

Überblick

Deutsche Konjunktur mit verhaltenem Grundtempo

Weltwirtschaft im Herbst lediglich moderat gewachsen

Das Wachstum der Weltwirtschaft reichte voraussichtlich auch im Schlussquartal 2018 nicht an das Tempo des ersten Halbjahres heran. Dies gilt sowohl für die Fortgeschrittenen Volkswirtschaften als auch für die Schwellenländer – bei allerdings recht ausgeprägten Unterschieden zwischen einzelnen Ländern. Während sich die zuvor kräftige gesamtwirtschaftliche Expansion in den USA im Herbst wohl lediglich leicht abschwächte, stieg das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Euroraum erneut nur verhalten an. In China setzte sich die graduelle Wachstumsverlangsamung fort. Insgesamt scheint die Weltwirtschaft nach einer Phase verstärkten Wachstums von Ende 2016 bis Mitte 2018 nun wieder einem moderateren Expansionspfad zu folgen.

IWF verringert Projektionen für globales Wachstum nur geringfügig; Abwärtsrisiken dominieren

Vor dem Hintergrund dieses konjunkturellen Tempoverlustes setzte der Internationale Währungsfonds (IWF) im Januar-Update des World Economic Outlook seine globale Wachstumsprognose etwas herab. Ungünstiger als noch im Oktober schätzte er nun die kurzfristigen Aussichten für den Euroraum ein. Aufgrund des deutlich niedrigeren Ölpreises nahm er zudem die Wachstumsprognosen für Rohöl exportierende Länder leicht zurück. Die Perspektiven für die meisten der übrigen Volkswirtschaften hätten sich dagegen nicht wesentlich geändert. Der IWF rechnet insgesamt für das laufende und kommende Jahr daher lediglich mit einer geringfügig langsameren Expansion der Weltwirtschaft als im Jahr 2018. Allerdings sieht er für diesen Ausblick überwiegend Abwärtsrisiken. Zudem deutet die zuletzt fortgesetzte Eintrübung der globalen Stimmungs- und Frühindikatoren darauf hin, dass seine jüngste Projektion das weltwirtschaftliche Momentum überschätzen könnte.

Mögliche Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft standen auch im Zentrum der Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten. In der Folge gingen die Märkte zunehmend davon aus, dass die Geldpolitik in den großen Währungsräumen nun lockerer als zuvor erwartet ausfallen werde. Das galt vor allem für die USA, wo weitere Leitzinserhöhungen durch die Federal Reserve kaum noch angenommen werden. Für den Euroraum verschoben sich – nach der Einstellung der Nettokäufe im Rahmen des Ankaufprogramms für Vermögenswerte (expanded Asset Purchase Programme: APP) zum Jahresende 2018 – die Erwartungen für eine erste Zinsanhebung weiter in die Zukunft. Zudem senkten die Finanzanalysten ihre Erwartungen über künftige Unternehmensgewinne beiderseits des Atlantiks stärker als die Wachstumsaussichten. An den Aktienmärkten, die besonders sensibel auf Erwartungsänderungen und geänderte Risikoeinschätzungen reagieren, wurden seit Ende September per saldo deutliche Kursverluste verzeichnet, wenngleich sich die Notierungen im neuen Jahr leicht erholten. Wie häufig in Phasen erhöhter Unsicherheit stieg dagegen die Nachfrage nach sicheren Staatsanleihen, und die Renditen dieser Papiere sanken im Ergebnis weltweit. Das Geschehen an den Devisenmärkten wurde von den geschilderten Entwicklungen bemerkenswert wenig beeinflusst. So fiel die Volatilität der Wechselkurse zwischen den wichtigen Währungen weiterhin relativ gering aus. Dabei bewegte sich etwa der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar seit Mitte Oktober 2018 überwiegend in einem vergleichsweise engen Band. Insgesamt gesehen gab der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen von 19 wichtigen Handelspartnern verglichen mit Ende September 2018 per saldo etwas nach.

Konjunkturelle Abwärtsrisiken prägen Finanzmarktentwicklung

Auf seiner Dezember-Sitzung beschloss der EZB-Rat erwartungsgemäß, die Nettokäufe im Rahmen des APP nach Dezember 2018 zu beenden. Gleichzeitig erweiterte der EZB-Rat seine

Geldpolitik: Ende der Netto-Wertpapierkäufe im Rahmen des APP

Orientierung über die zukünftige Entwicklung der Reinvestitionen (Forward Guidance): Gemäß der neuen Formulierung beabsichtigt der Rat, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginnt, und in jedem Fall solange wie erforderlich bei Fälligkeit vollumfänglich wieder anzulegen, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

Monetäre Grunddynamik im Euroraum weiterhin vom Buchkreditwachstum geprägt

Das breit gefasste Geldmengenaggregat M3 im Euro-Währungsgebiet wuchs im vierten Quartal 2018 erneut robust, obwohl das Eurosystem den Umfang seiner monatlichen Netto-Wertpapierankäufe weiter reduzierte. Haupttreiber der monetären Dynamik waren vonseiten der Gegenposten abermals die Buchkredite an den inländischen Privatsektor. Dessen Kreditnachfrage wurde durch die weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen, die hohe Kapazitätsauslastung und die gute Arbeitsmarktlage im Euroraum gestützt. Da sich aber die konjunkturelle Dynamik und die Stimmung in der Wirtschaft spürbar eintrübten, beschleunigten sich die Zuflüsse bei den Buchkrediten an nichtfinanzielle Unternehmen 2018 nicht weiter. Dagegen setzte sich der Aufwärtstrend beim Wachstum der Buchkredite an private Haushalte bis ins Berichtsquartal fort. Die in der Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey) befragten Bankmanager gaben an, ihre Angebotspolitik im Kreditgeschäft mit dem Privatsektor im vierten Quartal 2018 per saldo kaum verändert zu haben.

Deutsche Wirtschaft stagnierte im Schlussquartal 2018

Die Konjunktur in Deutschland blieb bis Jahresende weiter kraftlos. Der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge verharrte das reale BIP im letzten Jahresviertel saison- und kalenderbereinigt auf dem Stand des Vorquartals, in dem es vor allem wegen eines Sondereffekts in der Automobilbranche um 0,2% abgenommen hatte. Der entsprechende Vorjahresstand wurde in kalenderbereinigter Betrachtung um 0,6% übertroffen. Dass die

konjunkturelle Dynamik nach dem Dämpfer im Sommer nicht an Schwung gewann, lag maßgeblich an der anhaltenden Schwäche in der Industrie. So zog sich die Überwindung der Produktionsausfälle in der Kfz-Branche, die mit dem neuen EU-weiten Abgasmessverfahren zusammenhing, deutlich länger hin als anfänglich angenommen. Zudem wurde in anderen Industriebranchen die Produktion zurückgefahren. Aber auch vom Baugewerbe, in dem nahe an der Kapazitätsgrenze gearbeitet wird, gingen wohl keine zusätzlichen Impulse aus. Demgegenüber dürfte der Dienstleistungssektor die Wirtschaftsleistung im Jahresschlussquartal gestützt haben. Der Auslastungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten ging nochmals zurück, er dürfte aber weiterhin sein längerfristiges Mittel deutlich übersteigen.

Die Warenexporte konnten im Herbst zwar den Rückgang aus dem Vorquartal ausgleichen, entfalteten darüber hinaus aber keine zusätzliche Dynamik. Dies dürfte in Verbindung mit den eingetrübten Erwartungen der Unternehmen die gewerblichen Investitionen belastet haben, die wohl allenfalls leicht expandierten. Auch der private Verbrauch blieb trotz des soliden Beschäftigungsanstiegs und der stärker steigenden Verdienste ohne großen Schwung; möglicherweise dämpfte der kräftige Preisanstieg insbesondere von Energieprodukten die Kauflust der Verbraucher. Die Konsumausgaben des Staates dürften hingegen erneut merklich ausgeweitet worden sein. Negative Impulse kamen wohl von den Vorratsinvestitionen, nachdem die Lager um die Jahresmitte kräftig aufgestockt worden waren.

Nur schwache Nachfrageimpulse

Die Buchkreditvergabe deutscher Banken an den inländischen Privatsektor verlor in der zweiten Jahreshälfte 2018 erkennbar an Schwung. Dies war vor allem auf das nachlassende Wachstumstempo der Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen zurückzuführen, das die verringerte konjunkturelle Dynamik widerspiegelte. Die Buchkredite an private Haushalte verzeichneten im Berichtsquartal dagegen ähnlich hohe Zuflüsse wie in den Vorquartalen. Dahin-

Buchkreditvergabe deutscher Banken an inländischen Privatsektor weniger schwungvoll

ter stand abermals die lebhaftere Nachfrage nach Wohnungsbau- und Konsumentenkrediten, die durch die weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen, das anhaltend robuste Verbrauchervertrauen und die guten Aussichten für den Wohnungsmarkt gefördert wurde.

*Arbeitsmarkt
in sehr guter
Verfassung*

Der Arbeitsmarkt zeigte sich auch zum Jahresende 2018 trotz der schwächeren konjunkturellen Dynamik in sehr guter Verfassung. Kennzeichnend waren im Herbst ein solider Beschäftigungsanstieg sowie eine leicht fallende Unterbeschäftigung. Die Erwerbstätigkeit erhöhte sich in erster Linie dank der anhaltend kräftigen Ausweitung neuer sozialversicherungspflichtiger Stellen. Die Arbeitslosigkeit verringerte sich im Berichtsquartal weiter spürbar. Das Angebot offener Stellen nahm zwar nicht noch einmal zu, ist allerdings nach wie vor sehr hoch. Die gedämpfte Stimmung in einigen Sektoren schlug sich bis zu einem gewissen Grad in den Frühindikatoren nieder, gleichwohl bei einer insgesamt weiter expansiven Arbeitsnachfrage.

*Tarifverdienste
steigen weiter-
hin deutlich*

Die Tarifverdienste blieben zum Jahresende 2018 deutlich aufwärtsgerichtet. In sektoraler Betrachtung übertrafen die Zuwächse im Produzierenden Gewerbe einschließlich Bau diejenigen des Dienstleistungsbereichs erheblich. Der Anstieg der Effektivverdienste in der Gesamtwirtschaft dürfte im vierten Quartal wie bereits in den drei Vorperioden ebenfalls bemerkenswert kräftig gewesen sein.

*Verbraucher-
preise im Herbst
2018 wiederum
kräftig gestiegen*

Im Schlussquartal 2018 setzten die Verbraucherpreise (HVPI) ihren spürbaren Anstieg aus dem Vorquartal fort und zogen saisonbereinigt um 0,6% an. Energie verteuerte sich trotz des merklichen Rückgangs der Rohölnotierungen noch kräftig. Dabei dürften gestiegene Transportkosten aufgrund des Niedrigwassers am Rhein und an anderen Flüssen eine wichtige Rolle gespielt haben. Im Gegensatz dazu kam der zuvor ebenfalls deutliche Preisanstieg bei Nahrungsmitteln überwiegend zum Stillstand. Bei den übrigen Waren verstärkte sich die kräftige Preisdynamik vom Sommer weiter. Vor allem die Preise für Bekleidung und Schuhe

wurden deutlich heraufgesetzt. Die Preise für Dienstleistungen schließlich stiegen nach wie vor moderat. Gegenüber dem Vorjahr erhöhte sich der HVPI im Quartalsmittel mit 2,1% ebenso stark wie im Sommer, gab aber im Dezember auf 1,7% nach, weil dann die niedrigeren Rohölnotierungen zu einem Teil an die Verbraucher weitergegeben wurden. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet zog die Rate im Durchschnitt des Jahresschlussquartals von 1,1% auf 1,3% an.

Die konjunkturelle Grundtendenz bleibt voraussichtlich auch nach der Jahreswende verhalten. So signalisiert der abseits der Kfz-Branche rückläufige Auftragseingang im Verarbeitenden Gewerbe, dass die Industriekonjunktur während der Wintermonate kaum wieder an Schwung gewinnen wird. In diese Richtung zeigen auch die stark eingetrübten Geschäftserwartungen in wichtigen Wirtschaftszweigen gemäß Umfragen des ifo Instituts und des Deutschen Industrie- und Handelskammertags (DIHK). Dies dürfte die Investitionsneigung hemmen. Dies spricht zwar dafür, dass das konjunkturelle Grundtempo zumindest im ersten Halbjahr verhalten bleiben dürfte. Es gibt aber auch keine Anzeichen dafür, dass die Verlangsamung in einen Abschwung übergeht. Zum einen lösen sich einige der belastenden Sonderfaktoren aus dem Sommer des letzten Jahres auf; so deutet sich mit Blick auf die Automobilindustrie nach dem Einbruch im Sommer zumindest eine allmähliche Normalisierung der Kfz-Fertigung und -Exporte an. Zum anderen sprechen die weiterhin sehr gute Arbeitsmarktlage und die kräftige Lohnentwicklung dafür, dass der private Verbrauch wieder anzieht und so im Gegensatz zur zweiten Jahreshälfte 2018 ein Gegengewicht gegen die dämpfenden Einflüsse bildet. Hinzu kommt der stützende Effekt fiskalischer Maßnahmen, die Anfang 2019 in Kraft traten.

Die deutschen Staatsfinanzen verbesserten sich im vergangenen Jahr deutlich. Nach ersten Angaben stieg der Überschuss des Gesamtstaates auf 1,7% des BIP. Vor allem die dynamisch wachsenden Steuer- und Sozialbeitragsinnah-

*Konjunkturelle
Grundtendenz
bleibt zunächst
verhalten*

*Staatsfinanzen
verbesserten
sich 2018
deutlich*

men trugen hierzu bei. Zudem fielen die Zinsausgaben weiter. Die Schuldenquote sank zum Ende des dritten Quartals 2018 auf 61,0%.

Im laufenden Jahr sinkender Überschuss bei gelockerter Finanzpolitik

Auch im laufenden Jahr dürften die Staatsfinanzen von fallenden Zinslasten profitieren. Die Bundesregierung erwartet eine zwar abgeschwächte, aber immer noch positive Konjunkturlage. Spürbar belastet wird der Haushalt dagegen durch die gelockerte Finanzpolitik. Diese macht sich vor allem auf der Ausgabenseite bemerkbar. So soll etwa für Renten, innere und äußere Sicherheit sowie Bildung und Infrastruktur deutlich mehr ausgegeben werden. Auf der Einnahmenseite stehen Steuersenkungen teils progressionsbedingte Mehreinnahmen gegenüber. Insgesamt ist mit einem sinkenden Überschuss zu rechnen.

In mittlerer Frist fortgesetzte Lockerung und wohl noch Sicherheitspuffer für unerwartet ungünstige Entwicklungen

Für die Folgezeit zeichnen sich ein weiterhin lockerer Haushaltskurs und sinkende Überschüsse ab. Gleichwohl scheinen aus derzeitiger Sicht strukturelle Überschüsse auch in der mittleren Frist wahrscheinlich. Die Schuldenquote sollte deutlich unter 60% sinken. Damit werden die gesamtstaatlichen Haushaltsregeln noch mit Sicherheitsabstand eingehalten. Im Sinne der Regeln dürfen konjunkturelle Belastungen generell auf die Budgets durchschlagen. Ein flacherer Wachstumspfad führt aber häufig zu einer Neueinschätzung der strukturellen Haushaltssituation und macht dann Korrekturen nötig. Die Puffer aus guten Zeiten senken insofern die Gefahr, dass im nächsten Abschwung zyklisch konsolidiert werden muss.

Der Bundeshaushalt schloss das Jahr 2018 ebenfalls mit einem hohen Überschuss ab. Die Flüchtlingsrücklage wurde weiter aufgestockt und die Schuldenbremse mit Abstand eingehalten. Dabei lag das Ergebnis erneut deutlich über dem Plan, der noch vorsah, eine Nettokreditaufnahme durch eine Entnahme aus der Rücklage zu vermeiden.

Bundeshaushalt: Nach besserem Abschluss 2018 ...

Auch der Haushaltsplan 2019 kommt ohne Nettokreditaufnahme aus. Die gegenüber den Planungen etwas zurückgenommene Wachstumsprognose belastet das Budget zwar. Weit überwiegen dürfte aus heutiger Sicht aber die bessere Ausgangsbasis. Im Ergebnis scheint daher wiederum ein Haushaltsausgleich ohne die veranschlagte Rücklagenentnahme erreichbar.

... scheint trotz verlangsamten Wachstums auch günstigeres Ergebnis 2019 möglich

Im März 2019 wird die Bundesregierung die Eckwerte für den Bundeshaushalt 2020 und den Finanzplan bis 2023 beschließen. Im Blickfeld steht hier aktuell ebenfalls ein geringeres Einnahmenwachstum infolge eingetrübter wirtschaftlicher Aussichten. Allerdings dürfte die Regierung die Zusatzmittel in der Flüchtlingsrücklage verplanen, und die günstige Ausgangslage wirkt fort. Insofern bestehen auch beim Bund mittelfristig weiterhin Spielräume. Mit der vorgesehenen Kurslockerung dürfte sich seine Finanzlage aber sukzessive verschlechtern. Längerfristig kommen nicht zuletzt steigende Lasten durch die demografiebedingt wachsenden Bundeszuschüsse an die gesetzliche Rentenversicherung hinzu.

Eckwertebeschluss voraussichtlich mit weiterer Lockerung