

Überblick

Weltwirtschaft

Die Weltwirtschaft scheint relativ schwach in das laufende Jahr gestartet zu sein, nachdem die globale Konjunktur bereits im Schlussquartal 2014 an Fahrt verloren hatte. Nicht zuletzt in einigen wichtigen Schwellenländern hat die gesamtwirtschaftliche Dynamik im ersten Jahresviertel nachgelassen: In China hat sich das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) spürbar verlangsamt, in Russland und Brasilien ist das BIP im Vergleich zum Vorquartal vermutlich sogar geschrumpft. Darüber hinaus ist die Expansion der US-Wirtschaft nahezu zum Erliegen gekommen. Hier dürfte die Abschwächung aber durch das zeitweise strenge Winterwetter überzeichnet worden sein. Die Aufwärtsbewegung der britischen Wirtschaft hat sich ebenfalls verlangsamt. Vergleichsweise günstig hat der Euro-Raum abgeschnitten. Trotz der Schwäche in der Weltwirtschaft konnte hier das Tempo der konjunkturellen Erholung leicht erhöht werden.

Auch in der Vergangenheit hatten die Wachstumsraten der globalen Wirtschaftsleistung in vierteljährlicher Betrachtung mitunter stark geschwankt, ohne dass sich letztlich die konjunkturelle Grundtendenz geändert hätte. Die Verlangsamung der letzten Quartale ist insofern bemerkenswert, als vielfach zusätzliche konjunkturelle Impulse vor allem aufgrund des Ölpreiserückgangs erwartet worden waren. Es ist letztlich jedoch unsicher, inwieweit dieser Preisschlag bezogen auf die Weltwirtschaft als Ganzes überhaupt stimulierend wirkt. Retardierende Einflüsse treten mittlerweile nicht nur in Öl exportierenden Ländern, wie etwa in Russland, offen zutage. Auch in den USA, die per saldo nach wie vor Rohöl einführen, hat die heimische Ölindustrie ihre Investitionstätigkeit kräftig eingeschränkt und damit das preisbereinigte BIP-Wachstum gebremst. Den größeren realen Einkommensspielraum haben die privaten Haushalte dort nicht vollumfänglich genutzt, sodass die Sparquote deutlich angezogen hat. Insgesamt spricht zurzeit wenig dafür, dass die

Weltwirtschaft im Begriff ist, ihr in der Grundtendenz moderates Expansionstempo zu ändern.

Das Geschehen an den Finanzmärkten wurde im bisherigen Jahresverlauf stark von der Geldpolitik sowie von größeren Portfolioumschichtungen beeinflusst. In der EWU beschloss der EZB-Rat Mitte Januar mehrheitlich, das Wertpapierankaufprogramm deutlich auszuweiten. Die Renditen an den Staatsanleihemärkten in der EWU gingen infolge der Erwartungen eines Quantitative Easing bereits im Vorfeld stark zurück und sanken nach dem Beginn der Käufe zunächst nochmals spürbar; zeitweilig rentierten Bundesanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren mit nur noch 0,04%. Die niedrigen Anleiherenditen stärkten auch die Aktienmärkte. Im Euro-Raum kam es bis in den April hinein zu kräftigen Kurssteigerungen; in der Spitze betrug das Plus beim EuroStoxx seit Jahresbeginn rund 23%. Hierzu beigetragen hat auch, dass sich die konjunkturellen Aussichten im Euro-Raum aufgehellt haben und dass der Euro an den Devisenmärkten in dieser Phase gegenüber US-Dollar, Pfund Sterling und Yen spürbare Kursverluste verzeichnet hat. Auch die Renditen von US-Treasuries haben zeitweilig nachgegeben. Bei dem Renditerückgang könnte eine Rolle gespielt haben, dass die Wachstumsdynamik in den USA schwächer als zuvor eingeschätzt wurde und die Marktteilnehmer nach der März-sitzung des Offenmarktausschusses der US-Notenbank von einer späteren Straffung der geldpolitischen Zügel ausgingen.

Finanzmärkte

Zu einer massiven Gegenbewegung an den Finanzmärkten kam es allerdings seit Ende April, als sich bei einem Teil der Anleger offenbar die Meinung durchsetzte, die Renditen von Benchmark-Anleihen seien auf ein nicht nachhaltiges Niveau gefallen. Dies führte zu einer Neuausrichtung der internationalen Vermögensanlagen. In der Folge stiegen die Anleiherenditen weltweit deutlich an, und die Aktienmärkte in

vielen Volkswirtschaften tendierten von den hohen Ständen aus schwächer. Der Euro konnte einen Teil seiner Kurseinbußen wieder wettmachen. Die Unsicherheit unter den Anlegern über die weitere Kursentwicklung hat an den Finanzmärkten zuletzt teilweise deutlich zugenommen.

Geldpolitik

Der EZB-Rat beließ die Leitzinsen im Euro-Währungsgebiet im Berichtszeitraum auf dem Niveau, das sie nach der Zinssenkung vom 4. September 2014 erreicht hatten. Der Hauptrefinanzierungssatz liegt damit weiterhin bei 0,05%, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität bei 0,30% beziehungsweise – 0,20%. Am 9. März 2015 hat das Eurosystem im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Expanded Asset Purchase Programme: EAPP) mit dem zusätzlichen Ankauf von Anleihen begonnen, die von im Euro-Raum ansässigen Zentralstaaten, Emittenten mit Förderauftrag und europäischen Institutionen begeben werden. Diese zusätzlichen Ankäufe bilden das neue Public Sector Purchase Programme (PSPP), welches als dritte und bedeutendere Komponente des EAPP die bereits früher begonnenen Ankaufprogramme für Asset Backed Securities (ABSPP) und gedeckte Schuldverschreibungen (CBPP3) ergänzt. Für die Monate März und April entspricht das Volumen der angekauften Wertpapiere im EAPP dem angekündigten monatlichen Umfang von rund 60 Mrd €. Am 19. März 2015 wurde außerdem das dritte von insgesamt acht gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG) zugeteilt. Dabei wurden Kredite in einem Gesamtvolumen von 97,8 Mrd € beim Eurosystem aufgenommen.

Monetäre Entwicklung im Euro-Raum

Die bereits in den Vorquartalen zu beobachtende Erholung des breiten Geldmengenaggregats M3 hat in den Wintermonaten noch einmal an Dynamik gewonnen, die zunehmend durch die Buchkredite an den Privatsektor getragen wird. Die Erholung der Kreditvergabe im Euro-Raum erstreckte sich auch auf die Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen, die

im Berichtsquartal erneut erkennbar zulegen, nachdem sie im Vorquartal den ersten Nettowachstum seit Sommer 2011 verzeichnet hatten. Gestützt wird die Kreditnachfrage durch die außerordentlich günstigen Finanzierungsbedingungen und die positive Grundtendenz der realwirtschaftlichen Aktivität im Euro-Raum. Zudem gaben die im Rahmen des Bank Lending Survey befragten Banken an, ihre Standards für Unternehmenskredite nochmals etwas gelockert zu haben. Trotz der Erholungstendenzen ist die monetäre Grunddynamik im Euro-Raum aber weiterhin sehr moderat.

In Deutschland vergaben die Banken im Berichtsquartal erneut mehr Kredite an den inländischen Nichtbankensektor. Dabei wurde das Wachstum der Buchkredite an den Privatsektor – wie schon in den Vorquartalen – vor allem von den Ausleihungen an private Haushalte getragen. Bestimmend hierfür war die nach wie vor rege Nachfrage nach privaten Wohnungsbaukrediten, die neben den nochmals leicht gesunkenen Finanzierungskosten auch durch die gute Einkommenssituation der Haushalte und die geringe Attraktivität alternativer Anlagemöglichkeiten bedingt sein dürfte. Neben den Buchkrediten an private Haushalte weiteten die Banken im Berichtsquartal überdies ihre Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen aus, wobei vor allem Kredite längerer Laufzeiten zulegen. Entscheidend hierfür dürften neben der noch einmal gesunkenen Verzinsung langfristiger Buchkredite vor allem die in der Grundtendenz positiven Konjunktur- und Geschäftserwartungen gewesen sein.

Der Ende 2014 in Gang gekommene wirtschaftliche Aufschwung in Deutschland hat sich nach dem Jahreswechsel fortgesetzt. Der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge stieg das reale BIP im ersten Vierteljahr 2015 saison- und kalenderbereinigt um 0,3% gegenüber dem Vorquartal an. Das hohe Expansionstempo der Vorperiode von 0,7% konnte damit trotz lebhafter Binnennachfrage nicht gehalten werden: Die Delle in der globalen Konjunktur bremste die Ausfuhren, während die

Kreditentwicklung in Deutschland

Deutsche Wirtschaft

Einfuhren stark zulegten. Die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten sind weiter in etwa normal ausgelastet.

Die Inlandsnachfrage expandierte nach wie vor kräftig, und insbesondere der private Verbrauch schloss fast nahtlos an die hohe Dynamik der zweiten Jahreshälfte 2014 an. Zu den bereits seit längerem günstigen Rahmenbedingungen, zu denen am Arbeitsmarkt die steigende Beschäftigung, die rückläufige Arbeitslosigkeit und spürbar anziehende Verdienste zählen, kam als zusätzlicher Schub der Kaufkraftzuwachs hinzu, der mit dem drastischen Rückgang der Rohölpreise zum Jahresende 2014 verbunden war und der sich auch noch Anfang 2015 auswirkte. Überdies stützten verschiedene wirtschaftspolitische Maßnahmen in der kurzen Frist die Konsumkonjunktur. Der Wohnungsbau legte ebenfalls weiter zu; neben der zwar etwas nachlassenden, aber weiterhin günstigen Auftragslage dürfte dabei das zu Jahresbeginn außergewöhnlich milde Winterwetter eine Rolle gespielt haben. Zudem stockten die Unternehmen erstmals seit fast einem Jahr wieder ihre Investitionen auf.

Die Auslandsgeschäfte der deutschen Unternehmen konnten hingegen im ersten Vierteljahr 2015 nicht an den Schwung der zweiten Jahreshälfte 2014 anknüpfen. Der Einfluss der zu Jahresbeginn eher verhaltenen Gangart der globalen Konjunktur überwog die stimulierenden Effekte der kräftigen Euro-Abwertung, deren Wirkung sich erwartungsgemäß erst mit Verzögerung zeigen wird. So hielten die Warenausfuhren preis- und saisonbereinigt gerade einmal das allerdings hohe Niveau des Vorquartals. Die Warenimporte sind hingegen im Berichtszeitraum in realer Rechnung deutlich gestiegen, nachdem sie in der zweiten Jahreshälfte 2014 hinter der Endnachfrage zurückgeblieben waren.

Arbeitsmarkt

Die Aufwärtstendenz am Arbeitsmarkt setzte sich zu Jahresbeginn 2015 fort. So ging die Arbeitslosigkeit spürbar zurück. Allerdings wurde die Erwerbstätigkeit im ersten Jahresvier-

tel nur wenig ausgeweitet. Dahinter stand den ersten Schätzungen der Arbeitsverwaltung zufolge eine kräftige Abnahme der geringfügigen Beschäftigung, während umgekehrt ungebrochen neue sozialversicherungspflichtige Stellen geschaffen wurden. Die Einstellungspraxis der Unternehmen dürfte in den nächsten Monaten expansiv ausgerichtet bleiben. Darauf weist unter anderem der hohe Bestand an offenen Stellen hin.

Die bisherigen Abschlüsse der Lohnrunde 2015 sehen recht moderate Zuwächse der Tarifentgelte vor. Dabei ist aber zu berücksichtigen, dass die Sozialpartner in etlichen Fällen weitere Maßnahmen vereinbart haben, die, obwohl sie nicht in den Tarifentgelten enthalten sind, den Arbeitnehmern zugutekommen und für die Arbeitgeber mit Kosten verbunden sind. Die Dynamik der Tarifverdienste dürfte sich im Frühjahr zwar gegenüber der durch Sondereffekte gedrückten Rate im ersten Jahresviertel leicht erhöhen, aber auch dann nicht ganz an die Zuwächse des Jahres 2014 heranreichen. Die Effektivverdienste hingegen könnten im ersten Jahresviertel im Unterschied zu den Perioden zuvor etwas stärker gestiegen sein als die Tarifentgelte. Wesentlicher Grund für einen Umschwung in der Lohndrift war vermutlich die Einführung des allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns zum 1. Januar 2015, durch den wohl die Verdienste in den unteren Lohnsegmenten etlicher Branchen spürbar angehoben wurden.

Löhne

Das Preisgeschehen wurde im ersten Vierteljahr 2015 noch stark von dem bis in den Januar anhaltenden kräftigen Rückgang der Rohölnotierungen geprägt. Im Einfuhrbereich fielen die Preise von Energie im Durchschnitt des ersten Quartals 2015 um fast ein Sechstel niedriger aus als im Herbst 2014. Auch der Gesamtindex für die Einfuhrpreise gab saisonbereinigt deutlich nach. Allerdings ergab sich ohne Energie gerechnet vor allem abwertungsbedingt ein spürbares Plus, mit einem besonders starken Preisanstieg bei importierten Konsumgütern. Auf der inländischen Absatzstufe gaben die industriellen Erzeugerpreise sowohl insgesamt als auch ohne

Preise

Energie gerechnet saisonbereinigt nochmals nach. Auf der Verbraucherstufe verringerten sich die Preise im Winter saisonbereinigt im Vergleich zum Vorquartal erneut, nachdem sie sich bereits im Herbst ermäßigt hatten. Maßgeblich für den Rückgang waren die bis Ende Januar stark gesunkenen Energiepreise. Der Vorjahresabstand des Verbraucherpreisindex in nationaler Abgrenzung (VPI) ging weiter zurück auf 0,0%, und in harmonisierter Abgrenzung (HVPI) drehte er sogar leicht ins Negative (-0,2%). Dabei dürfte es sich aber um eine schnell vorübergehende Entwicklung gehandelt haben: Bereits im Quartalsverlauf kehrte sich die Preistendenz unter dem Einfluss der partiellen Erholung der Rohölnotierungen und der Abwertung des Euro wieder um. Im April setzte sich dieser Preisanstieg fort, und die Vorjahresraten von VPI und HVPI erhöhten sich auf +0,5% beziehungsweise +0,3%.

Ausblick

Die deutsche Wirtschaft wird in den kommenden Monaten wohl weiter expandieren. Die privaten Haushalte nutzen die sich erweiternden Ausgabenspielräume in zunehmendem Maß für Konsumzwecke. Die Verbrauchskonjunktur dürfte daher weiterhin das gesamtwirtschaftliche Wachstum stützen, auch wenn der Kaufkrafteffekt des kräftigen Ölpreyrückgangs seine Hauptwirkung vermutlich bereits entfaltet hat. Der breit angelegte Auftragsschub in der Bauwirtschaft zu Beginn dieses Jahres lässt erwarten, dass die Baukonjunktur verstärkt Fahrt aufnehmen könnte. Die Ausrüstungsinvestitionen dürften eher verhalten zunehmen: Wenngleich die Produktionskapazitäten inzwischen gut ausgelastet sind, zögern die Unternehmen vor dem Hintergrund gemischter Signale aus dem externen Umfeld derzeit eher noch, umfangreich in Erweiterungen zu investieren. Insbesondere in der Industrie ist die konjunkturelle Aufwärtsbewegung zwar intakt, dürfte aber angesichts der insgesamt enttäuschenden Auftragsentwicklung zu Jahresbeginn zunächst weiterhin schleppend verlaufen. Gleichwohl sollten sich im Umfeld einer sich festigenden Weltkonjunktur und eines vergleichsweise niedrigen Außen-

werts des Euro bald auch neue Exportchancen auf den Drittmärkten eröffnen.

Die deutschen Staatsfinanzen profitieren bereits seit einiger Zeit von sehr guten Rahmenbedingungen. Aus heutiger Sicht werden diese weiter anhalten, wobei Unsicherheiten insbesondere im internationalen Umfeld liegen. Bei einer weitgehend störungsfreier Entwicklung wäre für das laufende Jahr mit einem wenig veränderten Finanzierungsüberschuss von rund ½% des BIP zu rechnen. Günstige Konjunkturlaufverläufe und sinkende Zinsausgaben verdecken dabei eine eher expansiv ausgerichtete Finanzpolitik. Die Schuldenquote dürfte damit weiter deutlich sinken. Für das kommende Jahr ist derzeit eine Fortsetzung dieser Entwicklung zu erwarten.

Öffentliche Finanzen

Im aktualisierten deutschen Stabilitätsprogramm beschreibt die Bundesregierung im Grundsatz ein ähnliches Bild. So wird auch hier für das laufende und kommende Jahr eine expansive Ausrichtung der Staatsfinanzen ausgewiesen, das heißt, der um konjunkturelle Einflüsse und die Zinsausgaben bereinigte Saldo verschlechtert sich. Mit einem strukturellen Überschuss in der Größenordnung von ½% des BIP wird die diesbezügliche europäische Vorgabe eingehalten. Dabei erscheinen moderate strukturelle Überschüsse sowohl hinsichtlich der strukturellen als auch der konjunkturellen Rahmenbedingungen für Deutschland durchaus angemessen. Die Schuldenquote ist immer noch hoch und eine möglichst zügige Rückführung aufgrund der absehbaren demografischen Anpassungslasten ratsam. Auch ist ein Sicherheitsabstand zu den Obergrenzen der Haushaltsregeln und insbesondere zur Schuldenbremse des Bundes zu empfehlen, um für negative Überraschungen in schlechteren Zeiten Vorsorge zu treffen. Dies spricht ebenfalls für gewisse Überschüsse. Darüber hinaus legt die Erfahrung nahe, positive Überraschungen nicht vollständig zu verplanen, und dies gilt auch angesichts der Risiken hinsichtlich der internationalen Entwicklungen. Bisher wurden unerwartet günstige Entwicklungen insbesondere zur

Ausweitung der Ausgaben genutzt. Sollten künftig weitere Spielräume gesehen werden, scheinen nunmehr eher steuerliche Entlastungen erwägenswert, wie sie zuletzt zur Begrenzung der Kalten Progression angekündigt wurden.

Die im Krisenjahr 2009 beschlossene deutsche Schuldenbremse war eine gute Basis für die Haushaltskonsolidierung seit 2011. Die Schuldenbremse steht wichtigen Reformen oder Investitionen auch weiterhin nicht im Weg, sondern schafft vielmehr eine wesentliche Grundlage, indem sie tragfähige Staatsfinanzen absichert. Für die wirtschaftliche Entwicklung ist es gleichzeitig wichtig, eine leistungsstarke Infrastruktur bereitzustellen und konkreten staatlichen Investitionsbedarf zu decken. Dazu ist allerdings keine Verschlechterung der Finanz-

position erforderlich, und es wäre ein gravierender Rückschritt, wenn versucht würde, die Schuldenbremse beispielsweise durch Schattenhaushalte zu umgehen. Dies gilt umso mehr, als es sich wohl zum guten Teil ohnehin um Ersatzinvestitionen handelt. Zudem dürften im Bereich der Staatsinvestitionen noch erhebliche Effizienzreserven bestehen. Vorschläge zur Effizienzverbesserung, beispielsweise durch eine zentrale Bereitstellung von Expertise hinsichtlich Planung, Umsetzung und Kostenkontrolle bei Investitionsprojekten, sollten daher ernsthaft geprüft werden. Im Einzelfall kann überdies eine stärkere Beteiligung Privater erwogen werden, wenn damit klare Vorteile verbunden sind. Insbesondere ist zu gewährleisten, dass Risiken tatsächlich auf den privaten Sektor übertragen und nicht auf Kosten des Staates begünstigte Kapitalanlageformen geschaffen werden.