

## Überblick

### Deutsche Wirtschaft mit robustem Wachstum

*Weltwirtschaft*

Wie bereits im Winterhalbjahr 2015/2016 expandierte die Weltwirtschaft wohl auch im Frühjahr nur verhalten. Insbesondere in den Fortgeschrittenen Volkswirtschaften blieb die konjunkturelle Gangart mäßig, wobei sich die Wachstumskräfte zwischen einzelnen Ländern etwas verschoben. Dass das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den USA im zweiten Jahresviertel kaum kräftiger zulegen konnte als in der Vorperiode, war nicht zuletzt den Vorratsbewegungen geschuldet. Im Euro-Raum ließ der bemerkenswerte Schwung nach, mit dem die Wirtschaft in das Jahr gestartet war. Im Schnitt der ersten beiden Quartale entsprach das Wachstum hier in etwa dem moderaten Grundtempo, das seit Längerem taktgebend ist und immerhin ausreicht, die Arbeitslosigkeit nach und nach zu reduzieren. Trotz der erhöhten Unsicherheit im zeitlichen Umfeld des Brexit-Referendums zeigte sich die gesamtwirtschaftliche Aufwärtsbewegung im Vereinigten Königreich im Frühjahr robust. In den Schwellenländern scheint sich die Konjunktur weiter zu stabilisieren: In China dürfte dies vor allem den Bemühungen der Behörden, das Wachstum zu stimulieren, geschuldet sein. Zudem mehrten sich im Verlauf der ersten Jahreshälfte die Anzeichen, dass die Rezessionen in Brasilien und Russland abflauen.

*Brexit keine wesentliche Gefahr für die Weltwirtschaft*

Mit dem Votum des britischen Volkes vom 23. Juni 2016 für ein Ausscheiden des Vereinigten Königreichs aus der EU trat ein Ereignis ein, das zuvor vielen Marktteilnehmern als wichtiges Abwärtsrisiko für die Weltwirtschaft gegolten hatte. Gemäß ersten Umfragen unter Verbrauchern und Unternehmen trübte sich im unmittelbaren Gefolge des Referendums die Stimmung allerdings nur im Vereinigten Königreich spürbar ein. Ein schwächeres Wachstum der britischen Wirtschaft allein stellt aber keine wesentliche Gefahr für die globale Konjunktur dar. Der sich festigende Arbeitsmarkt in den

USA – zeitweise waren wieder Sorgen über ein Abrutschen in eine Rezession aufgekommen – und die Stabilisierung der Konjunktur in den Schwellenländern legen vielmehr nahe, dass die Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft zuletzt eher abgenommen haben.

Die Unsicherheiten um das britische Referendum zum Verbleib in oder dem Austritt aus der EU prägten im zweiten Quartal stark die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten. Zudem spielte die Geldpolitik in den Industrieländern eine wichtige Rolle, die – nicht zuletzt wegen des Votums für den Austritt und der befürchteten Abwärtsrisiken für die globale Konjunktur, die damit einhergehen könnten – weiter expansiv ausgerichtet blieb. Viele Marktteilnehmer waren von diesem Votum zwar überrascht und schichteten Portfoliomittel in sichere Anlagen um („Safe haven“-Zuflüsse). Die bei einem solchen Ausgang befürchteten Verwerfungen an den internationalen Finanzmärkten blieben aber aus: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen in den großen Währungsräumen gaben zwar weiter nach und fielen zeitweilig auf ein historisch niedriges Niveau, so beispielsweise in Deutschland, Japan und dem Vereinigten Königreich. Spiegelbildlich hierzu reagierten überdies die Aktienmärkte zunächst mit starken Kursverlusten auf den Ausgang des Referendums. Mit der nachlassenden Unsicherheit setzte dann aber an den Renten- und vor allem an den Aktienmärkten recht zügig eine Gegenbewegung ein. Im Ergebnis notierte der Euro Stoxx zuletzt leicht oberhalb seines Standes von Ende März, und die US-Märkte konnten sogar neue Rekordstände verbuchen. Deutlich schlechter als der Gesamtmarkt entwickelten sich die europäischen Bankaktien. Hier belasteten einerseits sich verschlechternde Gewinnerwartungen, andererseits der in den Fokus der Aufmerksamkeit rückende hohe Bestand an notleidenden Krediten, vor allem in Italien. Die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen in der EWU verbesserten sich deutlich. Der Euro

*Finanzmarkt-  
umfeld*

*Finanzmärkte  
im Zeichen des  
Referendums  
im Vereinigten  
Königreich*

blieb in effektiver Rechnung gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner im Vergleich zum Stand Ende März nahezu unverändert. Während der Euro deutliche Kursverluste gegenüber dem Yen hinnehmen musste, legte er insbesondere gegenüber dem Pfund Sterling kräftig an Wert zu.

#### *Geldpolitik*

*Basisszenario anziehender Inflationsraten auch nach Brexit-Votum intakt*

Vor dem Hintergrund des im März beschlossenen umfangreichen Maßnahmenpakets ergriff der EZB-Rat im Berichtsquartal keine neuen Sondermaßnahmen und beließ die Leitzinsen unverändert. Auf der geldpolitischen Sitzung im Juli diskutierte er etwaige Folgen des britischen Referendums für den Euro-Raum und kam zu dem Schluss, dass das Basisszenario einer anhaltenden wirtschaftlichen Erholung und allmählich anziehender Inflationsraten im Euro-Raum weiterhin intakt sei. Aufgrund der Unsicherheiten, die aus dem Ergebnis des Referendums resultieren, kündigte der EZB-Rat jedoch an, die Aussichten für die Preisstabilität genau zu beobachten und die wahrscheinlichste Inflationsentwicklung sowie die Risiken in den kommenden Monaten auf Basis der dann verfügbaren Informationen neu zu beurteilen.

*Ausleihungsvolumen im ersten GLRGII nur teilweise ausgeschöpft*

Das Eurosystem setzte seine Ankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (expanded Asset Purchase Programme: APP) im Berichtsquartal wie geplant fort und begann im Juni mit der Umsetzung des im März beschlossenen Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme: CSPP). Ende Juni wurden zudem sowohl das letzte Geschäft der ersten Serie von gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG I) als auch das erste von insgesamt vier neuen solcher Geschäfte (GLRG II) durchgeführt. Im Einklang mit den Markterwartungen schöpften die Banken das ihnen insgesamt zustehende Volumen im Rahmen des ersten GLRG II nur zum Teil aus und lösten damit insbesondere früher abgeschlossene, nun nicht mehr so attraktive längerfristige Refinanzierungsge-

schäfte ab. Das zweite GLRG II wird im September dieses Jahres durchgeführt.

Die Entwicklung der monetären Indikatoren liefert für sich genommen weiterhin keine Anhaltspunkte für einen steigenden geldpolitischen Handlungsbedarf. Das breite Geldmengenaggregat M3 nahm im Frühjahrsquartal vor dem Hintergrund des historischen Niedrigzinsumfelds und der anhaltenden, moderaten konjunkturellen Erholung im Euro-Raum erneut deutlich zu. Ein Wachstumsträger war die spürbare Zunahme der Kredite an den Privatsektor; insbesondere die Buchkredite an inländische nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte setzten damit ihren Aufwärtstrend fort. Die wichtigste Stütze des Geldmengenwachstums blieben jedoch die Wertpapierkredite des MFI-Sektors an öffentliche Haushalte, die wesentlich von den Staatsanleihekäufen des Eurosystems geprägt sind. Allerdings wurde ein Teil des die Geldmenge erhöhenden direkten Effekts der Wertpapierkäufe dadurch kompensiert, dass Mittel aus dem Euro-Raum abflossen, weil ausländische Investoren sich per saldo von Euro-Raum-Anleihen trennten und im Währungsraum ansässige Anleger weiterhin ausländische Schuldverschreibungen nachfragten.

*Monetäre Entwicklung im Euro-Raum*

In Deutschland vergaben die Banken im Berichtsquartal erneut mehr Kredite an den inländischen Privatsektor. Neben den Buchkrediten an den Privatsektor erhöhten die Banken dabei ihre Bestände an Wertpapieren privater Emittenten, die sie in den Quartalen zuvor noch merklich verringert hatten. Die fortgesetzte Ausweitung der Buchkredite an den Privatsektor war abermals vor allem durch die lebhaftere Nachfrage privater Haushalte nach Wohnungsbaukrediten bedingt. Das Buchkreditgeschäft mit inländischen nichtfinanziellen Unternehmen verlor im Berichtsquartal dagegen nach drei stärkeren Quartalen wieder etwas an Schwung. Den Angaben der am BLS teilnehmenden Banken zufolge dürften hierfür vor allem die großzügigen Innenfinanzierungsspielräume der Unternehmen verantwortlich sein.

*Kreditentwicklung in Deutschland*

Das Wachstum der deutschen Wirtschaft verlangsamt sich im Frühjahr 2016 wie erwartet nach einem außerordentlich starken ersten Quartal. Der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge stieg das reale BIP im zweiten Vierteljahr saison- und kalenderbereinigt gegenüber dem Vorquartal um 0,4%. Der Auslastungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten befindet sich damit nach wie vor auf einem überdurchschnittlichen Niveau. Ausschlaggebend für die geringere wirtschaftliche Dynamik war ein deutlicher Rückgang der Investitionsaktivität sowohl bei den Ausrüstungen als auch im Baubereich. Aber auch der private Verbrauch wuchs schwächer als zu Jahresbeginn.

Sondereinflüsse belasteten insbesondere die Investitionstätigkeit: Die Schwäche der Ausrüstungen dürfte nicht zuletzt auf eine Gegenbewegung zu dem kräftigen Investitionsschub zu Jahresbeginn zurückgehen. Dabei wird auch eine Rolle gespielt haben, dass sich die Industrieproduktion weiterhin nicht nachhaltig belebte. Der Rückgang der Bauinvestitionen wiederum war zum großen Teil witterungsbedingt, denn außergewöhnlich milde Temperaturen hatten im Winter zusätzliche Bauproduktion ermöglicht. Außerdem dürfte ein Teil der zusätzlichen Produktion im Winter lediglich vorgezogen worden sein, sodass diese Impulse im Frühjahr fehlten. Die langsamere Gangart des privaten Verbrauchs dürfte auch mit dem Umschwung von fallenden zu steigenden Ölpreisen zusammenhängen, denn dadurch schmolzen die zuvor realisierten Kaufkraftgewinne zusammen. Stabilisierend wirkte dagegen die recht kräftige Dynamik bei den Exporten.

Die Lage am Arbeitsmarkt stellte sich nach wie vor sehr günstig dar. Sowohl die Erwerbstätigkeit als auch die Zahl der offenen Stellen erhöhten sich erneut. Wie schon in den vorangegangenen Quartalen war dies vor allem auf die sehr gute Entwicklung bei den sozialversicherungspflichtigen Stellen zurückzuführen. Die konjunkturelle Grundtendenz der Arbeitslosigkeit war ebenfalls positiv. Allerdings stieg durch die zunehmende Zahl von Asylentscheidungen die

Zahl der Flüchtlinge, die sich arbeitssuchend melden. Dass die registrierte Arbeitslosigkeit insgesamt dennoch weiter abnahm, lag an dem zunehmenden Einsatz arbeitsmarktpolitischer Instrumente. Die positive Beschäftigungsentwicklung dürfte sich in den nächsten Monaten fortsetzen, denn die wichtigsten Frühindikatoren der Erwerbstätigkeit blieben in den letzten Monaten sehr stabil. Auch die Arbeitslosigkeit könnte weiter leicht zurückgehen, da im Zusammenhang mit den Flüchtlingen die Maßnahmen der aktiven Arbeitsmarktpolitik weiter ausgeweitet werden dürften.

Die Tarifverdienste legten im Frühling 2016 mit + 2,2% gegenüber dem Vorjahr wie bereits im Winterquartal 2016 nur verhalten zu. Hierfür waren neben den moderaten Lohnerhöhungen der laufenden Tarifrunde, die zudem zum Teil erst nach „Nullmonaten“ verzögert in Kraft treten, negative Basiseffekte aufgrund von Einmal- und Sonderzahlungen im Vorjahresquartal und niedrige Stufenanhebungen aus Tarifvereinbarungen früherer Lohnrunden verantwortlich. Bisher wurden im laufenden Jahr für knapp 8 Millionen Tarifbeschäftigte neue Entgelttarifverträge abgeschlossen. Umgerechnet auf 12-Monats-Basis entsprechen die vereinbarten Volumina einem moderaten Entgeltplus von etwas weniger als 2½%.

Die Preise gingen im zweiten Quartal 2016 nicht weiter zurück, sondern die höheren Rohölnotierungen führten auf fast allen Absatzstufen im Vergleich zum Vorquartal zu kräftigen Verteuerungen. Ohne Energie blieb die Grundtendenz dagegen verhalten, wobei sich der Rückgang auf den vorgelagerten Stufen merklich abschwächte. Auf der Verbraucherstufe verstärkte sich der Preisanstieg zwar auch ohne Energie etwas. Dies war aber weitgehend auf außergewöhnliche Einflüsse zurückzuführen: So lässt sich der Preissprung bei gewerblichen Waren ohne Energie zum größten Teil durch Schwankungen der Preise für Bekleidung und Schuhe erklären, deren Volatilität in den letzten Jahren deutlich zugenommen hat. Darüber hinaus führte eine Anpassung des Mindeststeuersatzes

zu höheren Preisen für Tabakwaren. Da der Preisanstieg im Frühjahr des vorangegangenen Jahres ebenfalls sehr kräftig ausgefallen war, reduzierte sich die Vorjahresrate beim nationalen Verbraucherpreisindex (VPI) leicht auf + 0,1%. Beim harmonisierten Index (HVPI) ging sie geringfügig auf 0,0% zurück.

Die deutsche Wirtschaft dürfte auch im Sommer im Einklang mit der recht kräftigen konjunkturellen Grundtendenz expandieren. Ungeachtet des schwachen Auftragszuflusses im zweiten Vierteljahr hat sich die Stimmung in der deutschen Industrie spürbar verbessert. Vor dem Hintergrund der intensiven öffentlichen Debatte über die wirtschaftlichen Auswirkungen des angekündigten Austritts des Vereinigten Königreichs aus der EU haben sich bis jetzt die positiven Erwartungen der deutschen Unternehmen nur geringfügig getrübt. Dies stützt die Einschätzung, dass sich die wirtschaftlichen Folgen des Brexit-Votums für Deutschland zumindest in kurzer Frist wohl in engen Grenzen halten werden. Die positiven Erwartungen der Unternehmen im Hinblick auf die Exporttätigkeit sprechen dafür, dass die Ausfuhren im dritten Vierteljahr ebenfalls solide wachsen werden. Insgesamt dürfte die Produktion der Industrieunternehmen im Sommerquartal wieder stärker zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum beitragen. Aufgrund der bereits überdurchschnittlich ausgelasteten Kapazitäten dürfte dadurch auch wieder mehr in Ausrüstungen und Maschinen investiert werden. Mehr Schub sollte im dritten Vierteljahr überdies von den Bauinvestitionen kommen, nachdem die wetterbedingten Rückpralleffekte in der Bauwirtschaft ausgelaufen sind. Ferner dürfte der private Verbrauch nach der Delle im Frühjahr wieder ein maßgeblicher binnenwirtschaftlicher Wachstumstreiber sein: Die Einkommensperspektiven der Arbeitnehmer sowie die Arbeitsmarktsituation sind weiterhin günstig, und die Rohölpreise haben ihren Anstieg zuletzt nicht fortgesetzt, sondern sind gefallen.

Die Rahmenbedingungen für die deutschen Staatsfinanzen bleiben günstig, und aus heu-

tiger Sicht zeichnen sich für das laufende Jahr abermals ein Überschuss und eine sinkende Schuldenquote ab. Bei einer guten Konjunktur- und Arbeitsmarktlage profitieren die staatlichen Haushalte von weiter rückläufigen Zinsausgaben. Der Überschuss dürfte im Vergleich zum Vorjahr dennoch sinken, da es zu strukturellen Mehrbelastungen an anderer Stelle kommt: Zum einen steigen die Aufwendungen für die Flüchtlinge, vor allem weil im Jahr 2015 viele Personen erst im Herbst zuwanderten und daher das Gros der diesbezüglichen Ausgaben in wenigen Monaten zu Buche schlug. Zum anderen ist der Haushaltskurs auch darüber hinaus expansiv. So werden in verschiedenen Bereichen die Ausgaben aufgestockt, etwa für Wohngeld, Infrastruktur und Kinderbetreuung. Zudem fielen die Rentenanpassungen zur Jahresmitte in diesem Jahr besonders hoch aus.

Auch mittelfristig sind die Perspektiven für die deutschen Staatsfinanzen günstig. Dabei unterstreichen die jüngsten Erfahrungen mit den unerwartet hohen fiskalischen Lasten im Zusammenhang mit der Flüchtlingswanderung, wie hilfreich bei Defizitobergrenzen Sicherheitsabstände sind, die Handlungsspielräume bei überraschenden Entwicklungen innerhalb der Haushaltsregeln schaffen. Angesichts der Vorgaben durch die nationale Schuldenbremse legt dies nahe, auch künftig im Regelfall moderate strukturelle Überschüsse anzustreben.

Ungeachtet dessen ist es wichtig, die strukturellen Rahmenbedingungen gezielt zu verbessern, etwa indem Effizienzreserven erschlossen und wachstumsfreundliche Ausgabenbereiche ein höheres Gewicht erhalten. Über die Sicherheitsabstände hinausgehende nachhaltige Haushaltsspielräume könnten künftig für Abgabensenkungen genutzt werden, nachdem zuletzt bei positiven Überraschungen primär zusätzliche Ausgaben beschlossen worden waren. So könnte beispielsweise für die Bundesagentur für Arbeit erwogen werden, den Beitragssatz zurückzunehmen und damit den aus derzeitiger Sicht zu erwartenden zusätzlichen Anstieg ihrer Rücklagen zu dämpfen. Zu denken wäre ferner

an den Abbau des Solidaritätszuschlags. Diese Ergänzungsabgabe des Bundes erbringt Einnahmen in Höhe von ½% des BIP, während die Sonderzuweisungen an die ostdeutschen Länder im Vergleich dazu nur noch gering sind und zum Ende des Jahrzehnts auslaufen.

Für den Bundeshaushalt wäre es ebenfalls empfehlenswert, mittelfristig wieder größere Sicherheitsabstände zur Budgetbegrenzung durch die Schuldenbremse aufzubauen – um über größere Handlungsspielräume bei neuerlichen unerwarteten Entwicklungen zu verfügen, aber auch um beispielsweise für die allmählich einsetzenden demografischen Lasten vorzusorgen. Außerdem erscheint es ratsam, die Rücklage, die zum Decken von Belastungen durch die Flüchtlingszuwanderung angelegt wurde, spätestens Ende 2017 zur Schuldentilgung einzusetzen. Die künftigen flüchtlingsbezogenen Aufwendungen dürften dann relativ verlässlich abzuschätzen sein und sollten über regelmäßig fließende Einnahmen finanziert werden. Die aktuelle Behandlung der Rücklage im Rahmen der Schuldenbremse kann zum Konflikt mit den EU-Regeln führen, bei denen Rücklagenbewegungen – wie finanzielle Transaktionen – nicht auf den Saldo angerechnet werden. Die Schuldenbremse soll die EU-Regeln absichern, und auch deshalb sollten Überschüsse aus Vorjahren nicht zum Stopfen von Löchern bei der Haushaltsaufstellung genutzt werden können. Generell gilt es zu verhindern, dass einmalig zur Verfügung stehende Haushaltsmittel wie Rücklagen dazu genutzt werden, neue dauerhafte Mehrausgaben kurzfristig zu decken, und so zukünftiger Konsolidierungsbedarf aufgestaut wird.

Bei der gesetzlichen Rentenversicherung (GRV) sollte die aktuell günstige Lage nicht darüber

hinwegtäuschen, dass sie aufgrund der demografischen Entwicklung künftig erheblich unter Druck geraten wird. Um die für Vorsorgeplanungen wichtigen langfristigen Entwicklungen aufzuzeigen, sollten offizielle Vorausberechnungen über das Jahr 2030 hinausgehen. Das Vertrauen in die Rentenversicherung könnte gestärkt und die Unsicherheit hinsichtlich der finanziellen Absicherung im Alter verringert werden, wenn deutlich gemacht würde, wie die langfristigen Anpassungsregeln für die GRV-Parameter Rentenalter, Versorgungsniveau und Beitragssatz aus heutiger Sicht ausgestaltet werden sollen. Die offiziellen Berechnungen vernachlässigen die Verlängerung der Lebensarbeitszeit, die mit dem sukzessiv auf 67 Jahre steigenden gesetzlichen Rentenalter angelegt ist, sodass die Absicherung durch die GRV mit den bislang ausgewiesenen Versorgungsniveaus im Zeitverlauf zunehmend unterschätzt wird. Insgesamt spricht einiges dafür, nicht zuletzt eine längere Lebensarbeitszeit und ein höheres gesetzliches Rentenalter stärker in den Blick zu nehmen. Die Anhebung des gesetzlichen Rentenalters auf 67 Jahre bis zum Jahr 2029 stabilisiert bis dahin annähernd das Verhältnis der durchschnittlichen Zeiträume von Renten- zu Beitragsphasen, obgleich auf einem historisch hohen Niveau. Für die Zeit nach 2029 wäre zu erwägen, dies fortzuführen. Aus aktueller Sicht wäre damit eine schrittweise Anhebung auf etwa 69 Jahre bis zum Jahr 2060 verbunden. Selbst damit stiege der Beitragssatz aber wohl auf eine Größenordnung von 24%, und das Versorgungsniveau der GRV ginge auf eine Größenordnung von rund 44% zurück. Bei Nutzung der ergänzenden freiwilligen Riester-Rente ließe sich aber ein Gesamtversorgungsniveau erreichen, das – auch bei niedrigeren Renditen – über den aktuellen Werten liegen dürfte.