

Überblick

Deutsche Konjunktur mit Wachstumsdelle im vierten Quartal 2012

Weltwirtschaft

Das globale Wachstum blieb auch im Schlussquartal 2012 gedämpft. Regional betrachtet hat sich in der Gruppe der Schwellenländer die konjunkturelle Gangart wohl merklich erhöht, während die zuvor schon schwache Expansion in den Industriestaaten in einen spürbaren Produktionsrückgang umgeschlagen ist. Dazu hat beigetragen, dass sich die Kontraktion im Euro-Raum verstärkt hat. Zugleich konnte das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Großbritannien im Schlussquartal das deutlich erhöhte Niveau der Vorperiode nicht halten. Die gesamtwirtschaftliche Produktion in Japan ist erneut geschrumpft, wenn auch nur noch leicht. In den USA verharrte zwar das reale BIP aufgrund temporärer negativer Einflüsse auf bestimmte Verwendungskomponenten im letzten Jahresviertel auf dem Stand der Vorperiode, in der es recht kräftig zugelegt hatte. Allerdings erhöhte sich das Expansionstempo der privaten inländischen Endnachfrage und untermauert damit die Erwartung, dass das gesamtwirtschaftliche Wachstum im ersten Quartal 2013 wieder aufgenommen wird.

Insgesamt haben sich in den letzten Monaten die Hinweise auf eine allmählich anziehende Dynamik in der Weltwirtschaft vermehrt. Vor allem zeichnet sich eine Belebung im Verarbeitenden Gewerbe der asiatischen Schwellenländer ab, aber auch in den Industrieländern signalisieren die Frühindikatoren eine graduelle Besserung. Der globale Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe ist im Dezember erstmals seit Mai 2012 wieder über die Expansionsschwelle gestiegen und hat seine Aufwärtsentwicklung im Januar fortgesetzt, während der Index für den Dienstleistungssektor weiterhin solides Wachstum anzeigt. Zudem deutet die günstige Kursentwicklung an den Aktienmärkten auf eine größere Zuversicht hin.

Im Herbst und Winter 2012/2013 hat der Risikoappetit der Marktteilnehmer an den internationalen Finanzmärkten spürbar zugenommen. Ausschlaggebend für die verbesserte Stimmung waren sowohl die etwas aufgehellten Konjunkturaussichten für das laufende Jahr als auch die Krisenmaßnahmen der Notenbanken der großen Währungsräume. Im Euro-Raum wirkte das dem Volumen nach potenziell unbegrenzte, bisher aber noch nicht aktivierte Anleihekaufprogramm (OMT) positiv auf die Kursentwicklung. Zudem stützte die Märkte, dass sich der Ecofin auf einen einheitlichen Aufsichtsmechanismus für Banken (Single Supervisory Mechanism: SSM) unter dem Dach der Europäischen Zentralbank geeinigt hat und dass – mit dem Abschluss eines Anleiherückkaufprogramms – der Weg für weitere Hilfgelder nach Griechenland frei wurde. Außerdem zeigten sich die Investoren darüber erleichtert, dass in den USA eine Teileinigung im Haushaltsstreit erzielt werden konnte. Belastende Faktoren, wie beispielsweise politische Schwierigkeiten in einigen Ländern des Euro-Raums bei der Umsetzung der erforderlichen Reform- und Konsolidierungsmaßnahmen, traten hingegen etwas in den Hintergrund. Von der gestiegenen Zuversicht der Finanzmarktteilnehmer profitierten vor allem risikobehaftete Vermögenswerte. So verzeichneten sowohl Staatsanleihen der Peripherieländer als auch Aktien nennenswerte Kursgewinne. An den Devisenmärkten wertete der Euro im Berichtszeitraum deutlich auf – besonders stark gegenüber dem Yen. Die momentane Entspannung an den Finanzmärkten sollte allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass in vielen Ländern weiterhin erhebliche strukturelle Anpassungen erforderlich sind.

Finanzmärkte

Der EZB-Rat beließ die Leitzinssätze auch im Berichtsquartal auf ihrem im Juli 2012 erreichten historisch niedrigen Niveau. Die im Herbst vorgenommenen Abwärtsrevisionen der Wachstumsprognosen für den Euro-Raum hatten kaum Einfluss auf die mittelfristigen Inflations-

Geldpolitik

perspektiven. Der EZB-Rat geht nach wie vor davon aus, dass die Teuerungsrate in den nächsten Monaten unter die 2%-Marke fällt und über den geldpolitisch relevanten Horizont im Stabilitätsbereich verbleibt. Dafür sprechen auch die weiterhin 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 nichtfinanzielle Unternehmen in den von der Staatsschuldenkrise besonders betroffenen Ländern. Dahinter stehen nicht nur die schwache Konjunktur, sondern auch größere strukturelle Anpassungsprozesse, die nicht zuletzt mit dem noch sehr hohen Verschuldungsniveau in diesen Ländern zusammenhängen.

Nachdem das vom Eurosystem bereitgestellte geldpolitische Refinanzierungsvolumen im vierten Quartal 2012 leicht zurückgegangen war, konnten die Banken Ende Januar 2013 erstmals vorzeitig Liquidität aus dem ersten im Dezember 2011 abgewickelten dreijährigen Refinanzierungsgeschäft an das Eurosystem zurückgeben. Das Rückzahlungsvolumen zum ersten Rückzahlungstermin betrug etwa 137 Mrd €. Da es im Gegenzug nicht zu einer verstärkten Nutzung von Refinanzierungsgeschäften mit kürzerer Laufzeit kam, gingen durch die vorzeitige Rückzahlung das geldpolitische Refinanzierungsvolumen und die Überschussliquidität merklich zurück. Der im Januar zu beobachtende breite Anstieg insbesondere der längerfristigen Geldmarktsätze ist dabei nicht zuletzt im Zusammenhang zu sehen mit Erwartungen der Marktteilnehmer über einen fortgesetzten Rückgang der Überschussliquidität aufgrund weiterer vorzeitiger Rückzahlungen bei den dreijährigen Refinanzierungsgeschäften.

Im Rahmen der letzten EZB-Ratssitzung nahm der Rat die Erläuterungen des Präsidenten der irischen Notenbank zum Umgang mit der kurz zuvor vom irischen Staat liquidierten staatseigenen Bank IBRC zur Kenntnis. Die irische Notenbank hatte der IBRC Notfallliquidität gewährt, und im Zuge der Liquidation fielen ihr die dies-

bezüglichen Sicherheiten zu. Im Folgenden wurde unter anderem zwischen dem irischen Staat und der irischen Notenbank vereinbart, dass die darunter fallenden Schuldscheine des irischen Staates gegen länger laufende Staatsanleihen mit einem geringeren Zinscoupon eingetauscht werden. Die irische Notenbank verzinst letztlich die zur Verfügung gestellten Mittel gegenüber dem übrigen Eurosystem in Höhe des Hauptrefinanzierungssatzes, während sie die Zinszahlungen des irischen Staates gewinnwirksam vereinnahmt und diese im weiteren Verlauf zur Ausschüttung an den Staat verwenden kann. Die Vorgehensweise belegt die zunehmend engere und problematische Verflechtung zwischen Geldpolitik und Finanzpolitik in der Europäischen Währungsunion. Im Hinblick auf eine etwaige Erleichterung beim staatlichen Schuldendienst einzelner Mitgliedstaaten wurde der Europäische Stabilitätsmechanismus errichtet, der diesbezüglich in der Verantwortung stehen sollte.

Die Aufwärtsbewegung der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung in Deutschland ist am Jahresende 2012 unterbrochen worden. Das reale BIP hat sich der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge im vierten Quartal saison- und kalenderbereinigt um 0,6% gegenüber dem Vorquartal verringert. Damit mündete die Nachfrageabschwächung, die vor mehr als einem Jahr ihren Ausgang genommen hatte und von der Verlangsamung des globalen Wachstumstempos, rezessiven Tendenzen im Euro-Raum sowie erheblichen Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Bewältigung der Schuldenkrisen hervorgerufen worden war, in einen spürbaren Dämpfer für die deutsche Konjunktur. Gleichwohl hält sich die Nutzung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten in der deutschen Wirtschaft noch knapp im Bereich der Normalauslastung.

Das Auslandsgeschäft der Unternehmen war im Herbst 2012 in der Breite rückläufig. Mit den Automobilexporten in den außereuropäischen Raum drehte das zentrale, bis in den Sommer hinein noch stark wirksame Belebungs-

*Deutsche
Wirtschaft*

ins Negative. Die Warenlieferungen in den Euro-Raum sind im Berichtsquartal zwar nicht ganz so stark zurückgegangen wie die Exporte in die Drittländer. Im Gegensatz dazu unterbrach hier der konjunkturelle Dämpfer aber nicht eine zuvor klar aufwärtsgerichtete Grundtendenz, sondern gab einer ohnehin kraftlosen Bewegung einen Drall nach unten. Die Einfuhren schnitten im Herbst 2012 im Vergleich zu den Exporten besser ab. Der im Sommerhalbjahr stark angewachsene Außenhandelsüberschuss wurde wieder spürbar zurückgeführt.

Der Erwerb beweglicher Anlagegüter hat im Jahresschlussquartal 2012 weiter nachgegeben. Damit sind die Ausrüstungsinvestitionen seit mehr als einem Jahr auf einem Abwärts-pfad. Vor dem Hintergrund der mäßigen Sachanlagennutzung standen Kapazitätserweiterungen verständlicherweise nicht auf der Tagesordnung. Die Zurückhaltung scheint aber auch die Modernisierung des Maschinenparks und der Fahrzeugflotten erfasst zu haben. Im Kontext der schwachen Investitionskonjunktur fehlt es dem gewerblichen Bau ebenfalls an Impulsen. Die Rahmenbedingungen für die Wohnungsbauinvestitionen waren im Herbst nach wie vor ausgesprochen vorteilhaft. Wie in den Vorquartalen dürfte die Expansion aber nicht mehr das hohe Tempo der Jahre 2010 und 2011 erreicht haben. Dies liegt zu einem erheblichen Teil an der Gewichtungverschiebung der Neubauaktivitäten vom Eigenheim- zum Geschosswohnungsbau, zum anderen aber auch an dem bereits erreichten erhöhten Niveau.

Das Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Nichtbanken konnte seinen zum Jahresbeginn begonnenen Wachstumstrend nicht fortsetzen, sondern ging im Berichtsquartal erkennbar zurück. Ursächlich für den Rückgang war vor allem eine spürbare Abnahme der Buchkredite an öffentliche Haushalte, für die Sondereffekte im Zusammenhang mit Umstrukturierungsmaßnahmen im Bankensektor eine Rolle spielten. Die Buchkredite an den inländischen Privatsektor nahmen hingegen erneut

zu, was allerdings allein auf eine gestiegene Kreditvergabe an finanzielle Unternehmen und private Haushalte zurückzuführen war. Hingegen nahmen die Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen, die in den ersten drei Quartalen noch merklich gestiegen waren, erkennbar ab. Neben den weiterhin schwachen Ausrüstungsinvestitionen inländischer Unternehmen dürften die Nettotilgungen in diesem Kreditsegment teilweise auch auf Bilanzbereinigungen der nichtfinanziellen Unternehmen zum Jahresende zurückzuführen sein.

Von der Verbrauchskonjunktur gingen zwar weiterhin lediglich verhaltene Impulse aus. Das Konsumklima blieb den Umfragen der GfK zufolge aber überaus optimistisch. Ein wesentlicher Faktor war dabei, dass am Arbeitsmarkt die Konjunkturschwäche bislang kaum Spuren hinterlassen hat. So ist die Zahl der Erwerbstätigen im Schlussvierteljahr 2012 saisonbereinigt weiter leicht gestiegen. Von Oktober bis Dezember waren zwar mehr Personen arbeitslos gemeldet als im Sommer, und die Quote erhöhte sich auf 6,9%. Sie ging im Januar 2013 aber wieder auf 6,8% zurück, weil die Zahl der registrierten Arbeitslosen saisonbereinigt erstmals seit Anfang 2012 wieder spürbar sank.

Im Schlussquartal 2012 sind die Preise auf allen Wirtschaftsstufen trotz der Seitwärtsbewegung der Rohölnotierungen und der Erholung des Euro-Wechselkurses gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt spürbar gestiegen. Bei den Einfuhrpreisen verringerte sich der Vorjahrsabstand aber weiter auf 1,0%, während er sich bei den inländischen Erzeugerpreisen nach einem Tiefpunkt im dritten Vierteljahr wieder leicht auf 1,5% erhöhte. Der Anstieg der Verbraucherpreise fiel saisonbereinigt ebenso stark aus wie im Vorquartal. Nachgebenden Preisen für Mineralölprodukte standen weitere kräftige Steigerungen bei Nahrungsmitteln gegenüber. Bei den anderen Waren und den Dienstleistungen (ohne Mieten) tendierten die Preise ebenfalls stärker nach oben. Binnen Jahresfrist erhöhten sich die Verbraucherpreise im Herbst

insgesamt sowohl nach der nationalen als auch der harmonisierten Abgrenzung um 2,0%.

Die Konjunkturerwartungen in der deutschen Wirtschaft haben sich in den vergangenen drei Monaten recht zügig und in einem bemerkenswerten Ausmaß erholt. Zu diesem markanten Stimmungsumschwung trug die verminderte Unsicherheit im Euro-Raum bei. Damit haben sich die Chancen erhöht, dass sich der auffällige Investitionsattentismus, der mit den mittelfristigen Wachstumsaussichten nur schwer in Einklang zu bringen war, schrittweise lösen könnte. Für das erste Quartal 2013 kann aus heutiger Sicht mit einem Plus bei der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung gerechnet werden. Hierfür spricht, dass es gerade in der Industrie zu einer Gegenbewegung als Reaktion auf die beträchtlichen Produktionsanpassungen zum Jahresende 2012 kommen dürfte. Für den weiteren Verlauf des Jahres zeichnet sich eine allmähliche konjunkturelle Belebung ab, ohne dass jedoch aus dem außenwirtschaftlichen Umfeld eine Initialzündung für einen sehr kräftigen Nachfrageschub erwartet werden sollte.

Öffentliche Finanzen

Im abgelaufenen Jahr waren die Bedingungen für die öffentlichen Finanzen in Deutschland weiter günstig. Der staatliche Gesamthaushalt schloss mit einem kleinen Überschuss von 0,1% des BIP (2011: – 0,8%), wobei ein immer noch spürbares Defizit der Gebietskörperschaften durch ein Plus bei den Sozialversicherungen mehr als ausgeglichen wurde. Der Konjunkturlauf auf den Saldo war – gemäß den Bundesbankberechnungen – gegenüber dem Vorjahr unverändert positiv, sodass strukturell betrachtet noch ein (begrenztes) Defizit verblieb. Im Vorjahresvergleich ergab sich eine strukturelle Verbesserung um rund 1% des BIP. Dies ging insbesondere auf die anhaltende Dynamik bei den gewinnabhängigen Steuern, den gebremsten Anstieg der Sozialausgaben, den Wegfall des Investitionsprogramms 2009 und die ausgesprochen günstigen Finanzierungsbedingungen zurück. Die Schuldenquote erhöhte sich bis zum Ende des dritten Quartals auf 81,7%, und zum Jahresende zeichnet sich eine ähnliche

Größenordnung ab (2011: 80,5%). Ursächlich für den Anstieg sind die Stützungsmaßnahmen in der EWU sowie die Übernahme weiterer Verbindlichkeiten (und Forderungen) in den Staatssektor im Zuge der WestLB-Abwicklung.

Im laufenden Jahr wird der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo aus heutiger Sicht wieder in ein Defizit umschlagen, das eine Größenordnung von ½% des BIP erreichen könnte. Infolge der konjunkturellen Verlangsamung dürfte sich der 2012 noch positive Konjunkturlauf zurückbilden und damit das noch vorhandene strukturelle Defizit zutage treten. Im Vorjahresvergleich bleibt das strukturelle Defizit weitgehend unverändert. Die Schuldenquote dürfte hingegen zurückgehen, wenn wie erwartet die Tilgung von Verbindlichkeiten bei den staatlichen Bad Banks gewichtiger ist als neue Belastungen im Zusammenhang mit der Stabilisierung der EWU und der Stützung deutscher Finanzinstitute.

Das nach den Vorschriften der Schuldenbremse bestimmte strukturelle Defizit im Bundeshaushalt hat die dauerhafte verfassungsmäßige Obergrenze für die strukturelle Neuverschuldung von 0,35% des BIP ab 2016 bereits 2012 formal unterschritten. Dies ist zu begrüßen, auch wenn es auf der vereinfachten Methode für die Konjunkturbereinigung beim Haushaltsabschluss beruht. Bei Verwendung einer vollständig aktualisierten Konjunkturbereinigung liegt das strukturelle Defizit 2012 demgegenüber noch deutlich über der Grenze. Für das laufende Jahr ist nicht zuletzt aufgrund von Kürzungen der Zuweisungen an die Sozialversicherungen zu erwarten, dass das Strukturdefizit faktisch unter 0,35% des BIP sinkt, und der für 2014 angestrebte strukturelle Haushaltsausgleich scheint ebenfalls in Reichweite. Die günstiger als geplante Haushaltsentwicklung des Bundes seit 2010 wird dabei entscheidend von Steuermehreinnahmen und durch die vorteilhaften Finanzierungsbedingungen geprägt, während der finanzpolitische Kurs im Vergleich zum Konsolidierungspaket vom Juni 2010 sukzessive gelockert wurde. Zwar zeich-

nen sich kurzfristig weiter Entlastungen bei den Zinsen ab, doch drohen spürbare Mehrbelastungen, wenn die Zinssätze von dem ausgesprochen niedrigen Niveau wieder ansteigen sollten. Hinzu kommt, dass die hohen Unsicherheiten bei der Bestimmung des strukturellen Defizits einen deutlichen Sicherheitsabstand zur Neuverschuldungsgrenze dringend ratsam erscheinen lassen. Insgesamt besteht deshalb weiterhin die Notwendigkeit, die Konsolidierung voranzubringen. Im Hinblick auf die Finanzierung der Sozialversicherungen wäre es wünschenswert, die versicherungsfremden Leistungen transparent zu definieren und diese dann verlässlich durch den Bundeshaushalt zu finanzieren. Hier entsteht regelmäßig der Eindruck, dass Zuweisungen eher willkürlich nach Kassenlage gestaltet werden, was einer regelgebundenen, am Äquivalenzprinzip orientierten Finanzierung entgegenläuft und die Planungssicherheit beeinträchtigt.

Im internationalen Vergleich ist die Haushaltslage in Deutschland günstig. Aufgrund der hohen Schuldenquote und der demographischen Entwicklung ist es für Deutschland aber dennoch wichtig, die noch vorhandenen strukturellen Haushaltslücken bei den Gebietskörperschaften zügig zu schließen – zumal die Überschüsse der Sozialversicherungen temporärer Natur sind. Vor diesem Hintergrund erscheint die teilweise von Deutschland geforderte fiskalische Expansion nicht angezeigt. Die automatischen Stabilisatoren federn die konjunkturellen Schwankungen in Deutschland ausreichend ab, und ein darüber hinausgehen-

der Impuls für die Inlandsnachfrage hätte auch nur sehr begrenzte Auswirkungen auf die von Anpassungsrezessionen betroffenen europäischen Staaten. Die konsequente Ausrichtung auf solide Staatsfinanzen sollte daher für alle staatlichen Einheiten Priorität haben.

Darüber hinaus sollten beim Bund und den 16 Ländern grundsätzlich deutliche Sicherheitsabstände zu den dauerhaften Verschuldungsobergrenzen des Grundgesetzes geschaffen werden, um im weiteren Verlauf bei negativen Überraschungen eine prozyklische Haushaltspolitik vermeiden zu können. Bei den Ländern sollten die langen Übergangsfristen der reformierten deutschen Haushaltsregeln allenfalls dort ausgeschöpft werden, wo außergewöhnliche Haushaltsschiefen kaum kurzfristig zu korrigieren sind, und in diesem Fall ambitionierte Mindestschritte beim Defizitabbau verbindlich vorgeschrieben werden.

Mit den reformierten nationalen und europäischen Haushaltsregeln wurde eine verbesserte Grundlage für solide Staatsfinanzen gelegt. Unter den derzeitigen günstigen Bedingungen wurden diese Regeln in Deutschland eingehalten, und das eigentliche Ziel, den Staatshaushalt strukturell auszugleichen, dient in der öffentlichen Diskussion verstärkt als Maßstab zur Bewertung der Haushaltspolitik. Der Prüfstein für die Finanzpolitik wird aber letztlich sein, ob der Aufwärtstrend der Schuldenquote nachhaltig umgekehrt wird und die Regeln auch unter ungünstigeren Vorzeichen konsequent angewendet werden.