

Überblick

Deutsche Wirtschaft in temporärer Schwächephase

Weltwirtschaft

Die Weltwirtschaft hat sich im vergangenen Jahr angesichts zahlreicher Schocks als durchaus robust erwiesen. Im vierten Quartal ist der globale Aufschwung aber ins Stocken geraten. Dahinter stand vor allem eine regional breit angelegte konjunkturelle Abschwächung, nicht zuletzt in den Schwellenländern, in denen im Verlauf von 2011 die Geldpolitik angesichts der erkennbaren konjunkturellen Überhitzungserscheinungen merklich gestrafft wurde. Im Euro-Raum hat die Verschärfung der Staatsschuldenkrise die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den betroffenen Ländern stark in Mitleidenschaft gezogen. Die dämpfenden Einflüsse haben inzwischen über den Handels- und Vertrauenskanal auch auf andere EWU-Staaten ausgestrahlt. Die negativen Effekte auf Drittstaaten sind jedoch differenziert zu sehen. Insbesondere für die US-Wirtschaft dürften sie relativ gering gewesen sein.

Die kurzfristigen konjunkturellen Perspektiven der Weltwirtschaft haben sich zuletzt wieder aufgehellt. Dieses positivere Umfeld sollte erhalten bleiben, wenn sich die Staatsschuldenkrise in Europa oder die Lage an den Ölmärkten in naher Zukunft nicht weiter spürbar verschärfen. Konjunkturumfragen bei Unternehmen und privaten Haushalten fielen zuletzt vielfach nur noch wenig ungünstiger aus oder tendierten schon wieder nach oben. Zudem deutet die merkliche Kurserholung an den Aktienmärkten auf einen zunehmenden Konjunkturoptimismus hin. Hierbei spielt auch eine Rolle, dass die Geldpolitik in einigen Industrieländern bis auf Weiteres stark expansiv ausgerichtet bleiben wird und in den Schwellenländern ihren straffen Kurs schon gelockert hat oder voraussichtlich noch lockern wird. Insgesamt scheinen manche aktuellen Prognosen internationaler Organisationen als zu pessimistisch.

Unterschiedliche und wechselhafte Konjunkturerwartungen bestimmten auch das Geschehen an den Finanzmärkten. Zuletzt ist aber mit den aufgehellten konjunkturellen Aussichten die Risikoscheu unter den Marktteilnehmern etwas abgeklungen. Zu dieser Entwicklung haben auch die Gipfelbeschlüsse der Staats- und Regierungschefs der EU sowie die Ankündigungen der neuen italienischen und spanischen Regierungen, Konsolidierungs- und Reformmaßnahmen zu ergreifen, beigetragen. Dem stand nicht entgegen, dass Ratingagenturen erstmals auch die Kreditwürdigkeit bislang erstklassiger Schuldner, wie Österreich und Frankreich, in ihrer Bonität herabgestuft haben. Stützend für das Vertrauen an den Finanzmärkten wirkten zudem die geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rats und die Ankündigung der US-amerikanischen Notenbank, den maßgeblichen geldpolitischen Zinssatz bis 2014 auf niedrigem Niveau zu halten. Insgesamt kam es vor allem seit Jahresbeginn zu erheblichen Kursgewinnen an den Aktienmärkten, während sich die Renditen von Bundesanleihen und US-Treasuries in dem Spannungsfeld zwischen „Safe haven“-Flüssen und wechselnden Konjunktüreinschätzungen in vergleichsweise engen Bändern bewegten.

Finanzmärkte

Die Eintrübung des gesamtwirtschaftlichen Ausblicks und deren Konsequenzen für die Inflationsaussichten veranlassten den EZB-Rat, die im April und Juli beschlossenen Zinserhöhungen in den Herbstmonaten in zwei Schritten wieder rückgängig zu machen. Ferner wurde der Mindestreservesatz mit Wirkung vom 18. Januar 2012 von 2% auf 1% abgesenkt.

Geldpolitik

Die wachsenden Spannungen an den Finanzmärkten und die Schwierigkeiten der Banken in einigen Mitgliedstaaten, sich am Markt zu refinanzieren, veranlassten den EZB-Rat zudem zur Einführung weiterer geldpolitischer Sondermaßnahmen. Diese sollen letztlich dazu dienen,

die Kreditvergabe des Bankensektors an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von möglichen zu starken Auswirkungen der Verwerfungen an den Finanzmärkten abzuschirmen. So wurde Anfang Oktober beschlossen, den Refinanzierungsproblemen der Banken im längerfristigen Bereich durch eine zweite Auflage des Programms zum Ankauf gedeckter Bankschuldverschreibungen (CBPP2) entgegenzuwirken. Zudem beschloss der EZB-Rat, zwei zusätzliche längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit Laufzeiten von 12 beziehungsweise 13 Monaten anzubieten. Im Dezember wurde erstmalig Zentralbankliquidität in zwei Geschäften für die Dauer von drei Jahren zur Verfügung gestellt. Die Geschäfte werden als Mengentender mit Vollzuteilung ausgeschrieben. Die Verzinsung ist an den Hauptrefinanzierungssatz indexiert, und auch diese Geschäfte erfordern – wie die regulären Hauptrefinanzierungsgeschäfte – ausreichende Sicherheiten der Geschäftspartner. Das erste Dreijahresgeschäft wurde am 21. Dezember 2011 durchgeführt. Mit 489,2 Mrd € erreichte die Zuteilungssumme ein Rekordniveau.

Zusätzlich wurden Anfang Dezember eine Reihe von Maßnahmen zur Erweiterung des Sicherheitenrahmens beschlossen. Diese können auf Antrag einzelner Notenbanken vorgenommen werden und unterliegen nicht der Risikoteilung. Die Bundesbank sieht keine Notwendigkeit solcher Maßnahmen für die Liquiditätsbereitstellung in Deutschland. So ist die Liquiditätsausstattung des deutschen Bankensystems durch Mittelzuflüsse aus anderen Ländern der EWU gegenwärtig überaus generös. Dies zeigt sich nicht zuletzt an der starken Inanspruchnahme der Einlagefazilität durch die deutschen Kreditinstitute. Hinter den erheblichen Mittelzuflüssen der vergangenen Monate verbergen sich die weiterhin bestehenden Störungen am Interbankenmarkt. Spiegelbild dieses gestörten Vertrauens und der zu beobachtenden Zuflüsse nach Deutschland ist die sprunghafte Zunahme der Forderungen der Bundesbank im Rahmen des TARGET2-Zahlungssystems.

Infolge der starken Inanspruchnahme des ersten Dreijahresgeschäfts erreichte die Überschussliquidität im Bankensystem im Durchschnitt der von Mitte Dezember 2011 bis Mitte Januar 2012 andauernden Reserveperiode ein neues Rekordniveau. Dagegen hat sich das Wachstum der Geldmenge M3 im letzten Vierteljahr 2011 stark abgeschwächt. Bei den spürbaren Abflüssen aus vielen Teilkomponenten von M3 handelte es sich vielfach um Gegenbewegungen zu den starken unsicherheitsbedingten Zuflüssen der Sommermonate. Gedämpft wurde die monetäre Entwicklung aber auch durch eine schwache Dynamik der Kredite an den inländischen Privatsektor. Ihre annualisierte und saisonbereinigte Dreimonatsrate erreichte Ende Dezember den niedrigsten Wert seit Sommer 2009. Dabei wurden insbesondere die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen abgebaut.

Der Aufschwung der deutschen Wirtschaft ist im Herbst 2011 ins Stocken geraten. Der Schnellschätzung des Statistischen Bundesamtes zufolge ging das reale Bruttoinlandsprodukt im letzten Jahresviertel saison- und kalenderbereinigt um 0,2% gegenüber dem Vorquartal zurück. Die konjunkturelle Delle, die sich bereits seit einigen Monaten abgezeichnet hatte, wurde durch die Verlangsamung der globalen Wirtschaftsentwicklung im Verein mit realwirtschaftlichen Belastungen im Euro-Raum hervorgerufen.

Viele Unternehmen haben das Nachlassen der Nachfrage insbesondere aus dem Ausland in den vergangenen Monaten registriert und bei den kurzfristigen Dispositionen Anpassungen vorgenommen. So wurden der Vorleistungsbezug eingeschränkt und verschiedentlich wohl auch die Umsetzung aufschiebbarer Investitionen zurückgestellt. Insgesamt dürften mittel- bis langfristig wirkende Unternehmensentscheidungen bislang jedoch kaum auf den Prüfstand gestellt worden sein, da die Störeinflüsse verbreitet als vorübergehend eingestuft worden sind.

*Deutsche
Wirtschaft*

Die Verlangsamung der Weltkonjunktur hinterließ im letzten Quartal 2011 deutliche Spuren in der Exportbilanz der deutschen Unternehmen. Die Warenlieferungen an ausländische Geschäftspartner sind im Berichtszeitraum erstmals seit Beginn der Erholung Mitte 2009 saisonbereinigt zurückgegangen. Die Dämpfungseffekte kamen vor allem aus dem Euro-Raum. Die Importe haben im vierten Quartal 2011 in Reaktion auf die gebremste Produktions- und Nachfrageentwicklung ihren Schwung vollständig eingebüßt.

Im Einklang mit der schwachen Importtätigkeit dürfte auch der private Verbrauch im vierten Quartal 2011 das erhöhte Niveau vom Sommer nicht gehalten haben. Eine erhöhte Konsumneigung der privaten Haushalte verspürten die Einzelhändler wohl aber im Weihnachtsgeschäft. So beurteilten diese ihre Geschäftslage dem ifo Konjunkturtest zufolge im Dezember deutlich besser als in den Vormonaten und auch im nachfolgenden Januar.

Die gute Stimmung der privaten Haushalte ist ein wesentlicher Impulsgeber für den Wohnungsbau. Entgeltzuwächse und das als gering wahrgenommene Arbeitsplatzrisiko haben zusammen mit den nach wie vor äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen dazu geführt, dass der Kauf von Immobilien attraktiver wird. Die verbesserten Einkommensperspektiven beflügeln zudem den Mietwohnungsmarkt, von dem sich die Kapitalanleger gegenwärtig offensichtlich primär Realwertstabilität erwarten.

Die konjunkturelle Aufwärtsbewegung der Ausrüstungsinvestitionen hingegen wurde zum Jahresende 2011 wohl unterbrochen. Dahinter stand zum Teil das Bestreben der Industrie, mit Erweiterungen des Maschinenparks zu warten, bis wieder mehr Klarheit hinsichtlich der Geschäftsperspektiven besteht.

Der Arbeitsmarkt in Deutschland ist ungeachtet der temporären konjunkturellen Eintrübung weiter auf Expansionskurs. Die Beschäftigung stieg im letzten Vierteljahr 2011 weiter deutlich

an. Die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung entwickelte sich erneut etwas besser als die Erwerbstätigkeit insgesamt. Die Beschäftigungsexpansion ging mit einer vermehrten Zuwanderung von Personen aus den acht mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten einher, für die seit Mai 2011 die vollständige Arbeitnehmerfreizügigkeit gilt. Die Wanderungsgewinne sind aber nicht allein auf die Effekte der vollständigen Gewährung der Arbeitnehmerfreizügigkeit gegenüber den Staatsangehörigen dieser Länder zurückzuführen. Etwa ein Zehntel der Nettozuwanderung kam aus Griechenland, Italien, Spanien und Portugal. Ein Jahr zuvor waren die Migrationssalden gegenüber diesen Ländern noch mehr oder weniger ausgeglichen gewesen.

Die insgesamt gute Konjunktur des vergangenen Jahres hat sich in der Verdienstentwicklung der Beschäftigten deutlich niedergeschlagen. Im vergangenen Jahr sind die Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer so stark wie seit 1993 nicht mehr gestiegen. Dazu trugen zum einen Tarifabschlüsse mit höheren tabellenwirksamen Entgeltsteigerungen bei. Zum anderen gewährten die Arbeitgeber auf freiwilliger Basis teilweise erhebliche Sondervergütungen und Prämienzahlungen. Für das laufende Jahr deutet sich eine Akzentverschiebung in Richtung höherer Tarifsteigerungen bei reduzierter Lohn-drift an.

Bei der Entwicklung der Preise auf der Verbraucherstufe machte sich im Schlussquartal 2011 der kräftige Anstieg der Energiepreise bemerkbar. Und auch in der Rate ohne Energie zeigt sich eine leichte Beschleunigung des Preisauftriebs. Unter der Annahme einer Verringerung des Preisauftriebs bei den Energiepreisen sollte sich die Vorjahrsrate vom gegenwärtigen Niveau aus jedoch über die nächsten Monate hinweg in der Tendenz ermäßigen.

Die Aussichten für die deutsche Wirtschaft haben sich zuletzt wieder spürbar aufgehellt, wobei Risiken aus der Staatsschuldenkrise weiterhin vorhanden sind. Im ersten Quartal 2012

werden die außenwirtschaftlichen Bremsfaktoren die Produktion zwar nochmals belasten. Ab dem Frühjahr könnten die zyklischen Auftriebskräfte aber wieder die Oberhand gewinnen. Die bereits der Dezemberprojektion zugrunde liegende Annahme einer recht zügigen Wiederaufnahme des Wachstumsprozesses ist aus heutiger Sicht wahrscheinlicher geworden. Die lebhaftere Baunachfrage wird der Konjunktur auf absehbare Zeit kräftige Impulse verleihen. Dies gilt auch für die Wintermonate – es sei denn, die Witterung sorgt für längere Produktionsunterbrechungen. In diesem Fall wäre aber mit beträchtlichen Nachholeffekten im Frühjahr zu rechnen. Der private Konsum wird die Konjunktur weiter unterstützen. Ausschlaggebend hierfür ist die anhaltend gute Stimmung der Verbraucher. Einkommensrisiken scheinen aus ihrer Sicht gegenwärtig nur in begrenztem Umfang zu bestehen. Dadurch rücken Sparmotive in den Hintergrund. Die Geldpolitik wird weiter sehr expansiv wirken, und die reichliche Liquidität sorgt für ein sehr niedriges Zinsumfeld.

Öffentliche Finanzen

Die deutschen Staatsfinanzen haben sich im vergangenen Jahr verbessert. Die Defizitquote ging von 4,3% auf 1,0% zurück. Ausschlaggebend waren entfallende Finanzmarktstützungsmaßnahmen, der günstige Konjunkturfaktor sowie darüber hinausgehende Haushaltsentlastungen bei den Steuereinnahmen und den arbeitsmarktbedingten Ausgaben.

Im laufenden Jahr dürfte die Defizitquote dagegen aus heutiger Sicht annähernd unverändert bleiben. Bei einer begrenzten konjunkturellen Abschwächung dürfte – ohne größere zusätzliche Belastungen aus der Finanz- und Staatsschuldenkrise – eine leichte strukturelle Verbesserung zu verzeichnen sein. Die Konsolidierungsambitionen in Deutschland sind insofern sehr begrenzt, und die teilweise auf internationaler Ebene geäußerte Forderung nach einer Kurslockerung erscheint vor diesem Hintergrund nicht nachvollziehbar.

Das Mittelfristziel eines strukturell annähernd ausgeglichenen Haushalts wird insbesondere

beim Bund und zahlreichen Bundesländern noch erheblich verfehlt. Dies wird aber in gesamtstaatlicher Betrachtung von hohen Überschüssen bei den Sozialversicherungen überdeckt. Auch zeichnet sich ab, dass die Schuldenquote selbst ohne weitere Zuspitzung der Staatsschuldenkrise für viele Jahre erheblich über dem Referenzwert von 60% liegen wird. Vor diesem Hintergrund sollte die weitere Konsolidierung nicht auf die lange Bank geschoben, sondern der strukturelle Haushaltsausgleich, der mit der Schuldenbremse für Bund und Länder in der Verfassung verankert ist, zeitnah erreicht werden. Ein Nachlassen in den Konsolidierungsbemühungen ist auch aus konjunktureller Perspektive nicht gerechtfertigt, und bei einer derzeit nicht erwarteten stärkeren Abschwächung würden die automatischen Stabilisatoren wirken. Eine strikte Umsetzung der nationalen Haushaltsregeln ist auch wichtig, um die Glaubwürdigkeit des geplanten europäischen Fiskalpakts nicht zu schwächen.

Auf europäischer Ebene hatten die Staats- und Regierungschefs der EWU-Länder Anfang Dezember 2011 vereinbart, „Schritte in Richtung auf eine stärkere Wirtschaftsunion zu unternehmen“, und den genannten Fiskalpakt angekündigt. Ein zentraler Bestandteil ist die Vorgabe eines strukturell zumindest annähernd ausgeglichenen gesamtstaatlichen Haushalts. Diese Vorgabe ist zwar bereits ganz ähnlich im Stabilitäts- und Wachstumspakt enthalten, mit dem Fiskalpakt soll sie aber im nationalen Recht (bevorzugt in der Verfassung) verankert werden. Außerdem ist bei deutlichen Zielverfehlungen ein automatisch startender Korrekturmechanismus vorgesehen, für den die Kommission im weiteren Verlauf noch einheitliche Grundsätze vorschlagen soll. Die Umsetzung der Haushaltsregeln in nationales Recht wird von der Kommission geprüft. Als weiteres wichtiges Element ist auch ein stärkerer Sanktionsautomatismus vorgesehen, indem sich die stimmberechtigten Ratsmitglieder verpflichten, bei einer Verfehlung des Defizitkriteriums der Kommission zu folgen, sofern nicht eine quali-

fizierte Mehrheit dagegen ist (sog. umgekehrte qualifizierte Mehrheit).

Die Zielsetzungen des Fiskalpakts sind zu begrüßen. Falls es durch die stärkere rechtliche Verankerung gelänge, die Einhaltung eines strukturell zumindest annähernd ausgeglichenen Haushalts zum Regelfall zu machen, wäre dies ein wichtiger Beitrag zur Sicherung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen, und es könnte Vertrauen geschaffen werden. Entscheidend für den Erfolg wird aber sowohl die noch ausstehende Konkretisierung als auch dann im weiteren Verlauf eine stringente Umsetzung sein. Trotz einer potenziellen Stärkung der Fiskalregeln wird mit dem Fiskalpakt jedoch keineswegs eine Fiskalunion eingeführt. Über den Stabilitäts- und Wachstumspakt hinaus sind keine Durchgriffsrechte der europäischen Ebene auf die nationale Fiskalpolitik vorgesehen. Diese sind auch dann nicht vorhanden, wenn die vereinbarten nationalen Regeln in der Praxis nicht adäquat angewendet werden.

Somit rechtfertigt der Fiskalpakt keine weitgehende Gemeinschaftshaftung (z. B. Eurobonds). Sonst würden Haftung und Kontrolle noch stärker als gegenwärtig auseinanderfallen und der Rahmen der Währungsunion zunehmend inkonsistent.

Zur Krisenbewältigung wurde mit dem ESM ein dauerhafter Mechanismus beschlossen, der voraussichtlich Mitte 2012 in Kraft tritt und mittelfristig die Europäische Finanzstabilitätsfazilität (EFSF) ablösen soll. Er kann dazu beitragen, Gefahren für die Finanzstabilität im Euro-Raum zu begrenzen. Allerdings wird der grundsätzlich in der EWU geltende Haftungsausschluss geschwächt und die Anreize zu soliden öffentlichen Haushalten gemindert. Deshalb ist es entscheidend, dass Hilfen an strikte Auflagen gebunden und nur mit spürbaren Zinsaufschlägen vergeben werden. Nach dem ESM-Vertrag sollen allerdings im Regelfall offenbar keine Zinsaufschläge erhoben werden.