

Überblick

Deutsche Wirtschaft im Frühjahr wieder stärker gewachsen

Globale Konjunktur im zweiten Jahresviertel wieder schwungvoller

Nach einer leichten Wachstumsabschwächung in den letzten Quartalen zeigte sich die globale Konjunktur im Frühjahr 2018 wieder lebhafter. Insbesondere in den Fortgeschrittenen Volkswirtschaften festigte sich der Aufschwung. In den USA legte das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) so kräftig zu wie zuletzt vor knapp vier Jahren. Die japanische Wirtschaft kehrte nach einem Dämpfer im ersten Vierteljahr auf den zuvor eingeschlagenen Wachstumspfad zurück, und im Vereinigten Königreich erhöhte sich das Expansionstempo merklich. Im Euroraum nahm derweil die Wirtschaftsleistung unverändert mit moderatem Tempo zu. Weitgehend stabil blieb zudem das im internationalen Vergleich hohe Wachstum Chinas.

Weitere Verschärfung handelspolitischer Konflikte noch ohne größeren Einfluss

Trotz laufender Bemühungen um Verhandlungslösungen verschärfen sich einige handelspolitische Konflikte. Diese Entwicklung dürfte aber nicht maßgeblich dafür gewesen sein, dass sich die grundsätzlich nach wie vor gute Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe seit dem Jahreswechsel eintrübte. So fielen Umfrageergebnisse zuletzt vor allem in Volkswirtschaften ungünstiger aus, die im Jahr 2017 von einer besonders lebhaften Industriekonjunktur profitiert hatten. In denjenigen Ländern, die am stärksten von handelsbeschränkenden Maßnahmen betroffen sein dürften, veränderten sich die entsprechenden Einkaufsmanagerindizes hingegen kaum. Eine Eskalation der Streitigkeiten könnte gleichwohl den globalen Wirtschaftsaufschwung erheblich belasten.

Unterschiede in Konjunktur und geldpolitischer Ausrichtung beeinflussen Finanzmärkte

Die internationalen Finanzmärkte spiegelten im Frühjahr und in den ersten Sommermonaten das insgesamt robuste Wirtschaftswachstum wider, das in den einzelnen Währungsräumen aber unterschiedlich ausgeprägt war. Dies zeigte sich auch in den jeweiligen geldpolitischen Ent-

scheidungen und Erwartungen über die künftige geldpolitische Ausrichtung. So setzte die Federal Reserve ihre schrittweise Anhebung des geldpolitischen Zinses fort. Nachdem Ende März nur ein Zinsschritt für das zweite Halbjahr 2018 erwartet worden war, galten, vor dem Hintergrund des soliden Wirtschaftsausblicks, zum Ende des Berichtszeitraums zwei Zinsschritte im weiteren Jahresverlauf als wahrscheinlichstes Szenario. Im Euroraum hingegen wurde zuletzt erst für die zweite Jahreshälfte 2019 mit einer ersten Leitzinserhöhung gerechnet. Hierzu trug maßgeblich die als akkommodierend wahrgenommene Kommunikation des EZB-Rats von Mitte Juni bei. Die Ungewissheit darüber, wie sich die Handelskonflikte zwischen den großen Wirtschaftsräumen entwickeln würden, Unsicherheiten über den Kurs der neuen italienischen Regierung sowie die drastische Abwertung der türkischen Lira führten zeitweilig zu „Safe Haven“-Flüssen. Die (implizite) Volatilität an den Finanzmärkten erhöhte sich jeweils punktuell und blieb insgesamt gesehen in der Nähe ihres langfristigen Mittelwerts. Im Ergebnis sanken die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen, während die Zinsen von laufzeitgleichen US-Staatspapieren anstiegen. Der Renditeabstand war zeitweilig so groß wie seit Ende der 1980er Jahre nicht mehr. Die BIP-gewichtete Rendite für den Euroraum ohne Deutschland zog – vor allem wegen des Zinsanstiegs italienischer Staatsschuldverschreibungen – ebenfalls an. Auch die Anleiherenditen von Unternehmen im Euroraum erhöhten sich leicht. Die Aktienmärkte vollzogen die positive konjunkturelle Entwicklung weitgehend nach, im Euroraum dämpften aber die genannten politischen Unsicherheiten die Kursdynamik. Der Euro gab im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen von 19 wichtigen Handelspartnern per saldo etwas nach. Deutliche Kursverluste gegenüber dem US-Dollar wurden durch Kursgewinne gegenüber anderen Währungen teilweise ausgeglichen.

*Geldpolitik:
EZB-Rat trifft
Beschluss zu
Wertpapier-
käufen ...*

Angesichts der erheblichen Fortschritte bei der nachhaltigen Anpassung des Inflationspfades an den mittelfristigen Zielwert kündigte der EZB-Rat auf seiner Juni-Sitzung das voraussichtliche Ende der Nettoankäufe an, die seit März 2015 im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten stattfinden. Sofern neu verfügbare Daten seine derzeitige Einschätzung der mittelfristigen Aussichten bestätigen, geht der EZB-Rat davon aus, den monatlichen Nettoerwerb von Vermögenswerten von aktuell 30 Mrd € nach Ende September 2018 auf 15 Mrd € zu reduzieren und nach Ende Dezember 2018 ganz zu beenden. Die Tilgungsbeträge sollen nach Abschluss der Nettoankäufe für längere Zeit und in jedem Fall solange wie erforderlich bei Fälligkeit wieder angelegt werden. Dies soll günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechterhalten.

*... und stärkt
Orientierung
über künftige
Entwicklung
der Leitzinsen*

Während der EZB-Rat die Leitzinsen selbst unverändert beließ, verstärkte er auf der Juni-Sitzung die Orientierung über ihre zukünftige Entwicklung (Forward Guidance): Er geht davon aus, dass die Leitzinsen mindestens über den Sommer 2019 und in jedem Fall so lange wie erforderlich auf ihrem aktuellen Niveau bleiben werden, um eine fortgesetzte nachhaltige Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2% auf mittlere Sicht sicherzustellen.

*Monetäre
Dynamik im
Euroraum
zunehmend
vom Buchkredit-
wachstum
geprägt*

Das Wachstum des breit gefassten Geldmengenaggregats M3 im Euro-Währungsgebiet knüpfte in den Frühjahrsmonaten, nach zwei deutlich schwächeren Quartalen, wieder an die robuste Entwicklung aus dem Vorjahr an. Dies war insbesondere darauf zurückzuführen, dass die Erholung der Buchkredite an den Privatsektor Fahrt aufnahm: Vor dem Hintergrund des weiterhin soliden Wachstums der Wirtschaft stiegen sowohl die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen als auch die an private Haushalte erneut deutlich. Gestützt wurde die zunehmende Kreditnachfrage durch das Niedrigzinsumfeld und die weiter gelockerten Kreditangebotsbedingungen der Geschäftsbanken. Dagegen hatte die seit Januar wirksame noch-

malige Verringerung der monatlichen Nettoankäufe von Wertpapieren durch das Eurosystem zwar einen dämpfenden, letztlich bislang aber begrenzten Einfluss auf das monetäre Wachstum.

Nach dem moderaten Jahresbeginn expandierte die gesamtwirtschaftliche Aktivität im Frühjahr 2018 recht kräftig. Die Zuwachsrates des realen BIP erhöhte sich der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge saison- und kalenderbereinigt gegenüber dem ersten Quartal 2018 geringfügig auf 0,5%. Auslaufende Sondereffekte wie die ungewöhnlich starke Grippe-welle, die die wirtschaftliche Aktivität in den Wintermonaten gedämpft hatten, wirkten sich wohl nur in begrenztem Umfang aus. Damit hielt die Hochkonjunkturphase in Deutschland an. Allerdings reichte das Wachstumstempo im ersten Halbjahr 2018 nicht an die hohen Steigerungsrates des vergangenen Jahres heran, und die derzeitige konjunkturelle Grunddynamik übersteigt vermutlich nur noch geringfügig die Potenzialrate. Der bereits hohe Auslastungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten nimmt deshalb nur noch langsam zu. Der private Verbrauch – gegenwärtig der konjunkturelle Eckpfeiler – setzte seine Aufwärtsbewegung im Frühjahr fort. Auch der Staatsverbrauch legte wohl deutlich zu, nachdem er im Vorquartal, zum ersten Mal seit vielen Jahren, merklich zurückgegangen war. Darüber hinaus nahmen die Exporte nach dem Rückgang zu Jahresbeginn moderat zu. Gleiches dürfte für die gewerblichen Ausrüstungsinvestitionen gelten.

Die Industriekonjunktur blieb im zweiten Vierteljahr 2018 ohne großen Schwung. Zwar trug das Verarbeitende Gewerbe wohl leicht zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum bei. Aber seine Rolle aus dem Vorjahr als wichtigste konjunkturelle Triebkraft konnte es nicht wiedererlangen. In den unternehmensnahen Dienstleistungsbranchen hielt die Aufwärtsdynamik an. Trotz bestehender Kapazitätsengpässe steigerte das Baugewerbe seine Produktion erneut.

*Deutsche
Wirtschaft
im Frühjahr
wieder stärker
gewachsen*

*Industrie
kraftlos; Dienst-
leistungen und
Bau hingegen
dynamisch*

Verstärkte und breit angelegte Ausweitung der Buchkredite an den inländischen Privatsektor

Auch in Deutschland verstärkte sich die Nachfrage des inländischen Privatsektors nach Buchkrediten. Dies stand im Einklang mit dem soliden Wachstum der deutschen Wirtschaft, dem niedrigen Zinsniveau und der fortgesetzten Lockerung der Kreditvergabebedingungen der Banken. Die größten Nettozuflüsse an Buchkrediten verzeichnete im Berichtsquartal erstmals seit 2012 der Sektor der nichtfinanziellen Unternehmen; die Jahreswachstumsrate dieser Kredite stieg Ende Juni auf 5,9%, den höchsten Wert seit dem Jahr 2008. Auch die Buchkredite an private Haushalte in Deutschland nahmen deutlich zu, vor allem aufgrund der lebhaften Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten. Angesichts des stabilen Konsumklimas festigte sich zudem das Wachstum der Verbraucherkredite.

Sehr günstige Lage und Aussichten am Arbeitsmarkt

Der Arbeitsmarkt in Deutschland präsentierte sich im Frühjahr weiter in einer sehr guten Verfassung, die durch einen hohen Beschäftigungsstand und geringe Arbeitslosigkeit gekennzeichnet ist. Allerdings verbesserte sich die Lage nicht so stark wie in den Vorquartalen: Die Erwerbstätigkeit expandierte zwar spürbar, aber nicht mehr so schwungvoll. Getragen wurde der Anstieg der Erwerbstätigkeit weiterhin durch die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung. Die ausschließlich geringfügige Beschäftigung ging wie zuvor leicht, die Selbständigkeit deutlicher zurück. Die Arbeitslosigkeit verringerte sich im Berichtsquartal ebenfalls nicht mehr so kräftig wie im Winter, jedoch angesichts des erreichten niedrigen Niveaus immer noch recht beachtlich. Auch die Zahl offener Stellen wuchs von dem erreichten, außerordentlich hohen Stand aus im Frühjahr nur noch wenig. Andere, umfragebasierte Frühindikatoren für die Arbeitsmarktentwicklung sanken in den letzten Monaten leicht oder änderten sich kaum. Insgesamt sind die Aussichten für den Arbeitsmarkt weiter gut.

Im Frühjahr steigen Tarifverdienste stärker als zuvor

Die Tarifverdienste zogen im Frühjahrsquartal kräftig an. Hier schlugen sich die jüngsten Lohnabschlüsse der Sozialpartner nieder, die angesichts der guten Konjunktur und des angespannten Arbeitsmarktes höher als in der

letzten Tarifrunde ausgefallen waren. Einschließlich der Nebenvereinbarungen stiegen die Tarifentgelte im Frühjahr 2018 mit 3,2% gegenüber dem Vorjahr deutlich stärker als noch im Winter. Die Effektivverdienste hatten bereits im ersten Vierteljahr 2018 etwas stärker zugelegt als in den Vorperioden. Dies könnte sich im zweiten Quartal fortgesetzt haben. Mit einstimmigem Beschluss schlug die unabhängige Mindestlohnkommission Ende Juni der Bundesregierung vor, den allgemeinen gesetzlichen Mindestlohn von derzeit 8,84 € auf 9,19 € je Stunde anzuheben. In einer zweiten Stufe ab Januar 2020 soll er danach auf 9,35 € je Stunde steigen. Die Bundesregierung kündigte an, diese Empfehlung umzusetzen.

Die Verbraucherpreise (HVPI) stiegen im zweiten Vierteljahr weiter kräftig an. Die Verteuerung um saisonbereinigt 0,6% gegenüber dem Vorquartal war etwa zur Hälfte auf Energie zurückzuführen. Hier spiegelte sich der merkliche Anstieg der Rohölnotierungen auf US-Dollar-Basis wider, dessen Effekt durch die Abwertung des Euro noch verstärkt wurde. Nahrungsmittel verteuerten sich ebenfalls spürbar. Dies lag auch an Preisanhebungen für Tabakwaren, die im HVPI zu den Nahrungsmitteln zählen. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet stiegen die Preise ähnlich moderat wie im Vorquartal. Dienstleistungen verteuerten sich in mehreren Bereichen, einschließlich der Mieten. Die Preise von Industriegütern ohne Energie wurden zwar im Vergleich zum Vorquartal kaum angehoben, zogen aber im Verlauf des Frühjahrs an. Dies dürfte auch damit zusammenhängen, dass die Einfuhrpreise für die entsprechenden Güter infolge der Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar spürbar stiegen. Auch auf der Stufe der gewerblichen Erzeuger legten die Preise weiter graduell zu. Gegenüber dem Vorjahr erhöhte sich die Teuerungsrate gemäß HVPI insgesamt deutlich von 1,3% auf 1,9%. Dabei erreichte sie, aufgrund des kräftigen Anstiegs der Energiepreise, im Mai und Juni Werte über 2%. Ohne Energie und Nahrungsmittel blieb die jährliche Verteuerung im Frühjahr mit 1,2% näherungsweise konstant und über-

Verbraucherpreise im Frühjahr kräftig gestiegen

schritt, im Einklang mit der gesamtwirtschaftlichen Überauslastung, weiterhin ihren längerfristigen Durchschnitt.

*Deutsche
Wirtschaft nach
wie vor auf
Expansionskurs*

Die deutsche Wirtschaft dürfte auch im dritten Quartal auf solidem Wachstumspfad bleiben. Das Expansionstempo könnte jedoch etwas geringer als im Mittel des ersten Halbjahres ausfallen. So ist nicht zu erwarten, dass die Industrie nennenswert zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum beitragen wird: Zwar ist der Bestand an noch nicht abgearbeiteten Aufträgen weiterhin außerordentlich hoch, und die kurzfristigen Produktionserwartungen im Verarbeitenden Gewerbe stabilisierten sich auf erhöhtem Niveau. Aber der industrielle Auftragseingang ging auch im Berichtsquartal zurück. Belastend kommt hinzu, dass Schwierigkeiten bei der Umstellung auf einen neuen Abgasmesszyklus die Kfz-Produktion in den Sommermonaten vermutlich spürbar beeinträchtigen. Der private Verbrauch hingegen dürfte von der ausgezeichneten Arbeitsmarktlage sowie den gegenwärtig kräftigen Lohnsteigerungen profitieren und damit seine Rolle als wichtige Wachstumsstütze für die deutsche Wirtschaft behalten.

*Günstige
Entwicklung der
Staatsfinanzen
im laufenden
Jahr*

Die deutschen Staatsfinanzen entwickeln sich nach wie vor günstig. Der gesamtstaatliche Überschuss dürfte im laufenden Jahr weiter steigen. Die Schuldenquote bleibt auf ihrem Abwärtstrend und sollte Ende des Jahres in der Nähe der 60%-Grenze liegen. Die Staatshaushalte profitieren von der günstigen Konjunktur. Zudem sinken die temporären Lasten, weil die im Jahr 2017 angefallene Kernbrennstoffsteuer-Rückzahlung entfällt. Außerdem wachsen die Einnahmen auch unabhängig vom Konjunkturaufschwung dynamisch. Dies wird durch die strukturell gute Arbeitsmarktentwicklung unterstützt, die auch das Ausgabenwachstum dämpft. Sinkenden Zinsausgaben stehen deutliche Ausgabenzuwächse in verschiedenen anderen Bereichen gegenüber.

In der mittleren Frist bleiben die Rahmenbedingungen für die Staatsfinanzen zwar aus heutiger Sicht positiv. Dennoch dürfte der Über-

schuss sinken, da der Haushaltskurs deutlich gelockert werden soll. Entsprechende Maßnahmen wurden im Koalitionsvertrag auf Bundesebene vereinbart und werden derzeit sukzessive konkretisiert. Auch Länder und Gemeinden dürften ihre finanziellen Spielräume stärker ausschöpfen.

Die aktuell und wohl auch in den kommenden Jahren gute Lage sollte nicht den Blick auf die langfristigen Herausforderungen verstellen. Hierzu zählt die demografische Entwicklung. Insofern ist zu begrüßen, dass die Schuldenquote zügig zurückgeführt und so in den Haushalten vorgesorgt wird. Diese sind damit auch weniger anfällig für steigende Zinsen. Die geplante Rentenpolitik wird den Druck, der aus der Demografie herrührt, allerdings noch erhöhen. Die zusätzlich geplanten Lasten für die Rentenversicherung sollen zunächst weit überwiegend aus Beiträgen finanziert werden. Der Bundeshaushalt wird erst im Jahr 2025 stärker belastet. Naheliegender wäre dagegen, die neuen versicherungsfremden Leistungen über Bundeszuschüsse zu finanzieren, das heißt aus allgemeinen Steuermitteln. Dann wären im Übrigen auch die geplanten Haltelinien für den Beitragssatz und das Versorgungsniveau bis 2025 weitgehend entbehrlich. Ohne die Zusatzlasten wären sie gemäß den vorgelegten Berechnungen nur für das Versorgungsniveau im Jahr 2025 bindend geworden.

Die Perspektiven der Rentenversicherung nach dem Jahr 2025 sind derzeit ungeklärt. Ab dann wird die demografische Entwicklung verstärkt belasten, und eine grundlegende Rentenreform wurde angekündigt. Eine zügige Verständigung gäbe allen Beteiligten erheblich mehr Planungssicherheit. Dabei sollten in langfristigen Vorausberechnungen die erwarteten Entwicklungen und die Lastenverteilung transparent dargelegt werden. Die aktuell gute Wirtschafts- und Finanzlage sollte nicht dazu verleiten, den Anpassungsbedarf einseitig auf den Bundeshaushalt zu verlagern. Mit Blick auf die künftige Steuerbelastung sollten auch die steuerlichen Standortbedingungen nicht außer Acht gelas-

*In kommenden
Jahren sinkender
Überschuss
infolge
fiskalischer
Lockerung*

*Rentenfinanzen
solide aufstellen
und ...*

*... Planungs-
sicherheit
erhöhen*

sen werden. Eine Erhöhung des gesetzlichen Rentenalters über 67 Jahre hinaus könnte einen Beitrag zur Stabilisierung der Rentenfinanzen leisten. Da zugleich der Rückgang der Erwerbstätigenzahl gedämpft würde, könnten auch das Potenzialwachstum und die Basis der Steuereinnahmen gestützt werden. In anderen Ländern wurde das gesetzliche Rentenalter beispielsweise an die Lebenserwartung gekoppelt.

*Bund schöpft
Spielräume
zunehmend aus*

Für den Bundeshaushalt wurde Anfang Juli die Finanzplanung ab dem Jahr 2019 beschlossen. Die Bundesregierung hält an der Schwarzen Null fest, verzichtet also weiter auf eine Nettokreditaufnahme. Zwischenzeitlich plant sie aber mit erheblichen strukturellen Defiziten. Die Schuldenbremse wird hier nur eingehalten, weil auf die Rücklage zurückgegriffen werden soll. Zwar erscheint die Planung für das laufende und das kommende Jahr insgesamt gesehen vorsichtig. Bis 2022 dürften die Spielräume dann aber zunehmend ausgeschöpft werden. Dabei soll der Solidaritätszuschlag teilweise fortgeführt werden, was rechtlich umstritten ist. Unter ande-

rem könnte eine Annäherung an internationale Vereinbarungen hinsichtlich Verteidigungsausgaben oder Entwicklungshilfe Mehrbedarf bedeuten.

Die Planungen des Bundes sind schwer zu analysieren. Sie werden immer komplexer, da Rücklagen und Extrahaushalte umfangreich genutzt werden. Auch fehlen relevante Angaben hinsichtlich der Schuldenbremse, die bei der Haushaltsplanung von zentraler Bedeutung sein sollte. So lässt sich die strukturelle Nettokreditaufnahme ab 2020 nicht ablesen, weil Ansätze für die Extrahaushalte fehlen. Außerdem sind Risiken nicht ohne Weiteres zu bewerten, weil die hohen Globalpositionen als mögliche Puffer nicht eingehend erläutert sind. Die zunächst geplanten umfangreichen Rücklagenentnahmen verdecken die zugrunde liegende strukturelle Finanzlage. Wünschenswert wäre, die Transparenz der Planungen zu erhöhen, indem zeitnah umfassende Informationen vorgelegt werden.

*Planungen nicht
transparent*