

Überblick

Wachstum zu Jahresanfang gebremst; Aufschwung bleibt aber intakt

Globale Konjunktur im ersten Jahresviertel etwas weniger schwungvoll

Das Wachstum der Weltwirtschaft dürfte im ersten Jahresviertel 2018 etwas an Schwung eingebüßt haben. Allerdings fiel der Tempoverlust im Länderprofil recht unterschiedlich aus. Nach den kräftigen Steigerungen der Vorquartale nahm das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Euroraum zuletzt moderat zu. Im Vereinigten Königreich kam die gesamtwirtschaftliche Aufwärtsbewegung kaum mehr voran. Dagegen verminderte sich die Dynamik in den USA nur wenig. Die chinesische Wirtschaft setzte ihre im internationalen Vergleich starke und stetige Expansion fort, und in den meisten anderen Schwellenländern dürfte die Konjunktur ebenfalls recht günstig geblieben sein. Zu der Verlangsamung des weltwirtschaftlichen Wachstums hat ein geringeres Momentum in der Industrie beigetragen. Die jüngste Abschwächung ist jedoch vor dem Hintergrund der zum Teil sehr hohen Dynamik seit Mitte 2016 zu relativieren. Auf eine gewisse Beruhigung der globalen Industriekonjunktur deutet der Bundesbank-Frühindikator für die Weltwirtschaft hin. Dahinter dürfte nicht zuletzt eine Eintrübung der immer noch guten Stimmung in Unternehmen und unter Investoren in den Wintermonaten stehen. Zuletzt stabilisierte sich jedoch der aggregierte Einkaufsmanagerindex für die weltwirtschaftliche Aktivität. Unter Verbrauchern ist die Stimmung ohnehin ungebrochen hoch, so dass das globale Wirtschaftswachstum in den kommenden Quartalen lebhaft bleiben sollte.

Abwärtsrisiken im Zusammenhang mit US-Handelspolitik ...

Gleichwohl bestehen Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft, nicht zuletzt im Zusammenhang mit der Handelspolitik der USA. Insbesondere vor dem Hintergrund des Zwistes mit China rückte die Gefahr eines Handelskrieges in den öffentlichen Fokus. Makroökonomische Modellsimulationen zeigen, dass die Einführung von Zöllen die Wirtschaftsaktivität dämpfen und den

Preisaufrieb verstärken kann. Mit der Einhaltung des durch die Welthandelsorganisation gesteckten Rahmens zur Streitbeilegung und dem Verzicht auf einseitige Maßnahmen könnte die Gefahr einer weiteren Eskalation gebannt werden.

Die Bedrohung durch eine mögliche Verschärfung der Handelsstreitigkeiten strahlte nur zeitweilig und eher isoliert auf einzelne Segmente der internationalen Finanzmärkte aus; gleichwohl bleibt ein solches Szenario ein Risiko. Darüber hinaus ließen die etwas weniger dynamische globale Konjunktur sowie divergierende Erwartungen hinsichtlich der geldpolitischen Ausrichtung in den großen Währungsräumen die internationalen Finanzmärkte in den ersten Monaten des Jahres 2018 nicht unberührt.

Die erhöhte Unsicherheit von Anfang Februar prägte die Stimmung an den Finanzmärkten allerdings nicht nachhaltig und bildete sich recht rasch wieder zurück. Zwar lösten die seit Jahresbeginn kräftig steigenden Zinsen eine merkliche Abwärtsbewegung an den Aktienmärkten aus, die aber überwiegend als eine fundamental gerechtfertigte Korrektur wahrgenommen wurde. Zudem begann sich zu diesem Zeitpunkt in den Stimmungsindikatoren abzuzeichnen, dass die USA und China weiterhin sehr deutlich, der Euroraum und Japan hingegen etwas weniger schnell expandieren könnten. Diese insgesamt etwas heterogeneren Wachstumsaussichten schlugen sich auch in den geldpolitischen Erwartungen der Marktteilnehmer nieder. Zwar gingen diese auch nach den Turbulenzen im Februar unverändert davon aus, dass die Federal Reserve ihre Politik fortsetzen würde, die Geldpolitik im Jahresverlauf graduell zu normalisieren. Für den Euroraum aber verschob sich der Zeitpunkt, zu dem mit einem ersten Zinsschritt gerechnet wurde, auf Mitte 2019. Im Ergebnis weitete sich der Zinsabstand von US-Staatspapieren gegenüber Bundestiteln im gesamten Laufzeitspektrum aus. Der Zins-

... auch für die Finanzmärkte

Insgesamt zuversichtliche Konjunktüreinschätzung und Erwartungen über Geldpolitik bestimmen Finanzmarktentwicklung

abstand zehnjähriger US-Treasuries gegenüber laufzeitgleichen Bundesanleihen lag damit zuletzt bei 250 Basispunkten. An den internationalen Aktienmärkten kam es – bei zeitweise kräftigen Schwankungen – im Ergebnis zu Kurszuwächsen in den USA und im Euroraum. Gemessen an der von Anlegern auf Aktienengagements geforderten Risikoprämie hat sich der Risikoappetit für ein Engagement in US-Unternehmen (ausgehend von einem hohen Niveau zu Jahresbeginn) leicht verringert, während er sich für Unternehmen im Euroraum etwas erhöht hat. An den Devisenmärkten büßte der Euro seine Kursgewinne gegenüber dem US-Dollar aus dem Januar bis zum Ende des Berichtszeitraums wieder ein. Im gewogenen Durchschnitt verlor er seit Jahresbeginn im Ergebnis 1% an Wert.

*EZB-Rat beließ
Leitzinsen
unverändert*

Der EZB-Rat beließ die Leitzinsen im gesamten Berichtszeitraum unverändert. Die Käufe im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten werden weiterhin wie im Oktober 2017 beschlossen mit einem monatlichen Volumen in Höhe von 30 Mrd € bis mindestens Ende September 2018 durchgeführt. Im März passte der EZB-Rat seine Kommunikation an die verbesserte wirtschaftliche Lage und das gestiegene Vertrauen in die Inflationsentwicklung an, indem er einen expliziten Hinweis auf eine mögliche Aufstockung oder Verlängerung der Nettokäufe beim Eintreten bestimmter Eventualitäten entfernte.

*Monetäre
Dynamik
zunehmend
von Buchkredit-
wachstum
geprägt*

Das Wachstum der breit gefassten Geldmenge M3 wurde im ersten Quartal 2018 vor allem durch die fortgesetzte Erholung der Buchkreditvergabe an den nichtfinanziellen Privatsektor im Euroraum getragen. Die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte legten vor dem Hintergrund des anhaltenden Wirtschaftswachstums, des sehr niedrigen Zinsniveaus und der günstigen Kreditangebotsbedingungen im Euroraum erneut spürbar zu. In der Gesamtbetrachtung schwächte sich die positive – und in den vergangenen beiden Jahren auffallend stabile – Grunddynamik des Geldmengenwachstums im ersten Quartal 2018

allerdings ab. Ein Grund hierfür war die im Januar vorgenommene nochmalige Verringerung der monatlichen Nettoankäufe von Wertpapieren durch das Eurosystem, die für sich betrachtet dämpfend auf die vom MFI-Sektor (einschl. des Eurosystems) vergebenen Wertpapierkredite an öffentliche Haushalte wirkte.

Nach dem sehr kräftigen Wachstum in den vorangegangenen Quartalen expandierte die gesamtwirtschaftliche Aktivität in Deutschland im ersten Viertel des laufenden Jahres erheblich verhaltener. Das reale BIP legte der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge saison- und kalenderbereinigt um 0,3% gegenüber dem letzten Vierteljahr 2017 zu. Die langsamere Gangart war teilweise auf Sondereffekte zurückzuführen. So wird der außergewöhnlich hohe Krankenstand wohl die wirtschaftliche Aktivität gehemmt haben. Daher ist damit zu rechnen, dass sich die Hochkonjunktur in Deutschland fortsetzt. Allerdings hat sich die konjunkturelle Grunddynamik möglicherweise früher als erwartet auf ein Expansions-tempo nur noch leicht oberhalb des Potenzialwachstums abgeschwächt. Dies hätte zur Folge, dass die bereits gegenwärtig hohe Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten langsamer zunimmt.

Die Industrie leistete im ersten Quartal 2018 keinen nennenswerten Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Expansion und fiel damit als konjunkturelle Triebfeder aus. Hier dürften die rückläufigen Exporte eine maßgebliche Rolle gespielt haben. Auch das von den Kapazitätsengpässen betroffene Baugewerbe konnte seine Produktion trotz hoher Nachfrage wohl kaum ausweiten. Die unternehmensnahen Dienstleistungsbranchen dürften hingegen der verhaltenen Entwicklung im Verarbeitenden Gewerbe nicht gefolgt sein und ihre Aufwärtsbewegung fortgesetzt haben. Auf der Nachfrageseite verloren die Exporte ihre Rolle als hauptsächliche Antriebskraft. Vielmehr stützte sich das verhaltene Wachstum der wirtschaftlichen Aktivität auf die Investitionen und den privaten Konsum,

*Deutsche Wirtschaft im ersten
Vierteljahr 2018
mit Wachstums-
delle*

*Industrie ohne
Wachstums-
beitrag, Exporte
rückläufig*

der nach der Verschnaufpause in der zweiten Jahreshälfte 2017 wieder zulegte.

Breit angelegte, kräftige Ausweitung der Buchkredite an den Privatsektor in Deutschland

Das stärkere Wachstum des privaten Konsums spiegelt sich auch in der Kreditentwicklung: Die größten Nettozuwächse verzeichneten die Buchkredite an private Haushalte, vor allem aufgrund der nochmals gestiegenen Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten. Darüber hinaus nahm auch das Wachstum der Konsumentenkredite weiter Fahrt auf. Die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen, deren Wachstum dem des BIP um wenige Quartale nachläuft, legten ebenfalls deutlich zu. Ihr Aufwärtstrend wurde abermals von den günstigen Kreditvergabebedingungen gestützt. Insgesamt beschleunigte sich die Buchkreditvergabe der Banken in Deutschland an den inländischen Privatsektor im ersten Quartal 2018 trotz der leichten konjunkturellen Wachstumsverlangsamung weiter kräftig.

Sehr günstige Lage und Aussichten am Arbeitsmarkt

Die Lage am Arbeitsmarkt in Deutschland verbesserte sich auch zu Jahresbeginn 2018. Die Erwerbstätigkeit expandierte im Winterquartal sehr kräftig. Dies ist nach wie vor auf die außerordentlich gute Entwicklung der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung zurückzuführen. Dabei wurden im Februar im Vergleich zum Vorjahr die neuen Stellen je zur Hälfte von Personen mit deutscher und mit ausländischer Staatsangehörigkeit besetzt. Zuwanderung und eine höhere Erwerbsbeteiligung Einheimischer ermöglichen demnach weiterhin deutliche Stellenzuwächse. Die Arbeitslosigkeit verringerte sich im Winter recht zügig, hier dürfte der zuvor dämpfende Effekt durch die zunehmende Zahl von arbeitslos registrierten Flüchtlingen ausgelaufen sein. Das Angebot an offenen Stellen wuchs im Berichtsquartal allerdings deutlich langsamer als zuvor, und auch andere Frühindikatoren trübten sich zuletzt etwas ein. Dennoch sind die Aussichten immer noch sehr günstig.

Bisherige Tarifabschlüsse häufig mit höherem Entgeltplus

Die Neuabschlüsse der Sozialpartner in der laufenden Tarifrunde sehen oftmals deutlich höhere Lohnsteigerungen als in den beiden Vorjahren vor und reflektieren die sehr gute

Lage am Arbeitsmarkt in stärkerem Maße als zuvor. Für die Abschlüsse im Öffentlichen Dienst des Bundes und der Gemeinden sowie der Metall- und Elektroindustrie, die in der diesjährigen Lohnrunde gemessen an der Beschäftigtenzahl die meisten Arbeitnehmer betreffen, ergibt sich umgerechnet auf eine jährliche Basis ein Lohnplus von rund 3% bis 3¼%. Auffällig ist zudem die mit 30 beziehungsweise 27 Monaten ungewöhnlich lange Laufzeit der Tarifverträge, die auch bei den jüngsten Abkommen in einigen anderen Bereichen zu beobachten ist. Auch für das Bauhauptgewerbe sieht der Schlichterspruch – bei einem kräftigen Lohnanstieg – eine lange Laufzeit von 26 Monaten vor. Die Lohnforderungen der Gewerkschaften für die noch ausstehenden Verhandlungen in der Chemischen Industrie, dem Maler- und Lackierhandwerk und dem regionalen Hotel- und Gaststättengewerbe belaufen sich auf 6% für eine Laufzeit von 12 Monaten. In den bereits abgeschlossenen Tarifverhandlungen waren in einigen Branchen insbesondere flexiblere, individuelle Lebensumstände berücksichtigende Möglichkeiten zur Arbeitszeitgestaltung durch die Arbeitnehmer für die Sozialpartner von hervorgehobener Bedeutung.

Zu Jahresbeginn stiegen die Verbraucherpreise (HVPI) in Deutschland erneut recht kräftig. Im Vergleich zum Vorquartal legten sie saisonbereinigt um 0,4% zu, wobei allerdings die treibenden Komponenten wechselten. Während der Preisauftrieb im Herbst maßgeblich von Energie und Nahrungsmitteln getragen worden war, schwächte sich deren Verteuerung im ersten Viertel des laufenden Jahres merklich ab. Ohne diese beiden Komponenten gerechnet, war der Preisanstieg dagegen, nach einer vorübergehenden Delle zum Jahresende 2017, wieder deutlich. Dies lag vor allem an den Dienstleistungen, die sich – teilweise auch bedingt durch die frühe Lage von Ostern – im ersten Jahresviertel sehr viel stärker verteuerten. Hier drehte sich die zuvor schwache Preistendenz bei den Reiseleistungen, und die Kürzungen bei den Prämien für Kfz-Versicherungen vom Herbst wirkten sich nicht mehr dämpfend aus, sondern

Kernrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex im Verlauf wieder mit deutlichem Anstieg

wurden teilweise sogar wieder wettgemacht. Zudem wurden die Mieten etwas stärker angehoben. Bei den Industriegütern ohne Energie blieb der Preisanstieg dagegen weiter schwach. Hier dürfte eine Rolle gespielt haben, dass die Importpreise infolge der Aufwertung bis zum Jahreswechsel recht deutlich gesunken waren und dies nun mit zeitlicher Verzögerung auf die Verbraucherstufe durchschlug. Gegenüber dem Vorjahr verminderte sich die Zuwachsrates des HVPI insgesamt trotzdem von 1,6% auf 1,3%, weil die Preise für Energie und Nahrungsmittel Anfang 2017 spürbar gestiegen waren. Dagegen stieg die entsprechende Rate ohne Energie und Nahrungsmittel von 1,2% auf 1,3% an, auch weil die preisdämpfende Wirkung der Pflegereform vom Januar 2017 die Vorjahresrate nicht mehr beeinflusste.

Im Frühjahr wieder stärkeres Wachstum

Nach der Wachstumsdelle im Winter dürfte die deutsche Wirtschaft im zweiten Quartal des Jahres 2018 wieder kräftiger expandieren. So läuft der Sondereffekt der überdurchschnittlich schweren Grippewelle aus, der sich im ersten Vierteljahr wohl dämpfend auf die Wirtschaftsaktivität auswirkte, und auch die staatlichen Konsumausgaben sollten wieder steigen. Ferner bleibt die Auftragslage in der Industrie trotz der zuletzt gesunkenen Auftragseingänge sehr günstig. Auch die kurzfristigen Produktions-erwartungen sind laut ifo Institut nicht weiter gefallen, sondern wieder etwas gestiegen, und die Exporte dürften sich von ihrem Rücksetzer erholen. Damit könnte insbesondere das Verarbeitende Gewerbe als wichtige konjunkturelle Triebkraft wieder stärker zum Tragen kommen. Da die Auslastung der industriellen Sachanlagen auf hohem Niveau verweilt und die Absatzperspektiven insgesamt günstig sind, werden die Unternehmen ihre Investitionen in Ausrüstungen wohl erneut ausweiten. Gestützt auf die gute Arbeitsmarktentwicklung und zunehmende Lohnsteigerungen dürfte auch der private Verbrauch merklich zulegen. Die hohen Zuwachsraten, mit denen die wirtschaftliche Aktivität im vergangenen Jahr wuchs, dürften aber – darauf deutet die weniger zuversichtliche

Stimmung der Unternehmen hin – insgesamt wohl nicht erreicht werden.

Die deutschen Staatsfinanzen entwickeln sich seit einiger Zeit sehr erfreulich, und auch im laufenden Jahr ist mit einem deutlichen Überschuss und einer sinkenden Schuldenquote zu rechnen. Der Gesamtstaat könnte einen ähnlich hohen Überschuss wie im Vorjahr erzielen (2017: +1,3% des BIP). Er profitiert weiterhin vom Konjunkturaufschwung sowie abnehmenden Zinsaufwendungen, sodass der im Übrigen zu erwartende dynamische Ausgabenzuwachs aufgefangen werden dürfte. Die Vorhaben der neuen Bundesregierung werden sich im laufenden Jahr wohl nur begrenzt auf die Staatsfinanzen auswirken. Insgesamt könnte der strukturelle Überschuss weiter über 1% des BIP liegen. Die Schuldenquote dürfte auf ihrem Abwärts-pfad bleiben (Ende 2017: 64,1%).

Staatsfinanzen bleiben im Jahr 2018 günstig: deutlicher Überschuss und rückläufige Schuldenquote

Aus heutiger Sicht werden die Staatshaushalte auch über das laufende Jahr hinaus durch gute konjunkturelle Rahmenbedingungen und Finanzierungskonditionen begünstigt. Gleichzeitig ist eine deutliche fiskalische Lockerung zu erwarten. So hat die neue Bundesregierung Abgabensenkungen und Mehrausgaben angekündigt. Darüber hinaus verzeichnen Länder und Kommunen vielfach spürbare strukturelle Überschüsse, und der Bund hat umfangreiche zusätzliche Zuweisungen in Aussicht gestellt. Es ist davon auszugehen, dass die Spielräume dort genutzt werden, um identifizierte Mehrbedarfe etwa beim Personal oder den Sachinvestitionen zu decken und unter Umständen auch zuvor angehobene Abgaben zu senken. Außerdem besteht Potenzial für die Senkung von Sozialbeiträgen, und diese könnte etwa bei der Bundesagentur für Arbeit auch stärker ausfallen als zunächst vereinbart. Alles in allem ist daher von wieder geringeren gesamtstaatlichen Überschüssen insbesondere in struktureller Betrachtung auszugehen. Obwohl die fiskalische Lockerung auf eine gute konjunkturelle Lage trifft und damit tendenziell prozyklisch wirkt, wäre es nicht empfehlenswert, sinnvolle zusätzliche Ausgaben oder Entlastungen auf der Einnah-

Deutlich expansiver Haushaltskurs ab dem kommenden Jahr zu erwarten

menseite aufzuschieben, soweit eine solide Grundposition damit nicht gefährdet wird. So erscheinen die daraus potenziell resultierenden konjunkturellen Fehlentwicklungen derzeit begrenzt. Allerdings wären konkrete Kapazitätsengpässe zu beachten, um zu vermeiden, dass etwa zusätzliche investive Ausgaben in Preiserhöhungen verpuffen. Insgesamt gibt es aber weiterhin gute Gründe für die Gebietskörperschaften, grundsätzlich keine strukturellen Defizite, sondern eher moderate strukturelle Überschüsse anzustreben.

Beschlüsse zum Bundeshaushalt sehen merkliche Lockerung vor

Die neue Bundesregierung hält in ihren jüngst vorgelegten Planungen am Verzicht auf eine Nettoneuverschuldung fest. Damit wären gleichwohl eine spürbare Lockerung und strukturelle Defizite verbunden, weil konjunkturelle Mehreinnahmen sowie die aktuell umfangreiche Flüchtlingsrücklage zur Finanzierung der vereinbarten neuen Maßnahmen genutzt werden sollen. Im weiteren Verlauf soll das strukturelle Defizit wieder zurückgehen, wobei aber ein recht optimistisches Potenzialwachstum angesetzt wurde. Dabei scheinen die konkreten Haushaltsansätze zunächst vorsichtig. Alles in allem könnten neben den prioritären Vorhaben aus dem Koalitionsvertrag weitere Maßnahmen wie ein Ausgleich für die kalte Progression bei der Einkommensbesteuerung oder höhere EU-Beiträge ab dem Jahr 2021 bereits abgedeckt sein. Mit Blick auf die zuletzt prognostizierten Steuer Mehreinnahmen ist zu beachten, dass Mehrbedarfe insbesondere im Verteidigungsressort sowie für Entwicklungshilfe geltend gemacht werden. Insgesamt scheinen die mittelfristigen Haushaltsperspektiven daher trotz sehr günstiger Umstände nicht entspannt.

Mischfinanzierung verwischt Verantwortlichkeiten

Die Bundesplanungen umfassen auch eine verstärkte Beteiligung an Aufgaben, die grundsätzlich auf der Ebene der Länder und Gemeinden angesiedelt sind. Dort sind angesichts der beinahe bundesweiten deutlichen Überschüsse

allerdings bereits finanzielle Spielräume für die damit unterstützten Projekte vorhanden. Letztlich erscheint es nicht überzeugend, den Solidaritätszuschlag (teilweise) fortzuführen und gleichzeitig den Ländern und Gemeinden bundesweit zusätzliche Finanzmittel für deren Aufgabenbereiche bereitzustellen. Näherliegend wären eine grundlegendere Einkommensteuerreform mit Abschaffung des Solidaritätszuschlags bei klarer Aufgabenverantwortung von Bund, Ländern und Gemeinden sowie angemessener Aufteilung der Steuereinnahmen. Die Eigenverantwortung der Länder könnte außerdem durch steuerliche Zu- und Abschlagsrechte gestärkt werden. Diese würden nicht zuletzt erlauben, unterschiedlichen regionalen Präferenzen hinsichtlich des Umfangs der staatlichen Aufgaben Rechnung zu tragen.

Eine wesentliche Herausforderung für die Finanzpolitik liegt darin, trotz der derzeit erwarteten guten mittelfristigen Rahmenbedingungen die längerfristigen demografischen Belastungen nicht aus dem Blick zu verlieren. Dies gilt nicht zuletzt für die gesetzliche Rentenversicherung, für die eine grundlegende Reform ab dem Jahr 2025 angestrebt wird. Neben dem Versorgungsniveau und den Beitragssätzen sollten dabei außerdem die zusätzlichen steuerlichen Lasten durch etwaige höhere Bundeszuschüsse sowie das gesetzliche Renteneintrittsalter mitberücksichtigt werden. So könnte durch fortgesetzte Anhebung des gesetzlichen Rentenalters mit der Lebenserwartung vermieden werden, dass unveränderten Erwerbszeiten immer mehr Rentenjahre gegenüberstehen und dies den Finanzierungsdruck verstärkt. Im Hinblick auf die Bundeszuschüsse gilt es zu beachten, dass sie bereits ohne die gegenwärtig diskutierten Leistungsausweitungen deutlich stärker steigen als die Beitragseinnahmen der Rentenversicherung und einen immer größeren Anteil an den Steuereinnahmen des Bundes beanspruchen werden.

Bei Rentenreformen solide Rentenfinanzen über ausgewogene Lastenverteilung sichern