne verzeichnen.

Geldpolitik

Die anhaltende weltwirtschaftliche Dynamik und die nach wie vor äußerst expansive Geldpolitik trugen in den Wintermonaten zu einer Fortsetzung der positiven konjunkturellen Entwicklung im Euro-Raum bei. Die bislang

vorwiegend auf dem Exportwachstum basierende Erholung stärkte das Unternehmensvertrauen und lässt ein baldiges Nachziehen der Inlandsnachfrage erwarten, die dann ihrerseits zunehmend die Konjunktur stützen dürfte. Vor diesem Hintergrund und angesichts der fortgesetzten Aufwärtsbewegung der Rohstoffpreise gelangte der EZB-Rat im Verlauf des ersten Quartals zu der Einschätzung, dass die Aufwärtsrisiken für die Stabilität des Preisniveaus im Euro-Raum eine Anpassung des ausgesprochen akkommodierenden geldpolitischen Kurses erforderten. Anfang April beschloss er daher, die Leitzinsen um 25 Basispunkte anzuheben.

Im Verlauf des ersten Quartals 2011 reduzierten die Banken ihre Überschussliquidität deutlich. Dies führte einerseits dazu, dass die durchschnittlichen Tagesgeldsätze weiter anstiegen und so den Abstand zum Hauptrefinanzierungssatz verringerten. Andererseits übertrugen sich vor dem Hintergrund der Vollzuteilung in den Refinanzierungsgeschäften die nachfragebedingten Schwankungen in der Überschussliquidität auf den Tagesgeldsatz. Aus geldpolitischer Sicht war diese erhöhte Volatilität jedoch nicht kritisch, da die nachfragebedingten Gründe für die höhere Volatilität der sehr kurzfristigen Geldmarktsätze von den Marktteilnehmern verstanden wurden.

Das Wachstum der Geldmenge M3 hat sich im ersten Vierteljahr 2011 spürbar beschleunigt. Damit setzte sich der bereits seit einigen Quartalen zu beobachtende Aufwärtstrend in der monetären Grunddynamik – jenes Geldmengenwachstums, das letztlich inflations-

relevant ist – fort. Unter den Gegenposten von M3 nahmen im ersten Vierteljahr 2011 die Buchkredite an den inländischen privaten Sektor des Euro-Raums erneut stark zu. Ausschlaggebend hierfür war weiterhin das starke Wachstum der Wohnungsbaukredite. Darüber hinaus nahmen auch die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen deutlich zu, nachdem sie im Vorquartal noch merkliche Abflüsse verzeichnet hatten.

Deutschland

Die deutsche Wirtschaft ist nach dem Jahreswechsel 2010/2011 sehr kräftig gewachsen. Der ersten Berechnung des Statistischen Bundesamtes zufolge betrug der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) im ersten Vierteljahr 2011 saison- und kalenderbereinigt 1,5% gegenüber dem Vorquartal, in dem die gesamtwirtschaftliche Erzeugung wegen des kalten und schneereichen Winterwetters im Dezember mit 0,4% nur moderat zugenommen hatte. Die Produktionsausweitung wurde im Berichtszeitraum von Aufhol- und Nachholeffekten spürbar beeinflusst. Aus diesem Grund überzeichnet die BIP-Quartalsrate die konjunkturelle Grundtendenz erheblich. Gleichwohl ist der konjunkturelle Fortschritt unverkennbar. Der massive Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise wurde in den zurückliegenden zwei Jahren vollständig wettgemacht. Der von der globalen wirtschaftlichen Erholung ausgelöste Aufschwung in Deutschland hat sich inzwischen über die unmittelbar begünstigten Branchen auf die gesamte Volkswirtschaft ausgebreitet.

In vielen Branchen sind die Investitions- und Beschäftigungspläne angesichts normal aus-

gelasteter Produktionskapazitäten auf Expansion ausgerichtet. Die ausgesprochen gute Verfassung des Arbeitsmarktes fördert im Verein mit der Aussicht auf spürbare Verdienstzuwächse die Neigung der privaten Haushalte, größere Anschaffungen zu tätigen. Davon profitieren der private Konsum und der Wohnungsbau, zumal die Finanzierungsbedingungen vorteilhaft sind.

Im Export hatte sich nach dem Jahreswechsel 2010/2011 die eher verhaltene Tendenz der Vormonate zunächst fortgesetzt, ehe es im März zu einem sprunghaften Anstieg gekommen ist. Die Grundlagen für die Aufwärtstendenz sind weiter intakt, da das Wachstumstempo der Schwellenländer trotz gewisser Einbußen nach wie vor hoch und die Konjunktur in anderen wichtigen traditionellen Absatzmärkten weiterhin schwungvoll ist.

Der stärkste Schub für das Wachstum in Deutschland dürfte im ersten Quartal 2011 von den Investitionen gekommen sein. Dies lag zum einen an der Bauwirtschaft, welche die erheblichen witterungsbedingten Produktionsausfälle vom vorigen Dezember angesichts normaler Wetterverhältnisse in den Wintermonaten schnell aufholte und zudem von einer kräftig steigenden Nachfrage profitierte. Die Beschaffung beweglicher Anlagegüter dürfte ebenfalls weiter zugenommen haben.

Die expandierende Investitionstätigkeit spiegelt sich auch in den Daten zur Kreditentwicklung wider. Die Ausweitung der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen fiel in den Wintermonaten so stark aus wie zu-

letzten im vierten Quartal 2008. Dabei wurden in allen Laufzeitbereichen Zuwächse verzeichnet. Auch die unverbrieften Ausleihungen an private Haushalte entwickelten sich positiv. Insgesamt haben die Buchkredite an private Haushalte damit mittlerweile das achte Quartal in Folge Zuwächse verzeichnet.

Die moderate Aufwärtsbewegung des privaten Verbrauchs hielt wohl nach dem Jahreswechsel 2010/2011 an. Die verstärkte Teuerung auf der Verbraucherstufe hatte für sich genommen zwar einen dämpfenden Effekt auf die Kaufkraft, die Einkommenssituation der Haushalte verbesserte sich durch steigende Erwerbstätigkeit sowie die anhaltende Normalisierung der Arbeitsstunden und hohe Sonderzahlungen jedoch weiter spürbar.

Die Belebung des Arbeitsmarktes setzte sich in den ersten Monaten des Jahres 2011 fort. Wie schon im vergangenen Jahr wurden überdurchschnittlich viele sozialversicherungspflichtige Beschäftigungsverhältnisse geschaffen. Fast alle Branchen konnten die Besetzung zusätzlicher sozialversicherungspflichtiger Arbeitsplätze melden. Insbesondere im Verarbeitenden Gewerbe hat sich der Beschäftigungszuwachs zuletzt deutlich beschleunigt. Der Beschäftigungsaufbau in der Industrie dürfte an Fahrt gewonnen haben, weil die in der Krise dort stark verminderte Arbeitszeit inzwischen knapp das Vorkrisenniveau erreicht hat. Im Gegenzug setzte sich der Rückgang der Arbeitslosigkeit im ersten Quartal 2011 beschleunigt fort. Die Frühindikatoren des Arbeitsmarktes lassen auf eine anhaltende Beschäftigungsexpansion schließen. Die Zahl der bei der Bundesagentur für

Arbeit gemeldeten offenen Stellen nimmt weiter stark zu. Da die Bundesagentur für Arbeit nur einen Teil des gesamtwirtschaftlichen Stellenangebots kennt, dürfte die Zahl der Stellenangebote tatsächlich deutlich höher liegen.

Der im Wesentlichen von den internationalen Rohwarenmärkten ausgehende Preisanstieg prägte das Preisklima auch in den ersten Monaten des Jahres 2011. Dies zeigt sich besonders deutlich bei den Einfuhrpreisen. Die stark gestiegenen Rohölnotierungen wirkten sich unmittelbar auf die Verbraucherpreise für Benzin, Diesel und Heizöl aus. Davon abgesehen verlief die Preisentwicklung zwar im Großen und Ganzen in ruhigen Bahnen. Es zeigt sich aber deutlich eine langsame, wenn auch nicht immer kontinuierliche Verstärkung des Preisauftriebs bei den Komponenten, die in größerem Maß durch inländische Angebots- und Nachfragebedingungen beeinflusst werden.

Der an Breite gewinnende Aufschwung könnte die Wirtschaftsaktivität in Deutschland über längere Zeit tragen. Dafür sprechen die günstigen externen wie internen Rahmenbedingungen. Die Wachstumschancen, die aus einer zunehmenden Migration nach Deutschland erwachsen, könnten hieran einen Anteil haben. Nach dem fulminanten Start ins Jahr 2011 ist für die kommende Zeit jedoch eine gewisse Beruhigung im Expansionstempo zu erwarten.

Dass die von der Binnennachfrage ausgehenden Verstetigungstendenzen voll zur Entfaltung kommen, setzt ein spannungsfreies Um-

feld voraus. Risiken bestehen diesbezüglich, weil die Konjunktur bislang in einem gegenüber der vorherigen Erholungsphase kaum verminderten Tempo den Korridor der Normalauslastung zu durchlaufen scheint und sowohl die Geschäftserwartungen der Firmen als auch die Konjunktur- und Einkommensperspektiven der Verbraucher ungewöhnlich früh in diesem Zyklus Spitzenwerte erreicht haben. Hinzu kommt die deutliche Eintrübung des Preisklimas.

*Öffentliche
Finanzen*

Das Krisenjahr 2009, aber auch das wachstumsstarke vergangene Jahr waren durch eine expansive Finanzpolitik, hohe staatliche Defizite und den sprunghaften Anstieg der Schuldenquote auf einen neuen historischen Höchststand gekennzeichnet. Nunmehr ist aber eine spürbare Verbesserung zu erwarten, sofern die Haushaltskonsolidierung wie geplant umgesetzt wird und sich neue Belastungen aus der Finanz- und Staatsschuldenkrise in engen Grenzen halten. So könnte im laufenden Jahr die Defizitquote unter 2 % sinken, nachdem sie 2010 auf 3,3 % gestiegen war. Hierbei spielt eine deutliche strukturelle Verbesserung eine große Rolle. Aber auch die fortgesetzte Konjunkturerholung leistet einen wichtigen Beitrag. Das geringere Defizit bei einem gleichzeitig relativ hohen nominalen BIP-Zuwachs führt für sich genommen zu einem Rückgang der Schuldenquote von dem Rekordniveau des Jahres 2010. Zusätzliche Schulden ergeben sich allerdings aus den europäischen Hilfsprogrammen für andere EWU-Staaten, und im Zusammenhang mit der Stützung von deutschen Finanzinstituten sind die Unsicherheiten weiter hoch.

Im April hat die Bundesregierung ihr aktualisiertes Stabilitätsprogramm vorgelegt, das den Anpassungspfad bis zum strukturellen Ausgleich des Gesamthaushalts im Jahr 2015 aufzeigt. Zu begrüßen ist, dass gemäß den Vorgaben im Defizitverfahren gegen Deutschland die unerwartet günstigen Rahmenbedingungen nicht zu einer Aufweichung des finanzpolitischen Kurses, sondern zur Erreichung eines niedrigeren Defizitpfads genutzt werden sollen. Die durch den Ecofin-Rat im Dezember 2009 eingeräumte – bereits aus damaliger Sicht unverhältnismäßig lange – Frist bis zur Unterschreitung der 3 %-Grenze im Jahr 2013 musste damit nicht ausgeschöpft werden. Demgegenüber soll der Anpassungspfad zum Mittelfristziel wohl langsamer beschritten werden, als es der Vorgabe des präventiven Arms des europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts entspricht. Dies erscheint nicht zuletzt mit Blick auf die Bestrebungen auf der EU-Ebene bedenklich, gerade auch diesen Teil des Paktes verbindlicher zu machen.

Insgesamt ist es nun von besonderer Bedeutung, dass die günstigere Entwicklung nicht zum Anlass genommen wird, den Konsolidierungskurs vor Erreichen des Mittelfristziels zu lockern. Kurs zu halten ist aufgrund der bedenklich hohen Staatsverschuldung geboten. Dies gilt angesichts der guten konjunkturellen Lage umso mehr. Auch bleibt immer weniger Zeit, um für die anstehenden demographischen Belastungen vorzusorgen. Darüber hinaus sind mit den neuen verfassungsmäßigen Haushaltsregeln für Bund und Länder wesentlich striktere Defizitobergrenzen festgelegt worden. Bei strikteren Grenzen er-

scheint es unverzichtbar, größere Sicherheitsabstände zwischen den Defizitziele und dem zulässigen Maximalwert vorzusehen, um nicht bei einer unerwartet ungünstigen Entwicklung des BIP oder anderen negativen Schocks prozyklisch Konsolidierungsmaßnahmen ergreifen zu müssen. Auch daher ist es sehr empfehlenswert, die „guten Zeiten“ zu nutzen, um die Defizite zügiger zurückzuführen.

Sicherheitsabstände sollten allerdings nicht dadurch geschaffen werden, dass Obergrenzen durch eine problematische Auslegung gedehnt werden. Gerade dies scheint allerdings sowohl in der derzeitigen Planung des Bundes als auch in den kürzlich unterzeichneten Vereinbarungen mit den Konsolidierungshilfen empfangenden Ländern angelegt zu sein. Hier werden als Ausgangspunkt der Obergrenzen für den strukturellen Defizitabbau von 2011 bis 2016 für den Bund beziehungsweise bis 2020 für die Konsolidierungshilfsländer – entgegen der Intention der Schuldenbremse – veraltete und deutlich überhöhte Schätzwerte für das strukturelle Defizit des Jahres 2010 verwendet. Allein beim Bund ergeben sich dadurch zusätzliche Verschuldungsspielräume von kumuliert rund 50 Mrd €. Diese schlagen sich auch dann potenziell in einer höheren Verschuldung nieder, wenn sie am aktuellen Rand nicht ausgeschöpft werden, da sie später grundsätzlich über die Belastung des sogenannten Kontrollkontos herangezogen werden könnten.

Insgesamt ist die bisherige Umsetzung der neuen nationalen Haushaltsregeln damit auch weiter als kritisch einzustufen. So wäre

es angezeigt, die Obergrenzen für den Defizitabbau am Ist-Ergebnis 2010 auszurichten. Die Defizite des Bundes gemäß dem Eckwertebeschluss der Bundesregierung vom März 2011 liegen in der Nähe der so berechneten Werte. Nicht zuletzt die günstigen gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen sollten dann genutzt werden, um zügiger die ab 2016 geltenden Vorgaben der Schuldenbremse zu erreichen und dabei auch möglichst frühzeitig einen Sicherheitsabstand zu den verfassungsmäßigen Obergrenzen aufzubauen.

In zahlreichen Staaten der Europäischen Währungsunion stellt sich die Lage der Staatsfinanzen noch weitaus kritischer dar als in Deutschland, und insbesondere die Defizitquoten liegen deutlich höher. Derzeit befinden sich außer Estland und Luxemburg alle Mitgliedsländer in Verfahren wegen eines übermäßigen Defizits. Die jüngste Prognose der EU-Kommission verdeutlicht die Gefahr, dass viele Länder die europäischen Konsolidierungsvorgaben verfehlen könnten. Sowohl um die Mindestvorgabe für den strukturellen Defizitabbau zu erreichen als auch um die Frist für die Defizitkorrektur einzuhalten, sind häufig zusätzliche, über die bisher konkretisierten Maßnahmen hinausgehende Konsolidierungsanstrengungen erforderlich.

Griechenland steht vor besonderen Herausforderungen. Die Defizitquote von 10,5 % für 2010 stellt zwar eine erhebliche Verbesserung gegenüber dem Vorjahr dar, verfehlt das bei Aufstellung des Hilfsprogramms im Mai vergangenen Jahres vereinbarte Ziel von 8,1% aber deutlich. Für das laufende Jahr er-

wartet die Kommission in ihrer Frühjahrsprognose ohne zusätzliche Maßnahmen eine weitere Zielverfehlung (Defizitquote von 9,5%, anstelle von 7,5%). Durch die Hilfskredite und die zwischenzeitliche Absenkung der für sie zu entrichtenden Zinsen – die nicht zuletzt aufgrund der damit verbundenen Anreizwirkungen problematisch ist – sind die europäischen Partner in erhebliche Vorleistung getreten. Die Hilfszusagen unterliegen daher zu Recht einer strengen Konditionalität. Die griechische Regierung steht somit in der Verantwortung, den Defizitabbaupfad des Anpassungsprogramms im laufenden Jahr wieder zu erreichen, und dazu – wie vereinbart – mit bedarfsgerechten zusätzlichen Maßnahmen nachzusteuern. Eine Aufweichung der Zielvorgaben würde sowohl die Schuldentragfähigkeit Griechenlands als auch die Glaubwürdigkeit künftiger europäischer Vereinbarungen zusätzlich infrage stellen. Die für die Einhaltung des Anpassungsprogramms erforderliche umfassende und zeitnahe Konsolidierung sowie die Wirtschaftsreformen sind zweifelsohne mit erheblichen Schwierigkeiten und Härten verbunden. Sie sind aber letztlich unvermeidbar zur Wiederherstellung tragfähiger Staatsfinanzen und Voraussetzung für die Hilfszahlungen, ohne die der Anpassungspfad noch wesentlich härter ausfallen würde. Es ist perspektivisch mit Blick auf das Vertrauen in solide Staatsfinanzen in den einzelnen Mitgliedstaaten der EWU von entscheidender Bedeutung, dass die Anreize zur eigenverantwortlichen Lösung von Fiskalproblemen gestärkt werden und nicht etwa die Lastverschiebung auf Dritte als Ausweg ermöglicht wird.

Auch Portugal musste zuletzt internationale Finanzhilfen beantragen, und am 16. Mai 2011 stimmten die Finanzminister der Euro-Länder einem umfassenden Hilfsprogramm zu. Dieses sieht Finanzhilfen für drei Jahre im Umfang von 78 Mrd € vor, von denen jeweils ein Drittel vom IWF, vom EFSM und von der EFSF getragen werden. Das fiskalpolitische Anpassungsprogramm basiert dabei größtenteils auf dem im März 2011 vorgelegten Konsolidierungsplan. Es wurde allerdings darauf verzichtet, den im Mai 2010 angekündigten Defizitabbaupfad wieder zu erreichen. Die nunmehr vereinbarten fiskalischen Zielwerte sind auch unter Berücksichtigung der statistischen Revisionen für das Jahr 2010 und der eingetrübten gesamtwirtschaftlichen Perspektiven weniger ambitioniert als der vorherige Abbaupfad. Eine strikte Einhaltung der Vorgaben ist angesichts der prekären staatlichen Haushaltslage, der strukturellen Versäumnisse in der Vergangenheit und der besonderen Anforderungen, die Voraussetzung für Hilfsprogramme sind, unabdingbar.

In Irland hält die neue Regierung zwar an dem vereinbarten Ziel fest, die Defizitquote bis 2015 wieder unter die 3%-Grenze zu senken. Die dazu notwendigen Maßnahmen wurden aber erst für das laufende Jahr vollständig beschlossen. Weitere Teile bedürfen noch der Konkretisierung in den Haushaltsplänen für die kommenden Jahre. Risiken für die Finanzplanung ergeben sich aus einer schwächeren Wirtschaftsentwicklung. Gravierender sind aber weitere potenzielle Belastungen aus der Restrukturierung des irischen Bankensektors.