

## Überblick

### Lebhafte Konsumkonjunktur, stockende Auslandsnachfrage

*Weltwirtschaft*

Die Weltwirtschaft konnte im Schlussquartal 2015 vermutlich nicht ganz an das Expansions-tempo des Sommerhalbjahres anknüpfen, in dem sie nach einem durchwachsenen Jahresauftakt etwas an Fahrt gewonnen hatte. Allerdings stand hinter der jüngsten Verlangsamung keine regional breit angelegte konjunkturelle Eintrübung. Maßgeblich war vielmehr, dass sich in den Vereinigten Staaten das Wirtschaftswachstum merklich abschwächte. Das enttäuschende Abschneiden im Schlussquartal ist vor dem Hintergrund der vergleichsweise hohen Volatilität der vierteljährlichen saisonbereinigten Änderungen des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) in den USA zu sehen. Andere Indikatoren, etwa zum Geschehen auf dem Arbeitsmarkt, zeigen kein Abflachen des Aufwärtspfades an. In China setzte sich vielen Befürchtungen zum Trotz das Wirtschaftswachstum den Angaben des Statistischen Amtes zufolge mit kaum verringerten Raten fort. Auch im Euro-Raum sowie im Vereinigten Königreich erwies sich die Konjunktur als robust. Die gesamtwirtschaftliche Erzeugung expandierte in beiden Wirtschaftsräumen mit nahezu unverändertem Tempo. Angespannt blieb dagegen die wirtschaftliche Lage der großen Rohstoffe exportierenden Volkswirtschaften. Der fortgesetzte Preisverfall bei vielen Rohstoffen dürfte dort die Konjunktur zusätzlich belasten.

Im Gesamtjahr 2015 nahm die globale Produktion, gemessen auf Basis kaufkraftparitätischer Wechselkurse, laut einer Schätzung des Internationalen Währungsfonds (IWF) vom Januar 2016 lediglich um gut 3% gegenüber dem Vorjahr zu; das war die niedrigste Wachstumsrate seit der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009. Die vielfach gehegten Erwartungen, die Weltwirtschaft könne im Gefolge des Preisverfalls am Markt für Rohöl stärker Tritt fas-

sen, wurden mithin enttäuscht. Auch vor diesem Hintergrund setzte der IWF in der turnusgemäßen Januar-Aktualisierung des World Economic Outlook seine globale Wachstumsprognose für die Jahre 2016 und 2017 etwas herab, hielt an dem Basisszenario einer schrittweisen Festigung der Konjunktur aber fest.

In den letzten Monaten prägten die geldpolitischen Entscheidungen der Notenbanken in den großen Währungsräumen das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten. So ergriffen das Eurosystem und später auch die Bank von Japan weitere expansive Maßnahmen, während die Federal Reserve ihren Expansionsgrad mit dem ersten Zinsschritt seit sieben Jahren etwas zurücknahm. Die jeweiligen Maßnahmen waren in unterschiedlichem Ausmaß erwartet worden, was sich an den Rentenmärkten in zum Teil deutlichen, aber alles in allem meist kurzlebigen Marktreaktionen niederschlug. Dividendentitel, die zuvor nach freundlichen Konjunktursignalen weltweit merklich Auftrieb erhalten hatten, gerieten dagegen seit Dezember unter Druck. Die Kursrückgänge setzten sich im neuen Jahr beschleunigt fort, als sich von China ausgehend an den Finanzmärkten zunehmend Verunsicherung über die Robustheit des globalen Wachstums ausbreitete. Verstärkt wurde diese Sorge durch die Preisrückgänge an den Rohstoff- und Erdölmärkten, die von manchen Finanzmarktteilnehmern eher als Hinweis auf eine konjunkturelle Schwäche denn als Impuls für eine stärkere Konsumdynamik in den Verbraucherländern ausgelegt wurden. Zudem erodieren niedrige Rohstoffpreise nicht nur die Einnahmen und damit das Wachstumspotenzial wichtiger Schwellenländer, sondern belasten auch Unternehmen des rohstoffproduzierenden Gewerbes und des Energiesektors, die häufig hoch in US-Dollar verschuldet sind. In der Folge kam es zu Umschichtungen in sichere Anlagen. Seit Ende September sind im Ergebnis sowohl die Renditen von Staatsanleihen als auch die Aktienkurse in

*Finanzmärkte*

den großen Währungsräumen gesunken. Die Kursverluste von Bankaktien waren dabei besonders hoch. Die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen haben sich nur leicht verändert und sind weiterhin günstig. An den Devisenmärkten gewann der Euro, trotz merklicher Schwankungen, in effektiver Rechnung per saldo an Wert.

#### Geldpolitik

Der EZB-Rat überprüfte auf seiner geldpolitischen Sitzung Anfang Dezember – wie im Oktober angekündigt – den Grad der geldpolitischen Akkommodierung, wozu er auch die jüngsten von den Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen heranzog. Eine Mehrheit des Rates war der Auffassung, dass angesichts der schwachen Inflationsdynamik und der anhaltenden Abwärtsrisiken für die Inflationsaussichten eine weitere Lockerung des geldpolitischen Expansionsgrades erforderlich sei, und beschloss deshalb ein weiteres Paket geldpolitischer Maßnahmen. Als Teil dieser Beschlüsse senkte der EZB-Rat den Zinssatz der Einlagefazilität um 10 Basispunkte auf  $-0,30\%$ . Den Hauptrefinanzierungssatz und den Zinssatz der Spitzenrefinanzierungsfazilität beließ er unverändert bei  $0,05\%$  und  $0,30\%$ .

Neben der Senkung des Einlagesatzes verlängerte der EZB-Rat außerdem das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme: APP). Die Ankäufe im Umfang von monatlich 60 Mrd € sollen bis Ende März 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus und in jedem Fall so lange fortgeführt werden, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Ziel im Einklang steht, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe  $2\%$  zu erreichen.

Zudem beschloss der EZB-Rat, Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere bei Fälligkeit wieder anzulegen. Außerdem wurde die Liste der Vermögenswerte, welche für reguläre Ankäufe durch die jeweiligen nationalen Zentralbanken im Rahmen des Pro-

gramms für den Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme: PSPP) zugelassen sind, um marktfähige Schuldtitel regionaler und lokaler Gebietskörperschaften erweitert, sofern diese die für das Ankaufprogramm geltenden Anforderungen erfüllen.

Darüber hinaus wurde beschlossen, die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit so lange wie erforderlich, mindestens jedoch bis zum Ende der letzten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2017 als Mengentender mit Vollzuteilung abzuwickeln.

Im Januar kündigte der EZB-Rat außerdem an, den geldpolitischen Kurs auf seiner Sitzung im März, wenn die neuen gesamtwirtschaftlichen Projektionen vorliegen, erneut zu überprüfen und gegebenenfalls zu überdenken. Hintergrund dieser Ankündigung waren die aus Sicht des EZB-Rats zum Jahresbeginn trotz fortgesetzter konjunktureller Erholung gestiegenen Abwärtsrisiken für die Inflation, die aus der erhöhten Unsicherheit über die Wachstumsaussichten der aufstrebenden Volkswirtschaften, der Volatilität an den Finanz- und Rohstoffmärkten sowie geopolitischen Risiken resultierten.

Die Analyse der monetären Indikatoren bietet weiterhin keine Anhaltspunkte für steigenden geldpolitischen Handlungsbedarf. Das breite Geldmengenaggregat M3 wuchs im Herbstquartal erneut kräftig. Getragen wurde das Wachstum zum einen von der Zunahme der Buchkredite an den Privatsektor, die damit ihren Aufwärtstrend fortsetzten, zum anderen – wie bereits im Vorquartal – von den Anleihekäufen des Eurosystems. Im Ergebnis stellten die Wertpapierkredite des MFI-Sektors an öffentliche Haushalte in den Herbstmonaten erneut die wichtigste Stütze des Geldmengenwachstums dar. Allerdings wurde ein Teil des die Geldmenge erhöhenden direkten Effekts der Wertpapierkäufe dadurch kompensiert, dass Mittel aus dem Euro-Raum abflossen, weil ausländische Investoren sich per saldo von Euro-

*Monetäre  
Entwicklung im  
Euro-Raum*

Raum-Anleihen trennten und im Währungsraum ansässige Anleger verstärkt ausländische Schuldverschreibungen nachfragten. Aufseiten der Geldkomponenten war der wichtigste Treiber des Anstiegs von M3 die weiterhin hohe Präferenz des geldhaltenden Sektors für hochliquide Anlagen, die durch die Zinskonstellation gefördert wurde.

Der Aufschwung der deutschen Wirtschaft setzte sich im Herbst 2015 mit solidem Tempo fort. Das reale BIP stieg der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge im letzten Jahresviertel saison- und kalenderbereinigt gegenüber dem Vorquartal erneut um 0,3%. Das Wirtschaftswachstum war damit in der zweiten Jahreshälfte etwas schwächer als im ersten Halbjahr und entsprach dem Anstieg des Produktionspotenzials.

Schub für das Wirtschaftswachstum ging im Herbst von der lebhaften Binnennachfrage aus, während die Auslandsnachfrage spürbar dämpfte. Treibende Kraft der Binnennachfrage war die lebhafte Konsumkonjunktur, die in wesentlichem Maße auf kräftigen Beschäftigungszuwächsen sowie deutlichen Entgeltsteigerungen fußte. Hinzu kamen wohl auch Impulse durch Transferzahlungen und andere staatliche Aufwendungen in Verbindung mit der Flüchtlingszuwanderung. Zusätzlichen Schub gaben die kräftig steigenden Wohnungsbauinvestitionen. Die Bereitschaft der Unternehmen, in Ausrüstungen und Bauten zu investieren, nahm jedoch nur wenig zu. Die deutsche Wirtschaft bekam zum Jahresende zu spüren, dass nicht nur Nachfrageimpulse aus China und rohstofffördernden Schwellenländern, sondern auch aus einigen Industrieländern außerhalb der EWU fehlten. Die aufwärtsgerichtete Nachfrage aus dem Euro-Raum und der weiterhin günstige Euro-Wechselkurs konnten das nicht kompensieren.

Der Arbeitsmarkt war im Jahresschlussquartal 2015 durch eine stabile, kräftige Zunahme der Beschäftigung und – nach der Seitwärtsbewegung im Sommerhalbjahr – eine wieder spürbar

rückläufige Arbeitslosigkeit gekennzeichnet. Die hohe Arbeitsnachfrage wurde weiterhin zu einem beträchtlichen Teil durch Zuwanderer insbesondere aus der EU gedeckt. Gleichwohl stieg die Zahl der gemeldeten offenen Stellen weiter an. Am stärksten wuchs die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung in einigen Dienstleistungsbranchen. Auch in der öffentlichen Verwaltung wurde erstmals seit Längerem in nennenswertem Umfang Personal aufgebaut, mutmaßlich um den seit dem Spätsommer beträchtlich intensivierten Flüchtlingszuzug zu bewältigen. Den Neuanrückmüßlingen selbst wird es jedoch bislang kaum möglich gewesen sein, eine Beschäftigung aufzunehmen. Den Frühindikatoren des Arbeitsmarktes zufolge könnte sich die positive Beschäftigungsentwicklung in den nächsten Monaten fortsetzen und die Arbeitslosigkeit stabil bleiben.

Sowohl die Effektiv- als auch die Tarifverdienste wuchsen im letzten Jahr deutlich kräftiger als im Mittel der vorherigen zehn Jahre. Im Jahr 2015 insgesamt nahmen die Tarifverdienste einschließlich Nebenvereinbarungen um 2,3% gegenüber dem Vorjahr zu. Die Effektivverdienste stiegen vorläufigen Angaben des Statistischen Bundesamtes zufolge mit 2,8% deutlich stärker als die Tarifverdienste. Wesentlich für den Umschwung der Lohndrift ins Plus auf 0,5 Prozentpunkte war die Einführung des allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns. Lohnsteigernd wirkten zudem wohl auch die leicht höheren außertariflichen Prämienzahlungen in Großunternehmen der Industrie. Der Reallohnzuwachs, gemessen an der um den Anstieg des Verbraucherpreisindex bereinigten Zunahme der Effektivverdienste, erreichte sogar den höchsten Wert seit 1992.

Vor allem der Einbruch der Rohölnotierungen zum Jahresende 2015 führte dazu, dass sich die negative Preistendenz des Vorquartals im Herbst auf den vorgelagerten Absatzstufen fortsetzte. So sanken die Einfuhrpreise im Schlussquartal saisonbereinigt spürbar. Aber auch die Nicht-Energie-Komponente der Einfuhrpreise ging zurück. Hier überwogen Verbilligungen bei Vor-

Leistungen infolge fallender Notierungen für Industrierohstoffe Verteuerungen bei einigen Konsumgütersegmenten, die vermutlich mit der anhaltenden Euro-Abwertung zusammenhängen. Bei den gewerblichen Waren im Inlandsabsatz zeigte sich ein sehr ähnliches Muster. Die Baupreise nahmen weiter gemäßigt zu. Auf der Verbraucherstufe blieben die Preise im Herbst saisonbereinigt auf dem Stand des Vorquartals. Für Energie, vor allem Mineralölprodukte, mussten Verbraucher deutlich weniger zahlen als im Sommer. Ohne Energie setzte sich der Preisanstieg dagegen fort. Nahrungsmittel verteuerten sich nach dem Stillstand im Sommer wieder. Auch bei den Dienstleistungen zeigte sich ein deutlicher Preisanstieg über alle größeren Bereiche hinweg. Bei dem zurzeit unterstellten Verlauf der Rohölpreise dürften die Vorjahresraten bei den Verbraucherpreisen in einigen kommenden Monaten allerdings negativ ausfallen.

Die deutsche Wirtschaft könnte im ersten Vierteljahr 2016, getragen vor allem von einer zunehmenden binnenwirtschaftlichen Dynamik etwas kräftiger als zum Ende des Vorjahres expandieren. Vermehrter Schwung dürfte von der Konsumkonjunktur kommen, die weiterhin von der guten Arbeitsmarktlage profitiert. Zusätzliche Impulse sind vor allem von erheblichen Kaufkraftgewinnen der privaten Haushalte aufgrund des neuerlichen Rohölpreisverfalls um die Jahreswende 2015/2016 zu erwarten. Die Belebung der Baukonjunktur dürfte sich zum Jahresbeginn fortsetzen. Sie erhielt zuletzt Rückenwind durch einen beträchtlichen Nachfrageschub seitens der Unternehmen sowie der öffentlichen Hand, und der Wohnungsbau wird im Verein mit vorteilhaften Finanzierungsbedingungen weiterhin von den Fundamentalfaktoren gestützt. Angesichts der in weiten Teilen der Wirtschaft bereits über das Normalmaß hinausgehenden Auslastung der Produktionskapazitäten sollte auch die Bereitschaft der Unternehmen zunehmen, in Ausrüstungen zu investieren. Wesentliche Voraussetzung für ein stärkeres Wirtschaftswachstum und eine höhere Investitionsbereitschaft der Unternehmen ist, dass die Auslandsnachfrage die Schwächephase

in der zweiten Jahreshälfte 2015 überwindet und der Industriekonjunktur Auftrieb verleiht.

Die Lage der deutschen Staatsfinanzen blieb im abgelaufenen Jahr günstig. Der Überschuss erhöhte sich leicht auf 0,5% des BIP. Die Verbesserung reflektiert vor allem wegfallende temporäre Belastungen aus dem Jahr 2014, während der strukturelle Überschuss leicht zurückging. Zwar sanken die Zinsaufwendungen weiter. Doch legten insbesondere die Sozialleistungen deutlich zu, etwa in den Bereichen Alterssicherung, Gesundheit und Pflege, aber zum Teil auch aufgrund der Flüchtlingszuwanderung. Im laufenden Jahr dürfte der Überschuss abgebaut werden, und der Staatshaushalt könnte dann etwa ausgeglichen sein. Die erwartete Verschlechterung hängt mit steigenden Mehrausgaben für die Asylsuchenden und dem insgesamt eher lockeren Haushaltskurs zusammen. Damit sind die öffentlichen Finanzen expansiv ausgerichtet und wirken in der aktuell eher günstigen deutschen Konjunkturlage tendenziell prozyklisch. Die Schuldenquote sank bis zum dritten Vierteljahr 2015, überwiegend aufgrund des nominalen BIP-Wachstums, und bis zum Ende des laufenden Jahres zeichnet sich ein weiterer Rückgang ab.

*Öffentliche  
Finanzen*

Die hohe Zuwanderung von Asylsuchenden stellt Deutschland in vielerlei Hinsicht vor schwierige Aufgaben. Mit Blick auf die Staatshaushalte besteht aufgrund der guten Ausgangslage aber zunächst ausreichend Spielraum, um die damit verbundenen finanziellen Belastungen auf die Haushalte durchschlagen zu lassen, ohne die Defizitgrenzen zu verletzen. Die längerfristigen Haushaltswirkungen sind immer noch schwer abzusehen. Für die Finanzpolitik ist es empfehlenswert, die Sicherheitspuffer nach vorübergehender Nutzung in den kommenden Haushalten wieder sukzessiv aufzubauen. Solide Staatsfinanzen und die Bewältigung wichtiger Reformaufgaben sind dabei kein Widerspruch. Vielmehr schafft das sichere Einhalten der Haushaltsregeln Vertrauen in die Finanzpolitik und verlässliche wirtschaftliche Rahmenbedingungen. Für Deutschland stellen die ungünstigen

demografischen Perspektiven eine besondere Herausforderung dar, und auch vor diesem Hintergrund erscheint es ratsam, die Schuldenquote zügig unter die 60%-Grenze zurückzuführen.

Der Bund erzielte im vergangenen Jahr einen Haushaltsüberschuss von 12 Mrd €, auch aufgrund von Einmalerlösen aus der Frequenzauktion und unterstützt durch weiter kräftig fallende Zinsausgaben. Der Überschuss wurde vollständig der neuen Rücklage zur Deckung künftiger Mehrausgaben für die Flüchtlinge zugeführt. Im laufenden Jahr soll die im Bundeshaushalt erwartete Finanzierungslücke durch eine Rücklagenentnahme von 6 Mrd € gedeckt werden, sodass der Haushaltsplan erneut

ohne eine Nettokreditaufnahme auskommt („schwarze Null“). Alles in allem scheint das geplante Defizit eher hoch angesetzt, wobei aber insbesondere im Zusammenhang mit der Flüchtlingszuwanderung auch Risiken bestehen. Im Rahmen der Schuldenbremse war beim Aufstellen des Bundeshaushaltsplanes 2016 erstmals die Obergrenze von 0,35% des BIP für die strukturelle Finanzierungslücke einzuhalten. Dies wurde dadurch erleichtert, dass – anders als bei den durch die Schuldenbremse eigentlich abzusichernden EU-Haushaltsregeln – die Rücklagenentnahme haushaltsentlastend angerechnet wurde, obwohl sie das Netto-Finanzvermögen nicht verbessert. Aus heutiger Sicht dürfte die Schuldenbremse im Ergebnis aber selbst ohne eine solche Anrechnung eingehalten werden.