

Überblick

Erwartete Abschwächung der deutschen Konjunktur im Frühjahr bei weiterhin positiver Grundtendenz

Die Weltwirtschaft war durch eine gedämpfte Entwicklung im zweiten Quartal gekennzeichnet. Allerdings trugen hierzu auch in erheblichem Maße temporäre Faktoren bei, die die grundsätzlich weiter vorhandene positive Grunddynamik vorübergehend überdeckt hatten. Diese kurzfristigen Belastungsfaktoren haben aber zuletzt spürbar an Einfluss verloren. So konnten die Störungen der Produktionsabläufe in Japan, die nach der Naturkatastrophe Mitte März vor allem im Fahrzeugbau aufgetreten waren, mittlerweile größtenteils beseitigt werden. Spürbar belastet wurde die Weltkonjunktur zudem durch den beträchtlichen Kaufkraftverlust aufgrund der Preissteigerungen bei Energie- und Nahrungsmitteln im Winterhalbjahr 2010/2011 und zum Frühjahrsbeginn. Beide Effekte haben auch zu dem gedämpften Konjunkturverlauf in den USA erheblich beigetragen.

Weltwirtschaft

Neben den genannten vorübergehenden Behinderungen des globalen Aufschwungs gab es jedoch auch länger wirkende Einflüsse. Dazu zählen merkliche Zinsanhebungen und sonstige, die geldpolitisch expansive Ausrichtung reduzierende Maßnahmen der Notenbanken, mit denen in den Schwellenländern der Gefahr von Zweitrundeneffekten im Hinblick auf die Preisentwicklung entgegengetreten wurde. In einigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften haben erforderliche Konsolidierungsanstrengungen einen dämpfenden Effekt.

Alles in allem spricht nach wie vor vieles für einen intakten weltwirtschaftlichen Aufschwung und ein robustes globales Wachstum im kommenden Jahr. Allerdings sind zweifelsohne auch Risiken nicht zuletzt im Zusammenhang mit Vertrauensverlusten in langfristig tragfähige Staatsfinanzen in einigen Ländern vorhanden.

Finanzmärkte

Die Aufmerksamkeit der Finanzmarktteilnehmer richtete sich neben der konjunkturellen Abschwächung der Weltwirtschaft mehr und mehr auf die hohe Staatsverschuldung entwickelter Länder. Mit Blick auf Europa entlastete die Märkte nur kurzfristig, dass die Zahlungsfähigkeit Griechenlands durch ein weiteres, Mitte Juli durch die Staats- und Regierungschefs beschlossenes Rettungspaket abgesichert werden soll. Anfang August verschlechterte sich die Situation an den Finanzmärkten nochmals. Vor dem Hintergrund einer heftigen parlamentarischen Diskussion darüber, ob die gesetzlich vorgesehene Schuldenobergrenze angehoben werden sollte, wurden die USA von einer Ratingagentur – zum ersten Mal – in ihrer Bonität herabgestuft. Gleichzeitig zogen in der Währungsunion neben spanischen Renditen nun auch die Renditen des hoch verschuldeten Italiens spürbar an. In diesem Umfeld gingen die Aktienkurse weltweit stark zurück, und die Renditen von Staatsanleihen in den größten Industrieländern gaben infolge von „Safe haven“-Zuflüssen deutlich nach.

Die Verunsicherung der Marktteilnehmer hinsichtlich der wirtschaftlichen Entwicklung beiderseits des Atlantiks resultierte in spürbaren Schwankungen des Euro-Dollar-Kurses

und in Verlusten beider Währungen gegenüber dem Yen und insbesondere dem Schweizer Franken.

Vor dem Hintergrund der sich ausweitenden Staatsschuldenkrise und der damit einhergehenden Unsicherheit an den Finanzmärkten steht die Geldpolitik des Eurosystems vor der Herausforderung, im Rahmen ihres Mandats zum einen die erhöhte Liquiditätsnachfrage der Banken zu bedienen und zum anderen den Gefahren für die Preisstabilität adäquat und zeitgerecht zu begegnen. Die Trennung zwischen liquiditätsbereitstellenden Maßnahmen einerseits und dem sich in Zinsentscheidungen ausdrückenden geldpolitischen Kurs andererseits hat sich dabei erneut als zweckmäßig erwiesen.

Die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex gemessene Teuerungsrate lag in den Frühjahrsmonaten weiterhin deutlich über 2%, was vor allem auf die Entwicklung der Energie- und Rohstoffpreise zurückzuführen war. Um den daraus auf mittlere Sicht resultierenden Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität entgegenzuwirken und die Verankerung der Inflationserwartungen auf dem mit Preisstabilität zu vereinbarenden Niveau zu gewährleisten, entschied der EZB-Rat im Juli, dass nach der Leitzinserhöhung im April eine weitere Straffung des akkommodierenden geldpolitischen Kurses erforderlich sei.

Zu Beginn des zweiten Quartals 2011 setzten die Banken den Anfang des Jahres begonnenen Abbau ihrer Überschussliquidität zunächst fort. Diese zwischenzeitliche Beruhigung des Geldmarkts fand jedoch mit der

Geldpolitik

wachsenden Unsicherheit an den Finanzmärkten Mitte Juni vorerst ein Ende. Seither hat die rasch zunehmende Mittelaufnahme der Banken beim Eurosystem die Überschussliquidität im Bankensystem auf ein Volumen anwachsen lassen, das zuletzt im vierten Quartal 2010 beobachtet worden war. Zusätzlich sind die Banken wieder verstärkt dazu übergegangen, ihre Mindestreserveverpflichtung frühzeitig in der Reserveperiode zu erfüllen (Frontloading). Im Ergebnis wiesen die Geldmarktsätze daher zunehmend wieder das für eine Situation reichlicher Überschussliquidität typische fallende Muster im Verlauf einer Mindestreserveverfüllungsperiode auf.

Angesichts der erneuten Spannungen an einigen Finanzmärkten des Euro-Währungsgebiets beschloss der EZB-Rat Anfang August, die Vollzuteilung in allen Refinanzierungsgeschäften so lange wie erforderlich, mindestens jedoch bis Ende 2011 beizubehalten und einmalig über ein zusätzliches Refinanzierungsgeschäft Anfang August Liquidität für rund sechs Monate bereitzustellen. Unter dem Eindruck der Ausweitung der Staatsschuldenkrise auf weitere Mitgliedsländer der Währungsunion reaktivierte der EZB-Rat zudem das Programm für die Wertpapiermärkte. Er begründete es mit der Wiederherstellung einer besseren Transmission der geldpolitischen Beschlüsse.

Der seit dem Frühjahr 2010 anhaltende Anstieg der Geldmenge M3 hat sich auch im zweiten Vierteljahr 2011 fortgesetzt, wobei die Zunahme moderat blieb. Unter den Gegenposten zu M3 wurden die Buchkredite an den inländischen Privatsektor erneut aus-

geweitet, wenngleich etwas langsamer als im Vorquartal. Dabei ging in sektoraler Betrachtung das Wachstum zu gleichen Teilen auf eine Ausdehnung der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte zurück.

Der Aufschwung der deutschen Wirtschaft hat sich im zweiten Quartal 2011 erwartungsgemäß in verhaltenem Tempo fortgesetzt. Nach der ersten Schätzung des Statistischen Bundesamtes stieg das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) saison- und kalenderbereinigt um 0,1% gegenüber dem ersten Vierteljahr, in dem die Wirtschaftsleistung mit 1,3% sehr kräftig ausgeweitet worden war. Diese Wachstumsrate entspricht der Prognose der Bundesbank aus dem Juni. Das volatile Verlaufsbild im ersten Halbjahr ist vor dem Hintergrund der witterungsbedingten Produktionsausfälle am Ende des vergangenen Jahres zu sehen. Die dadurch ausgelösten, in Teilbereichen der Wirtschaft recht kräftigen Nachholeffekte hatten zu einer erhöhten Erzeugung vor allem in den Wintermonaten geführt.

Das geringe Wachstum im zweiten Quartal ist somit für sich genommen noch kein Beleg, dass die deutsche Konjunktur wegen der absehbaren Abschwächung der Auslandsnachfrage und der gestiegenen Unsicherheit an Festigkeit eingebüßt hätte.

Die deutschen Unternehmen haben im zweiten Quartal den Auslandsabsatz erneut gesteigert. In realer Rechnung fiel der Anstieg im zweiten Quartal kaum geringer als in der Vorperiode aus; die Wareneinfuhren sind im

Deutschland

Frühjahr real sogar noch kräftiger als im Winter gewachsen. Vom Importsog der deutschen Wirtschaft profitierten einmal mehr die Anbieter in den EWU-Partnerländern. Die Schrittmacherfunktion der hiesigen Konjunktur für den gesamten Euro-Raum ist demnach bis zum aktuellen Rand intakt geblieben.

Die expansiv ausgerichteten Investitionen der Unternehmen waren hierzulande ein Hauptträger der Konjunktur. Vor allem Ersatz und Aufstockung im Bereich des Maschinenparks und anderer Ausrüstungsgüter standen auf dem Programm. Wenngleich die Geschäftserwartungen zuletzt nicht mehr ganz so optimistisch eingeschätzt worden sind, haben große Teile der Wirtschaft angesichts des gegenwärtig hohen Nutzungsgrades der Sachanlagen die Erweiterung ihrer Produktionskapazitäten vorangetrieben. Hierfür dürfte das weiterhin vorteilhafte Investitionsumfeld verantwortlich gewesen sein, das unter anderem durch eine positive Ertragsentwicklung sowie günstige externe Finanzierungsbedingungen gekennzeichnet ist.

Die Verbrauchskonjunktur hat in den vergangenen Monaten trotz der günstigen Konjunktur- und Arbeitsmarktlage in Deutschland wohl unter dem eingetrübten Preisklima gelitten. So könnte das zu Frühjahrsbeginn erreichte hohe Niveau der stark wahrgenommenen Kraftstoffpreise die Konsumneigung der privaten Haushalte beeinträchtigt haben.

Die Belebung des Arbeitsmarktes setzte sich im Frühjahr 2011 fort. Hauptstütze der günstigen Beschäftigungsentwicklung war erneut die Zunahme sozialversicherungspflichtiger

Arbeitsplätze. Die Arbeitslosigkeit hat sich im Frühjahr weiter deutlich verringert. Die amtliche Statistik dürfte die konjunkturelle Entlastungswirkung angesichts der Einschränkungen der aktiven Arbeitsmarktpolitik unterzeichnen. So sank die gesamte Unterbeschäftigung binnen Jahresfrist doppelt so stark wie die registrierte Arbeitslosigkeit. Die vorliegenden Frühindikatoren deuten darauf hin, dass sich die günstige Arbeitsmarktentwicklung in näherer Zukunft fortsetzen wird, wenngleich eine etwas moderatere Gangart wahrscheinlich ist.

Die angesichts der überaus günstigen Arbeitsmarktlage im Vergleich zum Vorjahr höheren Tarifabschlüsse des Jahres 2011 wirken sich allmählich auf das Niveau der gesamtwirtschaftlichen Tarifentgelte aus. Und die Effektivverdienste dürften aufgrund der wie schon in den Vorperioden höheren effektiven Arbeitszeit stärker als die Tarifverdienste gestiegen sein.

Die Preise auf den verschiedenen Wirtschaftsstufen sind im Verlauf des zweiten Quartals jedoch entweder gesunken oder ihr Anstieg hat sich abgeflacht. Darin spiegeln sich vor allem die rückläufigen Rohölpreise wider. Und auch auf der Verbraucherstufe wurde der Preisanstieg im Verlauf des Frühjahrs durch weniger teure Mineralölprodukte gebremst. Im Mittel der Frühjahrsmonate stiegen die Verbraucherpreise gleichwohl an. In der nächsten Zeit dürfte sich der Preisauftrieb bei den von der inländischen Kostenseite bestimmten Komponenten langsam weiter verstärken. Die Belastungen für die Verbraucher sollten sich aber in Grenzen halten, wenn die

Rohölnotierungen nicht wieder deutlich anziehen.

Die Stimmung der Verbraucher befindet sich weiterhin auf hohem Niveau. Sofern die Unsicherheit im Rahmen bleibt, bestehen Chancen, dass die überaus erfreulichen Arbeitsmarktperspektiven und bereits realisierte oder absehbare Lohnzuwächse für das Konsumklima in Deutschland weiterhin bestimmend sind.

Die konjunkturelle Grundtendenz der deutschen Wirtschaft bleibt aus derzeitiger Sicht in der zweiten Jahreshälfte weiter aufwärtsgerichtet, dürfte sich aber etwas verlangsamten. Dafür spricht, dass die zuvor außerordentlich optimistischen Erwartungen der Unternehmen merklich zurückgenommen wurden und auch der Auftragsfluss – von Großbestellungen abgesehen – an Dynamik eingebüßt hat. Hinzu kommt eine Reihe globaler Risikofaktoren wie die Unsicherheit über den weiteren Fortgang der US-Wirtschaft oder mögliche zyklische Ermüdungstendenzen in den Schwellenländern. Von der zunehmenden Nervosität an den weltweiten Finanzmärkten und der andauernden Staatsschuldenproblematik könnten außerdem negative Vertrauenseffekte ausgehen. Dem weniger günstigen außenwirtschaftlichen Umfeld steht die noch immer sehr gefestigte Binnenkonjunktur gegenüber, die sich insbesondere aus der hohen Investitionsbereitschaft der Unternehmen, der in den letzten Monaten kräftig gestiegenen Nachfrage im Wohnungsbau und den vorteilhaften Arbeitsmarktperspektiven speist. Darüber hinaus dürfte ein Wachstum weitgehend entlang des

Potenzialpfads, wie es sich zurzeit abzeichnet, der Gefahr zunehmender Verspannungen und Knappheitstendenzen im Inland entgegenwirken. Insgesamt ist vor diesem Hintergrund für das Gesamtjahr unverändert eine Zuwachsrate des realen BIP in einer Größenordnung von 3% zu erwarten.

Nachdem sich die deutschen Staatsfinanzen in den vergangenen beiden Jahren stark verschlechtert haben, ist für das laufende Jahr ein deutlicher Rückgang der Defizitquote zu erwarten, sofern sich neue Belastungen aus der Finanz- und Staatsschuldenkrise in engen Grenzen halten. Der zuletzt von der Bundesregierung erwartete Wert von 1½% erscheint durchaus erreichbar. Dabei unterstützt die konjunkturelle Entwicklung den Defizitabbau erheblich. Bei dem relativ hohen nominalen Zuwachs des BIP führt das niedrigere Defizit für sich genommen zu einem merklichen Rückgang der Schuldenquote, die im vergangenen Jahr einen Rekordwert erreichte.

Für das kommende Jahr ist aus heutiger Sicht ein fortgesetzter, aber verlangsamter Defizitrückgang angelegt. Die gegenüber den Vorjahren sinkenden Defizite dürfen aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Konsolidierungsaufgabe noch keinesfalls abgeschlossen ist. Selbst im Konjunkturaufschwung wird das Defizit noch beträchtlich sein. Zudem ist die Schuldenquote sehr hoch, und schon bald werden die öffentlichen Haushalte durch die demographische Entwicklung zusätzlich unter Druck geraten. Daher sollte das mittelfristige Ziel eines strukturell annähernd ausgeglichenen Haushalts schnell erreicht und darüber hinaus unter konjunkturell günstigen

*Öffentliche
Finanzen*

Bedingungen ein Überschuss erzielt werden. Abgabensenkungen ohne volle Gegenfinanzierung sind hingegen vor diesem Hintergrund nicht angezeigt. Sie würden die durch die nationale Schuldenbremse vorgegebene Konsolidierung beim Bund und bei den Ländern verzögern, und es bestünde die Gefahr, dass die derzeit günstigen Konsolidierungsbedingungen verpasst werden. Angesichts der europäischen Diskussion über die Einführung von nationalen Schuldenbremsen kommt der stringenten Umsetzung der deutschen Regeln beim Bund und den Ländern besondere Bedeutung zu. Hier sollte auf eine weiche Auslegung und Nutzung von Umgehungsmöglichkeiten verzichtet werden.

Die Staatsschuldenkrise in einigen Mitgliedstaaten verdeutlicht nachdrücklich die große Bedeutung solider Staatsfinanzen für eine stabilitätsorientierte Währungsunion. Am 21. Juli 2011 wurden von den Staats- und Regierungschefs des Euro-Währungsgebiets und den EU-Organen weitere Beschlüsse zur Eindämmung der Krise getroffen. Es wurde entschieden, den Instrumentenkasten der EFSF und des ESM deutlich auszuweiten. So sollen sie auf der Grundlage eines vorsorglichen Programms tätig werden können, Darlehen zur Rekapitalisierung von Finanzinstituten auch an Nicht-Programmländer vergeben dürfen und die Möglichkeit erhalten, an den Sekundärmärkten für Staatsanleihen zu intervenieren. Weiterhin soll aber gelten, dass Hilfen nur aktiviert werden dürfen, um im Sinne einer Ultima Ratio eine unmittelbare Gefahr für die Stabilität des Euro-Währungsgebiets insgesamt abzuwehren, und dass die Finanzhilfen strengen Auflagen unterliegen

müssen. Darüber hinaus werden die Hilfen für Griechenland erheblich ausgeweitet, indem ein bis Ende 2014 laufendes weiteres Hilfsprogramm im Umfang von 109 Mrd € angekündigt wurde. Private Gläubiger sollen zur Finanzierung beitragen, wobei ihre Forderungen gleichzeitig durch die Hilfe gebenden Staaten teilweise abgesichert werden. Die Laufzeit künftiger Hilfskredite der EFSF an Griechenland, Portugal und Irland wurde auf 15 bis 30 Jahre verlängert; und es wurde insbesondere auf Zinsaufschläge auf die Refinanzierungskosten der EFSF weitgehend verzichtet.

Mit den jüngsten Beschlüssen werden umfangreiche zusätzliche Risiken auf die Hilfe leistenden Länder und deren Steuerzahler verlagert, und es wird ein großer Schritt hin zu einer Vergemeinschaftung von Risiken im Falle unsolider Staatsfinanzen und gesamtwirtschaftlicher Fehlentwicklungen in einzelnen EWU-Staaten gegangen. Dies schwächt die Grundlagen der auf fiskalischer Eigenverantwortung und Disziplinierung durch die Kapitalmärkte bauenden Währungsunion, ohne dass im Gegenzug die Kontroll- und Einflussmöglichkeiten auf die nationalen Finanzpolitiken spürbar verstärkt werden. Insgesamt droht der ursprünglich vereinbarte institutionelle Rahmen der Währungsunion zunehmend an Konsistenz zu verlieren: Die Finanzpolitik wird weiter durch demokratisch legitimierte Parlamente auf nationaler Ebene festgelegt. Daraus resultierende Risiken und Belastungen werden aber in stärkerem Maße durch die Gemeinschaft und insbesondere die finanzstarken Länder aufgefangen, ohne dass dem konkrete Eingriffsmöglichkeiten in die

Souveränität der nationalen Finanzpolitiken gegenüberstehen. Eine umfassende Änderung der europäischen Verträge im Hinblick auf eine demokratisch legitimierte Weisungsbefugnis einer zentralen Ebene gegenüber der nationalen Haushaltspolitik zeichnet sich gegenwärtig nicht ab. Damit besteht die Gefahr, dass die Verschuldungsneigung der EWU-Staaten eher noch zunimmt und die gemeinsame Geldpolitik verstärktem Druck zu

einer lockeren Ausrichtung ausgesetzt wird. Wenn kein grundsätzlicher Regimewechsel mit weitgehender Aufgabe der nationalen fiskalischen Souveränität vollzogen werden soll, wird es entscheidend sein, den immer noch vertraglich vorgeschriebenen Haftungsausschluss und die damit zusammenhängende Disziplinierung über die Kapitalmärkte nicht vollständig zu entkernen, sondern im Gegenteil wieder zu kräftigen.