

## Überblick

### Deutsche Wirtschaft unter dem Eindruck der weltweiten Wachstumsdelle

*Weltwirtschaft*

Die Weltkonjunktur hat sich nach einer Belebung zum Jahresbeginn im Frühjahr wieder spürbar abgeschwächt. Auch wenn die Schuldenkrise im Euro-Raum derzeit die wirtschaftspolitische Diskussion dominiert, ist sie nur teilweise hierfür verantwortlich. Andere Industrieländer haben ebenfalls noch erhebliche makroökonomische Fehlentwicklungen zu bewältigen. Darüber hinaus dürften die Nachwirkungen der starken Rohölverteuerung im Winter 2012 auf die Kaufkraft in den Ölverbraucherländern eine Rolle gespielt haben. Zudem sind in einigen Schwellenländern interne Probleme deutlicher in den Vordergrund getreten. Alles in allem war von der globalen Wachstumsschwäche im zweiten Quartal die Mehrzahl der großen Industrie- und Schwellenländer betroffen. Während die gesamtwirtschaftliche Produktion im Euro-Raum leicht und in Großbritannien erheblich schrumpfte, haben sich andernorts die Zuwächse verringert; dies gilt auch für die USA, Japan und China. Die globale Industrieproduktion hat im April/Mai auf dem Niveau des Winterquartals stagniert. Das weltweite Bruttoinlandsprodukt (BIP), das sich erfahrungsgemäß stetiger entwickelt als die industrielle Erzeugung, dürfte aber verhalten gestiegen sein.

Für das zweite Halbjahr ist global betrachtet mit einer graduellen konjunkturellen Besserung zu rechnen, wobei allerdings die Entwicklungen an den Finanz- und auch den Ölmärkten Risikofaktoren darstellen. Insgesamt könnten die stimulierenden Wirkungen der nach wie vor sehr expansiven Geldpolitik in den Industriestaaten sowie der jüngsten Lockerungen in den Schwellenländern wieder die Oberhand gewinnen.

*Internationale  
Finanzmärkte*

Die Abschwächung der Weltkonjunktur und eine erneute Verschärfung der Schuldenkrise

im Euro-Raum haben seit dem Frühjahr das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten bestimmt. Im Mittelpunkt standen mit Blick auf Europa die Besorgnis über das spanische Bankensystem und die dortigen öffentlichen Haushalte sowie Zweifel an der Umsetzung der Reformprogramme in einigen EWU-Ländern. Während sich die Finanzierungsbedingungen für Banken und Staaten an den südeuropäischen Kapitalmärkten zunächst weiter verschlechterten, drückten „Safe haven“-Flüsse die Renditen in Deutschland, den USA und Japan. Zeitweise belastend auf die Aktienmärkte wirkten die konjunkturelle Eintrübung, der in einigen Ländern weiter steigende Anteil notleidender Immobilienkredite sowie das gewachsene Engagement von Kreditinstituten in Staatsanleihen. Im weiteren Verlauf wurden Hilfskredite zur Rekapitalisierung spanischer Banken sowie weitere geldpolitische Sondermaßnahmen des Eurosystems in Aussicht gestellt. In der Folge kam es insbesondere zu einer Erholung der Aktienkurse. Hiervon profitierte in begrenztem Maße auch der Euro, der in den vorangegangenen Monaten allerdings überwiegend nachgegeben hatte.

*Geldpolitik*

Der EZB-Rat hat in seiner geldpolitischen Sitzung Anfang Juli die drei Leitzinssätze um jeweils  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt abgesenkt. Begründet wurde die Entscheidung damit, dass die fortgesetzte Eintrübung der Konjunkturaussichten für den Euro-Raum den Inflationsdruck über den geldpolitisch relevanten Horizont weiter gedämpft habe. Zudem verwies der Rat auf die verhaltene Grunddynamik der monetären Expansion.

Seit der Verschärfung der Finanzkrise im Sommer 2011 ist die Entwicklung des breiten Geldmengenaggregats M3 von einer ungewöhnlich hohen Volatilität geprägt. Insgesamt gesehen blieb die monetäre Grunddynamik aber auch im zweiten Vierteljahr 2012 gedämpft. Zwar stützten Portfolioumschichtungen zugunsten

hoch liquider Anlagen sowie die fortgesetzte Ausweitung der Kreditvergabe der Banken an die inländischen öffentlichen Haushalte das Wachstum von M3. Die Buchkreditvergabe der Banken an den inländischen Privatsektor schwächte sich dagegen weiter ab. Dabei verlief die Kreditvergabe im Euro-Raum sehr heterogen – mit Kreditausweitungen in den Ländern mit weiterhin hoher Bonität und Kreditabflüssen in den besonders von der Krise betroffenen Ländern, die einen größeren strukturellen Anpassungsprozess durchlaufen.

Um die Kreditvergabe der Banken an den nicht-finanziellen Privatsektor zu stützen, beschloss der EZB-Rat im zweiten Quartal weitere Lockerungen bei den Anforderungen an Sicherheiten, die von den Notenbanken des Eurosystems im Rahmen der Refinanzierungsgeschäfte beliehen werden können. Von der Hellenischen Republik begebene oder garantierte marktfähige Schuldtitel sind dagegen mit Ablauf der in Form eines Rückkaufprogramms bereitgestellten Absicherung am 25. Juli 2012 bis auf weiteres nicht mehr als Sicherheiten für geldpolitische Geschäfte zugelassen, da sie den Bonitätsschwellenwert des Eurosystems für marktfähige Sicherheiten nicht erfüllen. Der griechische Finanzsektor bekommt allerdings weiterhin umfangreiche Liquiditätshilfen über die griechische Notenbank zur Verfügung gestellt.

Insgesamt schwächte sich der Liquiditätsabfluss in die bonitätsstarken Länder zuletzt im Vergleich zur Entwicklung im Frühjahr etwas ab. Allerdings war insbesondere Spanien noch von kontinuierlichen Abflüssen betroffen, die durch eine umfangreichere Liquiditätsbereitstellung des Eurosystems kompensiert wurden. In Deutschland kamen die Liquiditätszuflüsse, die sich im TARGET2-Saldo spiegeln, weitgehend zum Stillstand. Ende Juli beliefen sich die TARGET2-Forderungen auf knapp 730 Mrd. €.

Auf der letzten EZB-Ratssitzung am 2. August 2012 wurden zwar keine weitergehenden Sondermaßnahmen beschlossen. Jedoch wurde eine potenziell umfangreiche Ausweitung in

Aussicht gestellt. Insbesondere würde der EZB-Rat unter bestimmten Bedingungen ein neues eventuell weitreichendes Ankaufsprogramm für Staatsschuldtitel unterstützen, um die für gravierend gehaltenen Störungen des Preisbildungsprozesses an diesen Märkten zu beheben. Voraussetzung für Eingriffe seitens des Eurosystems soll insbesondere die Aktivierung eines EFSF/ESM-Programms für das betroffene Land sein. Das Ankaufsprogramm des Eurosystems soll auf das kürzere Laufzeitenende konzentriert werden. Das Volumen könnte unbegrenzt, soll in jedem Fall aber ausreichend sein. Die konkrete Ausgestaltung und die Entscheidung im EZB-Rat soll in den Ausschüssen des Eurosystems vorbereitet werden. Die Bundesbank hält an ihrer Auffassung fest, dass insbesondere Staatsanleihekäufe des Eurosystems kritisch zu bewerten und nicht zuletzt mit erheblichen stabilitätspolitischen Risiken verbunden sind. Entscheidungen über eine möglicherweise noch deutlich umfassendere Vergemeinschaftungen von Solvenzrisiken sollten bei der Finanzpolitik beziehungsweise den Regierungen und Parlamenten angesiedelt sein und nicht über die Notenbankbilanzen erfolgen.

Die deutsche Wirtschaft ist im Frühjahr 2012 trotz der schwierigen wirtschaftlichen Lage in einigen Ländern des Euro-Raums und der Delle in der globalen Konjunktur weiter gewachsen, wenn auch weniger stark als zuvor. Der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge erhöhte sich das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Vierteljahr 2012 saison- und kalenderbereinigt um 0,3% gegenüber dem Vorquartal, nachdem es im Winter um 0,5% zugenommen hatte. Die Unternehmen produzierten im Durchschnitt nach wie vor mit praktisch normal ausgelasteten Kapazitäten. Die außenwirtschaftlichen Nachfrageimpulse waren zwar begrenzt, aber im ersten Halbjahr insgesamt so stark, dass sie im Verein mit der aufwärtsgerichteten Binnenkonjunktur eine Produktionsausweitung in Höhe des Potenzialwachstums erlaubten.

*Deutsche  
Wirtschaft*

Die Ausfuhren könnten im zweiten Vierteljahr 2012 fast so kräftig zugenommen haben wie zu Jahresbeginn. Während die Expansion der Warenlieferungen in Länder außerhalb des Euro-Raums praktisch ohne Tempoverlust weiterging, stockte wie zu erwarten der Export in die Partnerländer der EWU. Nachdem die empfindlichen Nachfrageverluste aus dem Herbst 2011 im vergangenen Quartal nicht merklich wettgemacht wurden, bedeutet die Seitwärtsbewegung, dass im EWU-Geschäft im Gefolge der Anpassungsrezessionen in einigen Staaten insgesamt die kontraktiven Kräfte dominierten.

Die von der Schuldenkrise im Euro-Raum ausgehende Unsicherheit hemmte wohl weiterhin die Ausrüstungsinvestitionen. Die Stockungsphase bei der Beschaffung beweglicher Anlagegüter hält nunmehr schon ein Dreivierteljahr an. Ausschlaggebend ist hierfür, dass das Erweiterungsmotiv in den Hintergrund getreten ist. So ist ab Herbst 2011 die Kapazitätsauslastung des Verarbeitenden Gewerbes zurückgefallen, liegt aber immer noch knapp im Bereich des längerfristigen Durchschnitts. Demgegenüber wurden die Bauinvestitionen im Frühjahr ausgeweitet. Dabei spielten zum einen Nachholeffekte im Zuge der im Februar witterungsbedingt stark eingeschränkten Aktivitäten eine Rolle. Zum anderen ist die Auftragslage der Bauwirtschaft ausgesprochen günstig. Gegen Ende des letzten Jahres wurden sehr viele Genehmigungen für neue Wohn- und Gewerbebauten erteilt. Hinzu kam nach dem Jahreswechsel ein Nachfrageschub vonseiten der Öffentlichen Hand.

Auch für die Entscheidungen der privaten Haushalte spielt die Unsicherheit im Zusammenhang mit der Schuldenkrise eine Rolle, die binnenwirtschaftlichen Rahmenbedingungen für den privaten Konsum sind aber weiter positiv. Angesichts der guten Arbeitsmarktlage und der kräftigen Lohnerhöhungen sind die Verbrauchsausgaben im zweiten Quartal 2012 saisonbereinigt weiter gestiegen. Zudem dürfte die Abschwächung des Preisauftriebs das Konsumklima gestützt haben. Auf jeden Fall wurde

der reale Ausgabenspielraum der privaten Haushalte durch den Rückgang der Benzin- und Heizölpreise ausgeweitet.

Die Einfuhren haben im Frühjahr 2012 das Niveau des Vorquartals saisonbereinigt spürbar übertroffen, nachdem es im ersten Vierteljahr keinen Zuwachs gegeben hatte. Dennoch sind die Importe seit dem Jahresbeginn 2012 im Vergleich zum Exportwachstum in Rückstand geraten. Ein Grund hierfür ist, dass die Bautätigkeit, deren Importgehalt vergleichsweise gering ist, in der Grundtendenz immer mehr zur Hauptantriebsfeder der Binnenkonjunktur geworden ist. Im Frühjahr wurden im Vergleich zum Vorquartal mehr Waren aus der EWU sowie den mittel- und osteuropäischen EU-Ländern bezogen. Die Importe aus anderen Teilen der Welt nahmen mit Ausnahme Chinas dem Wert nach zumeist ab, wobei spürbare preisbedingte Ermäßigungen beim Bezug von Energieträgern zu berücksichtigen sind.

Die zunehmenden Konjunktursorgen schlugen sich in vorsichtigeren Beschäftigungsdispositionen nieder. Die positive Grundausrichtung am Arbeitsmarkt wurde im zweiten Quartal 2012 zwar durch die weiterhin steigende Beschäftigung bestätigt. Allerdings leisteten die Erwerbstätigen zuletzt weniger Arbeitsstunden, und erstmals seit Beginn der zyklischen Aufwärtsbewegung wurden saisonbereinigt im Vergleich zum Vorquartal etwas mehr Arbeitslose gezählt. Die vorliegenden Frühindikatoren deuten darauf hin, dass sich die Arbeitsmarktentwicklung in den kommenden Monaten weiter beruhigen könnte.

Arbeitgeber und Arbeitnehmer haben sich in der diesjährigen Tarifrunde auf spürbare Entgeltanhebungen geeinigt. Während in den Dienstleistungsbranchen vornehmlich stufenweise Lohnsteigerungen mit längeren Laufzeiten vereinbart wurden, war in den Industriebranchen ein kräftiges Entgeltplus mit eher kürzeren Vertragszeiten die Regel. Im Metall- und Elektrogewerbe sowie in der Chemischen Industrie wurden ergänzend zum Tarifabschluss

für die Stammbeschäftigten zeitlich gestaffelte Branchenzuschläge für Leiharbeiter ausgehandelt.

Das Preisklima hat sich im zweiten Vierteljahr 2012 im Zuge der Eintrübung der globalen Konjunkturaussichten zunächst etwas verbessert. Die nachgebenden Rohstoffnotierungen sorgten auf allen Absatzstufen für Entlastung, wengleich mit der Abwertung des Euro ein gegenläufiger Effekt in Rechnung zu stellen war. Der Anstieg der Verbraucherpreise ist im Verlauf des Frühjahrs saisonbereinigt zum Stillstand gekommen. Die entsprechende Jahresrate belief sich im Berichtsquartal auf 1,9%, nach 2,1% im Winter. Die erneute Umkehr der Tendenzen auf den internationalen Rohstoffmärkten und die weitere Abwertung des Euro dürften das Preisklima aber wieder eintrüben.

Die Konjunktur in Deutschland könnte nach der Jahresmitte 2012 stärker als bisher durch die Verunsicherung im Euro-Raum beeinträchtigt werden. Hierfür spricht, dass sich die Geschäftsaussichten der gewerblichen Wirtschaft nach den Umfragen des ifo Instituts im zweiten Vierteljahr beträchtlich eingetrübt haben. Neben den Vertrauenseffekten auf die Investitionstätigkeit sind vor allem die direkten Wirkungen über den Außenhandel von Bedeutung.

Solange sich die Nachfrage nach deutschen Produkten aus den Drittstaaten trotz eingetrübter Erwartungen im Wesentlichen behaupten kann, ist allerdings eine Wende der zyklischen Grundrichtung hierzulande wohl nicht zu befürchten. Wichtige Komponenten der Binnen- nachfrage sollten unter diesen Voraussetzungen aufwärtsgerichtet bleiben. So sind neben einer anhaltend kräftigen Baunachfrage auch die Aussichten für den privaten Konsum nach wie vor günstig. Dies liegt nicht zuletzt daran, dass die Arbeits- und Verdienstmöglichkeiten hierzulande ungeachtet der zyklischen Wechsellagen als vergleichsweise gut eingeschätzt werden.

Die Staatsfinanzen in Deutschland dürften im laufenden Jahr ein gemischtes Bild zeigen. Einerseits könnte die Defizitquote ausgehend von 1% im vergangenen Jahr weiter sinken und damit im internationalen Vergleich niedrig ausfallen. Hintergrund sind eine für die öffentlichen Einnahmen günstige Wachstumsstruktur, eine moderate Entwicklung der Renten- und Arbeitsmarktausgaben sowie äußerst günstige Refinanzierungsbedingungen. Andererseits ist für die Schuldenquote ein Anstieg gegenüber dem mit 81,2% sehr hohen Vorjahrsniveau zu erwarten. Die mit der Auflösung der WestLB und den Europäischen Hilfsmechanismen verbundenen Schuldeneffekte überwiegen hier den im Prinzip angelegten Abwärtstrend. Im kommenden Jahr könnte sich das deutsche Staatsdefizit nur wenig ändern. Verschiedene gegenläufige Entwicklungen – wie die fortgesetzte finanzpolitische Lockerung auf der einen und eine weiterhin gedämpfte Entwicklung bei Sozial- sowie Zinsausgaben auf der anderen Seite – könnten sich annähernd ausgleichen. Die Schuldenquote – bei der sich ein BIP-Zuwachs im Nenner senkend auswirkt – könnte jedoch zurückgehen. Risiken bestehen allerdings nicht zuletzt im Zusammenhang mit der europäischen Schuldenkrise.

Für den Bund ergibt sich aus dem Nachtrags- haushalt für 2012 im Vorjahrsvergleich eine deutliche Erhöhung des strukturellen Defizits – allerdings bei teilweise recht vorsichtigen Ansätzen. Bereits im kommenden Jahr soll dann die erst ab 2016 vorgeschriebene Obergrenze von 0,35% des BIP erreicht und bis 2016 ein leichter struktureller Überschuss erzielt werden. Die günstige Haushaltsentwicklung seit 2010 setzt sich in den Planungen damit ab 2013 fort. Sie beruht allerdings zum guten Teil auf steuerlichen Mehreinnahmen im Gefolge der – bis zum Ende der Finanzplanungsperiode unterstellten – robusten Entwicklung der deutschen Wirtschaft (und günstigen Finanzierungskosten). Da die Schuldenbremse die strukturelle Neuverschuldung strikt begrenzt, scheint nicht zuletzt angesichts der Erfahrungen in der Vergangenheit Vorsicht dabei geboten, die ur-

*Öffentliche  
Finanzen*

sprünglich geplante Konsolidierung wie teilweise vorgesehen aufzuschieben und den rechnerischen Sicherheitsabstand zur Verschuldungsgrenze deutlich abzuschmelzen.

Nachdem die gesamtstaatliche Defizitquote den 3%-Referenzwert 2011 deutlich unterschritten hatte, wurde das Ende 2009 eröffnete Defizitverfahren gegen Deutschland eingestellt. Dies ist wie auch das inzwischen im historischen Vergleich niedrige Niveau des gesamtstaatlichen Defizits positiv zu werten. Trotz der derzeit für die Staatsfinanzen in Deutschland insgesamt sehr günstigen Rahmenbedingungen sind die Haushalte vieler Gebietskörperschaften aber immer noch – teilweise stark – defizitär. Dies wird von hohen, jedoch nur temporären Überschüssen der Sozialversicherungen partiell überdeckt. Die vergangenen Versäumnisse mit Blick auf die Haushaltssanierung zeigen sich in der seit den siebziger Jahren nahezu stetig gestiegenen sehr hohen Schuldenquote. Zudem legen die absehbaren demographiebedingten Haushaltsbelastungen sowie die erheblichen Risiken nahe, günstige Konsolidierungsbedingungen konsequent zu nutzen und den noch notwendigen Defizitabbau nicht zu verschieben. Sollten sich Risiken materialisieren, können die automatischen Stabilisatoren wirken. Ziel sollte es sein, die dauerhaften Vorgaben durch die nationalen Schuldenbremsen für Bund und Länder zügig einzuhalten. Darüber hinaus sollten grundsätzlich deutliche Sicherheitsabstände zu den nationalen Verschuldungsgrenzen verbindlich vorgegeben werden. Aufgrund der hohen Schätzunsicherheit hinsichtlich der strukturellen Haushaltslage und -entwicklung sind solche Puffer zur Abfederung negativer Überraschungen eine wichtige Voraussetzung für eine stetige, zielorientierte Finanzpolitik. Die damit mögliche zügige Rückführung der Schuldenquote wäre angesichts des derzeit sehr hohen Niveaus ein zusätzlicher Vorteil. Das Vertrauen in die deutschen Staatsfinanzen bildet einen wichtigen Stabilisierungsfaktor in der gegenwärtigen Krise, es ist aber nicht unerschütterlich.

Bei ihren Treffen Ende Juni haben der Europäische Rat beziehungsweise die Staats- und Regierungschefs der Euro-Mitgliedstaaten eine engere finanz- und wirtschaftspolitische Kooperation ins Auge gefasst. Über die konkrete Ausgestaltung soll allerdings im weiteren Verlauf erst noch beraten werden. Unter anderem die Frage, ob und gegebenenfalls in welchem Umfang auf nationale Souveränität zugunsten der europäischen Ebene verzichtet werden soll und ob eine stärkere Vergemeinschaftung von Staatsschulden erfolgen soll, scheint umstritten zu sein. Die Europäische Kommission beabsichtigt in naher Zukunft, Vorschläge für einen einheitlichen Aufsichtsmechanismus für Finanzinstitute vorzulegen. Dieser wird als notwendige Bedingung dafür herausgestellt, dass der geplante Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) Finanzhilfen nicht nur an Staaten, sondern auch direkt an Banken vergeben kann. Um Haftung und Kontrolle im Gleichgewicht zu halten, würde dies aber Eingriffsrechte auch im Bereich der Finanz- und Wirtschaftspolitik und deren konsequente Ausübung voraussetzen. Vor diesem Hintergrund wäre es auch folgerichtig, wenn die WWU-Staaten (über den ESM) nur die gemeinsame Haftung für solche Risiken übernehmen, die nach Errichtung des gemeinsamen Aufsichtsmechanismus neu entstehen. Durch Änderungen des bankaufsichtlichen und regulatorischen Rahmens wäre darauf zu achten, dass Verflechtungen zwischen Banken und Staaten nicht übermäßig ausgeweitet werden und damit über den Umweg von Bankenhilfen umfassende staatliche Solvenzrisiken auf andere Mitgliedstaaten übertragen werden. Ein einheitlicher Aufsichtsmechanismus für Finanzinstitute könnte einen wichtigen Schritt hin zu einem stabileren institutionellen Rahmenwerk für den einheitlichen Binnenmarkt darstellen; er ist aber zumindest kurz- und mittelfristig kein angemessener Lösungsansatz für die aktuelle europäische Staatsschulden- und Bankenkrise.