

## Überblick

### Erwartete Gegenbewegung der Produktion bei weiterhin hohem Inflationsdruck

---

Die anhaltende Verschlechterung des globalen Preisklimas, die von dem erneuten Ölpreisschub und der starken Verteuerung der Nahrungsmittel ausging und nun auch verstärkt indirekte Effekte auf den nachgelagerten Stufen widerspiegelt, hat die Weltwirtschaft im Frühjahr sichtbar belastet. Dämpfende Effekte gingen darüber hinaus weiterhin von den Immobilienmärkten in den USA und einigen europäischen Ländern aus. In Süd- und Ostasien hat sich die wirtschaftliche Dynamik unter dem Einfluss der Kaufkraft einbußen ebenfalls verlangsamt, auch wenn sie immer noch vergleichsweise hoch blieb. Angesichts der unterschiedlichen Ausgangslage und Betroffenheit der großen Wirtschaftsräume ist ein Einbruch des weltwirtschaftlichen Wachstums aber nicht zu befürchten.

*Internationales  
Umfeld*

Dämpfende Wirkungen auf die globale Wirtschaftsaktivität gingen im Frühjahr zudem von den internationalen Finanzmärkten aus, die sich trotz erkennbarer Fortschritte im Bereinigungsprozess noch immer in einer labilen Phase befinden. So verzeichneten die Aktienmärkte, die zu Beginn des zweiten Quartals noch von relativ positiven Gewinnmeldungen der Unternehmen gestützt wurden, nach neuerlichen Sorgen über die Auswirkungen der US-Hypothekenkrise und vermehrten Befürchtungen einer konjunkturellen Eintrübung im weiteren Verlauf per saldo Kursverluste. Die europäischen Kapitalmarktzinsen stiegen mit zunehmenden Inflationserwartungen und zunächst noch recht robu-

*Finanzmärkte*

ten Konjunkturindikatoren von Anfang April bis Anfang Juli um etwa drei Viertel Prozentpunkte auf fast 5 %, gaben dann aber unter dem Einfluss einer Reihe von ungünstigen Wirtschaftsdaten für das Euro-Währungsgebiet und Deutschland wieder bis auf knapp 4 ½ % nach. Gleichzeitig verlor der Euro gegenüber den großen Weltwährungen ab Mitte Juli merklich an Boden, nachdem er zuvor zeitweise ausgesprochen fest notiert hatte. Verglichen mit seinem Kurs von Anfang April wertete er sich im handelsgewichteten Durchschnitt bis Mitte August um rund 2 ½ % ab.

#### *Geldpolitik*

Im Gefolge der starken Verteuerung von Rohöl und Agrarprodukten an den Weltmärkten sind die Verbraucherpreise im Euro-Währungsgebiet am Ende des zweiten Vierteljahres 2008 wie auch im Juli um 4,0 % gegenüber dem Vorjahr gestiegen. Damit lag die Teuerungsrate weit oberhalb der vom Eurosystem definierten Stabilitätsnorm. Die vorrangige Aufgabe der Geldpolitik ist es, dafür Sorge zu tragen, dass auf mittlere Sicht das gesamtwirtschaftliche Preisniveau stabil bleibt. Im Zusammenhang mit den anhaltend kräftigen externen Preisschüben sind die Risiken für die Stabilität des Preisniveaus im Euro-Währungsgebiet auf mittlere Sicht weiter gestiegen. Das zeigen auch die makroökonomischen Projektionen der Experten des Eurosystems vom Juni. Die Tatsache, dass für das Wachstum der Wirtschaft in der näheren Zukunft eher schwächere Raten erwartet werden, bedeutet im Übrigen nicht, dass sich damit bereits ein stabilitätspolitisch ausreichendes Gegengewicht abzeichnet und gleichsam automatisch für einen Ausgleich

des Teuerungsdrucks sorgt. Zum einen dürfte sich die gesamtwirtschaftliche Aktivität nicht so stark abschwächen, dass mit einer ausreichenden Gegenreaktion bei den Preisen zu rechnen wäre. Zum anderen ist das moderatere Wachstumstempo nicht ausschließlich einer geringeren Nachfrage zuzuschreiben und deshalb ohne Weiteres mit einer entsprechenden Abnahme der Produktionslücke gleichzusetzen, die den heimischen Inflationsdruck maßgeblich mitbestimmt. Zu den primär zyklischen Faktoren kommen in der gegenwärtigen Phase nämlich auch die angebotsseitigen Bremswirkungen, die letztlich aus der nachhaltigen Verteuerung von Energie und Rohstoffen resultieren, weil Produktionskapazitäten und -verfahren an Rentabilität einbüßen oder energieintensive Produkte weniger Nachfrage finden. So blieben trotz der allgemein zurückhaltenden Einschätzung der Wachstumsaussichten für das Euro-Gebiet jedenfalls auch die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer, wie sie aus Befragungen oder auch Finanzmarktdaten gewonnen werden können, bis zuletzt höher als auf Dauer mit Preisstabilität vereinbar wäre.

Diesen Eindruck bestätigen auch die längerfristig ausgerichteten und auf Basis monetärer Größen gewonnenen Inflationsprognosen. Die Geldbestände im Euro-Gebiet sind ausgehend von dem bereits erreichten hohen Niveau im zweiten Quartal 2008 nochmals kräftig gestiegen. Das breite Geldmengenaggregat M3 wuchs mit einer saisonbereinigten und aufs Jahr gerechneten Rate von knapp 8 %, nach 7 % im ersten Vierteljahr. Wie schon in den Vorquartalen haben zuletzt vor allem wieder die marktnah verzinsten

Komponenten zugenommen. Hinter der kräftigen monetären Expansion stand erneut eine deutliche Ausweitung der Kredite an den privaten Sektor.

Vor diesem Hintergrund beschloss der EZB-Rat Anfang Juli, den geldpolitischen Kurs etwas zu straffen und erhöhte deshalb die Notenbankzinsen des Eurosystems um jeweils einen viertel Prozentpunkt. Der Mindestbietungssatz für die als Zinstender ausgeschriebenen Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems liegt seitdem bei 4,25 %. Entsprechend haben sich auch die kurzfristigen Geldmarktsätze im Juli erhöht. Von vorübergehenden kurzzeitigen Schwankungen um den Monatsultimo abgesehen, bewegte sich der Tagesgeldsatz (EONIA) bei etwa 4,3 %, nach rund 4 % in den Vormonaten. Die längerfristigen Geldmarktsätze sind bereits im Juni in Erwartung der später vorgenommenen Zinsanpassung durch den EZB-Rat angestiegen. Dreimonatsgeld notierte im Durchschnitt im Juni mit knapp 5 % rund 0,1 Prozentpunkt höher als im Mai.

Die Aktivität der deutschen Wirtschaft hat sich nach einem ausgesprochen kräftigen Jahresauftakt im Frühjahr 2008 sichtbar abgeschwächt. Der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge ist das reale Bruttoinlandsprodukt zwischen April und Juni saison- und kalenderbereinigt um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal gesunken. Die Wirtschaftsleistung übertraf damit ihren Vorjahrsstand kalenderbereinigt aber immer noch um 1,7 %, nach 2,6 % im Quartal zuvor. Der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung im Berichtsquartal ist vor allem im

Kontext des sehr hohen Produktionsvolumens im ersten Jahresviertel zu sehen, als die deutsche Wirtschaft auch aufgrund von Sonderinflüssen im Produzierenden Gewerbe gegenüber dem Herbst 2007 um 1,3 % gewachsen war. Erwartungsgemäß wurde die wirtschaftliche Entwicklung im zweiten Quartal auch durch entsprechende Gegenreaktionen merklich gedämpft.

Daraus ist aber weder auf eine grundlegend verschlechterte Gesamtlage noch auf einen Verlust der in den vergangenen Jahren wiedergewonnenen zyklischen Widerstandsfähigkeit zu schließen. Gleichwohl sind im Verlauf des ersten Halbjahres 2008 zu den fortbestehenden Unsicherheiten und den noch nicht ausgestandenen globalen Herausforderungen weitere Belastungen hinzugekommen, sodass das aufgelaufene „Risikogemisch“ nun in der Summe nicht mehr ohne spürbare Wirkung auf die heimische Wirtschaftsentwicklung geblieben ist und für den weiteren Jahresverlauf eine langsamere Gangart erwarten lässt.

Dies gilt vor allem wegen der preislichen Belastungsfaktoren sowohl im Inland als auch im Ausland. Durch die massive Energieverteuerung haben die Realeinkommensverluste der entwickelten Volkswirtschaften in den letzten Jahren ein beträchtliches Ausmaß angenommen, und die Konsumbereitschaft ist beeinträchtigt worden. Das schwächt die Inlandsnachfrage und die Konjunktur in wichtigen Exportmärkten der deutschen Wirtschaft.

Trotz der schwächeren wirtschaftlichen Aktivität ist in Deutschland die Beschäftigung im

*Arbeitsmarkt*

zweiten Vierteljahr 2008 weiter gestiegen, wenn auch in deutlich verringertem Umfang. Entsprechend bildete sich die Arbeitslosigkeit zurück. Mit einem saisonbereinigten Rückgang von 69 000 Personen war das Minus aber deutlich kleiner als im ersten Vierteljahr, in dem es sich noch auf 209 000 belaufen hatte. Die Arbeitslosenquote in nationaler Abgrenzung verringerte sich von 8,0 % im ersten Quartal 2008 auf 7,9 % im zweiten Quartal. Im Juli kam es zu einem weiteren leichten Rückgang der registrierten Arbeitslosigkeit. Die entsprechende Quote belief sich wie im Juni auf 7,8 %. Die über die letzten Jahre hinweg erheblich verbesserte Lage am Arbeitsmarkt hat sich in vielen Bereichen in höheren Lohnabschlüssen niedergeschlagen. Gemessen an der Entwicklung der tariflichen Grundvergütungen nahmen sie im Vorjahresvergleich um 3,4 % zu, nach 3,1 % im ersten Vierteljahr. Die Akzeleration der Tarifentgelte dürfte sich im zweiten Vierteljahr auch in schneller gestiegenen gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten niedergeschlagen haben.

#### Preise

Auf der Preisseite haben über alle Verarbeitungs- und Handelsstufen hinweg im zweiten Jahresviertel 2008 die an den Weltmärkten stark anziehenden Rohölnotierungen das Geschehen geprägt. Durch sie haben sich die außenwirtschaftlichen Teuerungsimpulse für die deutsche Wirtschaft noch einmal spürbar verstärkt. Im Mittel stiegen die Verbraucherpreise in Deutschland im Vergleich zum Vorquartal saisonbereinigt um 0,8 %. Gut die Hälfte davon war der Energiekomponente zuzurechnen, die um 4,4 % anstieg. Die Preise für Heizöl wurden im Vergleich zum Vorquar-

tal um fast 20 % und die für Kraftstoffe um gut 7 % angehoben. Bei Nahrungsmitteln ließ der Aufwärtsdruck hingegen nach. Demgegenüber zogen die Preise von gewerblichen Waren (ohne Energie) und Dienstleistungen etwas an. Zuletzt (im Juli) belief sich die Teuerungsrate in Deutschland gemessen am Anstieg des Verbraucherpreisindex gegenüber dem Vorjahr auf 3,3 %.

Die Staatsfinanzen werden im laufenden Jahr eher wieder ein leichtes Defizit aufweisen, nachdem 2007 ein kleiner Überschuss zu verzeichnen war. Ausschlaggebend hierfür sind strukturelle Einflüsse. So haben insbesondere die Unternehmensteuerreform und die weitere Senkung des Beitragssatzes der Bundesagentur für Arbeit von 4,2 % auf 3,3 % erhebliche Einnahmehausfälle zur Folge. Die merklichen Abgabensenkungen werden dabei nicht von dem eher noch moderaten, gegenüber den Vorjahren aber höheren Ausgabenanstieg aufgewogen. Zudem könnte sich der seit einigen Jahren außerordentlich starke Aufkommensanstieg bei den gewinnabhängigen Steuern – insbesondere vor dem Hintergrund der Finanzmarkturbulenzen – im weiteren Jahresverlauf noch umkehren.

Insgesamt gesehen hat sich die Lage der öffentlichen Finanzen in Deutschland in den vergangenen Jahren deutlich verbessert. Die europäischen Vorgaben aus dem Stabilitäts- und Wachstumspakt für das mittelfristige Haushaltsziel und der im EG-Vertrag verankerte Referenzwert für die Staatsverschuldung könnten in absehbarer Zukunft eingehalten werden. Allerdings unterliegt diese Perspektive erheblichen Unsicherheitsfakto-

*Öffentliche  
Finanzen*

ren. Dies gilt zum einen hinsichtlich weiterer haushaltsbelastender Maßnahmen. So ist zu erwarten, dass im Zusammenhang mit der anstehenden Neuberechnung des soziokulturellen Existenzminimums die einschlägigen Steuerfreibeträge (und auch das Kindergeld) ausgeweitet werden. Darüber hinaus werden derzeit weitere Abgabensenkungen und Ausgabenerhöhungen diskutiert. Außerdem sind ab 2010 beträchtliche Mindereinnahmen aufgrund der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts zur steuerlichen Berücksichtigung von Kranken- und Pflegeversicherungsbeiträgen zu erwarten. Soll der gerade mühsam erreichte gesamtstaatliche Haushaltsausgleich nicht sofort wieder aufgegeben werden, bedürfen zusätzliche belastende Maßnahmen einer soliden Gegenfinanzierung. Zudem ist die weitere gesamtwirtschaftliche Entwicklung gegenwärtig mit erheblichen Unsicherheiten verbunden. Die Erfahrungen

der Vergangenheit, aber auch die jüngsten Entwicklungen in einigen anderen Ländern zeigen, wie schnell sich die Staatsfinanzen in einem ungünstigen Umfeld deutlich verschlechtern können. Nicht zuletzt der außerordentlich starke Aufkommensanstieg bei den gewinnabhängigen Steuern in den letzten Jahren birgt die Gefahr eines erheblichen Rückschlagpotenzials.

Ein kreditfinanziertes Konjunkturprogramm würde die Staatshaushalte umgehend wieder in eine Schieflage bringen – auch ohne dass sich die zuvor beschriebenen Risiken materialisieren. Zudem sollten die problematischen Erfahrungen mit einer aktiven konjunkturpolitischen Feinsteuerung nicht vergessen werden. Ein Konjunkturpaket erscheint aber auch vor dem Hintergrund der geschilderten gesamtwirtschaftlichen Perspektiven nicht angebracht.