

Überblick

Die deutsche Wirtschaft überwindet die konjunkturelle Schwächephase rascher als erwartet

Weltwirtschaft

Die Weltwirtschaft dürfte im letzten Jahresviertel 2014 das moderate Expansionstempo des dritten Quartals im Großen und Ganzen gehalten haben. Dabei hat das Wachstum in den Industrieländern im Herbst an Breite gewonnen. Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den USA legte zwar nicht mehr so stark zu wie im Vorquartal, in dem Sondereffekte im Spiel waren. Allerdings ist die Wirtschaftsleistung im Euro-Raum nach den ersten Schätzungen auch wegen der kräftigen Impulse aus Deutschland etwas schwungvoller gewachsen als zuvor. In den großen Schwellenländern waren die Grundtendenzen zum Jahresende weiterhin recht unterschiedlich. Während sich in China und Indien die – für die Verhältnisse dieser Länder – moderate gesamtwirtschaftliche Aufwärtsbewegung fortgesetzt hat, scheint die Konjunktur in Russland und Brasilien schwach geblieben zu sein.

Im Jahresdurchschnitt 2014 expandierte das globale BIP nach der Schätzung des IWF vom Januar 2015 mit der gleichen Rate wie im Jahr zuvor. Das Wachstum der Weltwirtschaft lag damit in den vergangenen drei Jahren jeweils deutlich unter dem Durchschnitt der Aufschwungjahre 2010 und 2011 und des Zeitraums 2002 bis 2007. Da die Geldpolitik bis zuletzt ausgesprochen expansiv ausgerichtet war und von der Fiskalpolitik insbesondere im vergangenen Jahr deutlich geringere bremsende Effekte ausgingen, spricht vieles dafür, dass die Tempoverlangsamung in erster Linie mit einer schwächeren Expansion des Produktionspotenzials sowohl in den Fortgeschrittenen Volkswirtschaften als auch in den Schwellen- und Entwicklungsländern zusammenhängt.

Im ersten Quartal 2015 scheint die Weltwirtschaft ihre moderate Aufwärtsentwicklung fortzusetzen. Tendenziell dürfte das globale Wachstum durch den drastischen Ölpreisrückgang seit Mitte 2014 gestützt werden. Einer Kalkulation des IWF zufolge könnte der angebotsbedingte Teil des Preisrutsches das reale Welt-BIP um ¼% bis ¾% im laufenden Jahr anheben. Die stimulierenden Wirkungen dürften in erster Linie den Öl importierenden Staaten zugutekommen, während vor allem die Ölförderländer ohne nennenswerte finanzielle Reserven ihre Absorption wohl spürbar einschränken müssen.

Die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten stand im vierten Quartal 2014 zunehmend im Zeichen der Erwartung umfangreicher Wertpapierkäufe durch das Eurosystem. Anlass hierfür gaben die vor dem Hintergrund der stark rückläufigen Ölpreise nachgebenden mittel- und längerfristigen Inflationserwartungen. Die Aussicht auf ein erweitertes Wertpapierankaufprogramm drückte die Anleiherenditen im Euro-Raum (mit Ausnahme Griechenlands) bereits im Vorfeld auf breiter Front; in mehreren Ländern wurden vorübergehend neue Tiefstände verzeichnet. Die Renditen der zehnjährigen Bundesanleihen erreichten zuletzt ein Niveau von 0,33%. Auch außerhalb des Euro-Raums gaben die Anleiherenditen angesichts der reichlichen Liquiditätsversorgung und der sinkenden Ölpreise nach. Die Aktienmärkte entwickelten sich in diesem Umfeld überwiegend freundlich. So profitierten die europäischen Börsen von einer hohen Nachfrage nach Aktien; verglichen mit Ende September 2014 stiegen die Kurse um rund 9%. Offenbar übertraf das Ankaufprogramm des Eurosystems in Volumen und Breite die Erwartungen mancher Marktteilnehmer und löste nach seiner Ankündigung eine verstärkte Suche nach alternativen Anlagemöglichkeiten aus. Zudem dürfte die Abwertung des Euro bei exportorientierten Unternehmen zusätzliche Gewinnerwartungen geweckt haben. Im gewichteten Durchschnitt gegenüber den Wäh-

Finanzmärkte

rungen von 19 wichtigen Handelspartnern verlor der Euro seit Ende September 2014 per saldo rund 5% an Wert. Der Anstieg der impliziten Aktienmarktvolatilität sowie die größere Uneinigkeit unter den Aktienanalysten weisen auf eine erhöhte Kursunsicherheit am Aktienmarkt hin.

Geldpolitik

Der EZB-Rat beließ im Berichtszeitraum die Leitzinsen im Euro-Währungsgebiet auf dem Niveau, das sie nach der Zinssenkung vom 4. September 2014 erreicht hatten. Am 22. Januar 2015 beschloss der EZB-Rat, auch den Zinssatz der sechs verbliebenen gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG) auf das Niveau des Hauptrefinanzierungssatzes zu senken.

Gleichzeitig kündigte der EZB-Rat ein erweitertes Ankaufprogramm für Vermögenswerte (Extended Asset Purchase Programme: EAPP) an. Im Rahmen des EAPP setzt das Eurosystem den Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen (CBPP3) und Asset Backed Securities (ABSPP) fort. Hinzu kommen ab März 2015 zusätzlich Käufe von Anleihen, die von im Euro-Raum ansässigen Zentralstaaten, Emittenten mit Förderauftrag und europäischen Institutionen begeben werden. Das monatliche Ankaufvolumen soll unter dem erweiterten Programm insgesamt 60 Mrd € betragen, und es ist beabsichtigt, die monatlichen Käufe in diesem Umfang solange zu tätigen, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die im Einklang steht mit dem Ziel, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2% zu erreichen. Die Mehrheit des EZB-Rats sah das erweiterte Ankaufprogramm als notwendig zur Erfüllung des Preisstabilitätsmandats des Eurosystems an. Begründet wurde diese Einschätzung damit, dass die Inflationsdynamik und die Inflationserwartungen schwächer ausgefallen sind als erwartet und dass das bestehende Ausmaß an geldpolitischer Akkommodierung nicht ausreicht, um den erhöhten Risiken einer zu lang anhaltenden Phase niedriger Inflation zu begegnen.

Das Wachstum des breiten Geldmengenaggregats M3 hat sich im Verlauf des vergangenen Jahres trotz der schleppenden Konjunkturlage, der schwachen Inflationsdynamik und zuletzt deutlicher Kursverluste des Euro merklich erholt. Ursächlich für den fortgesetzten Anstieg der M3-Jahresrate von 2,5% Ende September auf 3,6% zum Jahresende war vor allem die anhaltende Präferenz des geldhaltenden Sektors für hochliquide Anlagen, die durch weiter sinkende Zinsen gefördert wurde. Auch die seit Sommer 2013 zu beobachtende allmähliche Erholung der Buchkredite an den Privatsektor setzte sich im Berichtsquartal fort. Optimistisch stimmt dabei vor allem, dass die Aufwärtsbewegung abermals stark von den Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen getragen wurde. Neben dem verhaltenen Wachstum der realwirtschaftlichen Aktivität dürfte die Erholung der Kreditvergabe auch der äußerst expansiven Geldpolitik geschuldet sein.

Am 4. Februar 2015 beschloss der EZB-Rat, die Aussetzung der Mindestbonitätsanforderungen für marktfähige Sicherheiten, welche vom griechischen Staat begeben oder garantiert wurden, aufzuheben. Durch die Aussetzung konnten entsprechende Instrumente bislang für geldpolitische Geschäfte des Eurosystems genutzt werden, obwohl sie die Mindestbonitätsanforderungen nicht erfüllen. Die Entscheidung des EZB-Rats beruht auf der Einschätzung, dass derzeit nicht von einem erfolgreichen Abschluss der Überprüfung des Anpassungsprogramms ausgegangen werden kann, und steht im Einklang mit den geltenden Regelungen des Eurosystems. In der Folge verlagerte sich die Finanzierung des griechischen Bankensystems weg von der geldpolitischen Refinanzierung auf Liquiditätshilfen (Emergency Liquidity Assistance: ELA). Letztere sind kurzfristige Hilfen der nationalen Zentralbanken an solvente Banken mit temporären Liquiditätsproblemen. Die griechischen Banken, die ELA empfangen, sollten daher Maßnahmen ergreifen, um ihre Liquiditätsposition zu verbessern. Dem widerspräche eine Ausweitung des Liquiditätsbedarfs durch

die Aufnahme kurzfristiger griechischer Staatsschuldtitle in den kommenden Wochen.

Die Konjunktur in Deutschland hat nach der Schwächephase über weite Strecken des vergangenen Jahres noch vor dem Jahreswechsel wieder deutlich Fahrt aufgenommen. Der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge stieg das reale BIP im letzten Vierteljahr 2014 saison- und kalenderbereinigt kräftig um 0,7% gegenüber dem Vorquartal an, in dem es lediglich zu einer sehr verhaltenen Zunahme gekommen war. Angesichts des erst im November eingeleiteten Stimmungsumschwungs im Unternehmensbereich ist es bemerkenswert, wie schnell und insbesondere wie stark das Wirtschaftswachstum in Deutschland gegen Jahresende angezogen hat.

Mit der Abwertung des Euro und dem Ölpreisverfall, die gegen Jahresmitte 2014 einsetzten und sich zum Jahresende spürbar verstärkten, haben sich einige Eckwerte des globalen Umfelds erheblich verändert. In der Folge erhöhten die Unternehmen trotz mäßiger Erwartungen für die Weltkonjunktur die Produktion in Aussicht auf bessere Geschäfte. Die Aufwärtsbewegung beruhte aber nicht nur auf den Auslandsmärkten. Ein besonders kräftiger Impuls kam aus der Binnenwirtschaft. Hintergrund war der mit dem Energiepreisrückgang verbundene erhebliche Kaufkraftzuwachs, der dem privaten Verbrauch in einem durch die spürbaren Entgeltzuwächse und die geringe Arbeitslosigkeit ohnehin seit einiger Zeit schon vorteilhaften Umfeld erneut zu einem starken Plus verhalf. Von den Ausrüstungsinvestitionen sind im Jahreschlussquartal vermutlich keine Anstöße gekommen. Demgegenüber wurde wohl wieder mehr in Bauten investiert.

Der Arbeitsmarkt war im Herbst 2014 nicht nur durch eine stabile Aufwärtstendenz der Beschäftigung, sondern auch durch einen spürbaren Rückgang der Arbeitslosigkeit gekennzeichnet. Dazu hat beigetragen, dass die Unternehmen wieder mehr Erwerbslose rekrutiert haben. Zum einen entstand Kräftebedarf in den

gegenwärtig boomenden Dienstleistungsbranchen. Zum anderen war Ersatz für Arbeitnehmer, welche die abschlagsfreie Rente mit 63 in Anspruch genommen haben, zu finden. Dass die zunehmende Personalnachfrage nicht gleich gedeckt werden konnte, zeigt sich an den rasch gestiegenen Vakanzen. Für die nächsten Monate lässt dies im Verein mit den anderen Frühindikatoren für den Arbeitsmarkt vermuten, dass die Beschäftigung weiter zunimmt und die Arbeitslosigkeit sinkt.

Die Lohnrunde 2014 brachte den Arbeitnehmern im Durchschnitt einen Zuwachs ihrer Tarifvergütungen um 3,0% gegenüber dem Vorjahr. Damit erhöhten sich die von den Sozialpartnern ausgehandelten Entgeltleistungen so stark wie seit fast 20 Jahren nicht mehr.

Die Preisentwicklung wird am aktuellen Rand auf allen Absatzstufen maßgeblich vom Verfall der Rohölnotierungen geprägt. Der entgegengesetzt wirkende inländische Lohnkostentrend und die spürbare Abwertung des Euro gegenüber wichtigen Währungen werden in den Gesamtraten wohl erst stärker sichtbar werden, wenn die direkten Effekte des Ölpreisrückgangs ausgelaufen sind. Der Rückgang der Einfuhrpreise für Energie hat sich in den letzten Monaten des Jahres 2014 spürbar beschleunigt. Im Durchschnitt des vierten Quartals unterschritten die Importpreise ihren Vorjahresstand um beinahe ein Fünftel. Ohne Energie gerechnet tendierten die Einfuhrpreise hingegen leicht nach oben. Auf der inländischen Absatzstufe verringerten sich die Energiepreise weniger stark als bei den Einfuhren, weil hier Strom und Gas, deren Preise sich nicht so deutlich ermäßigten wie die von Mineralölprodukten, eine größere Rolle spielen. Auf der Verbraucherstufe gaben die Preise im Herbst 2014 im Vergleich zum Vorquartal recht deutlich nach. Dies setzte sich zu Jahresbeginn 2015 fort, und der Vorjahresabstand drehte ins Negative. Dahinter stand neben dem fortgesetzt starken Rückgang der Energiepreise eine außergewöhnliche Ermäßigung der Preise von Pauschalreisen. Die Einführung des allgemeinen gesetzlichen Mindest-

lohns zum 1. Januar 2015 hatte bisher nur sehr begrenzte Auswirkungen auf die Verbraucherpreise. In den nächsten Monaten dürften die Vorjahresraten bei den Verbraucherpreisen – ebenso wie bei den Einfuhr- und Erzeugerpreisen – negativ ausfallen, wenn die Rohölnotierungen nicht weiter ansteigen sollten.

Vom konjunkturellen Aufwind wird die deutsche Wirtschaft auch nach dem Jahreswechsel 2014/2015 profitieren. Kurzfristig ist der private Verbrauch die Hauptstütze der Belebung. Zudem eröffnet der spürbar reduzierte Außenwert des Euro der Industrie trotz der nach wie vor mäßigen Gangart der Weltwirtschaft erhöhte Absatzchancen außerhalb der Europäischen Währungsunion. Außerdem könnten konjunkturstimulierende Effekte der Abwertung in den EWU-Partnerländern Sekundärwirkungen über den Handelskanal auslösen. Dies deutet sich in der breit angelegten Zunahme der Industrieaufträge im vierten Quartal an. Im Laufe der Zeit könnte im Gefolge der sich verbessernden Geschäftsaussichten und erhöhter Kapazitätsauslastung die ins Stocken geratene Investitions-erholung wieder Fahrt aufnehmen. Angesichts des aufgehellten konjunkturellen Gesamtbilds ist es nachvollziehbar, dass aktuelle Prognosen des Wirtschaftswachstums in Deutschland im laufenden Jahr merklich höher ausfallen als Vorausschätzungen, die im Herbst des vergangenen Jahres abgeschlossen wurden.

Die Lage der deutschen Staatsfinanzen verbesserte sich im abgelaufenen Jahr. Nach ersten vorläufigen Ergebnissen verzeichnete der staatliche Gesamthaushalt einen spürbaren Überschuss, nachdem er in den beiden Vorjahren praktisch ausgeglichen war. Bei weitgehend neutralem Konjunkteinfluss wurde ein struktureller Überschuss in ähnlicher Größenordnung erzielt. Die Verbesserung im Vorjahresvergleich ging per saldo auf niedrigere Zinsausgaben zurück, während sich der Primärsaldo (ohne Zinsaufwendungen) kaum veränderte. Die Schuldenquote ist bis zum Ende des dritten Quartals vor allem wegen des nominalen BIP-Wachstums weiter gesunken. Im laufenden Jahr wird sich

der Finanzierungssaldo voraussichtlich wieder verschlechtern, aber wohl noch im Plus bleiben. Bei den Sozialausgaben sind weiterhin deutliche Zuwächse angelegt, und in anderen Bereichen – wie Verkehrsinfrastruktur, Bildung und Forschung – ist mit einem beschleunigten Anstieg zu rechnen. Die Rückführung der Schuldenquote wird sich aus heutiger Sicht fortsetzen.

Ein im Mittel über den Konjunkturzyklus mindestens ausgeglichener Staatshaushalt ist ein wichtiger Beitrag dazu, die immer noch hohe Schuldenquote bis zum Ende dieses Jahrzehnts auf eine Größenordnung von 60% zurückzuführen. Nicht zuletzt weil sich dann die demografische Belastung wieder verstärkt, wäre auch eine Beibehaltung des moderaten strukturellen Überschusses keineswegs überambitioniert. Angesichts des immer noch schwierigen gesamtwirtschaftlichen Umfelds auf europäischer Ebene erscheinen die bisherigen Planungen für das gesamtstaatliche Aggregat aber angemessen. Diese sehen für das laufende Jahr eine spürbare strukturelle Verschlechterung vor allem infolge der Rücklagenverringerung der Sozialversicherungen vor. Unerwartete konjunkturbedingte Haushaltsentwicklungen sollten dabei hingenommen werden, das heißt, die automatischen Stabilisatoren sollten wirken können. Insgesamt leistet die deutsche Finanzpolitik einen entscheidenden Stabilisierungsbeitrag in der EWU, auch wenn innerhalb des bisherigen Finanzrahmens konsequenter an der Stärkung des Wachstumspotenzials gearbeitet werden könnte. Mit einem schuldenfinanzierten Nachfrageimpuls in Deutschland ließe sich hingegen – angesichts einer weitgehend neutralen konjunkturellen Lage hierzulande und nur geringer Ausstrahlung auf den übrigen Euro-Raum – wenig gewinnen.

Der Bund konnte das Haushaltsjahr 2014 erstmals seit 1969 ohne Nettokreditaufnahme (d. h. mit einer „schwarzen Null“) abschließen. Dabei profitierte er in besonderem Maße von den außerordentlich niedrigen Zinsen. Der Ende November verabschiedete Haushalt 2015 sieht gegenüber dem Ist 2014 zwar keine weitere

Saldenverbesserung vor. Verschiedene positive Planabweichungen aus dem Vorjahr dürften sich aber ins laufende Jahr fortschreiben, und auch die verbesserten Wachstumsperspektiven der deutschen Wirtschaft sollten sich in den öffentlichen Haushalten niederschlagen. Diese günstigeren Aussichten sollten jedoch nicht einfach als Gestaltungsspielräume interpretiert werden. So sind auf längere Sicht umfangreiche demografisch bedingte Belastungen sowie ein wieder ansteigendes Zinsniveau in Rechnung zu stellen, und es bestehen aktuell verschiedene Haushaltsrisiken. Nicht zuletzt bei der vielfach

geforderten und bereits angekündigten Aufstockung der Investitionen ist es wichtig, den Bedarf zunächst kritisch zu prüfen, die Aufwendungen einschließlich ihrer Folgekosten realistisch zu veranschlagen sowie Kostensenkungsmöglichkeiten bei Planung, Bau und Betrieb konsequent zu nutzen. Bei einer Beteiligung des Privatsektors ist zusätzlich auf eine angemessene Verteilung der wirtschaftlichen Risiken zu achten. Eine gute Infrastruktur ist wichtig, erfordert aber weder neue öffentliche Schulden noch eine Umgehung der Schuldenbremse.