

Überblick

Deutsche Konjunktur verliert spürbar an Schwung

Weltwirtschaft bis zuletzt ohne Schwung; voraussichtlich nur leichte Besserung im Winterhalbjahr 2012/2013

Die globale Konjunkturschwäche hielt auch im dritten Quartal 2012 an. In ihrem Zentrum steht zwar weiterhin die Krise im Euro-Raum. Jedoch war auch in den großen Schwellenländern, darunter China, das gesamtwirtschaftliche Expansionstempo in den Sommermonaten unverändert gedämpft. Die gemessen an früheren Zuwachsraten geringe Dynamik in dieser Ländergruppe kann nur zum Teil auf die Krise im Euro-Raum zurückgeführt werden, sondern hängt zu einem beträchtlichen Ausmaß mit internen Faktoren zusammen. Die japanische Wirtschaft ist im dritten Quartal sogar stark geschrumpft. In diesem recht ungünstigen Umfeld erwiesen sich die USA bei anhaltend moderatem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts (BIP) einmal mehr als Stütze der Weltkonjunktur. Die britische Wirtschaft hat die Rezession beenden können, wenngleich ihr jüngster Wachstumsschub zu einem großen Teil Sondereffekten geschuldet ist. Für das Winterhalbjahr 2012/2013 ist global nur mit einer leichten konjunkturellen Besserung zu rechnen. Diese dürfte wesentlich von der inzwischen auch in den Schwellenländern deutlich gelockerten Geldpolitik gestützt werden. Voraussetzung für eine zyklische Aufwärtsbewegung der Weltwirtschaft ist jedoch, dass in den USA nun rasch Klarheit über den künftigen Konsolidierungskurs geschaffen wird.

Finanzmärkte

Die internationalen Finanzmärkte standen seit der Jahresmitte im Spannungsfeld von Konjunktursorgen und Staatsschuldenkrise einerseits sowie der Ankündigung weiterer geldpolitischer Maßnahmen andererseits. An den Rentenmärkten gaben die Renditen von Staatsanleihen im Ergebnis überwiegend nach. Dies dürfte vorrangig auf die Erwartung anhaltend niedriger Notenbankzinsen sowie die Bereitschaft mehrerer Zentralbanken, Anleihen zu kaufen, zurückzuführen sein. Dabei geht es der Fed mit dem sogenannten Quantitative Easing

(QE3) und der Bank of Japan mit der abermaligen Ausweitung ihres Anleihekaufprogramms um expansive geldpolitische Impulse – in den USA über Portfolioanpassungseffekte durch Käufe von mit Wohnungsbaukrediten unterlegten Wertpapieren (Mortgage Backed Securities), in Japan durch den Erwerb von Staats- und Unternehmensanleihen. Das Anleihekaufprogramm des Eurosystems (OMT) ist noch nicht aktiviert worden, hat aber bereits Erwartungseffekte an den Märkten ausgelöst. Die Besorgnis der Marktteilnehmer über die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen in einigen Ländern und über die Verflechtung von Staats- und Bankenrisiken trat dagegen in den Hintergrund, obwohl drängende Probleme, wie etwa das „Fiscal cliff“ in den USA, aber auch die akuten Finanznöte Griechenlands, nicht behoben sind. Die internationalen Aktienmärkte entwickelten sich seit der Jahresmitte unter dem Eindruck ungünstiger Unternehmensberichte sowie eingetrübter Wachstumsaussichten – trotz der geldpolitischen Impulse – uneinheitlich. Während die Kurse in Japan und den USA etwas nachgaben, kam es an den europäischen Aktienmärkten zu Kurssteigerungen. Der Kurs des Euro hat sich im Berichtszeitraum in effektiver Rechnung – trotz einiger Schwankungen – gegenüber seinem Stand von Ende Juni kaum verändert. In diesem Finanzmarktumfeld haben sich die Salden im europäischen Großbetragszahlungssystem TARGET2 – nach einer deutlichen Ausweitung im ersten Halbjahr 2012 – in den letzten Monaten stabilisiert. Der TARGET2-Saldo der Bundesbank pendelte seit der Jahresmitte um einen Wert von rund 740 Mrd €; Ende Oktober 2012 betrug er 719 Mrd €. Die insgesamt beobachtete Stabilisierung war allerdings von zum Teil erheblichen Schwankungen begleitet.

Nach der Zinssenkung von Anfang Juli beließ der EZB-Rat die Leitzinssätze auf ihrem im Juli erreichten historisch niedrigen Niveau. Zwar liegt die am HVPI gemessene Inflationsrate am

Geldpolitik

aktuellen Rand immer noch deutlich über 2%. Der EZB-Rat geht jedoch davon aus, dass die Teuerungsrate über den geldpolitisch relevanten Horizont in den Stabilitätsbereich zurückkehrt. Dafür sprechen auch die nach wie vor gedämpfte monetäre Grunddynamik und die weiterhin schwache Buchkreditvergabe an den inländischen Privatsektor im Euro-Raum. Ursächlich hierfür war insbesondere der fortgesetzte Abbau der Buchkredite an nichtfinanziellen Unternehmen in den von der Staatsschuldenkrise besonders betroffenen Ländern, hinter dem nicht nur die schwache Konjunktur, sondern auch größere strukturelle Anpassungsprozesse stehen. Hier war im Vorfeld der Krise auch eine besonders starke Kreditausweitung zu verzeichnen gewesen.

Nachdem EZB-Präsident Draghi im Anschluss an die EZB-Ratssitzung am 2. August 2012 bereits ein neues Ankaufprogramm für Staatsanleihen in Aussicht gestellt hatte, beschloss der EZB-Rat in der Sitzung am 6. September 2012 grundsätzlich die Einführung eines solchen Programms (Outright Monetary Transactions: OMT). Es dient laut Beschluss des EZB-Rats dazu, eine ordnungsgemäße monetäre Transmission (Übertragung des geldpolitischen Kurses auf die Realwirtschaft) und die Einheitlichkeit der Geldpolitik des Eurosystems sicherzustellen. Die Bundesbank sieht Staatsanleihekäufe des Eurosystems aufgrund der damit verbundenen stabilitätspolitischen Risiken weiterhin kritisch – insbesondere dann, wenn damit staatliche Finanzierungsschwierigkeiten durch die Geldpolitik behoben werden. Vor diesem Hintergrund ist es zentral, Finanzpolitik und Geldpolitik sorgfältig getrennt zu halten und den Anschein einer Vereinnahmung der Geldpolitik durch finanzpolitische Interessen zu vermeiden. So liegt es klar in der Verantwortung der Finanzpolitik, über weitere Hilfen an Griechenland zu entscheiden sowie die Finanzierung und die damit verbundenen Risiken zu übernehmen. Dies ist nicht die Aufgabe der Geldpolitik.

Das Wirtschaftswachstum in Deutschland hat sich im Sommer weiter abgeschwächt. Der

Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge ist das reale BIP im dritten Vierteljahr 2012 saison- und kalenderbereinigt um 0,2% gegenüber dem Vorquartal gestiegen, nachdem der Zuwachs im Frühjahr 0,3% und im Winter 0,5% betragen hatte. Die deutsche Wirtschaft konnte im Berichtszeitraum nur vereinzelt die Stärken zur Geltung bringen, welche die kräftige Erholungsphase der Jahre 2010 und 2011 geprägt hatten. Diese partiellen Impulse reichten bislang dafür aus, die gesamtwirtschaftliche Produktion im Korridor der Normalauslastung zu halten.

In der Gesamtschau wurde der Außenhandel nach der Jahresmitte noch von dem im ersten Halbjahr 2012 vorherrschenden Bild geprägt, wonach sich das Exportwachstum zum größeren Teil auf die Drittstaaten stützte, während bei den insgesamt eher moderat expandierenden Importen solche aus den EWU-Staaten vergleichsweise stärker wuchsen. Der Zuwachs der Ausfuhren ergab sich im Berichtsquartal allerdings nicht durch eine breit über die Warengruppen verteilte Ausweitung der Auslandsnachfrage, sondern kam zustande, weil die deutschen Automobilhersteller in den Sommermonaten außergewöhnliche Exporterfolge feiern konnten. In diesem Umfeld hat sich der Gesamtüberschuss in der deutschen Handelsbilanz weiter beträchtlich vergrößert. Die Rückführung des Aktivsaldo gegenüber den EWU-Partnerstaaten geriet trotz des Importanstiegs ins Stocken, weil deutsche Firmen im Juli und August nach einer neunmonatigen Durststrecke wieder deutlich mehr Waren im Euro-Raum absetzen konnten.

Die Schwäche der Unternehmensinvestitionen dürfte sich im Sommer fortgesetzt haben. In weiten Teilen der Wirtschaft fehlt es an der Zuversicht, dass kurzfristig neue Konjunkturimpulse zu erwarten seien. Die Investitionskonjunktur ist somit nach einer Erholungsphase, die im Jahr 2010 fulminant begonnen hatte und 2011 in abgeschwächter Form weiterging, nicht nur auf halbem Weg stecken geblieben, sondern hat zuletzt auch einen erheblichen

Rückschlag erlitten. Die gegenwärtige Zurückhaltung der Unternehmen verdeutlicht, dass von günstigen Finanzierungsbedingungen kein expansiver Impuls ausgehen muss, wenn Vertrauenseffekte infolge empfindlich eingetrübter Erwartungen und anhaltend hoher Unsicherheit das Investitionsklima belasten. Im Wohnungsbau wirken die ausgesprochen vorteilhaften Zinskonditionen und das unsichere Finanzmarktumfeld hingegen eindeutig belebend. Die anhaltend kräftige Nachfrage nach Wohnimmobilien für die Eigennutzung wie für Anlagezwecke treibt nicht nur die Häuserpreise, sondern sorgt auch für weiteren Schwung in dieser Bausparte. Im Gegensatz dazu entwickelt sich der öffentliche Bau schwach, nachdem die Wirkungen der im Zuge der Krise beschlossenen Konjunkturprogramme auslaufen.

Der private Verbrauch hat im Sommer 2012 saisonbereinigt zugenommen. Zu den unterstützenden Faktoren zählten nach wie vor die gute Arbeitsmarktlage und die kräftigen Lohnsteigerungen. Wenngleich der etwas stärkere Preisauftrieb den realen Ausgabenspielraum der Haushalte für sich genommen beschnitt, blieben die Anschaffungsaktivitäten hoch. Die Sparbereitschaft der Verbraucher hat nicht zuletzt angesichts sehr geringer Guthabenzinsen nachgelassen.

Das Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Nichtbanken setzte seinen seit Jahresbeginn anhaltenden Trend fort und gewann im Berichtsquartal weiter merklich an Schwung. Getragen wurde die positive Entwicklung durch die fortgesetzte Ausweitung der (unverbrieften) Ausleihungen an private Haushalte und nicht-finanzielle Unternehmen. Angesichts der Schwäche bei den Ausrüstungsinvestitionen, dürfte der Grund für die gestiegene Mittelaufnahme eher in den nochmals günstigeren Finanzierungsbedingungen liegen, die die Unternehmen zu einer Substitution anderer Finanzierungsquellen durch Bankkredite oder auch zu einer verstärkten Geldvermögensbildung veranlassen könnten.

Es bleibt abzuwarten, in welchem Umfang das Konsumklima von möglichen Änderungen der Perspektiven auf dem Arbeitsmarkt beeinflusst wird. Dort hinterlässt die konjunkturelle Eintrübung inzwischen sichtbare Spuren. Im Laufe des Sommers ist die Beschäftigungsausweitung zum Erliegen gekommen, und die Arbeitslosigkeit hat sich saisonbereinigt spürbar erhöht. Ausschlaggebend hierfür ist der zyklische Einfluss. Dadurch wird gegenwärtig überlagert, dass die Aufnahmekapazität des hiesigen Arbeitsmarktes weiterhin ausgesprochen hoch ist. Außerdem ist festzustellen, dass die insgesamt kräftigen prozentualen Entgeltanhebungen der diesjährigen Tarifrunde sich nunmehr erkennbar im gesamtwirtschaftlichen Lohnniveau niederschlagen.

Der Preisanstieg blieb im Sommerquartal auf den vorgelagerten Wirtschaftsstufen in der Tendenz verhalten. Die kurzfristige Volatilität, zu der neben den Ölpreisen auch die Wechselkurse beitrugen, war allerdings erheblich. Die globale Konjunkturdelle machte sich bisher in dem Rückgang der Vorleistungspreise aus fremder und inländischer Produktion bemerkbar. Hingegen stiegen die Preise von Endserzeugnissen weiter an, wobei sowohl auf der inländischen Erzeuger- als auch auf der Importstufe das Plus bei Konsumgütern größer ausfiel als bei Investitionsgütern. Die Verstärkung des Preisauftriebs auf der Verbraucherstufe war der Energiekomponente zuzuschreiben. Hierbei spielte sowohl die Abwertung des Euro als auch der Anstieg der Rohölnotierungen eine Rolle.

Die Zuversicht, dass sich die Konjunktur kurzfristig beleben könnte, geht in immer mehr Bereichen der Wirtschaft verloren. Die Unsicherheit darüber, wie hoch die Ausfälle in der Auslandsnachfrage angesichts der Verlangsamung des globalen Wachstumstempos und der schweren Anpassungskrisen in Teilen des Euro-Raums werden können, hemmte bislang primär die exportorientierte Industrie. Inzwischen ist aber unverkennbar, dass die Wirtschaft davon in der Breite in Mitleidenschaft gezogen wer-

Öffentliche
Finanzen

den könnte. So sind nach der DIHK-Konjunkturumfrage die Geschäfts- und Exporterwartungen der Unternehmen kräftig gesunken. Es bestätigen sich damit Tendenzen, die aus den Befragungen des ifo Instituts schon einige Zeit abzulesen sind. Den spürbaren dämpfenden Einflüssen können derzeit lediglich der Wohnungsbau und der private Konsum trotzen.

Für die Staatsfinanzen in Deutschland ist das Bild im laufenden Jahr gemischt. Einerseits wird die Defizitquote nochmals zurückgehen, und ein Ausgleich des staatlichen Gesamthaushalts ist möglich. Andererseits ist zu erwarten, dass die bereits sehr hohe Schuldenquote durch die Hilfen zur Eindämmung der Schuldenkrise im Euro-Raum sowie im Zusammenhang mit der WestLB-Auflösung wieder erkennbar ansteigt. Die konjunkturelle Verlangsamung beeinflusst die öffentlichen Haushalte im laufenden Jahr noch nicht. Vielmehr tragen die im Jahresdurchschnitt günstigen Arbeitsmarktzahlen und die stabile Entgeltzunahme zu einem hohen Überschuss der Sozialversicherungen bei. Die Haushaltsverbesserung basiert vor allem auf kräftigen Zuwächsen bei den gewinnabhängigen Steuern, Entlastungen durch niedrige Zinsen sowie einem moderaten allgemeinen Ausgabentrend.

Im Jahr 2013 dürfte das gesamtstaatliche Defizit infolge der derzeit zu erwartenden konjunkturellen Abschwächung aber wieder zunehmen. Im Übrigen dürften sich verschiedene gegenläufige Entwicklungen annähernd ausgleichen. Einerseits wird der Rentenbeitragssatz deutlich gesenkt. Auch setzt sich eine gewisse finanzpolitische Lockerung durch neue, nicht gegenfinanzierte Haushaltsbelastungen fort. Andererseits dürfte eine weiterhin gedämpfte Entwicklung der Sozial- und Zinsausgaben entlastend wirken. Die Schuldenquote könnte sinken. Insgesamt bestehen allerdings erheblich Risiken hinsichtlich der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und der europäischen Schuldenkrise.

Die Entwicklung des Staatsdefizits in Deutschland hat zuletzt ausgesprochen positiv überrascht, und es fällt im internationalen Vergleich niedrig aus. Allerdings dürfte es trotz guter Rahmenbedingungen noch nicht gelungen sein, die strukturelle Lücke im gesamtstaatlichen Haushalt vollständig zu schließen. Außerdem überdecken unter anderem die hohen temporären Überschüsse bei den Sozialversicherungen die teilweise erheblichen Defizite beim Bund sowie bei vielen Ländern und Gemeinden. Im Zusammenhang mit der Haushalts- und Finanzplanung des Bundes wird erneut ad hoc auf die Haushalte der Sozialversicherungen zugegriffen, und es werden Haushaltsbelastungen beschlossen, deren Umfang erst künftig voll sichtbar wird.

Dabei sollten die Staatsfinanzen insbesondere mit Blick auf die hohe Schuldenquote und die absehbaren demographiebedingten Anpassungslasten zeitnah und umfassend saniert werden. Es besteht die Gefahr, dass die bis zuletzt günstigen Rahmenbedingungen hierfür nicht ausreichend genutzt wurden und werden. Die positiven Überraschungen bei Steuereinnahmen und Zinsausgaben wurden teils zum Anlass genommen, den ursprünglich avisierten moderaten Konsolidierungskurses aufzuweichen, was eine zügigere Rückführung der Defizite von Bund und Ländern verhindert hat.

Angesichts der eingetrübten Wirtschaftslage im Euro-Raum wird teilweise eine expansivere Finanzpolitik in Deutschland gefordert. Dies erscheint vor dem Hintergrund der aktuellen Prognosen allerdings nicht gerechtfertigt, zumal Konjunkturschwankungen zeitnah durch die automatischen Stabilisatoren abgefedert werden. Auch ist nicht davon auszugehen, dass von einer expansiveren deutschen Haushaltspolitik spürbare direkte wirtschaftliche Impulse auf die von der Schuldenkrise besonders betroffenen europäischen Länder ausgehen. Die Konsolidierung der Haushalte sollte für alle staatlichen Einheiten Priorität haben, damit Deutschland in der europäischen Schuldenkrise ein Stabilitätsanker bleibt.

Die dauerhaften Defizitobergrenzen der nationalen Schuldenbremsen für Bund und Länder sollten zügig eingehalten werden. Im Rahmen der neuen, strikteren Verfassungsregeln ist es außerdem empfehlenswert, grundsätzlich deutliche Sicherheitsabstände zu den Verschuldungsobergrenzen verbindlich vorzugeben und so den hohen Schätzunsicherheiten hinsichtlich

der strukturellen Haushaltslage Rechnung zu tragen. Wenn es durch eine ambitioniertere Politik gelänge, die Schuldenquote von dem derzeit sehr hohen Niveau zügiger zurückzuführen, wäre das nicht zuletzt vor dem Hintergrund der Erfahrungen aus der gegenwärtigen Schuldenkrise sehr vorteilhaft.