

## Überblick

### Deutsche Wirtschaft mit aufwärtsgerichteter konjunktureller Grunddynamik

*Weltwirtschaft*

Die globale Konjunktur hat sich nach einem verhaltenen Auftakt im Verlauf des vergangenen Jahres gebessert. Im Schlussquartal 2013 dürfte die Weltwirtschaft das zuvor erreichte moderate Expansionstempo annähernd gehalten haben. Dazu hat wohl insbesondere das gute Abschneiden wichtiger Industrieländer beigetragen. So ist das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den USA und Großbritannien im zurückliegenden Herbst ähnlich zügig gewachsen wie bereits im Sommer. Der Euro-Raum hat die gesamtwirtschaftliche Produktion etwas mehr ausgeweitet als im Vorquartal. Die Schwellenländer insgesamt betrachtet konnten in den Monaten vor dem Jahreswechsel offenbar nicht ganz an das Tempo im dritten Quartal anknüpfen. Die Finanzmarkturbulenzen, denen einige Schwellenländer im Sommerhalbjahr ausgesetzt waren, haben jedoch in den betroffenen Volkswirtschaften keine gravierenden realwirtschaftlichen Spuren hinterlassen.

Im laufenden Jahr könnte sich die globale Expansion noch etwas festigen. Dazu dürfte nicht zuletzt beitragen, dass die Finanzpolitik in den Industrieländern weniger dämpfend wirkt als im Vorjahr, während die Geldpolitik trotz der schrittweisen Zurücknahme der Wertpapierkäufe der amerikanischen Zentralbank weiterhin sehr expansiv ausgerichtet bleibt. Die Konjunktursignale aus den Schwellenländern waren am Jahresanfang 2014 gemischt. Während die chinesische Wirtschaft nach wie vor relativ störungsfrei zu expandieren scheint, haben in einigen Ländern die Spannungen an den Finanzmärkten erneut zugenommen. Auf die mitunter erheblichen Kapitalabflüsse und Währungsabwertungen haben dort viele Zentralbanken mit teilweise beträchtlichen Zinsanhebungen reagiert. Auch wenn dadurch das gesamtwirtschaftliche Wachstum der betroffenen

Länder gebremst werden dürfte, ist schon wegen deren geringen globalen Gewichts nicht zu erwarten, dass die Erholung der Weltwirtschaft spürbar beeinträchtigt wird.

Die internationalen Finanzmärkte standen im vierten Quartal 2013 unter dem Einfluss sich aufhellender Konjunkturperspektiven für die USA, die Ende Dezember die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) zu dem Beschluss veranlassten, das Programm der quantitativen Lockerung schrittweise zu reduzieren. Auch die konjunkturelle Erholung im Euro-Raum hat etwas an Schwung gewonnen. Im Zuge dieser Entwicklung zogen die Anleiherenditen in den wichtigsten Volkswirtschaften bis zum Jahresende deutlich an, und die Aktienmärkte verzeichneten weitere Kursanstiege. Überdurchschnittlich gut entwickelten sich Bankenwerte, die vor allem in Europa auch davon profitierten, dass die Anspannungen an den Staatsanleihemärkten der Peripherieländer nachließen.

*Finanzmärkte*

Zu Beginn dieses Jahres kam an den globalen Finanzmärkten zeitweilig erneut Unsicherheit auf. Auslöser waren die oben genannten Entwicklungen in einigen Schwellenländern. Neben binnenwirtschaftlichen makroökonomischen Ungleichgewichten und mancherorts steigenden politischen Spannungen spielte hierbei eine Neubewertung der Ertrags-Risiko-Aussichten im Zusammenhang mit dem „Tapering“ der Fed sicherlich eine wesentliche Rolle. In den Industrieländern führte die steigende Risikoaversion zu nachgebenden Aktienkursen und einer Flucht in liquide Staatsanleihen. Gleichwohl ist das Bewertungsniveau von Aktien auf beiden Seiten des Atlantiks weiterhin vergleichsweise hoch. An den Devisenmärkten gewann im neuen Jahr vor allem der Yen an Wert. Der Euro bewegte sich seit dem Beginn des vierten Quartals 2013 in einer vergleichsweise engen Bandbreite. Im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen 20 wichtiger Handelspartner wertete er per saldo leicht auf.

*Geldpolitik*

Nachdem der EZB-Rat in seiner Sitzung vom 7. November 2013 den Satz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte noch einmal um 25 Basispunkte auf 0,25% gesenkt hatte, ließ er die Leitzinsen in den nachfolgenden Sitzungen unverändert. Die Zinssätze für die Spitzen- und die Hauptrefinanzierungsfazilität liegen daher seitdem bei 0,75% und 0,25%, während der Zinssatz für die Einlagefazilität seit Mitte Juli 2012 bei 0,00% liegt.

Der EZB-Rat bestätigte zudem die erstmals im Juli letzten Jahres kommunizierte Orientierung über die zukünftige Entwicklung der Leitzinsen. Er bekräftigte ausdrücklich seine Absicht, die Leitzinssätze für längere Zeit auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau zu belassen und unterstrich seine Entschlossenheit, den akkommodierenden geldpolitischen Kurs so lange wie erforderlich beizubehalten.

Diese Entscheidungen beruhten auf der Einschätzung, dass die akkommodierende Ausrichtung der Geldpolitik weiterhin die graduelle Erholung der wirtschaftlichen Aktivität im Euro-Raum stützt und dass die Inflation im Euro-Raum aufgrund des geringen Preisdrucks und der verhaltenen Geldmengenentwicklung über einen längeren Zeitraum hinweg niedrig bleiben wird. Vor dem Hintergrund der erwarteten Belebung der wirtschaftlichen Entwicklung dürfte die Preissteigerungsrate im weiteren Verlauf des Erholungsprozesses jedoch wieder auf Werte unter, aber nahe bei 2% ansteigen.

Der seit Jahresbeginn zu beobachtende Abwärtstrend des Geldmengenwachstums setzte sich auch im Berichtsquartal fort. Dabei wurde die monetäre Entwicklung stark durch Bilanzbereinigungsprozesse im Bankensektor geprägt. Neben Jahresendeffekten stand dahinter insbesondere die anstehende Bilanzprüfung vor Beginn der einheitlichen Bankenaufsicht. Dies schlug sich vor allem in einem beschleunigten Abbau der Wertpapierkredite nieder. Der Rückgang der Buchkreditvergabe an den Privatsektor setzte sich ebenfalls fort, verlangsamte sich vor dem Hintergrund der günstigeren konjunk-

turellen Entwicklung jedoch erkennbar. Gestützt wurde die monetäre Entwicklung erneut durch Mittelzuflüsse aus dem Ausland, die infolge anhaltender Leistungsbilanzüberschüsse sowie einer gestiegenen Nachfrage nach Wertpapieren des Euro-Raums noch einmal deutlich größer ausfielen als in den Quartalen zuvor.

Die Wirtschaftsleistung hat sich in Deutschland der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge im Jahresschlussquartal 2013 saison- und kalenderbereinigt um 0,4% gegenüber dem Vorquartal erhöht. Die Expansion der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung wurde nach wie vor von der binnenwirtschaftlichen Nachfrage gestützt. Der private Verbrauch profitiert von einem günstigen Konsumklima und zeigt in der Grundtendenz weiter nach oben. Die Aufwärtsbewegung der Wohnungsbauinvestitionen setzte sich zwar nicht weiter fort. Dies ist jedoch nach dem durch Witterungs- und Nachholeffekte geprägten bisherigen Jahresprofil eher als eine gewisse Normalisierung denn eine trendmäßige Verlangsamung anzusehen. Unterstützend traten erstmals seit über einem Jahr spürbare Impulse von der Auslandsnachfrage hinzu, die vor allem der Industrie zugutekamen. In der Folge zogen auch die gewerblichen Investitionen in Teilbereichen der Ausrüstungen und in Bauten an. Gesamtwirtschaftlich ist die Leistung zum Jahresende etwas stärker als das Produktionspotenzial gewachsen, und die Kapazitäten waren gut ausgelastet.

Im Gegensatz zum Kreditabbau im Euro-Raum setzte das Kreditgeschäft in Deutschland seine im Vorquartal begonnene positive Entwicklung fort. Dem lag im Wesentlichen ein spürbarer Ausbau der Wertpapierkredite an öffentliche Haushalte sowie eine erkennbare Zunahme der Buchkredite an den privaten Sektor zugrunde. Letztere wurden nach wie vor in erster Linie von den Buchkrediten an private Haushalte bestimmt, deren Dynamik bereits seit mehreren Quartalen hauptsächlich von den Wohnungsbaukrediten getrieben wird, bedingt unter anderem durch weiterhin günstige Finanzierungsbedingungen.

*Deutsche  
Wirtschaft*

Aber auch die Buchkredite an inländische nicht-finanzielle Unternehmen entwickelten sich im Verlauf des Berichtsquartals zunehmend positiv, nachdem sie in den Quartalen zuvor zum Teil noch deutlich abgebaut worden waren. Mit dem spürbaren Anstieg der Ausleihungen im Dezember zeichnete sich ein Ende des Abwärtstrends ab, der seit Herbst 2012 in diesem Kreditsegment zu beobachten war. Dies dürfte vor allem auf die seit Sommer 2013 wieder langsam anziehende Investitionstätigkeit deutscher Unternehmen zurückzuführen sein.

Das Auslandsgeschäft der deutschen Unternehmen hat im Herbst 2013 im Gefolge der konjunkturellen Belebung in den Industrieländern Fahrt aufgenommen. Die Ausfuhren in die EWU-Staaten nahmen angesichts der dort bislang sehr verhaltenen konjunkturellen Aufwärtsbewegung zwar nur leicht zu, die Lieferungen in Drittländer wurden aber deutlich ausgeweitet. Im Berichtszeitraum gab es vor allem bei Vorleistungsgütern einen Exportschub. Im Zuge der Belebung des Außenhandels und der fortschreitenden Anpassungsprozesse stiegen vor allem die Importe aus dem Euro-Gebiet weiter deutlich an. Bemerkenswert ist, dass mit Portugal und Spanien zwei von den Krisen im Euro-Gebiet stark betroffene Länder ihre Exporte nach Deutschland erneut erheblich steigern konnten.

Kennzeichnend für die Arbeitsmarktlage in Deutschland ist nach wie vor ein kontinuierlicher Beschäftigungszuwachs bei einer anhaltend hohen Zuwanderung. Der Umfang der Arbeitslosigkeit hat im Verlauf des vierten Quartals zunächst noch zu-, dann vor allem witterungsbedingt etwas abgenommen. Bei der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung setzte sich die aufwärtsgerichtete Tendenz der letzten Quartale fort. Allerdings verbreiterte sich die sektorale Basis des Beschäftigungsanstiegs um konjunkturell besonders reagible Bereiche wie das Verarbeitende Gewerbe und die Leiharbeit. Die Frühindikatoren für den Arbeitsmarkt deuten an, dass es in den kommenden Monaten zu einer Verstärkung

des aufwärtsgerichteten Beschäftigungstrends kommen und die Arbeitslosigkeit etwas nachgeben könnte. Die DIHK-Umfrage vom Jahresbeginn 2014 weist allerdings – bei einer ebenfalls grundsätzlich positiven Einschätzung der Beschäftigungsperspektiven – auf die sich aus dem Fachkräftemangel und der geplanten Einführung eines Mindestlohns ergebenden Risiken hin.

Im Jahr 2013 prägten verlängerte vertragliche Laufzeiten mit stufenweisen Anhebungen der Grundvergütungen das Tarifmuster. In einzelnen Branchen gestalteten sich die Verhandlungen schwierig, sodass Entgeltanhebungen erst verzögert in Kraft traten. Im Jahresdurchschnitt 2013 erhöhten sich die Tarifentgelte nach Berechnungen der Bundesbank deshalb lediglich um 2,4%. Die bisher bekannt gewordenen Forderungen der Gewerkschaften für die Lohnrunde 2014 bleiben mit durchschnittlich 5½% nur wenig hinter denen des Vorjahres zurück, im öffentlichen Dienst gehen sie sogar etwas darüber hinaus. Dies deutet auf ähnlich hohe Abschlüsse wie im Jahr 2013 hin. Auch die erste wichtige Tarifvereinbarung des Jahres in der Chemiebranche passt in dieses Bild. Es ist deshalb damit zu rechnen, dass sich nach Wegfall der bremsenden Sondereffekte der Anstieg der Tarifentgelte insgesamt spürbar verstärkt. Im Hinblick auf die geplante Einführung eines gesetzlichen Mindestlohns in Höhe von 8,50 € je Stunde ab Januar 2015 könnten in einigen Branchen besondere Vereinbarungen für die niedrigsten Entgeltgruppen eine Rolle spielen, um die im Koalitionsvertrag angekündigten Übergangsregelungen bis zum Jahr 2017 zu nutzen.

Auf den vorgelagerten Wirtschaftsstufen sind die über das Jahr 2013 beobachteten Preisermäßigungen im Schlussquartal weitgehend ausgelaufen. Im Quartalsmittel gaben die Einfuhrpreise gegenüber dem Vorzeitraum saisonbereinigt nur noch wenig nach. Die gewerblichen Erzeugerpreise blieben im Auslandsabsatz unverändert, im Inlandsabsatz zeigten sie sogar eine leichte Aufwärtstendenz. Infol-

gedessen verbesserten sich die Terms of Trade weiter auf den höchsten Stand seit drei Jahren. Trotz der außergewöhnlich hohen Geräteauslastung im Bauhauptgewerbe hielt sich der Preisauftrieb für Bauleistungen weiterhin in recht engen Grenzen. Die Wohnimmobilienpreise stiegen nach Berechnungen des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken im Schlussquartal 2013 mit einer Jahresrate von 2,4% an. Der Anstieg der Verbraucherpreise schwächte sich im Schlussquartal 2013 unter dem Einfluss der Euro-Aufwertung deutlich ab. Die abgeflachte Preistendenz war ganz überwiegend den Energiepreisen geschuldet. Darüber hinaus verlangsamte sich der im Sommer witterungsbedingt äußerst kräftig ausgefallene Anstieg der Nahrungsmittelpreise merklich. Im Vorjahresvergleich verringerte sich der Preisanstieg sowohl nach dem Verbraucherpreisindex als auch nach dem harmonisierten Verbraucherpreisindex leicht auf 1,3%.

Die konjunkturelle Grunddynamik der deutschen Wirtschaft dürfte sich im Winterhalbjahr 2013/2014 spürbar erhöht haben. Ein Indiz hierfür ist die beinahe kontinuierlich verbesserte Einschätzung von Lage und Aussichten durch Unternehmen und private Haushalte. In den Wachstumsraten des BIP dürfte dies allerdings erst nach dem Jahreswechsel voll zum Ausdruck kommen, wenn der erhöhte Auftragszufluss produktionswirksam wird. Wesentlich für die Verstärkung der wirtschaftlichen Aufwärtsbewegung sind bei unverändert robuster Binnenkonjunktur vermehrte Impulse von der Auslandsnachfrage. Wenngleich im Euro-Raum nach wie vor Belastungen aus der Schuldenkrise bestehen, mehren sich doch die Anzeichen für eine allmähliche wirtschaftliche Erholung, und in anderen Industriestaaten sollte die Konjunktur Fahrt aufnehmen. Die Schwierigkeiten in einigen Schwellenländern dürften demgegenüber von geringerer Bedeutung sein. Mit der stetigen Verbesserung der wirtschaftlichen Perspektiven ist die Grundvoraussetzung dafür geschaffen, dass sich angesichts mittlerweile weitgehend normal ausgelasteter Industriekapazitäten und gestützt durch günstige

Rahmenbedingungen auf der Finanzierungsseite die Investitionszurückhaltung im Unternehmenssektor lösen könnte und die Binnenfrage durch zunehmende Beschaffungen von Ausrüstungen und Gewerbebauten zusätzlichen Schub erhält. Bremsend könnten der DIHK-Umfrage zum Jahresbeginn 2014 zufolge allerdings wirtschaftspolitische Faktoren im Zusammenhang mit der Energie- und Arbeitsmarktpolitik sowie ein zunehmender Fachkräftemangel wirken. Das bereits ausgesprochen optimistische Konsumklima hat sich den Umfragen der Gesellschaft für Konsumforschung zufolge seit dem Herbst weiter verbessert, vor allem infolge gesteigerter Konjunktur- und Einkommenserwartungen. Damit in Einklang steht die deutliche Zunahme der bereits sehr hohen Anschaffungsneigung. Vor diesem Hintergrund sollte die Lohnentwicklung in den kommenden Quartalen über den privaten Verbrauch die binnenwirtschaftliche Komponente des Wachstums stärken. Dies dürfte sich spürbar in den Einfuhren niederschlagen und den Unternehmen aus den europäischen Partnerländern zusätzliche Absatzmöglichkeiten eröffnen, was die Anpassungsprozesse im Euro-Raum erleichtert.

Im vergangenen Jahr hat der staatliche Gesamthaushalt mit einem Fehlbetrag von  $-0,1\%$  des BIP und damit erneut praktisch ausgeglichen abgeschlossen (2012: Überschuss von  $+0,1\%$  des BIP). Während die Konjunktur im Jahr 2012 das Niveau des Finanzierungssaldos noch spürbar positiv beeinflusst hatte, war sie im abgelaufenen Jahr weitgehend neutral. Der strukturelle Finanzierungssaldo verbesserte sich angesichts günstigerer Refinanzierungskosten und bei guten Rahmenbedingungen am Arbeitsmarkt hingegen etwas. Damit war er ebenfalls etwa ausgeglichen. Der Blick auf die staatlichen Ebenen lässt ein differenziertes Bild erkennen. So ging einerseits der zuvor hohe Überschuss der Sozialversicherungen deutlich zurück, während sich andererseits bei den Gebietskörperschaften das noch bestehende Defizit spürbar verringerte. Hierzu trugen nicht zuletzt die Lastenverschiebungen vom Bundeshaushalt zu

*Öffentliche  
Finanzen*

den Sozialversicherungen bei. Die Schuldenquote ist bis zum Ende des dritten Quartals 2013 auf 78,4% gesunken (Ende 2012: 81,0%). Ursächlich war neben dem Wachstum des nominalen BIP im Nenner der Quote vor allem der Portfolioabbau der staatlichen Bad Banks. Diese Faktoren überwogen die schulden erhöhenden Effekte weiterer Zahlungen im Rahmen der EWU-Hilfsmechanismen deutlich.

Für das laufende Jahr ist aus heutiger Sicht keine größere Änderung des Finanzierungssaldos zu erwarten. Konjunkturbedingt und unter anderem durch Entlastungen beim Schuldendienst könnten sich die Staatsfinanzen leicht verbessern. Im Übrigen könnte sich an der strukturellen Lage weiterhin wenig ändern. Die von der großen Koalition geplanten zusätzlichen Belastungen könnten noch vergleichsweise gering sein, nicht zuletzt weil die Leistungsausweitungen der gesetzlichen Rentenversicherung erst zur Jahresmitte in Kraft treten sollen und die angekündigte Aufstockung der staatlichen Infrastrukturinvestitionen nur zeitverzögert erfolgen dürfte. Die Schuldenquote dürfte im laufenden Jahr weiter sinken, mit einer Größenordnung von 75% die Obergrenze des Maastricht-Vertrages allerdings immer noch deutlich verfehlen.

Zur Umsetzung des Fiskalvertrages mit den europäischen Partnerländern hat Deutschland sein mittelfristiges Ziel einer strukturellen gesamtstaatlichen Defizitquote von maximal 0,5% noch einmal explizit im nationalen Recht verankert. Angesichts der hohen Schuldenquote und der mit dem demographischen Wandel verbundenen Lasten ist es aber ratsam, diese Obergrenze nicht auszuschöpfen, sondern in den Finanzplänen Haushaltsüberschüsse vorzusehen. Auch im Zusammenhang mit den nationalen Haushaltsregeln wäre es sinnvoll, die aktuell ausgesprochen günstigen Rahmenbedingungen zu nutzen, um verbliebene strukturelle Defizite bei den Gebietskörperschaften zügig abzubauen und Sicherheitsabstände zu den langfristigen strikten nationalen Obergrenzen zu erreichen. Vor diesem Hintergrund wäre

es zielführend, neue finanzpolitische Maßnahmen – wie die geplanten Mehrausgaben in den Bereichen staatliche Infrastruktur und Bildung – haushaltsneutral auszugestalten. Bei den Sozialversicherungen ist die Bewahrung der Tragfähigkeit angesichts des demographischen Wandels eine wichtige Zukunftsaufgabe. Dabei sollte die bereits angelegte erhebliche Belastung jüngerer Generationen im Blick behalten werden. Vor diesem Hintergrund kommt angesichts des absehbaren demographiebedingten Rückgangs der Erwerbspersonenzahl einer Verlängerung der Lebensarbeitszeit eine wichtige Rolle zu. Hingegen wird das Problem durch Verkürzungen der Lebensarbeitszeit tendenziell noch verschärft.

Der Bundeshaushalt konnte sein Defizit im Jahr 2013 leicht verringern. Während das strukturelle Defizit des Kernhaushalts die ab 2016 geltende dauerhafte Obergrenze von 0,35% des BIP spürbar überschritt, wurde sie bei Einbeziehung der Extrahaushalte bereits eingehalten. Dabei fällt vor allem der Fluthilfefonds ins Gewicht, der aufgrund der Vorfinanzierung durch Bundesmittel im abgelaufenen Jahr bei nur sehr begrenzten Abflüssen einen hohen Überschuss auswies. Generell ist es konsistent, die strukturellen Salden der Extrahaushalte wie im Rahmen der europäischen Haushaltsregeln in die Bewertung einzubeziehen. Dies bedeutet, dass in diesem und in den kommenden Jahren auch den im Fluthilfefonds zu erwartenden Defiziten Rechnung zu tragen ist. Die im Koalitionsvertrag vereinbarte Zielvorgabe eines strukturell ausgeglichenen Budgets im laufenden Jahr setzt letztlich somit einen dies kompensierenden Überschuss im Kernhaushalt voraus. Für den Bundeshaushalt waren für die Folgejahre gemäß den bisherigen Planungen steigende Überschüsse vorgesehen. Um Vorsorge für die demographiebedingt ohnehin zunehmenden Belastungen zu treffen, sollten die Mittel zum Schuldenabbau verwendet werden. Insgesamt erscheinen vor diesem Hintergrund die Spielräume für nicht gegenfinanzierte Ausgaben gegenüber den früheren Planungen eng begrenzt.