

## Überblick

### Robuste deutsche Wirtschaft in schwierigem europäischen Umfeld

*Weltwirtschaft*

Die Weltwirtschaft hat nach der Jahreswende 2011/2012 wieder etwas Fahrt aufgenommen, obwohl der starke Anstieg der Ölpreise als Bremsfaktor wirkte. Insgesamt zog die globale Industrieproduktion in den ersten beiden Monaten des Jahres spürbar gegenüber dem letzten Jahresviertel 2011 an, in dem sie nur geringfügig zugelegt hatte. Der Welthandel, der im Herbstquartal noch stagniert hatte, nahm ähnlich kräftig zu. Mit der im Vergleich zu den Fortgeschrittenen Volkswirtschaften höheren Dynamik in den Schwellenländern setzte sich die bereits seit Mitte der neunziger Jahre zu beobachtende Abkopplung beim Trendwachstum zwischen Schwellen- und Industrieländern fort. Während die amerikanische Wirtschaft weiter solide expandierte, hielt die konjunkturelle Flaute im Euro-Raum an. Die negativen Vertrauenseffekte, die Ende 2011 noch von den Unruhen an den Finanzmärkten aufgrund der Staatsschuldenkrise ausgegangen waren, haben zwischenzeitlich zwar an Bedeutung verloren; in den letzten Wochen machte sich jedoch eine erneute Verunsicherung breit.

Die weltweite Konjunktur könnte im weiteren Jahresverlauf noch an Schwung gewinnen. Dafür sprechen die nachlassenden Belastungen von den Ölmärkten. Zudem ist die Geldpolitik in den Industrieländern weiterhin außerordentlich expansiv ausgerichtet, und auch in einigen Schwellenländern wurden die Zügel inzwischen deutlich gelockert. Gleichwohl bleibt die Belegung der Weltwirtschaft noch fragil und ist nicht zu vernachlässigenden Abwärtsrisiken ausgesetzt. So könnte eine Zuspitzung des Iran-Konflikts die Ölpreise drastisch nach oben treiben und auf diese Weise die noch verhaltenen Auftriebskräfte unterminieren. Außerdem ist die Unsicherheit an den Finanzmärkten gerade im Hinblick auf die Entwicklung in Grie-

chenland weiter hoch. Allerdings sind auch Chancen vorhanden. So könnte die Dynamik in den Schwellenländern und den USA durchaus stärker zunehmen als vielfach erwartet.

Vor dem Hintergrund der wieder anziehenden weltwirtschaftlichen Dynamik und der global außergewöhnlich expansiven geldpolitischen Ausrichtung überwogen an den Finanzmärkten in den ersten Monaten dieses Jahres Entspannungstendenzen. Mit der nachlassenden „Flucht“ in sichere Anlagen zogen die Aktienkurse spürbar an, und die Renditeunterschiede in der EWU verringerten sich merklich. In besonderem Maße profitierten europäische Kreditinstitute, deren Finanzierungsbedingungen sich wohl auch angesichts der Entscheidungen zur Krisenlösung auf europäischer Ebene und der dreijährigen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems zeitweilig stark verbesserten. Allerdings setzte ab April wieder eine spürbare Eintrübung ein. Belastungsfaktoren waren, neben ungünstigeren Konjunktursignalen in einigen Ländern, insbesondere die Besorgnis über die Zukunft Griechenlands und über die Entwicklung in Spanien.

*Finanzmärkte*

Die Inflationsprognosen für das laufende Jahr wurden zuletzt vor allem aufgrund des neuerlichen Anstiegs der Rohölpreise deutlich nach oben revidiert. Der EZB-Rat geht allerdings davon aus, dass die Inflationsrate über den geldpolitisch relevanten Horizont in den Stabilitätsbereich zurückkehren wird. Zudem sind die Inflationserwartungen fest verankert. Für diese Einschätzung sprechen auch die nach wie vor verhaltene Grunddynamik der monetären Expansion und die Kreditentwicklung. Vor diesem Hintergrund beließ der EZB-Rat die Leitzinssätze auf ihrer bisherigen Höhe.

*Geldpolitik*

Es wird entscheidend darauf ankommen, dass die makroökonomischen Anpassungsprozesse in den Ländern des Währungsgebiets in einer Weise ablaufen, die mit Preisstabilität für den

gesamten Euro-Raum vereinbar ist und die langfristigen Inflationserwartungen in der Breite verankert lässt. Dabei werden wie auch in den vergangenen Jahren über- und unterdurchschnittliche Preissteigerungsraten in einzelnen Ländern zu verzeichnen sein. Während Länder mit größerem strukturellen Reformbedarf und in der Vergangenheit übermäßigem Lohn- und Preisanstieg aufgrund der notwendigen Korrekturen unter dem Durchschnitt liegen werden, dürften Länder mit niedriger Arbeitslosigkeit und günstigen konjunkturellen Aussichten zeitweise geringfügig darüber liegen – so vermutlich auch Deutschland. In den Programmländern Griechenland und Portugal fallen bereits derzeit die Preissteigerungen deutlich unterdurchschnittlich aus, wenn von den Auswirkungen der Anhebung indirekter Steuern abgesehen wird.

In geldpolitischer Hinsicht war der Berichtszeitraum von der Umsetzung der Sondermaßnahmen geprägt, die vom EZB-Rat im Dezember 2011 beschlossen wurden. Insbesondere die vom Eurosystem mit den Dreijahresgeschäften zusätzlich bereitgestellten Mittel sowie die Umsetzung der im vierten Quartal 2011 vom EZB-Rat beschlossenen Maßnahmen trugen insgesamt zu einer Entspannung der Finanzierungssituation von Banken im Euro-Währungsgebiet bei. Die seit April zu beobachtende Verschärfung an den Finanzmärkten führt jedoch erneut mit aller Klarheit vor Augen, dass die Maßnahmen des Eurosystems ins Leere zu laufen drohen, wenn sich das Vertrauen in eine nachhaltige Entwicklung in einzelnen Ländern, die von der Geldpolitik nicht sichergestellt werden kann, wieder verschlechtert. Die außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen sind dabei selbst durchaus auch mit Risiken und Problemen verbunden, insbesondere, wenn sie nicht nur auf die Überbrückung kurzfristiger Liquiditätsprobleme beschränkt bleiben. So wird potenziell der Wettbewerb im Bankensektor verzerrt, und es besteht die Gefahr, dass notwendige Strukturreformen und Anpassungen sowohl im Bereich der Finanzpolitik als auch des Finanzsektors verzögert oder gar verhindert

werden. Die weiter zunehmende Verflechtung von nationalem Bankensystem und Staatsfinanzen in einigen Ländern (auch im Zusammenhang mit zunehmenden Staatsanleihekäufen von Banken) läuft der grundsätzlich angestrebten Verringerung systemischer Risiken entgegen. Es wird darauf ankommen, die Risiken aus den geldpolitischen Geschäften im Rahmen zu halten und die unkonventionellen Maßnahmen perspektivisch wieder zurückzuführen. Die Trennung von Geld- und Finanzpolitik muss gewährleistet bleiben.

Die aktuelle Entwicklung in Griechenland ist in hohem Maße besorgniserregend. Griechenland droht, die im Gegenzug zu den umfangreichen Hilfsprogrammen vereinbarten Reform- und Konsolidierungsmaßnahmen nicht umzusetzen. Hiermit wird die Fortführung der Hilfen aufs Spiel gesetzt. Griechenland hätte die damit verbundenen Folgen zu tragen. Für den Euro-Raum und Deutschland wären die Herausforderungen in diesem Fall erheblich, aber bei vorsichtigem Krisenmanagement beherrschbar. Ein spürbares Aufweichen der getroffenen Vereinbarungen hingegen würde das Vertrauen in Vereinbarungen und Verträge in der EWU beschädigen und die Anreize für eigenverantwortliche Reform- und Konsolidierungsmaßnahmen stark schwächen. Der bestehende Ordnungsrahmen von Haftung, Kontrolle und Eigenverantwortlichkeit der Mitgliedstaaten würde dann grundlegend infrage gestellt.

Das Eurosystem hat bei der umfangreichen Liquiditätsbereitstellung an Griechenland auf die Umsetzung der Programme vertraut und damit letztlich erhebliche Risiken übernommen. Angesichts der aktuellen Lage sollte es diese nicht mehr signifikant ausweiten. Über die Art und Weise einer eventuellen weiteren finanziellen Unterstützung und die Übernahme der damit zusammenhängenden Risiken sollten vielmehr die Parlamente und Regierungen der Mitgliedstaaten entscheiden.

Die deutsche Wirtschaft konnte die Schwächephase Ende des Vorjahres hinter sich lassen und

*Aktuelle  
Entwicklung in  
Griechenland*

*Deutschland*

in den Bereich positiver Wachstumsraten zurückkehren. Nach einem leichten Rückgang der Wirtschaftsleistung im Herbst 2011 ist das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge im ersten Vierteljahr 2012 saison- und kalenderbereinigt um 0,5% gegenüber dem Vorquartal gestiegen. Es zeugt von der robusten Verfassung der deutschen Volkswirtschaft, dass trotz der schwierigen Lage in einigen EWU-Partnerländern die expansiven Kräfte die Oberhand behielten. Zwar hat der zwischenzeitliche Tempoverlust die Investitionstätigkeit der Unternehmen spürbar beeinträchtigt, die Baunachfrage expandierte in der Grundtendenz jedoch anhaltend kräftig. Außerdem hat sich wohl der private Verbrauch nach dem Jahreswechsel wieder belebt. Die expansiv ausgerichtete Geldpolitik wird ebenfalls zunehmende Wirkungen entfalten. Gleichwohl dürfte das überraschend gute BIP-Ergebnis die aktuelle zyklische Grundtendenz überzeichnen und darf nicht einfach auf die folgenden Quartale übertragen werden.

Die Exporte sind im Berichtszeitraum saisonbereinigt gestiegen, nachdem es am Jahresende 2011 erstmals seit Beginn dieses Aufschwungs im Quartalsvergleich kein Plus gegeben hatte. Der Zuwachs der Wareneinfuhren in den ersten beiden Monaten des Jahres 2012 wurde gleichermaßen von den EWU-Ländern und Drittstaaten getragen. Allerdings sind die gegenwärtigen Nachfrageimpulse aus den EWU-Partnerländern vergleichsweise schwach. Die Einfuhren könnten nach dem Jahreswechsel in realer Rechnung gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt unverändert geblieben sein. Dabei hält sich die Importnachfrage der deutschen Wirtschaft gegenüber den EWU-Partnerländern insgesamt etwas besser als gegenüber den Drittstaaten. Die vergleichsweise robuste deutsche Konjunktur hat somit einen gewissen stabilisierenden Einfluss auf die übrigen Länder des Euro-Raums. Der Anteil des Leistungsbilanzüberschusses, der auf die EWU-Partnerländer entfällt, nimmt seit 2009 tendenziell kontinuierlich ab.

Für die Ausweitung der Produktion in der nahen Zukunft sind gegenwärtig Investitionen zur Kapazitätserweiterung weniger dringlich. Im Gegensatz zu den weniger dynamischen Perspektiven für die Ausrüstungsinvestitionen sind die Aussichten für die Bauinvestitionen weiterhin ausgesprochen günstig. Hier spielen nicht nur temporäre witterungsbedingte Nachholeffekte eine Rolle, sondern ebenfalls die insgesamt robuste binnenwirtschaftliche Dynamik, die die deutsche Wirtschaft in zunehmendem Maße trägt.

Der private Konsum könnte nach dem Minus im vierten Quartal 2011 nach dem Jahreswechsel wieder etwas zugelegt haben. Die Geschäftslage des Einzelhandels hat sich gemäß Umfragen im Verlauf der Wintermonate 2012 durchgreifend gebessert. Zudem ist festzustellen, dass der Konjunkturoptimismus bei den Verbrauchern nach der starken Verunsicherung Mitte letzten Jahres wieder zugenommen hat. In diesem Zusammenhang sind auch die Einkommenserwartungen weitgehend stabil geblieben.

Das günstige Umfeld für den privaten Verbrauch wird nicht zuletzt durch die weiterhin robuste Lage am Arbeitsmarkt gestützt. Die günstige Arbeitsmarktentwicklung hielt in Deutschland während des Winters an. Die Zahl der im Inland erwerbstätigen Personen stieg im ersten Vierteljahr 2012 erneut merklich gegenüber dem Vorquartal. Die Zunahme dürfte wiederum überwiegend auf zusätzliche sozialversicherungspflichtige Beschäftigungsverhältnisse zurückzuführen sein. Der Abbau der Arbeitslosigkeit bleibt bereits seit einiger Zeit dem Betrag nach hinter der Zunahme der Erwerbstätigkeit zurück. Dies deutet darauf hin, dass die zusätzliche Arbeitsnachfrage immer weniger aus dem Arbeitslosenreservoir gedeckt wird. Die Stellen werden zum einen zunehmend von Personen der Stillen Reserve eingenommen, wodurch die Erwerbsbeteiligung weiter steigt. Zum anderen kommt es vermehrt zur Zuwanderung von Erwerbspersonen aus dem Ausland. Die Aussichten auf dem Arbeits-

markt sind weiterhin aufwärtsgerichtet, wenngleich die vorliegenden Frühindikatoren eine langsamere Entwicklung in näherer Zukunft erwarten lassen.

Für die diesjährige Tarifrunde zeichnen sich vor dem Hintergrund dieser Arbeitsmarktlage beachtliche Lohnanhebungen ab. Darauf deuten nicht nur die hohen Lohnforderungen der Gewerkschaften hin, sondern auch die bereits erfolgten Tarifabschlüsse.

Die aktuelle Preisentwicklung ist entscheidend von außenwirtschaftlichen Einflüssen geprägt. So ist der zu Jahresbeginn 2012 merklich verstärkte Preisauftrieb auf allen Absatzstufen vor allem auf die sprunghaft gestiegenen Rohölnotierungen und die sich spürbar belebende Weltkonjunktur zurückzuführen, aber auch der seit dem vergangenen Sommer merklich schwächer notierende Euro spielte eine Rolle. Auf der Verbraucherstufe ist der Anstieg im ersten Quartal 2012 sogar noch etwas stärker ausgefallen als im Herbst. Im Zuge der kräftig gestiegenen Rohölnotierungen verteuerten sich vor allem Mineralölprodukte deutlich, aber auch Gas- und Stromtarife wurden angehoben.

Der konjunkturelle Aufwind könnte der deutschen Wirtschaft im Frühjahr in der Grundtendenz erhalten bleiben. Die Industrie wird dazu vermutlich aber nur einen vergleichsweise geringen Beitrag leisten, da angesichts der weiter abnehmenden Nachfrage aus dem Euro-Raum die Impulse aus den Drittmärkten bislang kaum ausreichen werden, um eine Produktionssteigerung über die Normalauslastung hinaus zu ermöglichen. Damit sind auch einem schnellen Wiederanspringen der Investitionskonjunktur Grenzen gesetzt. Ein signifikanter Wachstumsbeitrag ist demgegenüber vom Bau zu erwarten, und auch der Konsum könnte sich weiter beleben. Die ausgesprochen gute Lage am Bau strahlt überdies auf andere Wirtschaftsbereiche aus.

sunken war, ist im laufenden Jahr nur noch ein begrenzter Rückgang angelegt. Die konjunkturelle Entwicklung dürfte keinen wesentlichen Einfluss ausüben, da sich die für die öffentlichen Einnahmen und Ausgaben besonders bedeutsamen gesamtwirtschaftlichen Aggregate als relativ stabil erweisen. Strukturelle Verbesserungen dürften sich insbesondere durch eine weiter gedämpfte Entwicklung der Alterssicherungsleistungen und einen fortgesetzten Rückgang der strukturellen Arbeitslosigkeit sowie bei den Zinsausgaben durch günstige Refinanzierungsbedingungen ergeben. Die Schuldenquote könnte hingegen wieder steigen, nachdem sie bis Ende 2011 spürbar auf 81,2% zurückgegangen war. So erhöhen sich die Staatsschulden durch Hilfen für EWU-Staaten und die Kreditfinanzierung der Kapitalzuführung an den Europäischen Stabilitätsmechanismus. Zusätzlich könnte die Stützung deutscher Finanzinstitute mit einer erneuten Übernahme von Verbindlichkeiten und Vermögenswerten in den Staatssektor verbunden sein.

Im April hat die Bundesregierung ihr aktualisiertes Stabilitätsprogramm vorgelegt. Die Einhaltung des Referenzwertes für die Defizitquote bereits 2011, das heißt zwei Jahre vor Ablauf der Frist im Defizitverfahren, ist zu begrüßen, vor dem Hintergrund der günstigen Rahmenbedingungen aber auch angemessen. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt beinhaltet darüber hinaus die Pflicht, für den Gesamtstaat strukturell einen annähernden Haushaltsausgleich oder einen Überschuss zu erreichen und zu halten. Gemäß der Planung der Bundesregierung wird das selbstgesetzte mittelfristige Haushaltsziel einer strukturellen Defizitquote von maximal 0,5% des BIP eingehalten, was aber entscheidend auf die vorübergehend recht hohen Überschüsse bei den Sozialversicherungen zurück zu führen ist. Das Ziel fällt mit 0,5% des BIP angesichts der absehbaren demographischen Entwicklung und der hohen Schuldenquote allerdings nicht ambitioniert aus.

Nachdem die staatliche Defizitquote in Deutschland im Jahr 2011 deutlich auf 1% ge-

Mit den nationalen Fiskalregeln wurde für Bund und Länder der (annähernde strukturelle) Haus-

haltsausgleich als strikte Obergrenze für die Kreditaufnahme in der Verfassung verankert. Abweichungen sind im Normalfall allenfalls im laufenden Jahr zulässig. Die daraus resultierende Verschuldung ist zusätzlich begrenzt und gegebenenfalls regelgebunden abzubauen. Aufgrund der bekannten Schätzunsicherheiten empfiehlt es sich für den Bund und die Länder, in der Regel Budgetüberschüsse einzuplanen, um kurzfristig notwendigen und prozyklisch wirkenden Anpassungsanforderungen vorzubeugen. Auch aufgrund der bevorstehenden demographiebedingten Belastungen und der erheblichen Risiken durch die Staatsschuldenkrise ist es von zentraler Bedeutung, die nahezu stetig gewachsene, sehr hohe Schuldenquote rasch zurückzuführen. Vor diesem Hintergrund ist grundsätzlich zu begrüßen, dass die Bundesregierung die Einhaltung der ab 2016 geltenden Vorgabe der Schuldenbremse für den Bund bereits ab 2014 plant. Problematisch ist allerdings, dass die ursprünglichen Konsolidierungsbeschlüsse aufgeweicht wurden und das gegenwärtig vorteilhafte Umfeld somit nicht vollständig zu einem zügigeren Defizitabbau bei den Gebietskörperschaften genutzt wird.

Die teilweise an die deutsche Finanzpolitik gerichtete Forderung einer Kurslockerung zur Konjunkturstimulierung erscheint demgegenüber unangemessen. Für Deutschland wird allgemein eine zyklische Belebung prognostiziert, und zur Abfederung einer unerwarteten Konjunkturverlangsamung wären die automatischen Stabilisatoren besser geeignet. Auch wäre der Impuls auf die Nachfrage in den Staaten der europäischen Peripherie sehr begrenzt. Solide Staatsfinanzen sowie die konsequente Einhaltung der Haushaltsregeln in Deutschland sind nicht zuletzt ein entscheidender Stabilitätsanker in der europäischen Staatsschuldenkrise. Gerade bei den in einigen EWU-Staaten erforderlichen längeren und umfangreichen Konsolidierungsprozessen sind stabilitätsorientierte Haushaltsregeln und das Vertrauen in ihre Einhaltung von entscheidender Bedeutung. Konjunkturelle Strohfeuer oder ein Aufschub der Konsolidierung sind nicht geeignet, verloren gegangenes Vertrauen zurückzugewinnen. Wichtig ist es vielmehr, in Deutschland und den anderen EWU-Staaten wachstumsfreundliche Strukturreformen konsequent umzusetzen, ohne die Budgetziele zu gefährden.