

Überblick

Schwungvolle Binnennachfrage stützt Aufschwung

Weltwirtschaft

Die Weltwirtschaft hat wohl auch im Sommer 2015 verhalten expandiert. Eine spürbare Tempoverringerung oder gar ein Einbruch der globalen Konjunktur, wie er in der öffentlichen Diskussion mit Blick auf die Entwicklung in einigen Schwellenländern gelegentlich befürchtet worden ist, zeichnen sich nicht ab. Die Situation in den Schwellenländern scheint sich insgesamt nicht weiter verschlechtert zu haben. Speziell in Bezug auf China hatten Konjunktursorgen im Zusammenhang mit Finanzmarkturbulzen zugenommen. Gleichwohl zog dort das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) laut offiziellen Angaben ähnlich stark an wie im Frühjahr. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat sich die Aufwärtsbewegung als robust erwiesen. Die Wirtschaftsleistung in den USA legte zwar im Sommer schwächer zu als im zweiten Quartal, jedoch verdeckt der dämpfende Einfluss der Vorratsdynamik eine erneut kräftige Zunahme der inländischen Endnachfrage. Im Euro-Raum und im Vereinigten Königreich expandierte das reale BIP im Sommer nicht ganz so schwungvoll wie im Quartal zuvor.

Mit Blick auf das globale Wachstum im Jahresdurchschnitt 2015 erwartet der IWF-Stab nunmehr eine gewisse Verlangsamung gegenüber 2014. Dieser Tempoverlust ist rechnerisch auf die Rohstoffe extrahierenden Regionen zurückzuführen. Die Volkswirtschaften dort leiden zurzeit stark unter den Folgen des kräftigen Rückgangs der Rohstoffpreise. Demgegenüber ist eine Abschwächung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage in den Rohstoffe verbrauchenden Regionen insgesamt nicht erkennbar. Alles in allem verdeutlicht das regionale Wachstumsgefälle, dass die globale Verlangsamung in diesem Jahr eher Reflex des Preisrückgangs bei wichtigen Rohstoffen ist, nicht dessen Ursache. Mit dem Abklingen der scharfen Rezessionen in Russland und Brasilien ist aus heutiger Sicht

wieder eine Festigung des globalen Wachstums im nächsten Jahr zu erwarten.

Die Sorgen um das Wachstum in einigen großen Schwellenländern beeinflussten im Sommer 2015 auch die internationalen Finanzmärkte. Zudem spielten geldpolitische Entscheidungen von Notenbanken und wechselnde Erwartungen über die künftige Geldpolitik in den Industrieländern eine wesentliche Rolle. Im Ergebnis sind die Renditen langfristiger Staatsanleihen in den großen Währungsräumen seit Ende Juni – unter Schwankungen – der Tendenz nach gesunken, wenngleich in unterschiedlichem Ausmaß. An den internationalen Aktienmärkten hielten sich Befürchtungen bezüglich der globalen Konjunkturperspektiven einerseits und Erwartungen auf eine vielerorts weiterhin akkommodierende Geldpolitik andererseits im Ergebnis die Waage. Zeitweilige starke Kursverluste wurden überwiegend rasch wieder aufgeholt. An den Devisenmärkten führten zunächst die genannten weltwirtschaftlichen Konjunktursorgen zu einer verstärkten Nachfrage nach Euro. Später geriet die Gemeinschaftswährung aufgrund von Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich möglicher divergierender geldpolitischer Maßnahmen dies- und jenseits des Atlantiks unter Druck. Insgesamt hat der Euro in effektiver Rechnung seit der Jahresmitte leicht an Wert verloren.

Finanzmärkte

Der EZB-Rat beließ die Leitzinsen im Berichtszeitraum unverändert. Er stellte zudem fest, dass das im Januar 2015 beschlossene und im März 2015 begonnene erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Expanded Asset Purchase Programme: EAPP) weiterhin reibungslos verläuft und dass sich die Ankäufe positiv auf die Kosten und Verfügbarkeit von Krediten für Unternehmen und private Haushalte auswirken. Im Rahmen der bereits zu Programmbeginn angekündigten Überprüfung nach Ablauf der ersten sechs Ankaufmonate beschloss der EZB-Rat im September eine Anhe-

Geldpolitik

bung der Obergrenze für Ankäufe einzelner Wertpapieremissionen des öffentlichen Sektors von ursprünglich 25% auf 33%. Allerdings ist für jede einzelne Emission sicherzustellen, dass das Eurosystem eine Sperrminorität vermeidet.

Angesichts der etwas schwächer als erwarteten konjunkturellen Erholung und der neuerlichen Abwärtsrevision der vom EZB-Stab erstellten Inflationsprognosen hob der EZB-Rat Anfang September hervor, dass das EAPP bei Bedarf ausreichend Flexibilität in Bezug auf Anpassungen von Volumen, Zusammensetzung und Dauer des Programms biete. So würden die monatlichen Wertpapierkäufe im Umfang von 60 Mrd € bis Ende September 2016 oder erforderlichenfalls darüber hinaus und in jedem Fall so lange erfolgen, bis eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung in Richtung auf das mittelfristige Ziel von unter, aber nahe 2% zu erkennen sei. Nach der geldpolitischen Sitzung im Oktober kündigte der EZB-Rat an, den Grad der geldpolitischen Akkommodierung bei der kommenden geldpolitischen Sitzung im Dezember auf Grundlage der von den Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen erneut zu bewerten.

Das Wachstum des breiten Geldmengenaggregats M3 hat sich in den Sommermonaten auf einem Niveau von rund 5% gegenüber dem Vorjahr stabilisiert. Dabei stand die Geldmengenentwicklung ganz im Zeichen der Effekte des EAPP. So beschleunigte sich das Wachstum der Wertpapierkredite des MFI-Sektors an öffentliche Haushalte infolge der Ankäufe des Eurosystems noch einmal deutlich. Von den Buchkrediten an den Privatsektor ging im Berichtsquartal trotz der weiter gesunkenen Kreditzinsen zwar kein stützender Effekt aus; die Buchkreditvergabe an den nichtfinanziellen Privatsektor verzeichnete jedoch anhaltende Zuflüsse.

Deutschland

Die deutsche Wirtschaft hat im Sommer ihren Wachstumskurs fortgesetzt. Der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge stieg das reale BIP im dritten Vierteljahr 2015

saison- und kalenderbereinigt gegenüber dem Vorquartal um 0,3%. Damit war das Expansionstempo etwas langsamer als im Frühjahr mit 0,4% und weitgehend im Einklang mit der Potenzialrate. Motor des Wirtschaftswachstums war im Sommer die schwungvolle Konsumkonjunktur, die allerdings nicht ganz wettmachen konnte, dass Anstöße von der Auslandsnachfrage fehlten. Die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten lag nach wie vor im oberen Bereich des als normal anzusehenden Korridors.

Zu der wieder stärkeren Dynamik des privaten Konsums im dritten Quartal haben wie im Winterhalbjahr 2014/2015 Kaufkraftgewinne im Gefolge der rückläufigen Rohölnotierungen beigetragen. Zudem profitierten die Realeinkommen der privaten Haushalte von der deutlichen Verstärkung des Beschäftigungsaufbaus. Zusätzlicher Rückenwind für die Verbrauchskonjunktur kam von der stark zunehmenden Flüchtlingszuwanderung, die zu einem Anstieg der Transferleistungen sowie der Aufwendungen für Personal, Unterbringung und Sachleistungen auf den Ebenen der Gebietskörperschaften geführt hat. Die Wohnungsbauinvestitionen tendierten wohl weiterhin aufwärts. Demgegenüber disponierten die Unternehmen bei Investitionen in Ausrüstungen und in Bauten weiter vorsichtig. Dazu mag beigetragen haben, dass es an neuen Impulsen von der Auslandsnachfrage fehlte.

Die Auslandsgeschäfte expandierten im Sommer 2015 nach kräftiger Belebung im zweiten Vierteljahr nicht weiter. Die Warenausfuhren unterschritten preis- und saisonbereinigt leicht den Vorquartalsstand. Dabei sind wohl die Lieferungen in den Euro-Raum und auch in Drittländer nicht über das stark erhöhte Frühjahrsniveau hinausgekommen. Die Importe haben im Sommer hingegen wieder an das kräftige Wachstum des Winterhalbjahres angeschlossen. So profitierten auch ausländische Hersteller von der lebhaften Verbrauchskonjunktur.

Der Arbeitsmarkt zeigt sich weiter in sehr guter Verfassung. Die Beschäftigungsexpansion hat

sich verstärkt, die Zahl der gemeldeten offenen Stellen ist gestiegen, und die Arbeitslosigkeit verharrt auf niedrigem Niveau. Der sehr kräftige Aufschwung der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung hat sich fortgesetzt. Während der Stellenzuwachs im Verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe unterdurchschnittlich ausfiel, gab es erneut einen starken Anstieg in einer Reihe von Dienstleistungsbranchen. Nach wie vor wird die steigende Personalnachfrage zu einem beträchtlichen Teil von Zuwanderern insbesondere aus der Europäischen Union gedeckt. Dagegen dürften die in diesem Jahr in großer Zahl nach Deutschland gekommenen Flüchtlinge bislang kaum erwerbstätig sein. Den Frühindikatoren des Arbeitsmarktes zufolge könnte sich der Beschäftigungszuwachs in den nächsten Monaten sogar weiter verstärken. Besonders groß scheint derzeit das Stellenangebot für eher einfache Dienstleistungstätigkeiten zu sein.

Die Tarifentgelte einschließlich Nebenvereinbarungen sind im Sommer 2015 zwar etwas deutlicher als in der Vorperiode gestiegen; die Erhöhung war aber mit knapp 2 ½% im Jahresvergleich weiterhin moderat. Die Vorjahresrate der Effektivvergütungen dürfte den Zuwachs der Tarifverdienste im dritten Quartal aber erneut merklich überschritten haben. Die wesentliche Ursache hierfür ist der zu Jahresbeginn eingeführte allgemeine gesetzliche Mindestlohn. Das Stundenentgelt von 8,50 € wird im Einklang mit den gesetzlichen Übergangsregelungen nur noch in den niedrigsten Tarifgruppen einzelner Branchen unterschritten.

Die Preise stehen weiter unter dem Einfluss der schwankenden Rohölnotierungen. Letztere bewegten sich im Sommer wieder abwärts, sodass die Preise auf allen Absatzstufen erneut nachgaben. Etwas verstärkt wurde diese Bewegung noch durch rückläufige Notierungen anderer Rohstoffe. So sanken die Einfuhrpreise im Sommer nicht nur insgesamt kräftig, sondern gaben auch ohne Energie gerechnet spürbar nach. Auf der Verbraucherstufe gingen die Preise nach dem kräftigen Anstieg im Frühjahr im Sommer gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt

leicht zurück. Maßgeblich hierfür waren die deutlich niedrigeren Energiepreise. Ohne Energie war der Preisauftrieb hingegen fast so stark wie im zweiten Quartal. Im Oktober blieben die Verbraucherpreise insgesamt in saisonbereinigter Betrachtung unverändert. Weil die Verbraucherpreise im Oktober des vergangenen Jahres recht deutlich gesunken waren, erhöhten sich die Vorjahresraten des Verbraucherpreisindex und des Harmonisierten Verbraucherpreisindex.

Das leicht verringerte Expansionsstempo der deutschen Wirtschaft im Sommer könnte auch im Jahresschlussquartal 2015 anhalten. Die günstigen Arbeitsmarkt- und Entgeltaussichten sowie die starke Zuwanderung bilden die Rahmenbedingungen dafür, dass sich die schwungvolle Verbrauchskonjunktur fortsetzt und das gesamtwirtschaftliche Wachstum in der mittleren Frist das Potenzialwachstum übertreffen kann. Diese Faktoren sowie die anhaltend niedrigen Hypothekenzinsen geben auch dem Wohnungsbau Auftrieb. Von der Industriekonjunktur sind jedoch bis zum Jahresende kaum Impulse zu erwarten. Der starke Rückgang der Bestellungen vor allem aus Drittstaaten im Sommer deutet darauf hin, dass die Schwäche der Industriekonjunktur bis zum Jahresschluss anhalten und das Exportgeschäft ebenfalls nicht in Schwung kommen wird. Dies dürfte sich auch in vorsichtigeren Dispositionen der Unternehmen im Hinblick auf ihre Investitionstätigkeit niederschlagen. Weiterhin recht zuversichtliche kurzfristige Export- und Produktionserwartungen sprechen jedoch für eine grundsätzlich robuste Einschätzung der Industriekonjunktur.

Die deutschen Staatsfinanzen entwickeln sich im laufenden Jahr weiter günstig. Der Überschuss dürfte sich gegenüber 2014 (0,3% des BIP) insbesondere aufgrund günstiger temporärer Einflüsse noch einmal spürbar erhöhen. In struktureller Betrachtung dürfte sich wie im Vorjahr ein Überschuss in einer Größenordnung von ½% des BIP ergeben. Zum Ausgabenwachstum trägt die insbesondere in der zweiten Jahreshälfte kräftig zunehmende Flüchtlingszuwanderung bei, aber beispielsweise auch

noch das Mitte 2014 in Kraft getretene Rentenpaket. Der Rückgang der Schuldenquote wird sich fortsetzen.

Für das kommende Jahr ist ein Abbau des Überschusses zu erwarten. Der Staatshaushalt könnte dann mehr oder weniger ausgeglichen sein, wobei die Schuldenquote weiter zurückgehen würde. Einerseits könnten eine positive Konjunkturerwicklung und weiter sinkende Zinsausgaben die Haushalte entlasten. Andererseits entfallen in 2015 vereinnahmte Auktionserlöse, und die Staatsfinanzen werden durch verschiedene finanzpolitische Maßnahmen (Steuersenkungen und Mehrausgaben u. a. für Infrastruktur, Bildung sowie Forschung) belastet. Insbesondere werden spürbar steigende Ausgaben im Zuge der Flüchtlingszuwanderung zu Buche schlagen.

Die Entwicklungen bei der Flüchtlingsmigration und die damit verbundenen Einflüsse auf die Staatsfinanzen sind aktuell allerdings sehr schwer abzuschätzen. Die Haushaltswirkungen hängen neben der Zu- und Abwanderung im Zeitverlauf von den konkreten Aufwendungen für die Zugewanderten ab. Ausgaben fallen dabei grundsätzlich für Grundversorgung (einschl. Unterkunft und Gesundheitsleistungen), für Verwaltung sowie für Kinderbetreuung, Schul-, Aus- und Weiterbildung an. Die Belastungen der Staatsfinanzen werden langfristig umso niedriger ausfallen, je besser und schneller die Integration in das Erwerbsleben gelingt. Derzeit erscheinen zusätzliche staatliche Ausgaben in Größenordnungen von bis zu ¼% des BIP im laufenden und ½% im kommenden Jahr nicht unplausibel.

Der Bundeshaushalt soll gemäß den aktuellsten Planungen sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr keine Nettokreditaufnahme benötigen – die sogenannte schwarze Null würde damit auch 2016 gehalten. Dies erscheint realistisch. Dafür soll der spürbare Überschuss im laufenden Jahr zur Bildung einer Rücklage genutzt werden. Hierfür sind 5 Mrd € angesetzt, sie könnte aber auch merklich höher ausfallen. Die

Rücklage soll dann insbesondere im kommenden Jahr zur Bewältigung der mit der Flüchtlingszuwanderung zusammenhängenden Mehrbelastungen herangezogen werden. Die Schuldenbremse des Bundes sieht eine Obergrenze von 0,35% des BIP für das strukturelle Defizit vor. Hier ist sowohl um konjunkturelle Einflüsse als auch um sogenannte finanzielle Transaktionen (wie etwa Darlehensvergaben oder Privatisierungserlöse) zu bereinigen, und zudem sind einige der Sondervermögen einzurechnen. Letztere dürften im kommenden Jahr defizitär abschließen, und es liegt nahe, eine Rücklagenentnahme wie eine finanzielle Transaktion zu behandeln, sodass im Ergebnis ein spürbares strukturelles Defizit zu erwarten ist. Dieses dürfte aber aus heutiger Sicht immer noch unter der Obergrenze von 0,35% des BIP bleiben.

In der aktuellen Situation zeigt sich die Vorteilhaftigkeit einer relativ günstigen strukturellen Haushaltslage sowie von Sicherheitsabständen zu den Obergrenzen der europäischen und nationalen Haushaltsregeln. Gerade unerwartete Entwicklungen und schwer abzuschätzende Mehrbelastungen können dann zunächst in den Budgets aufgefangen werden, ohne unmittelbar finanzpolitisch gegensteuern zu müssen oder etwa die Glaubwürdigkeit der Regeln durch deren Dehnung infrage zu stellen. So können aus heutiger Sicht die bisher allenfalls grob abzuschätzenden Belastungen im Zusammenhang mit der Flüchtlingszuwanderung zunächst ohne Gegenfinanzierung abgedeckt und damit die Sicherheitsabstände verringert werden. Im weiteren Verlauf sollte zunehmend Klarheit über die weitere Flüchtlingsmigration, die unmittelbaren Haushaltswirkungen sowie politische Entscheidungen in Deutschland, aber auch in der Europäischen Union und die daraus resultierenden Einflüsse auf die Staatsfinanzen insgesamt entstehen. Strukturelle Belastungen, etwa weil sich die Arbeitsmarktintegration einer hohen Zahl von Zugewanderten langwierig darstellt, sollten dann bei den künftigen Haushaltsplanungen auch gegenfinanziert werden. Dabei sind moderate strukturelle Haushaltsüber-

schüsse für Deutschland nicht nur für eine sichere Einhaltung der Regellobergrenzen grundsätzlich empfehlenswert. Es wäre auch vorteilhaft, die immer noch hohe Schuldenquote zügig weiter spürbar zu reduzieren, nicht zuletzt weil die Zinslasten hierdurch langfristig wirksam begrenzt werden – gerade auch mit Blick auf ein künftig wieder ansteigendes Zinsniveau. Solide Staatsfinanzen sind dabei kein Gegensatz zur Bewältigung beispielsweise der Zuwanderung oder einer Verbesserung der Infrastruktur und der staatlichen Bildungsangebote. Sie sind vielmehr gerade eine Grundvoraussetzung, um auch künftig unerwartete Herausforderungen gut bewältigen zu können.

Im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts hat die Europäische Kommission angekündigt, durch Flüchtlingszuwanderung bedingte Mehrbelastungen bei der Beurteilung

der Regeleinhaltung gesondert zu berücksichtigen. Dies wäre dann noch nachvollziehbar, solange diese Entwicklung als unvorhergesehen eingestuft werden kann und nur eine kurzfristige und vorübergehende Verfehlung der Fiskalziele maximal im Umfang der konkret nachgewiesenen direkten Netto-Mehrbelastungen entschuldigt. Eine womöglich auch in Erwägung gezogene längerfristige Herausrechnung etwaiger damit verbundener Mehrbelastungen wäre nicht im Einklang mit dem Ziel des Paktes, solide Staatsfinanzen abzusichern. Ein struktureller staatlicher Ausgabenbedarf sollte demnach durch entsprechende Einnahmen gedeckt werden, um die Staatsschulden auf ein sicher tragfähiges Maß zu begrenzen. Das bedeutet nicht, dass als wichtig angesehene Aufgaben nicht wahrgenommen werden können, sondern dass diese nachhaltig finanziert werden sollten.