

Überblick

Konjunkturflaute durch anhaltende Schwäche der Industrie

Globales Wirtschaftswachstum etwas verlangsamt

Die Weltwirtschaft expandierte im Frühjahr 2019 wohl mit einem leicht geringeren Tempo als im Vorquartal. Insbesondere in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften schwächte sich die Aufwärtsbewegung merklich ab. Ausschlaggebend war, dass Sondereinflüsse entfielen, die im Winter das Wirtschaftswachstum gestützt hatten. So kehrte die Wirtschaft im Euroraum nach dem kräftigen Jahresauftakt auf den zuvor eingeschlagenen flachen Wachstumspfad zurück. Auch in den USA verlangsamte sich die wirtschaftliche Expansion, obwohl die inländische Endnachfrage deutlich an Schwung gewann. Im Vereinigten Königreich sank das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) sogar. Die im internationalen Vergleich hohe Wachstumsrate der chinesischen Wirtschaft verringerte sich leicht.

Welthandel und globale Industrie nach wie vor kraftlos

Die ausgeprägte Schwäche des Welthandels hielt in den vergangenen Monaten an. Ein häufig genannter Grund sind die Handelsauseinandersetzungen zwischen den USA und China. Tatsächlich verringerten sich die bilateralen Handelsströme erheblich. Wohl noch bedeutender war jedoch die schleppende Industrie- und Investitionskonjunktur auch in den Ländern, die von dem Konflikt nicht unmittelbar betroffen sind. Trotz der anhaltenden Flaute der Industrie blieb die Geschäftsaktivität im Dienstleistungssektor Umfrageergebnissen zufolge vergleichsweise robust. Dies stützt das Beschäftigungswachstum und damit den privaten Konsum als wesentlichen konjunkturellen Tragpfeiler. Damit das globale Wachstumstempo nachhaltig zunimmt, bedarf es jedoch einer Erholung der Industriekonjunktur.

Das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten wurde im Frühjahr und Sommer 2019 maßgeblich von der Geldpolitik großer Notenbanken sowie zuletzt von dem Wiederaufflam-

men des Handelskonflikts zwischen den Vereinigten Staaten und China bestimmt. Vor allem die als akkommodierend wahrgenommene geldpolitische Kommunikation des Eurosystems und die Leitzinssenkung der amerikanischen Notenbank Ende Juli trugen weltweit zu sinkenden Kapitalmarktzinsen bei. Hinzu kamen Sorgen über eine Abkühlung des Welthandels und der globalen Konjunktur, die in jüngster Zeit eine verstärkte Nachfrage nach Staatsanleihen auslöste. Dabei fielen die Renditen von Bundesanleihen auf historische Tiefstände. Eine breit angelegte „Flucht in sichere Häfen“ gab es allerdings nicht, denn sowohl die Zinsdifferenzen von Staatsanleihen im Euroraum als auch die Renditeaufschläge europäischer Unternehmensanleihen zu Bundesanleihen engten sich ein. An den Aktienmärkten führte der verschärfte Handelsstreit Anfang August zu deutlichen Kurseinbußen. Diese zehrten die zuvor seit Ende März verzeichneten Kursgewinne vielerorts vollständig auf. Zugleich stieg die Unsicherheit über die künftige Aktienmarktentwicklung stark an. Die aus dem Dividendenbarwertmodell der Bundesbank abgeleiteten Indikatoren deuten aktuell weder für den S&P 500 noch für den Euro Stoxx auf ein ungewöhnlich niedriges oder hohes Bewertungsniveau hin. An den Devisenmärkten gab das Pfund Sterling vor dem Hintergrund des Regierungswechsels im Vereinigten Königreich und damit einhergehender wachsender Brexit-Sorgen spürbar nach. Zudem rückte der Renminbi in den Blickpunkt der Marktbeobachter, nachdem der Kurs gegenüber dem US-Dollar zeitweilig auf einen langjährigen Tiefstand gefallen war. Der Euro gewann dagegen im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen von 19 wichtigen Handelspartnern rund 2 % an Wert.

Nach den geldpolitischen Sitzungen im Juni und im Juli passte der EZB-Rat die Orientierung über die künftige Entwicklung der Leitzinsen (Forward Guidance) an. Im Ergebnis geht der EZB-Rat nun davon aus, dass die Leitzinsen mindes-

Lockerung der Geldpolitik und Verschärfung der Handelskonflikte bestimmen Entwicklung an den Finanzmärkten

Geldpolitik: Anpassungen der Forward Guidance zu den Leitzinsen

tens über die erste Hälfte des Jahres 2020 und in jedem Fall so lange wie erforderlich auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden, um eine fortgesetzte nachhaltige Annäherung der Inflationsrate an ein Niveau von unter, aber nahe 2% auf mittlere Sicht sicherzustellen.

*Zinskonditionen
der GLRG III
beschlossen*

Zusätzlich beschloss der EZB-Rat auf seiner Juni-sitzung die Zinskonditionen und weitere Modalitäten der im März angekündigten neuen Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III). Demnach wird der Zinssatz für die einzelnen Geschäfte zunächst auf ein Niveau von 10 Basispunkten über dem durchschnittlichen Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems während der Laufzeit des jeweiligen GLRG festgesetzt und kann bei Überschreiten einer Referenzgröße für die Nettokreditvergabe so niedrig werden wie der durchschnittliche Zinssatz für die Einlagefazilität zuzüglich 10 Basispunkten.

*Robuste
monetäre
Grunddynamik*

Das breit gefasste Geldmengenaggregat M3 erfuhr auch im zweiten Vierteljahr deutliche Zuflüsse und setzte sein robustes Wachstum fort. Wesentliche Wachstumstreiber blieben die Buchkreditvergabe an den inländischen Privatsektor und Mittelzuflüsse aus dem Ausland infolge der weiter zunehmenden Attraktivität inländischer Geldanlagen für gebietsfremde Investoren. Die konjunkturelle Eintrübung im Euroraum dämpfte in den meisten Ländern die Kreditentwicklung bislang nicht. Allerdings wurden laut der aktuellen Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey: BLS) im Berichtsquartal Kreditstandards und -bedingungen im Euroraum insgesamt verschärft.

Deutsche Wirtschaft im Frühjahr 2019 leicht geschrumpft

Die deutsche Wirtschaftsleistung verringerte sich im zweiten Jahresviertel 2019 leicht. Der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge sank das reale BIP gegenüber dem Vorquartal saison- und kalenderbereinigt um 0,1%. Der entsprechende Vorjahresstand wurde kalenderbereinigt um 0,4% übertroffen. In der Grundtendenz war das Wirtschaftswachstum damit in den zurückliegenden vier Quartalen

insgesamt zwar noch leicht positiv, unterschritt aber deutlich die Zunahme des Produktionspotenzials. Für den Rückgang des BIP im Frühjahr spielten mehrere Faktoren eine Rolle. Zum einen verstärkte sich, vor dem Hintergrund gesunkener Nachfrage aus dem Ausland, der Abschwung in der Industrie sogar noch etwas. Hierzu trug bei, dass der zunächst für Ende März angesetzte Brexit-Termin im Vereinigten Königreich umfangreiche Vorratskäufe im Winter zur Folge hatte. Daher fielen im Frühjahr die Ausfuhren dorthin besonders schwach aus. Zum anderen bremsen Sondereffekte, die die Konjunktur im ersten Quartal gestützt hatten, die grundsätzlich noch intakten binnenwirtschaftlichen Auftriebskräfte im Frühjahr spürbar. So fiel die Bauproduktion kräftig, nachdem sie im Winter witterungsbedingt stark gestiegen war. Bei den Autokäufen wiederum war die Nachfrage, die sich aufgrund von Lieferengpässen im vergangenen Jahr aufgestaut hatte, im ersten Jahresviertel weitgehend befriedigt worden und stieg im Berichtsquartal nicht mehr. Dies dämpfte den privaten Konsum.

Der leichte Rückgang der Wirtschaftsleistung im Frühjahr war recht breit über die Branchen verteilt. Lediglich der Einzelhandel und einige sonstige Dienstleistungsbereiche dürften für positive Impulse gesorgt haben. Im Bau- und im Gastgewerbe sanken die Umsätze hingegen. Der Großhandel geriet in den Abwärtssog der Industrie. Auch auf der Nachfrageseite schwächelte die Wirtschaftsaktivität auf breiter Basis. Der private Verbrauch dürfte nur wenig über das Niveau des starken Vorquartals hinausgekommen sein. Die Exporte sanken kräftig. Vor diesem Hintergrund und angesichts der rückläufigen Kapazitätsauslastung sowie der gedämpften Perspektiven im Verarbeitenden Gewerbe hielten sich die Unternehmen bei Investitionen in neue Ausrüstungen und Anlagen vermutlich zurück. Auch die Bauinvestitionen befanden sich im Rückwärtsgang. Lediglich der Staatsverbrauch könnte die Konjunktur nennenswert gestützt haben. Der gesamtwirtschaftliche Auslastungsgrad ist trotz des Rück-

Wirtschaftsaktivität breitflächig schwach

gangs in den letzten Quartalen immer noch überdurchschnittlich.

*Buchkredit-
vergabe deut-
scher Banken
an inländischen
Privatsektor
erneut
schwungvoll*

Obwohl sich die Konjunktur in Deutschland abkühlte, verlief das Kreditgeschäft der Banken mit dem heimischen Nichtbankensektor im Berichtsquartal ausgesprochen dynamisch. Unter den Buchkrediten an den Privatsektor verzeichneten die Ausleihungen an inländische nicht-finanzielle Unternehmen die größten Nettozuflüsse. Aber auch die Ausleihungen an private Haushalte, insbesondere Wohnungsbaukredite, trugen wesentlich zum Wachstum des Kreditgeschäfts der Banken in Deutschland bei. Nach Ansicht der im Rahmen des BLS befragten Bankmanager stieg die Nachfrage in erster Linie deshalb, weil im Firmenkreditgeschäft der Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen zunahm und im Bereich der privaten Baufinanzierung das niedrige allgemeine Zinsniveau genutzt wurde. Die Ergebnisse des BLS deuteten gleichzeitig darauf hin, dass die Kreditvergabepolitik im Bereich des Firmenkundengeschäfts insgesamt leicht restriktiv angepasst und im Bereich der privaten Baufinanzierung etwas gelockert wurde.

*Konjunktur-
schwäche
hinterließ im
Frühjahr Spuren
am Arbeitsmarkt*

Die bereits seit einem Jahr anhaltende konjunkturelle Schwäche hinterließ im Frühjahr nunmehr auch Spuren am deutschen Arbeitsmarkt. So wuchs die Beschäftigung im Berichtszeitraum erheblich langsamer als in den vorangegangenen Vierteljahre. Dies gilt vor allem mit Blick auf die zuvor kräftig gestiegene Zahl sozialversicherungspflichtiger Arbeitnehmer. Außerdem ging die Arbeitslosigkeit nicht mehr weiter zurück. Dies bedeutet zumindest bislang jedoch nicht, dass sich die Lage am Arbeitsmarkt verschlechtert. Sie ist vielmehr nach wie vor ausgesprochen gut. Allerdings besserte sie sich nicht mehr wie zuvor, und die Aussichten für die nächsten Monate trübten sich nochmals ein.

*Tarifverdienste
im Frühjahr
spürbar schwächer
gestiegen*

Die Tarifverdienste stiegen im Frühjahr spürbar weniger stark an als im Winter. Unter Berücksichtigung der Nebenvereinbarungen erhöhten sie sich im zweiten Vierteljahr 2019 um 2,1%

gegenüber dem Vorjahr, nach 2,9 % im Winter. Auch die tariflichen Grundvergütungen wiesen mit einer Vorjahresrate von 2,4 % einen niedrigeren Anstieg als im Winter auf (3,0 %). Dies dürfte jedoch kaum Ausdruck der konjunkturellen Abkühlung sein. Vielmehr beruht der langsamere Zuwachs bei den Tarifverdiensten im Wesentlichen auf zweiten, niedrigeren (oder gar entfallenen) Stufenanhebungen aus alten Tarifverträgen mit langen Laufzeiten. Als sie abgeschlossen worden waren, war die anhaltende konjunkturelle Abkühlung noch nicht absehbar gewesen. Außerdem häuften sich im Frühjahr Nullmonate bei neu abgeschlossenen Tarifabkommen. Die Effektivverdienste dürften im Frühjahr wie schon in den letzten Quartalen etwas stärker als die Tarifverdienste zugelegt haben.

Die Verbraucherpreise zogen im Frühjahr breit gefächert und kräftig an. Der Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) um insgesamt saisonbereinigt 0,9 % gegenüber dem Vorquartal war zu einem Drittel auf Energie zurückzuführen, die sich infolge der zwischenzeitlich höheren Rohölnotierungen deutlich verteuerte. Außerdem stiegen die Preise für Nahrungs- und Genussmittel spürbar an. Maßgeblich hierfür waren vor allem Tabakwaren. Aber auch ohne Energie und Nahrungsmittel war der Preisauftrieb beachtlich, und zwar insbesondere bei den Dienstleistungen. Zum einen verteuerten sich Pauschalreisen sogar stärker, als das späte Osterfest nahegelegt hätte. Zum anderen kam es in einigen Teilbereichen, wie etwa bei der Instandhaltung von Wohnungen oder beim Friseurhandwerk, zu erheblichen Preisanhebungen. Dies dürfte auch auf deutliche Lohnerhöhungen in diesen Bereichen zurückzuführen sein. Industriegüter ohne Energie verteuerten sich, der Entwicklung auf den vorgelagerten Stufen folgend, in gemäßigttem Tempo. Der Vorjahresabstand weitete sich bei den Verbraucherpreisen in der Summe lediglich geringfügig von 1,6 % auf 1,7 % aus, weil auch im Frühjahr 2018 die Preise insgesamt recht kräftig gestiegen waren. Ohne Energie und Nahrungsmittel waren es 1,5%,

*Im Frühjahr breit
gefächert,
kräftiger Anstieg
der Verbraucher-
preise*

nach 1,4%. Im Juli stiegen die Preise weiter um saisonbereinigt 0,1% an. Die Vorjahresrate des HVPI verringerte sich allerdings deutlich von 1,5% auf 1,1%. Ausschlaggebend war hier, dass die zuletzt geringere Verteuerung der Pauschalreisen die Kernrate und den HVPI insgesamt überproportional dämpfte. Dies geht auf den Umgang mit Gewichtsadjustierungen beim deutschen HVPI zurück.

Deutsche Konjunktur auch im Sommer schwunglos

Die deutsche Konjunktur bleibt voraussichtlich auch im Sommer 2019 schwunglos. Die gesamtwirtschaftliche Leistung könnte erneut leicht zurückgehen. Ausschlaggebend dafür ist der weiter anhaltende Abschwung in der Industrie. Nach den gegenwärtig verfügbaren Daten ist zu erwarten, dass die industrielle Erzeugung auch im laufenden Jahresviertel merklich schrumpfen wird. So gingen bei den Unternehmen im Frühjahr deutlich weniger Aufträge ein als im bereits schwachen Vorquartal. Ferner trübten sich die kurzfristigen Produktions- und Exporterwartungen im Verarbeitenden Gewerbe laut ifo Institut zuletzt nochmals ein. Die stärker binnenwirtschaftlich orientierten Sektoren können sich diesem Abwärtssog bislang weitgehend entziehen und stützen die Konjunktur. Der Boom in der deutschen Baubranche setzt sich voraussichtlich fort. Allerdings blickten die Unternehmen in einigen Dienstleistungsbereichen zuletzt weniger zuversichtlich in die Zukunft. Die Einkommensperspektiven der privaten Haushalte sind zwar immer noch günstig. Aber inzwischen sind erste Spuren der Konjunkturflaute auch auf dem Arbeitsmarkt erkennbar. Für die weitere Entwicklung wird entscheidend sein, wie lange sich die gegenwärtige konjunkturelle Zweiteilung noch fortsetzt und in welche Richtung sie sich auflöst. Aus heutiger Perspektive ist offen, ob sich die Exporte und damit die Industrie fangen, ehe die Binnenkonjunktur in stärkerem Maß in Mitleidenschaft gezogen wird.

Lage der Staatsfinanzen bleibt im laufenden Jahr günstig

Nach wie vor günstig ist die Lage der deutschen Staatsfinanzen. Der gesamtstaatliche Überschuss dürfte sich im laufenden Jahr zwar verringern (2018: 1,7% des BIP). Aufgrund der

sehr guten Ausgangslage fällt er aber wohl immer noch deutlich aus. Die Schuldenquote dürfte weiter zurückgehen und im Jahresverlauf erstmals seit dem Jahr 2002 die Obergrenze von 60% wieder einhalten.

Der rückläufige Überschuss ist vor allem auf die gelockerte Fiskalpolitik zurückzuführen. So ist insbesondere ein expansiver Ausgabenkurs angelegt, der die gesamtwirtschaftliche Entwicklung stützt. Die budgetären Folgen der schwächeren Konjunktur sind bisher begrenzt: Mit dem Arbeitsmarkt und dem privaten Verbrauch dürften sich für die Staatsfinanzen besonders wichtige Komponenten im Gesamtjahr vergleichsweise robust entwickeln.

Kurslockerung senkt Überschuss

In den kommenden Jahren soll der Haushaltskurs weiter gelockert werden. Ohne grundlegende Kursänderung und auf Basis der aktuellen gesamtwirtschaftlichen Projektionen bleibt der Staatshaushalt aber wohl mittelfristig im Plus. Damit besteht noch Abstand zur Defizitobergrenze, und die Schuldenquote bleibt auf ihrem Abwärtspfad. Längerfristig geraten die Staatsfinanzen dann zunehmend unter demografischen Druck. Künftige Beschlüsse insbesondere zu den stark betroffenen Bereichen wie der Renten- und Pflegeversicherung sollten dies berücksichtigen.

In kommenden Jahren fortgesetzte Kurslockerung, aber zunächst noch Spielräume

Der Bundeshaushalt entwickelt sich aus heutiger Sicht im laufenden und kommenden Jahr günstiger als geplant, und es scheinen nochmals Überschüsse möglich. Die Flüchtlingsrücklage würde damit nicht wie geplant abgebaut, sondern weiter steigen. Der mittelfristige Finanzplan des Bundes von 2021 bis 2023 wirkt hingegen ambitioniert. Er sieht einen sehr moderaten Ausgabenkurs vor, während etliche zusätzliche Anforderungen im Raum stehen.

Bundeshaushalt zunächst mit Luft, mittelfristig mit zunehmender Anspannung

Hinzu kommt ein erhebliches Ausfallrisiko für die Mittel aus dem Solidaritätszuschlag. Es ist rechtlich umstritten, ob er ganz oder teilweise fortgeführt werden darf. Das Risiko betrifft nicht nur die mittelfristig eingeplanten Einnahmen, sondern es könnten auch Rückzahlungs-

Solidaritätszuschlag schneller abschaffen, bedarfsweise Einkommensteuer überarbeiten

pflichten entstehen. Nicht zuletzt angesichts solcher Rechtsrisiken wird teils gefordert, den Zuschlag ganz abzuschaffen. Angesichts von Haushaltsspielräumen im kommenden Jahr könnte erwogen werden, zeitnäher als bislang geplant mit dem Abbau zu beginnen. Die mittelfristigen Spielräume reichen aber nicht aus, ihn vollständig abzuschaffen. Wenn die Planungen nicht an anderer Stelle angepasst werden sollen, könnte die reguläre Einkommensbesteuerung überarbeitet werden. So könnten Ausnahmetatbestände gestrichen oder der Tarif angepasst werden. Die angestrebte Belastung der verschiedenen Einkommensgruppen könnte dabei transparent gestaltet werden.

Auch die Länder und Gemeinden verzeichnen insgesamt hohe Überschüsse, und die Perspek-

tiven sind aus derzeitiger Sicht günstig. Allerdings liegen mitunter noch Schieflagen vor. Da die Länder den kommunalen Finanzausgleich gestalten und die kommunale Haushaltsaufsicht stellen, sind sie mitverantwortlich für die bei einzelnen Gemeinden aufgelaufenen Altschulden aus Kassenkrediten. Zusammen mit ihren Gemeinden sollten sie die Probleme zügig angehen und neuen Fehlentwicklungen verlässlich vorbeugen. Künftig sollten überjährige Kassenkredite vermieden werden. Wenn Kommunen mit Haushaltsengpässen solche Kredite nur noch beim jeweiligen Land aufnehmen dürften, wäre das Land unmittelbar in der Verantwortung. Würden diese Kredite zudem auf die Schuldenbremse des Landes angerechnet, entstünde ein zusätzlicher Anreiz, bei Fehlentwicklungen frühzeitig und wirksam gegenzusteuern.

Schieflagen auf kommunaler Ebene angehen und künftig verlässlich verhindern