

## Überblick

### Der Aufschwung setzt sich fort

*Weltwirtschaft*

Nach einem schwachen Jahresauftakt dürfte sich das globale Wirtschaftswachstum im Frühjahr 2015 nur wenig verstärkt haben. Ein wichtiger Faktor für die geringfügige Besserung war die konjunkturelle Belebung in den USA. Wenngleich die Anpassungen in der Ölindustrie noch anhielten, konnte sich die US-Wirtschaft von anderen außergewöhnlichen Belastungen erholen. In China hat sich im zweiten Quartal die zuvor beobachtete gesamtwirtschaftliche Wachstumsverlangsamung nicht fortgesetzt. Die Risiken einer stärkeren konjunkturellen Abkühlung bleiben jedoch hoch. Die Entscheidung der chinesischen Zentralbank, den Renminbi gegenüber dem US-Dollar abwerten zu lassen, kann als Beleg für die Verunsicherung gesehen werden. Trotz der erneuten Zuspitzung der Staatsschuldenkrise Griechenlands setzte sich die Erholung im Euro-Raum fort. Alles in allem blieb das weltweite Wirtschaftswachstum im Verhältnis zu früheren Raten mäßig. Die globale Industrie und der internationale Warenhandel entwickelten sich weiterhin schwach.

Die Ausrichtung der Geldpolitik ist in den vergangenen Monaten in einigen Ländern, nicht zuletzt in China, noch expansiver geworden. In Verbindung mit anderen Faktoren – vielfach werden die positiven Wirkungen eines niedrigeren Ölpreises angeführt – wird dies die Fortsetzung der moderaten Erholung der Weltwirtschaft unterstützen. Voraussetzung für ein stetiges Wachstum ist aber das Ausbleiben größerer Störeinflüsse. Die makroökonomischen Folgen der Krise in Griechenland dürften sich im Wesentlichen auf die dortige Volkswirtschaft beschränken.

*Finanzmärkte*

Die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten wurde im zweiten Quartal stark von den Notenbanken geprägt. Seit März 2015 wird der Beschluss des EZB-Rats zum erweiterten

Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Expanded Asset Purchase Programme: EAPP) von Mitte Januar umgesetzt, monatlich auf dem Sekundärmarkt Wertpapiere des öffentlichen und privaten Sektors in Höhe von durchschnittlich 60 Mrd € zu kaufen. An den Anleihemärkten in der EWU fielen in der Folge die Zinsen zunächst zum Teil bis auf Rekordtiefs. Aber auch die Renditen von US-Staatsanleihen haben zeitweilig unter dem Eindruck einer Reihe von überraschend negativen Wirtschaftszahlen nachgegeben. Ende April kam es dann jedoch zu einem Stimmungsumschwung an den Anleihemärkten. Bei den Anlegern setzte sich weltweit die Auffassung durch, dass die Renditen auf ein nicht nachhaltig niedriges Niveau gefallen waren, was zu einer deutlichen Gegenbewegung führte. Auch der Euro verzeichnete in dieser Phase gegenüber dem US-Dollar, dem Pfund Sterling und dem Yen spürbare Kursgewinne. In der Folgezeit gerieten die Finanzmärkte zwar zeitweise erneut unter den Einfluss gestiegener Unsicherheiten bezüglich des Verhandlungsverlaufs der griechischen Regierung mit ihren Gläubigern und der Entwicklung in China. Im Ergebnis sind die Renditen beiderseits des Atlantiks über den Berichtszeitraum jedoch angestiegen. Die Aktienmärkte in den USA und vor allem in Japan schlossen trotz der anziehenden Renditen und der zeitweilig erhöhten Unsicherheit mit Kursgewinnen, während im Euro-Raum im Vergleich zum Ende des ersten Quartals zum Teil deutliche Kursverluste zu verzeichnen waren. Der Euro hat in nominal effektiver Rechnung insgesamt deutlich an Boden gut gemacht, vor allem wegen der erwähnten Änderung des Referenzkurses seitens der chinesischen Währungsbehörde.

Auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse beließ der EZB-Rat die Leitzinsen im Berichtszeitraum unverändert. Das Eurosystem setzte außerdem das EAPP mit dem angekündigten monatlichen Kaufvolumen im Umfang von durchschnittlich

*Geldpolitik*

60 Mrd € weiter um. Im Juni wurde ferner das vierte von insgesamt acht gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften zugeteilt. Dabei wurden Kredite in einem Gesamtvolumen von knapp 74 Mrd € beim Eurosystem aufgenommen.

Das breite Geldmengenaggregat M3 hat seine seit Anfang 2014 zu beobachtende deutliche Erholung im Frühjahrsquartal fortgesetzt. Ursächlich für den erneuten Anstieg der M3-Jahresrate auf 5,0% Ende Juni war vor allem die anhaltende Präferenz des geldhaltenden Sektors für hochliquide Anlagen vor dem Hintergrund des weiterhin äußerst niedrigen allgemeinen Zinsniveaus. Auch der Aufwärtstrend der Buchkredite an den nichtfinanziellen Privatsektor ist im Zusammenhang mit den außerordentlich günstigen Finanzierungsbedingungen, aber auch mit der zwar verhaltenen, aber breit angelegten konjunkturellen Aufwärtsbewegung zu sehen. Expansive Effekte auf die Geldmenge gehen zunehmend auch von den Wertpapierkrediten an öffentliche Haushalte des Euro-Raums aus, die im Zuge des EAPP in den drei Monaten bis Juni per saldo verstärkt aufgebaut wurden.

Die Verunsicherung in Griechenland nach den Neuwahlen führte zu massiven Liquiditätsabflüssen aus dem dortigen Bankensystem. Diese umfangreichen Mittelabflüsse wurden in den vergangenen Monaten mangels anderer Finanzierungsquellen in allererster Linie durch die Inanspruchnahme von Krediten der griechischen Zentralbank finanziert – darunter insbesondere durch Notfall-Liquiditätshilfen (Emergency Liquidity Assistance). Seit Dezember 2014 nahmen diese Kredite um über 80 Mrd € zu und wurden erst durch die Verhängung von Kapitalverkehrsbeschränkungen nach dem Auslaufen des Hilfsprogramms und durch die Einigung auf Verhandlungen um ein mögliches Anschlussprogramm stabilisiert (siehe Erläuterungen auf S. 24 f.). Im Unterschied beispielsweise zur Durchführung geldpolitischer Operationen können Notfall-Liquiditätshilfen von den nationalen Zentralbanken des Eurosystems ausnahmsweise, auf eigene Verantwortung und

eigenes Risiko an solvente Institute mit vorübergehenden Liquiditätsproblemen vergeben werden. Die Entwicklung in Griechenland ist jedoch insbesondere vor dem Hintergrund des Verbots der monetären Staatsfinanzierung kritisch zu sehen.

Der recht kräftige Aufschwung der deutschen Wirtschaft hat sich im Frühjahr fortgesetzt. Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) nahm der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge im zweiten Vierteljahr 2015 saison- und kalenderbereinigt um 0,4% gegenüber dem Vorquartal zu. Damit ist die Wirtschaftsleistung annähernd so stark gestiegen wie im vorangegangenen Winterhalbjahr mit durchschnittlich 0,5% pro Quartal. Das zyklische Grundtempo übersteigt seit Überwindung der konjunkturellen Schwächephase im Sommerhalbjahr 2014 die Potenzialrate spürbar. Der Nutzungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten dürfte sich zuletzt im oberen Bereich des Korridors der Normalauslastung befunden haben.

Starke Anstöße für die Konjunktur gingen im zweiten Quartal von den Exporten aus, die von der leichten Festigung der globalen Konjunktur nach dem schwachen Jahresauftakt und wohl auch von der vorangegangenen Abwertung des Euro profitierte und wieder zur schnelleren Gangart des zweiten Halbjahres 2014 zurückfand. Die Exportdynamik war regional wie nach Warengruppen breit gefächert. Zum sehr kräftigen Plus trugen umfangreiche Auslieferungen von Erzeugnissen der Luft- und Raumfahrtindustrie bei. Die Expansion der Importe aus den Vorquartalen hat sich im Frühjahr abgeschwächt.

Das schwungvollere Exportwachstum machte wett, dass die Impulse aus der Binnenwirtschaft im Berichtszeitraum weniger kräftig ausfielen als im Winterhalbjahr 2014/2015. Das Umfeld für eine günstige Verbrauchskonjunktur ist angesichts der positiven Arbeitsmarktlage und deutlichen realen Verdienstzuwächsen aber weiterhin intakt. Der private Konsum blieb im

*Deutsche  
Wirtschaft*

zweiten Vierteljahr allerdings eher verhalten, nachdem die durch Ölpreisbedingte Kaufkraftgewinne, zusätzliche Rentenzahlungen und die Einführung des allgemeinen Mindestlohns verbreiterte Einkommensbasis bereits in den beiden vorausgegangenen Quartalen zu einer weitgehenden Anpassung des Ausgabeverhaltens der privaten Haushalte geführt hatte. Das Verlaufsbild der Bauinvestitionen im ersten Halbjahr steht im Zeichen eines Sondereffekts, da die Bautätigkeit im diesjährigen Winter von der Witterung weit weniger als saisonüblich beeinträchtigt wurde. Die Ausrüstungsinvestitionen sind ungeachtet möglicherweise etwas gedämpfter Beschaffungsaktivitäten der Unternehmen im Berichtszeitraum der Grundtendenz nach weiter auf Erholungskurs. Die großen Innenfinanzierungsspielräume der Unternehmen, bedingt durch eine nach wie vor stabile Gewinn- und Liquiditätssituation, dürften ein entscheidender Faktor für eine im Frühjahr leicht rückläufige Kreditentwicklung an die Unternehmen der Realwirtschaft gewesen sein.

Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich auch im Frühjahr 2015 verbessert. Erwerbstätigkeit und offene Stellen sind erneut gestiegen, die Arbeitslosigkeit hat abgenommen. Die seit dem Jahresbeginn auffallend kräftige Verringerung der Minijobs ist im Verbund mit der vergleichsweise starken Expansion sozialversicherungspflichtiger Stellen in einigen eher personalintensiven Dienstleistungssektoren wohl weitgehend als Anpassungsreaktion der Unternehmen auf das Inkrafttreten des allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns zu interpretieren. Abgesehen von diesem Umwandlungseffekt erscheinen die Auswirkungen der Mindestlohneinführung auf das gesamtwirtschaftliche Arbeitsvolumen im aktuell günstigen Konjunkturmilieu sehr begrenzt.

Der Anstieg der Tarifverdienste fiel im zweiten Quartal 2015 kaum höher aus als in der Vorperiode. Dass die tariflichen Entgeltzuwächse mit rund 2% auch im Berichtszeitraum wahrnehmbar hinter dem Vorjahresplus von annähernd 3% zurückgeblieben sind, bestätigt die

moderate Grundausrichtung der laufenden Tarifrunde. Der Zuwachs der Effektivverdienste war im Berichtszeitraum aber vermutlich erneut höher als das Plus bei den Tarifentgelten. Im ersten Quartal 2015 hatte es erstmals seit gut zwei Jahren wieder eine positive Lohndrift gegeben. Die wesentliche Ursache für den Umschwung ist die Einführung des allgemeinen Mindestlohns. Hiervon besonders betroffen waren Geringqualifizierte und Beschäftigte in niedrig vergütenden Wirtschaftszweigen in den neuen Bundesländern sowie vermutlich die geringfügig Beschäftigten in ganz Deutschland. Erste Abschätzungen auf Grundlage der Vierteljährlichen Verdiensterhebung deuten darauf hin, dass der Mindestlohn zum Lohnanstieg der nicht geringfügig Beschäftigten in Ostdeutschland etwa 1¾ Prozentpunkte beigetragen haben könnte. Wird unterstellt, dass die Einführung des Mindestlohns in Westdeutschland keinerlei Einfluss auf die Lohnentwicklung der nicht geringfügig Beschäftigten gehabt hat, errechnet sich daraus für Deutschland insgesamt ein Beitrag zum Lohnanstieg von etwa ¼%. Hochrechnungen auf Grundlage des sozioökonomischen Panels (SOEP) legen nahe, dass sich dieser Wert grob verdoppeln könnte, wenn auch der Einfluss auf die Verdienste der geringfügig Beschäftigten in ganz Deutschland berücksichtigt würde.

Im Frühjahr waren die Preistendenzen in der Breite wieder aufwärtsgerichtet. Der Umschwung bei den Einfuhr-, Erzeuger- und Verbraucherpreisen war vor allem darauf zurückzuführen, dass sich die Rohölnotierungen von ihrem Tief im Januar 2015 bis in den Mai hinein erholten. Außerdem verlor der Euro weiter etwas an Wert. Die Verbraucherpreise stiegen im Frühjahr erkennbar, nachdem sie im Vorquartal noch zurückgegangen waren. Knapp die Hälfte dieses Anstiegs lässt sich auf die zwischenzeitliche Erholung der Rohölnotierungen zurückführen. Zuletzt haben die Ölpreise auf den internationalen Märkten jedoch wieder deutlich nachgegeben, was zunächst insbesondere bei den Einfuhrpreisen für Entlastung sorgt, sich aber auch auf den nachgelagerten

Absatzstufen bemerkbar machen dürfte. Und auch die Preisentwicklung ohne die volatile Energiekomponente zeigt sich am aktuellen Rand weniger dynamisch als dies vor einigen Monaten noch erwartet wurde. Sollten sich die niedrigeren Rohölnotierungen verfestigen, dürfte die Gesamtrate in den kommenden Monaten um Null pendeln, bevor sie zum Ende des Jahres vor allem aufgrund des Basiseffekts in der Energiekomponente wieder ansteigen sollte.

Die Voraussetzungen dafür, dass sich das von der Auslands- wie der Binnennachfrage getragene kräftige Wirtschaftswachstum in der zweiten Jahreshälfte fortsetzt, sind aus heutiger Sicht gegeben. Die Aufwärtstendenz in den inländischen Nachfragekomponenten wird – anders als im von Sonderfaktoren geprägten zweiten Jahresviertel – nach der Jahresmitte wohl wieder stärker zum Vorschein kommen. Dies betrifft nicht nur die von weiterhin sehr vorteilhaften Rahmenbedingungen begünstigte Verbrauchskonjunktur. Es bezieht sich auch auf die Investitionsaktivitäten, zumal bei den Unternehmen mit der Perspektive, möglicherweise mit einer stärker über das Normalmaß hinausgehenden Auslastung der Kapazitäten konfrontiert zu werden, die Bereitschaft für Erweiterungsinvestitionen zunimmt. Das Exportgeschäft könnte zum einen davon profitieren, dass die Erholung im Euro-Raum fortschreitet. Zum anderen sind die konjunkturellen Aussichten für die USA und Großbritannien, traditionell wichtige Absatzmärkte für deutsche Exporterzeugnisse außerhalb des Währungsgebiets, vergleichsweise günstig. Auf den Drittmärkten dürfte auch der niedrige Außenwert des Euro helfen. Allerdings sollten auch die gegenwärtig hauptsächlich von den Schwellenländern ausgehenden Risiken für die Auslandsnachfrage nicht übersehen werden.

Die günstige Entwicklung der deutschen Staatsfinanzen hat sich im bisherigen Jahresverlauf fortgesetzt. Ohne größere Störungen ist für das laufende und das kommende Jahr mit einem relativ stabilen gesamtstaatlichen Überschuss in

einer Größenordnung von  $\frac{1}{2}\%$  des BIP und einem weiteren Rückgang der Schuldenquote zu rechnen. Die Staatsfinanzen profitieren dabei insbesondere von der konjunkturellen Aufwärtsbewegung und weiter sinkenden Zinsausgaben. Dadurch wird die expansive finanzpolitische Grundausrichtung – mit einem Schwerpunkt auf Ausgabenausweitungen – verdeckt.

Trotz der Kurslockerung werden damit spürbare Sicherheitsabstände zu den Budgetobergrenzen erreicht. Dies gilt sowohl für die gesamtstaatliche Defizitobergrenze gemäß europäischem Fiskalvertrag als auch für die Schuldenbremse des Bundes. Für den Bundeshaushalt hält die Bundesregierung gemäß ihren jüngsten Planungen bis 2019 an dem Ziel einer „schwarzen Null“ fest. Da hierbei aber eine sich verbessernde konjunkturelle Lage unterstellt wird, bedeutet das bloße Festhalten an der „schwarzen Null“ eine Verschlechterung des strukturellen Saldos. Eine zunehmende Kurslockerung zeigt sich auch im Vergleich mit der Finanzplanung vom Sommer 2014. So wurden die Ziele nicht verändert, obwohl in der Spitze beinahe um 10 Mrd € niedrigere Zinsausgaben zu Buche stehen. Insgesamt scheinen die Planungen des Bundes einerseits durch eher vorsichtige Ansätze geprägt, während andererseits auch Risiken nicht zuletzt aus dem internationalen Umfeld bestehen.

Sicherheitsabstände zu den Budgetgrenzen sind gerade in guten Zeiten zu empfehlen. Sie erleichtern es, auch negative Überraschungen schonend zu bewältigen, ohne die Glaubwürdigkeit der Haushaltsregeln zu belasten oder potenziell prozyklisch darauf reagieren zu müssen. Auch ist es sinnvoll, die gegenwärtig noch anhaltende demografische Pause zu nutzen, um die Schuldenquote zügig unter 60% zurückzuführen. Die damit verbundene Begrenzung der Zinslasten schafft Haushaltsspielräume und stärkt die Krisenfestigkeit der deutschen Staatsfinanzen. Auch angesichts der günstigen konjunkturellen Aussichten sind daher die von der Bundesregierung geplanten moderaten strukturellen Überschüsse keinesfalls zu ambitioniert.

Demgegenüber erscheinen teils geforderte Versuche, die Konjunktur in anderen Mitgliedstaaten mit einem größeren fiskalischen Nachfrageimpuls in Deutschland zusätzlich zu beleben, auch aufgrund der überschaubaren Übertragungswirkungen wenig überzeugend.

Maßnahmen wie etwa zur Erhaltung einer guten öffentlichen Infrastruktur oder allgemein zur Stärkung des Wachstumspotenzials erfordern keine weitere Lockerung des Haushaltskurses oder ein Ausweichen in Schattenhaushalte, sondern können innerhalb des vorgesehenen Finanzrahmens umgesetzt werden. Hier kommt es letztlich auf die Prioritätensetzung an, und auch das Erschließen von Effizienzreserven sollte weiter auf der Agenda bleiben. In den letzten Jahren wurden sich abzeichnende Haus-

haltungsspielräume vornehmlich zur Ausgabenausweitung – etwa im Bereich der Renten – eingesetzt. Sofern künftig weitere Spielräume entstehen sollten, scheint nunmehr eher eine stärkere Berücksichtigung der Abgabenseite erwägenswert, die angesichts der demografischen Entwicklung unter Aufwärtsdruck geraten wird. Dabei könnte den Progressionswirkungen der Einkommensteuer stärker begegnet werden, durch eine stärkere Steuerfinanzierung versicherungsfremder Leistungen der Sozialversicherungen könnten die Sozialabgaben gesenkt werden, oder es könnte an eine schnellere Rückführung des Solidaritätszuschlags gedacht werden, dessen Erhebung als Ergänzungsabgabe des Bundes nicht zuletzt mit dem Auslaufen der Ergänzungszuweisungen an die ostdeutschen Länder immer weniger naheliegend erscheint.