

Überblick

Konjunkturelle Erholung unter temporärem Belastungsdruck

Die Weltwirtschaft blieb auch am Jahresende 2009 auf Erholungskurs. Zwar ist die globale Industrieproduktion zuletzt etwas moderater gestiegen als im dritten Quartal, das Wachstum des Welthandelsvolumens setzte sich dagegen sehr schwungvoll fort. Vor allem die Dynamik in den süd- und ostasiatischen Schwellenländern war weiterhin beachtlich. Nicht zuletzt wegen der damit verbundenen anziehenden Nachfrage aus dieser Region nach Erdöl und anderen Rohstoffen sind die Notierungen auf den internationalen Märkten im Verlauf des letzten Jahres kräftig gestiegen. Davon profitierten insbesondere die OPEC-Länder und einige lateinamerikanische Staaten. In der Gruppe der Industrieländer haben die Vereinigten Staaten im Herbst mit einem merklich verstärkten Expansionstempo die konjunkturelle Vorreiterrolle übernommen. Dagegen kam die Erholung im Euro-Raum vor allem aufgrund der nachlassenden Impulse aus den Fiskalprogrammen und den Lagerinvestitionen kaum voran.

Weltwirtschaft

Ungeachtet temporärer Belastungsfaktoren hielt die dynamische Aufwärtsentwicklung der Weltwirtschaft den verfügbaren Frühindikatoren zufolge auch nach der Jahreswende an. Das Bild eines breit fundierten globalen Aufschwungs bleibt damit nach wie vor gültig.

Vor diesem Hintergrund sowie weiterhin reichlicher Liquiditätsbereitstellung und niedriger Zinsen setzte sich die Entspannung an den internationalen Kapitalmärkten auch

*Finanzmarkt-
umfeld*

zum Jahreswechsel 2009/2010 der Tendenz nach fort. Phasen der Verunsicherung währten jeweils nur vergleichsweise kurz. Zunächst kam es in diesem Umfeld wieder zu Kursanstiegen an den Aktienmärkten und zu Renditerückgängen von Unternehmensanleihen. So haben sich auch im Euro-Raum die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen an den Kapitalmärkten weiter spürbar verbessert. Der Aufschlag von BBB-bewerteten und auf Euro lautenden Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen sank auf das zuletzt Anfang 2008 verzeichnete Niveau. Parallel zu den seit dem Frühjahr 2009 rückläufigen Zinsaufschlägen zeigte sich auch eine lebhafte Emissionstätigkeit von Unternehmen auf den europäischen Anleihemärkten.

Seit Mitte Januar wurden in der Wahrnehmung der Marktteilnehmer die positiven Konjunktursignale allerdings von politischen Einflüssen stärker in den Hintergrund gedrängt. So lösten Pläne zu einer verschärften Bankenregulierung und einer möglichen zusätzlichen Beteiligung von Finanzinstituten an den Kosten der Finanzkrise weltweit Kursverluste an den Aktienmärkten insbesondere für Finanztitel aus. Außerdem ging die Diskussion um die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung Griechenlands mit einer erheblichen Ausweitung der Renditedifferenz griechischer Schuldverschreibungen zu deutschen Bundesanleihen einher. Dies belastete auch den Euro, der an den Devisenmärkten vor allem seit Jahresbeginn 2010 auf breiter Basis schwächer notierte.

nahezu stagnierenden Kreditvergabe an den Privatsektor erneut ab, sodass von der monetären Entwicklung derzeit keine mittelfristigen Inflationsgefahren ausgehen. Auch aufgrund der Perspektive einer graduellen gesamtwirtschaftlichen Erholung wird aus heutiger Sicht die Entwicklung der Verbraucherpreise über den geldpolitisch relevanten Zeithorizont im Einklang mit Preisstabilität stehen, und die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer sind im Euro-Gebiet weiterhin gut verankert.

Angesichts dieser Rahmenbedingungen beließ der EZB-Rat zwischen Oktober 2009 und Januar 2010 die Leitzinsen unverändert. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden auch im vierten Quartal 2009 durchgehend als Mengentender mit Vollzuteilung der eingereichten Gebote zu einem Zinssatz von 1% ausgeschrieben.

Die Liquiditätssituation des europäischen Bankensektors ist weiterhin als außerordentlich gut zu bezeichnen. Dafür spricht auch, dass die Nachfrage nach dem dritten 12-Monatstender im Dezember deutlich hinter derjenigen der ersten Transaktion dieser Art im Juni 2009 zurückblieb. Gleichzeitig reduzierte sich die Zahl der an dieser Operation teilnehmenden Banken weiter.

Die anhaltenden Entspannungstendenzen an den Geld- und Kapitalmärkten ermöglichten dem EZB-Rat zur Jahreswende den Einstieg in die graduelle Rückführung der liquiditätspolitischen Sondermaßnahmen. Im Dezember 2009 erfolgte die letzte Ausschreibung des zusätzlichen Dreimonatstenders und des 12-

Monatstenders, der zudem als an den jeweils geltenden MRO-Satz gebundene Operation ausgeschrieben wurde. Im Januar 2010 wurden den Geschäftspartnern des Eurosystems letztmalig liquiditätszuführende Geschäfte in US-Dollar und in Schweizer Franken angeboten. Darüber hinaus beschloss der EZB-Rat, Ende März 2010 letztmals einen Sondertender mit sechsmonatiger Laufzeit durchzuführen. Die Zinssätze am Euro-Geldmarkt reagierten kaum auf die Ankündigung der graduellen Rücknahme der außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen. Über mögliche weitere Schritte im Ausstiegsprozess wird der EZB-Rat Anfang März beraten.

Erstmals seit Herbst 2008 war die Mittelbereitstellung der Banken im Euro-Raum wieder von einem, wenn auch nur leichten, Anstieg der Buchkredite an heimische private Nichtbanken geprägt. Dahinter stand jedoch eine recht heterogene sektorale Entwicklung. Die stärksten Zuflüsse verzeichneten die Ausleihungen an Privatpersonen, bei denen sich die positive Entwicklung der letzten beiden Quartale zunehmend verfestigte. Dies war erneut auf die quantitativ bedeutsamen Wohnungsbaukredite zurückzuführen. Den Zuflüssen bei den Buchkrediten an Privatpersonen standen im Schlussquartal 2009 konjunkturbedingt kräftige Rückgänge bei den unverbrieften Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen gegenüber. Für einen dominierenden konjunkturellen Einfluss auf die Kreditdynamik spricht allerdings die Tatsache, dass vor allem kurzfristige Ausleihungen stark zurückgingen, langfristige Buchkredite hingegen weiter merklich expandierten.

Die konjunkturelle Erholung in Deutschland ist in den Herbstmonaten 2009 ins Stocken geraten, wozu temporäre Faktoren beigetragen haben. Vor allem das Auslaufen der Umweltprämie wirkte sich in erheblichem Maß auf die gesamtwirtschaftliche Dynamik aus. Der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge stagnierte das reale Bruttoinlandsprodukt im Quartalsvergleich, nachdem die gesamtwirtschaftliche Erzeugung im dritten Jahresviertel noch ein Plus von 0,7 % hatte verbuchen können. Von der Binnenwirtschaft gingen dämpfende Einflüsse aus, während das Auslandsgeschäft im Berichtszeitraum erneut schwungvoll expandierte. Die Tatsache, dass auch temporäre Faktoren die Wachstumsverlangsamung erklären, die Exportkonjunktur als wichtige Stütze der deutschen Wirtschaft jedoch weiterhin lebhaft expandiert, spricht dafür, dass die konjunkturelle Erholungstendenz im Kern intakt ist.

So stiegen die nominalen Warenausfuhren im Herbst saisonbereinigt um 5,1 % gegenüber der Vorperiode, in welcher bereits ein Zuwachs von 5,4 % verzeichnet worden war. Nach der fulminanten Belebung zwischen Mai und September kam es zuletzt zu einer Beruhigung bei den Lieferungen in die Europäische Union. Bemerkenswert daran ist, dass das unstete Verlaufsprofil nicht nur die Lieferungen in die EWU-Partnerländer betraf, sondern recht synchron auch bei den alten und neuen EU-Mitgliedstaaten festgestellt werden konnte, die nicht dem Euro-Raum angehören. Augenscheinlich bildeten im Sommer in zahlreichen Ländern die stark expansiven Effekte vom Lagerzyklus zusammen mit den Wirkun-

*Deutsche
Wirtschaft*

gen der fiskalpolitischen Stabilisierungsmaßnahmen einen starken konjunkturellen Impuls, der sich über den engen Produktionsverbund in der gesamten Europäischen Union entfaltete und so der deutschen Exporttätigkeit in diesen Raum vorübergehend großen Auftrieb verlieh. Die Einfuhren von Waren und Dienstleistungen sind im Berichtszeitraum saisonbereinigt spürbar reduziert worden, nachdem sie im dritten Quartal 2009 sogar stärker als die Ausfuhren zugenommen hatten. Vor dem Hintergrund der anhaltenden Exportbelebung und der zuletzt abgeschwächten Importtätigkeit ergibt sich in der Gesamtschau, dass der Außenhandel im vierten Quartal 2009 rechnerisch einen beachtlichen positiven Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung beigesteuert hat.

Die Bereitschaft der Unternehmen, in Maschinen, Ausrüstungen und Gewerbebauten zu investieren, dürfte zum Jahresende weiterhin verhalten gewesen sein. Den verfügbaren Indikatoren zufolge wurde das Investitionsvolumen vom Sommer wohl nicht erreicht. Angesichts der nach wie vor erheblichen Unterauslastung der Produktionskapazitäten ist es jedoch aus zyklischer Sicht durchaus bemerkenswert, dass sich die Abschwächung nach der markanten Korrektur zu Jahresbeginn 2009 in engen Grenzen hielt. Dies gilt gleichermaßen für die gewerblichen Bauinvestitionen wie die Neubeschaffungen beweglicher Anlagegüter und kann zudem als Indiz dafür herangezogen werden, dass die den Unternehmen zur Verfügung stehenden Mittel bislang ausreichend waren, die geplanten Sachinvestitionen zu tätigen. Dies spricht dafür, dass die schwache Dynamik der Bank-

kredite an die nichtfinanziellen Unternehmen in Deutschland nicht Ausdruck einer Kreditklemme ist.

Der private Konsum hat im vierten Quartal 2009 erneut einen empfindlichen Dämpfer erhalten, nachdem er bereits im Sommer saison- und kalenderbereinigt um 0,9% zurückgegangen war. Wie bereits in der Vorperiode waren hierfür hauptsächlich die Pkw-Käufe verantwortlich, da die Auslieferungen wegen der nachlassenden Wirkung der Umweltprämie zwar immer noch erhöht waren, aber an das Niveau vom Frühsommer bei Weitem nicht mehr heranreichten. Demgegenüber hielten die Einzelhandelsumsätze das Vorquartalsniveau.

Die Robustheit des deutschen Arbeitsmarktes zählt zu den bemerkenswertesten Befunden der jüngsten Rezession. Die Reaktion auf den Produktionseinbruch im Winterhalbjahr 2008/2009 unterscheidet sich in wesentlichen Aspekten von früheren konjunkturellen Schwächephasen: So verlief der Beschäftigungsrückgang in der generell schwankungsanfälligen Industrie bislang sehr moderat. Dafür hat die Arbeitszeit viel stärker reagiert als in vorherigen Rezessionen. Ferner ist für die gegenwärtige gesamtwirtschaftliche Situation eher ungewöhnlich, dass – von Trendinflüssen abgesehen – die Erwerbsbeteiligung zunimmt. Für die nähere Zukunft ist zwar damit zu rechnen, dass sich der Arbeitsplatzabbau im Verarbeitenden Gewerbe fortsetzen wird, Anzeichen für einen erhöhten Entlassungsdruck sind aber weiter nicht erkennbar. Die Frühindikatoren für den Arbeitsmarkt zeigen vielmehr eine aufwärtsgerich-

tete Tendenz und nähern sich teilweise sogar dem neutralen Bereich.

Auf den vorgelagerten Absatzstufen kamen in den Herbstmonaten 2009 die Preisrückgänge, die ein Jahr zuvor zunächst Rohstoffe sowie Vorprodukte erfasst und später auf Fertigprodukte übergreifen hatten, mit der Belebung der Weltwirtschaft zumindest vorläufig zum Erliegen. So setzte sich der seit Mitte 2008 anhaltende, die aufeinanderfolgenden Fertigungsstufen sukzessive durchlaufende Disinflationsprozess bei den Endprodukten zwar zunächst noch fort. Im Einfuhrbereich deutete sich am aktuellen Rand allerdings eine Trendumkehr an. Verzögert dürfte sich dies auch auf die inländischen Erzeuger- sowie die Verbraucherpreise auswirken. Bisher resultierte der etwas verstärkte, aber immer noch moderate Anstieg der Verbraucherpreise jedoch vor allem aus Preisanhebungen bei Energieträgern. Alle anderen Güterarten verteuerten sich nur wenig oder gar nicht.

Die deutsche Wirtschaft befindet sich auf einem Erholungspfad, der nach derzeitiger Indikatorenlage in der Grundtendenz zwar nicht gefährdet scheint, aber zum Jahresbeginn 2010 weiter negativen Einflüssen ausgesetzt ist. Kurzfristig fällt ins Gewicht, dass das vergleichsweise kalte und schneereiche Winterwetter vor allem die Bautätigkeit nach dem Jahreswechsel erheblich beeinträchtigt hat, aber auch das Transport- und andere Außengewerbe ungünstig beeinflusst haben dürfte. Ungeachtet des recht volatilen Quartalsverlaufs deutet jedoch weder die konjunkturelle Grunddynamik noch das Nachfrage-

profil darauf hin, dass angesichts der bislang sehr robusten Erholung der Weltwirtschaft die zyklischen Auftriebskräfte in Deutschland zum Erliegen gekommen wären.

Der Wirtschaftseinbruch und die expansive finanzpolitische Reaktion hinterlassen tiefe Spuren in den öffentlichen Haushalten. Im vergangenen Jahr wurde nach zwei Jahren mit praktisch ausgeglichenem Staatshaushalt wieder ein hohes Defizit verzeichnet. Nach vorläufigen Angaben des Statistischen Bundesamtes belief sich die Defizitquote auf 3,2% und überschritt damit die EU-Regelgrenze. Zu der drastischen Verschlechterung gegenüber dem Vorjahr hat die Konjunkturerholung zu knapp der Hälfte beigetragen. Dabei wurde der negative konjunkturelle Einfluss durch die für die öffentlichen Haushalte günstige Struktur der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung noch erheblich abgemildert. Im laufenden Jahr wird die Defizitquote weiter deutlich zunehmen und könnte eine Größenordnung von 5% erreichen. Der konjunkturbedingte Teil des Defizits wird sich aus heutiger Sicht trotz des voraussichtlich wieder erkennbar zunehmenden BIP nochmals leicht erhöhen, denn im Unterschied zum Vorjahr dürfte die Wachstumsstruktur für die öffentlichen Finanzen eher ungünstig ausfallen. Ganz überwiegend wird der Defizitanstieg allerdings struktureller Natur sein, da weitere ausgabenerhöhende Maßnahmen und Steuersenkungen zu Buche schlagen.

Für den Bundeshaushalt des laufenden Jahres wurde von der Bundesregierung Mitte Dezember 2009 ein revidierter Haushaltsent-

*Öffentliche
Finanzen*

wurf vorgelegt. Obwohl sich die Erwartungen bezüglich des gesamtwirtschaftlichen Umfelds im Vergleich zum ersten Entwurf vom Juni 2009 deutlich verbessert haben, wurde die veranschlagte Nettokreditaufnahme dabei nur um knapp ½ Mrd € auf leicht unter 86 Mrd € zurückgenommen. Das um Konjunkturreffekte und finanzielle Transaktionen bereinigte („strukturelle“) Defizit, das im Rahmen der Regelungen zur Schuldenbremse den Ausgangspunkt für die stufenweise Rückführung der verfassungsmäßigen Kreditgrenze auf 0,35 % des BIP bis 2016 bildet, wurde allerdings deutlich höher als im Juni 2009 angesetzt. Zurückzuführen ist dies nicht zuletzt auf die Umwidmung von Darlehen an die Sozialversicherungen in Zuschüsse. Die neuen Haushaltsregeln sollen den bisherigen Trend zu immer weiter steigenden Schuldenquoten umkehren und verhindern, dass die grundsätzlich als notwendig erachtete strukturelle Sanierung der Staatsfinanzen weiter in die Zukunft verschoben wird. Im Vorgriff darauf soll die Übergangsregel dabei eine relativ gleichmäßige strukturelle Verbesserung beginnend mit dem Jahr 2011 sicherstellen. Die Verschiebung der notwendigen Konsolidierung in die nächste Legislaturperiode oder gar eine weitere Verschlechterung der Haushaltslage durch zusätzliche Maßnahmen würde dem entgegenstehen und könnte letztlich den Erfolg der neuen Regeln gefährden. Vor diesem Hintergrund sollte bei der kommenden Aufstellung des Bundeshaushalts 2011 und der mittelfristigen Finanzplanung für das Referenzdefizit 2010 nicht nur eine realistische Einschätzung der laufenden Haushaltsentwicklung zugrunde gelegt werden. Ebenso sollte darauf verzichtet werden,

temporäre Mehrbelastungen (wie die einmalige Umwandlung des Darlehens an die BA in einen Zuschuss) zur Erweiterung der Kreditaufnahmespielräume in der Übergangsphase zu nutzen und so die erforderliche Konsolidierung nach hinten zu verschieben.

Im Rahmen des europäischen Defizitverfahrens hat der Ecofin-Rat im Dezember 2009 für Deutschland ein übermäßiges Defizit festgestellt und gleichzeitig die Bundesregierung aufgefordert, die Obergrenze von 3 % für die Defizitquote spätestens 2013 wieder einzuhalten. Für 2010 wurde noch keine Konsolidierung eingefordert, sondern empfohlen, die fiskalischen Maßnahmen wie geplant umzusetzen. Ab 2011 soll Deutschland das strukturelle Defizit um jährlich durchschnittlich 0,5 % des BIP reduzieren, wobei die Rückführung bei besser als erwarteter Wirtschafts- und Haushaltsentwicklung beschleunigt werden soll. Diese Vorgaben sind auch vor dem Hintergrund der gesamtwirtschaftlichen Perspektiven wenig herausfordernd und gemessen an der Intention des Stabilitäts- und Wachstumspakts letztlich Minimalanforderungen.¹⁾ In dem am 9. Februar von der Bundesregierung vorgelegten aktualisierten Stabilitätsprogramm werden die Auflagen gerade eingehalten, wobei die dafür notwendigen Maßnahmen nicht konkretisiert wurden und vor dem Hintergrund der hohen Defizite und der auch 2013 noch steigenden Schuldenquote größere Anstrengungen wünschenswert gewesen wären.

1 Vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, November 2009, S. 67 ff.

Für die Bindungswirkung des fiskalischen Regelwerks in der EWU kommt Deutschland eine herausragende Rolle zu. Das fiskalische Regelwerk und die Finanzpolitik der EU sind gegenwärtig der stärksten Belastungsprobe seit Bestehen der Währungsunion ausgesetzt. Daher ist es entscheidend, dass die von den EU-Gremien beschlossenen nationalen Konsolidierungsanforderungen erfüllt werden. In diesem Zusammenhang ist zu begrüßen, dass der Europäische Rat am 11. Februar im Falle

Griechenlands zusätzliche Maßnahmen eingefordert, und der Ecofin-Rat hat am 16. Februar umfangreiche Auflagen im Rahmen des Defizitverfahrens gemacht. Der Europäische Rat hat die Verantwortlichkeit aller Länder für die Stabilität des Euro-Raums unterstrichen. In diesem Sinne müssen die nationalen Finanzpolitiken ihren Verpflichtungen nachkommen, um das institutionelle Grundgefüge der Währungsunion zu sichern.