

Überblick

Aufschwung in Deutschland gewinnt an Breite

Weltwirtschaft

Nach der Festigung der globalen Konjunktur im Jahr 2013 expandierte die weltweite Wirtschaftsleistung im abgelaufenen Quartal wohl eher verhalten. Dabei war eine Wachstumsverlangsamung sowohl im Kreis der Fortgeschrittenen Volkswirtschaften als auch unter den Schwellenländern zu beobachten. Im Hinblick auf die zuletzt genannte Gruppe sind der holprige Start der chinesischen Wirtschaft in das neue Jahr und die ökonomischen Probleme Russlands, die durch die Ukraine-Krise spürbar verschärft worden sind, hervorzuheben. Die Entwicklung in der Industrieländergruppe wurde durch verschiedene gegenläufige Sonderfaktoren beeinflusst. Während in den USA der außergewöhnlich strenge Winter die Produktion zum Teil behindert hat, haben in Japan kräftige Vorzieheffekte aufgrund der Mehrwertsteuererhöhung zum 1. April 2014 zu einem starken Anstieg der Binnennachfrage und damit auch des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) geführt. Das Wachstum im Euro-Raum blieb gedämpft. Im laufenden Quartal dürfte die Weltwirtschaft ihr moderates Expansionstempo zumindest halten, und die Sonderinflüsse in den Industrieländern sollten gewissermaßen das Vorzeichen wechseln. In den USA legen monatliche Indikatoren am aktuellen Rand bereits ein deutliches Anziehen der Konjunktur nahe. Dagegen ist in Japan als Reflex auf die Vorzieheffekte mit einer erheblichen Nachfragekontraktion bei den privaten Haushalten zu rechnen, der sogar zu einem BIP-Rückgang führen könnte.

Finanzmärkte

Die Finanzmärkte zeigten sich im ersten Quartal 2014 angesichts einer Vielzahl belastender Faktoren vergleichsweise robust. Die geopolitischen Anspannungen um die Ukraine wirkten zwar immer wieder je nach tagespolitischer Nachrichtenlage auf die Kurse ein. Eine den gesamten Finanzmarkt erfassende erhöhte Risiko-

aversion, die in der Regel mit hohen Preisabschlägen einhergeht, war aber nicht zu verzeichnen. Auch die erneuten Finanzmarkt-turbulenzen in einigen Schwellenländern zu Beginn des Jahres ebten recht zügig wieder ab. Einige bis Ende März überwiegend auf der negativen Seite überraschende Konjunkturindikatoren belasteten die Märkte ebenfalls nur moderat. Offenbar schirmten das als relativ robust eingeschätzte Grundtempo des weltwirtschaftlichen Wachstums und die weiterhin – trotz der schrittweisen Zurücknahme der Wertpapierkäufe der amerikanischen Zentralbank – expansiv ausgerichtete Geldpolitik der großen Industrieländer die Finanzmärkte teilweise von Belastungen ab. Zudem hellte sich das Stimmungsbild zuletzt wieder auf. Im Ergebnis gaben die Renditen von Anleihen weltweit nach, während die Aktienmärkte – mit Ausnahme von Japan – Kursgewinne verzeichneten. Insbesondere die Staatsanleihen der europäischen Peripherieländer wiesen erhebliche Renditerückgänge auf. Die Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen am Kapitalmarkt haben sich ebenfalls weiter verbessert und stützen die konjunkturelle Erholung im Euro-Raum. Die Festigung des Wechselkurses des Euro, die insbesondere von Herbst 2012 bis Ende 2013 zu beobachten war, ist deshalb auch vor dem Hintergrund von Kapitalzuflüssen im Wertpapierverkehr des Euro-Raums zu sehen, die ihrerseits zu den Renditerückgängen beigetragen haben. Insgesamt ist der gesamtwirtschaftliche Stimulierungseffekt für die Peripherieländer klar positiv. Eine diesbezüglich nur an der Höhe des Wechselkurses anknüpfende Argumentation blendet wichtige Zusammenhänge aus und greift deshalb zu kurz. Im Übrigen hat der Euro seit Jahresbeginn im gewogenen Durchschnitt sogar wieder etwas an Wert verloren (–1/2%).

Vor dem Hintergrund der moderaten wirtschaftlichen Erholung und des im weiteren Verlauf des Erholungsprozesses erwarteten all-

Geldpolitik

mählichen Anstiegs der Inflationsraten ergriff der EZB-Rat im laufenden Jahr bislang keine weiteren zinspolitischen Maßnahmen. Die Zinssätze für die Spitzen- und die Hauptrefinanzierungsfazilität liegen damit seit Mitte November 2013 bei 0,75% und 0,25%, während der Zinssatz für die Einlagefazilität seit Mitte Juli 2012 bei 0,00% liegt.

Der EZB-Rat bekräftigte seine Absicht, angesichts der trotz der erkennbaren konjunkturellen Erholungstendenzen noch bestehenden ungenutzten Kapazitäten und der verhaltenen Geldmengen- und Kreditentwicklung die Leitzinssätze für längere Zeit auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau zu belassen. Angesichts des weiter nachlassenden Inflationsdrucks signalisierte der EZB-Rat zudem Anfang April, dass er bereit ist, im Rahmen seines Mandats auch unkonventionelle Instrumente einzusetzen, um den Risiken einer zu lang anhaltenden Phase niedriger Inflation wirksam entgegenzutreten.

Der wirtschaftliche Aufschwung in Deutschland hat sich nach dem Jahreswechsel 2013/2014 weiter deutlich gefestigt. Die ohnehin seit einiger Zeit beobachtbare Aufwärtsbewegung der Binnenkonjunktur hat sich zuletzt noch dadurch verstärkt, dass nunmehr auch die Ausrustungsinvestitionen nach längerer Durststrecke wieder nach oben tendieren. Das nachfrageseitig breit getragene Wirtschaftswachstum wird dadurch abgerundet, dass aus dem Ausland seit einem Jahr zwar insgesamt eher moderate, aber recht stetige Impulse kommen. Störeinflüsse aus dem internationalen Umfeld haben die gute Stimmung der hiesigen Unternehmen und Verbraucher bislang nicht merklich beeinträchtigt; stattdessen dürfte die Erholungstendenz im Euro-Raum dazu beigetragen haben, dass sich das lange Zeit von Unsicherheiten geprägte Investitionsklima verbessert hat. Der für das erste Vierteljahr 2014 gemeldete Zuwachs des realen BIP von saison- und kalenderbereinigt 0,8% gegenüber dem Vorquartal übertrifft aber die zyklische Grunddynamik erkennbar. Großen Einfluss hatte der Wit-

terungseffekt, da der außergewöhnlich warme und trockene Winter die wirtschaftliche Aktivität in den Außenberufen nur wenig beeinträchtigte.

Die Bauinvestitionen sind insgesamt kräftig gestiegen, was insbesondere am Wohnungsbau gelegen haben dürfte. Außerdem haben die Unternehmen ihre Investitionsbudgets erhöht. Üblicherweise ziehen im Zuge sich verbessernder konjunktureller Perspektiven die Ausrüstungsinvestitionen an. Dies gilt insbesondere dann, wenn – wie am aktuellen Rand – die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung bereits Normalniveau erreicht hat. Der private Konsum ist in den ersten drei Monaten dieses Jahres eine wichtige Säule der zyklischen Aufwärtsbewegung geblieben.

Hierzu passt, dass sich das Kreditgeschäft der Banken mit privaten Haushalten im Berichtsquartal spürbar belebte. Neben einer beschleunigten Zunahme der Konsumentenkredite wurde die Buchkreditvergabe an private Haushalte (und somit an den inländischen Privatsektor insgesamt) erneut hauptsächlich durch die Wohnungsbaukredite getrieben, die von der milden Witterung und den weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen profitierten. Die negative Entwicklung des Buchkreditgeschäfts mit inländischen nichtfinanziellen Unternehmen im Berichtsquartal dürfte auf mehrere Faktoren zurückzuführen sein: Zum einen spricht vieles dafür, dass Unternehmen ihre Gewinne angesichts der in der Vergangenheit moderaten Investitionstätigkeit verstärkt zur Rückführung ihrer Außenstände genutzt haben. Hinzu kommt, dass die Bedeutung von Bankkrediten als eine Finanzierungsquelle für Unternehmen bereits seit Jahren trendmäßig abnimmt und andere Finanzierungsformen (insbesondere die interne Finanzierung) an Bedeutung gewinnen. Die wieder anziehende Investitionskonjunktur dürfte sich zudem erst mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung in einer höheren Kreditnachfrage ausdrücken.

Der Außenhandel ist seit einem Jahr wieder aufwärtsgerichtet. An Dynamik hat zuletzt vor allem die Importseite gewonnen, während die Exportaktivität der deutschen Unternehmen vor dem Hintergrund des moderaten globalen Wachstums derzeit lediglich ein verhaltenes Expansionstempo anschlägt. Mit Blick auf die transferierten Gütermengen sind somit grundsätzlich dämpfende Effekte auf den Außenhandelsüberschuss angelegt. Dem haben bislang allerdings spürbare Terms-of-Trade-Gewinne entgegengewirkt, was auf deutlich nachgebende Preise für international gehandelte Rohstoffe und Halbwaren zurückzuführen war. Gleichwohl haben sich in den ersten drei Monaten 2014 sowohl Handels- als auch Leistungsbilanzsaldo gegenüber dem erhöhten Niveau zum Ende des vergangenen Jahres saisonbereinigt substantiell ermäßigt.

Der konjunkturelle Aufwind hat den Arbeitsmarkt im Winter 2014 deutlich belebt. Hinzu kamen Effekte durch die milde Witterung in Wirtschaftsbereichen, in denen die Beschäftigung während dieser Jahreszeit üblicherweise gedrückt ist. Die Ausweitung der Beschäftigung ist vor allem auf zusätzliche sozialversicherungspflichtige Arbeitsplätze zurückzuführen. Die registrierte Arbeitslosigkeit ist im Winter in saisonbereinigter Rechnung spürbar gesunken, nachdem die Arbeitslosenzahlen in den beiden Jahren davor tendenziell leicht angestiegen waren. Der Rückgang betraf sowohl die eher kurzfristige Arbeitslosigkeit im Versicherungssystem als auch die Bezieher von Arbeitslosengeld II. Die expansive Arbeitsnachfrage in Deutschland begünstigt angesichts niedriger Arbeitslosigkeit die Aktivierung von Personen, die dem Arbeitsmarkt bislang nicht zur Verfügung gestanden haben, und sorgt für eine anhaltend kräftige Zuwanderung insbesondere aus den EU-Staaten. Die Einstellungspraxis der gewerblichen Wirtschaft und der unternehmensnahen Dienstleister dürfte vorerst ähnlich expansiv wie im Winter bleiben.

Der Zuwachs der Tarifverdienste ist in den ersten drei Monaten des Jahres 2014 erheblich

kräftiger als im Vorquartal ausgefallen. Dies lag vor allem daran, dass der rückwirkend gewährte Teil der Tarifierhöhung im Einzelhandel häufig zu Beginn dieses Jahres als Einmalbetrag gezahlt wurde. Die Lohnrunde 2014 schließt den bisherigen Ergebnissen zufolge nahtlos an die letztjährige an. Bei branchenspezifischen Unterschieden lag der auf Jahresbasis hochgerechnete Tariflohnzuwachs im Durchschnitt bei rund 3%. Anfang April 2014 verabschiedete das Bundeskabinett den Entwurf des Tarifautonomiestärkungsgesetzes, das unter anderem die Einführung eines allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns in Höhe von 8,50 € je Stunde ab Januar 2015 vorsieht. Von dieser Lohnuntergrenze sind nur sehr wenige Arbeitnehmergruppen ausgenommen.

Die Preistendenzen in Deutschland werden gegenwärtig von gegenläufigen Kräften bestimmt. Während die stärker unter außenwirtschaftlichem Einfluss stehenden Preise nachgeben, steigen die in größerem Maß im Inland bestimmten Preise spürbar an. Auf den vorgelagerten Absatzstufen gaben die Preise im Vergleich zum Vorzeitraum saisonbereinigt wieder nach, allerdings in unterschiedlichem Ausmaß. Bei den inländischen Erzeugerpreisen konzentrierte sich der Rückgang auf die Energiekomponente und, mit geringerer Intensität, auf die Vorleistungen, während die Preise von Investitionsgütern unverändert blieben und die von Konsumgütern spürbar anzogen. Trotz der außerordentlich guten Baukonjunktur erhöhten sich die Preise für Bauleistungen weiterhin nur moderat. Die Verbraucherpreise zogen im ersten Vierteljahr 2014 wieder spürbar an. Zwar gaben die Preise für Energie aufgrund fallender Rohölnotierungen, der Aufwertung des Euro sowie des warmen Winterwetters abermals merklich nach, aber weniger stark als noch im Schlussquartal 2013. Bei den Nahrungsmitteln setzte im Quartalsverlauf eine Gegenbewegung zu den auch witterungsbedingt kräftigen Preissteigerungen des Vorjahres ein. Dagegen zogen insbesondere die Preise für Dienstleistungen trotz des erst in das zweite Quartal fallenden Ostertermins wieder spürbar an, und der

Mietenanstieg verstärkte sich. Auch die Preise für gewerbliche Waren stiegen trotz der Euro-Aufwertung etwas stärker als im Vorquartal an. Der aufwärtsgerichtete Preistrend setzte sich im April verstärkt fort, wobei der späte Ostertermin zum Anstieg der Vorjahresrate des Verbraucherpreisindex auf 1,3% beitrug.

Der konjunkturelle Aufschwung in Deutschland wird in den kommenden Monaten überwiegend auf binnenwirtschaftlichen Antriebskräften beruhen. Die Impulse aus dem Ausland dürften hingegen verhaltener ausfallen. Zudem ist angesichts der erhöhten Wahrnehmung von wirtschaftlichen Risiken in einigen Schwellenländern sowie der erheblichen geopolitischen Unwägbarkeiten in Osteuropa das Potenzial für externe Störungen zuletzt merklich gestiegen. Werden größere unvorhergesehene Ereignisse aus diesem Spektrum außen vor gelassen, ist mit einer Fortsetzung der wirtschaftlichen Aufwärtsbewegung zu rechnen. Da der positive Witterungseffekt des ersten Quartals rein rechnerisch eine Dämpfung der saisonbereinigten Verlaufsrate im zweiten Quartal bewirkt, wird der BIP-Zuwachs im Frühjahr saison- und kalenderbereinigt aber wohl vergleichsweise gering ausfallen. Dies sollte jedoch nicht als ein Rückgang des konjunkturellen Grundtempos interpretiert werden.

Für die deutschen Staatsfinanzen sind im laufenden Jahr weiterhin ein etwa ausgeglichener Gesamthaushalt und eine spürbar sinkende Schuldenquote zu erwarten. Auch in struktureller Betrachtung dürfte der Haushalt annähernd ausgeglichen sein. Dabei wurde nach der Bundestagswahl einerseits der fiskalische Kurs durch verschiedene Ausgabenprogramme gelockert. Andererseits führen unter anderem die vorteilhafte Konjunktorentwicklung, die weiter günstigen Finanzierungsbedingungen und der höhere Bundesbankgewinn zu merklichen Entlastungen der Staatsfinanzen. Der Rückgang der Schuldenquote wird vor allem durch das nominale BIP-Wachstum (im Nenner der Quote) getrieben. Hinzu kommt der voraussichtlich fortgesetzte Abbau von Verbindlichkeiten

der staatlichen Bad Banks im Gefolge der Verwertung von Finanzaktiva. Bei allerdings merklichen Risiken im internationalen Umfeld könnte sich die Entwicklung im kommenden Jahr ähnlich darstellen, wobei die Belastungen durch die neuen Ausgabenprogramme zunehmen.

Im aktualisierten deutschen Stabilitätsprogramm wird bis zum Jahr 2018 ein ausgeglichener bis leicht überschüssiger Haushalt in Aussicht gestellt. Bei einem von der Bundesregierung bis 2017 als negativ veranschlagten konjunkturellen Einfluss wird ein struktureller Überschuss von ½% des BIP ausgewiesen. Die Schuldenquote soll bis 2018 auf 65% sinken. Die Defizit- und Schuldenziele erscheinen erreichbar, und es ist zu begrüßen, dass die europäischen Vorgaben deutlich eingehalten werden sollen. Die Lage der deutschen Staatsfinanzen ist im internationalen Vergleich damit relativ vorteilhaft.

Allerdings ist die finanzpolitische Ausrichtung keinesfalls ambitioniert. Im Vergleich zu den vorangegangenen Planungen hat die Bundesregierung den Ausgabenkurs spürbar gelockert. Zwar betreffen die vorgesehenen Ausgabenausweitungen auch die Bereiche Investitionen, Bildung, Kinderbetreuung, Forschung und Entwicklung. Der weit überwiegende Teil erfolgt aber im Bereich der Renten. So stellt der Bund für die erstgenannten Kategorien – teilweise zur Entlastung anderer Ebenen – in der laufenden Legislaturperiode zusätzlich rund 3½ Mrd € im Jahresdurchschnitt in Aussicht. Die Rentenausgaben sollen hingegen per saldo um rund 8 Mrd € jährlich erhöht werden (ab Mitte 2014). Dies kontrastiert mit dem in den vergangenen Jahren und auch in anderen Ländern verfolgten Kurs, der einerseits auf eine Begrenzung des absehbaren demografisch induzierten Drucks auf die Ausgaben und Sozialbeitragsätze sowie andererseits eher auf eine Förderung der Erwerbsbeteiligung als einen vorzeitigen Renteneintritt abzielt. Die insgesamt im Stabilitätsprogramm angelegte tendenzielle Lockerung der deutschen Finanzpolitik wird dabei

durch eine sich verbessernde Konjunkturlage, weiterhin günstige Finanzierungsbedingungen und Entlastungen durch den Rückgang der hohen Schuldenquote überdeckt. Dabei sollen die automatischen Mehreinnahmen aus der Einkommensteuerprogression in den Jahren 2014 bis 2018 weitgehend unkompensiert zur Haushaltsentlastung genutzt werden.

Angesichts der erwarteten günstigen und störungsfreien gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, der weiterhin hohen Staatsverschuldung und der absehbaren demografischen Belastungen der Staatshaushalte wären ambitioniertere Ziele für den Finanzierungssaldo durchaus empfehlenswert. Die im Stabilitätsprogramm enthaltenen strukturellen Überschüsse von rund ½% des BIP sind dabei auch insofern zu relativieren, als es nicht naheliegend erscheint, im laufenden Jahr von einem spürbar negativen Konjunkturlageinfluss auf den Staatshaushalt auszugehen. Vielmehr spricht der aktuelle gesamtwirtschaftliche Datenkranz in Deutschland dafür, dass die konjunkturelle Lage für die Haushalte nicht ungünstig ist. Die im Stabilitätsprogramm für die kommenden Jahre in Aussicht gestellte unbereinigte Finanzentwicklung mit einem ausgeglichenen Saldo beziehungsweise leichten Überschüssen würde damit auch günstige Konjunkturlageinflüsse reflektieren, und die

strukturelle Haushaltsposition wäre eher ausgeglichen oder leicht defizitär.

Auch mit Blick auf die nationalen Haushaltsregeln wäre es empfehlenswert, bei der erwarteten günstigen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zügig die verbliebenen Defizite bei den Gebietskörperschaften abzubauen und merkliche Sicherheitsabstände zu den langfristigen Defizitgrenzen aufzubauen. In guten Zeiten sind dabei auch spürbare Überschüsse erforderlich, und es wäre nicht empfehlenswert, wenn der Fokus allein auf einen unbereinigten Haushaltsausgleich gerichtet würde. Mit den strikten Defizitobergrenzen, die zur Absicherung solider Staatsfinanzen in der Verfassung verankert wurden, kommt Sicherheitsabständen eine besondere Rolle zu. Wie die Vergangenheit gezeigt hat, ist die Unsicherheit hinsichtlich der Schätzung der strukturellen Haushaltslage hoch, und negative gesamtwirtschaftliche Überraschungen bedeuten häufig auch eine grundsätzliche Neueinschätzung der Wachstumsperspektiven und eine Aufwärtsrevision der strukturellen Defizite. In dem Maß, wie dieser Unsicherheit durch Sicherheitsabstände in den Planungen Rechnung getragen wird, lassen sich prozyklische Konsolidierungserfordernisse in wirtschaftlichen Schwächephasen vermeiden.