

## Überblick

### Deutsche Binnenkonjunktur im Sommer wieder gefestigt

*Weltwirtschaft  
bemerkenswert  
robust*

Seit dem Volksentscheid im Vereinigten Königreich für einen Austritt aus der EU wurden verstärkt aus dem politischen Umfeld herrührende Risiken für die Weltwirtschaft wahrgenommen. In den Mittelpunkt der Aufmerksamkeit rückte vor allem die Gefahr, dass sich die Unternehmen und privaten Haushalte aufgrund der Unsicherheit über die weiteren Aussichten bei ihren Investitions- und Konsumentscheidungen zurückhalten könnten. Vor diesem Hintergrund zeigte sich die globale Konjunktur im Sommer bemerkenswert robust. Die Fortgeschrittenen Volkswirtschaften expandierten im abgelaufenen Quartal insgesamt sogar etwas schneller als zuvor. Maßgeblich hierfür war die spürbare Tempoerhöhung in den USA und Japan. Vergleichsweise stetig legte die gesamtwirtschaftliche Erzeugung im Euro-Raum zu. Auffällig war vor allem das deutliche Wirtschaftswachstum im Vereinigten Königreich: Es steht im Gegensatz nicht nur zu diversen Abwärtsszenarien, sondern auch zu der allgemeineren Erwartung, die Konjunktur werde sich nach dem Brexit-Votum eintrüben. Die Entwicklungen innerhalb der Gruppe der Schwellenländer blieben heterogen. Insbesondere hob sich der stabile und relativ kräftige Zuwachs der chinesischen Wirtschaftsleistung von den anhaltenden Problemen verschiedener Rohstoffexporteure ab.

*IWF bestätigt  
Projektionen  
für globales  
Wachstum*

In Anbetracht der insgesamt robusten Entwicklungen bestätigte der Stab des Internationalen Währungsfonds im aktuellen World Economic Outlook seine Projektionen aus der Juli-Runde für das globale Wirtschaftswachstum in diesem und im nächsten Jahr. Dabei nahm er seine Schätzung für die Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) in den USA vor allem für 2016 nochmals deutlich zurück, stufte aber die aktuelle Produktionslücke in den USA nun erheblich kleiner ein als noch im April. Die Perspektiven einiger anderer Volkswirtschaften sah

der Stab zuletzt etwas günstiger. So hob er seine Wachstumsprojektionen für den Euro-Raum in diesem und im nächsten Jahr geringfügig an. Die Vorausschätzungen für Japan korrigierte er sogar spürbar nach oben. Unter den Schwellenländern stellten sich die Aussichten für Russland nicht mehr so trüb dar.

Das Referendum im Vereinigten Königreich prägte auch die Finanzmärkte zur Jahresmitte. Die Sorge vor einem wirtschaftlichen Einbruch vor allem im Vereinigten Königreich selbst, der aber auch Auswirkungen auf andere Länder hätte, und die damit verbundene Erwartung einer langfristig lockeren Geldpolitik drückten die Aktienkurse und die Renditen von Staatsanleihen. Mit dem Ausbleiben des vielfach erwarteten zeitnahen realwirtschaftlichen Einbruchs im Vereinigten Königreich erholten sich die Märkte im Laufe des dritten Quartals aber wieder. Gegen Ende des Berichtszeitraums dominierten dann die Erwartungen über die künftige Geldpolitik beiderseits des Atlantiks die Entwicklung der Renditen; zudem beeinflusste der für viele Beobachter überraschende Ausgang der US-Präsidentenwahl die Finanzmärkte. Vor dem Hintergrund anziehender Inflationsraten und solider Wirtschaftszahlen kommt in dem Anstieg der Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen (84 Basispunkte auf 2,3%) und laufzeitgleicher Bundeswertpapiere (37 Basispunkte auf 0,2%) die gestiegene Erwartung einer Leitzinserhöhung in den USA im Dezember sowie einer expansiveren US-Fiskalpolitik zum Ausdruck. Die Entwicklung der Finanzmärkte in Japan wurde hingegen durch die im September beschlossene Strategieänderung der japanischen Zentralbank dominiert. So soll nicht nur ein zukünftiges temporäres Überschießen der Inflation über das ursprüngliche Ziel von 2% hinaus in Kauf genommen, sondern überdies fortan die Rendite zehnjähriger Anleihen um die Nulllinie stabilisiert werden. Ein deutlicher Renditeanstieg in Japan blieb deshalb seit Ende Juni aus. Der Wechselkurs des Euro

*Finanzmärkte  
nach Abklingen  
des „Brexit-  
Schocks“ im  
Zeichen der  
Geldpolitik  
und des  
Ausgangs der  
US-Präsidenten-  
wahl*

blieb in effektiver Rechnung seit dem Beginn des zweiten Halbjahres per saldo unverändert. Der Aufwertung gegenüber dem Pfund Sterling, die im Zusammenhang mit dem Referendumsentscheid und den nachfolgenden geldpolitischen Maßnahmen der Bank von England stand, wirkten Kurseinbußen gegenüber anderen Währungen entgegen.

*Geldpolitik:  
Erwartung einer  
allmählichen  
Steigerung der  
Inflationsrate  
bestätigt*

Der EZB-Rat beließ im Berichtsquartal die Leitzinsen unverändert und ergriff keine neuen Sondermaßnahmen. Im September betraute er die betreffenden Ausschüsse des Eurosystems mit der Bewertung von Optionen, die auch künftig eine reibungslose Umsetzung des Ankaufprogramms gewährleisten sollen. Auf der geldpolitischen Sitzung im Oktober stellte der EZB-Rat fest, dass das Basisszenario einer weiterhin moderaten, aber stetigen wirtschaftlichen Erholung und eines allmählichen Anstiegs der Inflationsrate durch die verfügbar gewordenen Informationen bestätigt wurde. Der Rat bekräftigte seine Entschlossenheit, den erheblichen Grad an geldpolitischer Akkommodierung beizubehalten, der erforderlich ist, damit sich die Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2% auf mittlere Sicht annähert.

*Zweites GLRG II  
abgewickelt*

Das Eurosystem setzte seine Ankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (expanded Asset Purchase Programme: APP) im Berichtsquartal wie geplant fort. Ende September wurde zudem das zweite Geschäft der zweiten Serie von gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG II) durchgeführt. Dabei lag das zugeteilte Volumen tendenziell am oberen Ende der Markterwartungen. Das dritte GLRG II wird im Dezember dieses Jahres durchgeführt.

*Fortgesetztes  
Geldmengen-  
wachstum*

Die Entwicklung der monetären Indikatoren lieferte für sich genommen weiterhin keine Anhaltspunkte für einen steigenden geldpolitischen Handlungsbedarf. Das breit gefasste Geldmengenaggregat M3 nahm im dritten Quartal vor dem Hintergrund des historischen Niedrigzinsumfelds und der anhaltenden, moderaten konjunkturellen Erholung im Euro-

Raum erneut deutlich zu. Getragen wurde das Geldmengenwachstum insbesondere auch durch die fortgesetzte Erholung der Buchkredite an den nichtfinanziellen Privatsektor, wengleich der im zweiten Vierteljahr zu beobachtende Anstieg der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen hinter den Vorquartalen zurückblieb. Des Weiteren wurde das Geldmengenwachstum durch die Wertpapierkredite des Bankensektors an inländische Nichtbanken gestützt, die wesentlich von den Ankaufprogrammen des Eurosystems geprägt waren. Allerdings wurden die positiven Effekte der Wertpapierkäufe auf die Geldmenge teilweise dadurch kompensiert, dass in erheblichem Umfang 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.

Der Aufschwung der deutschen Wirtschaft verlor im Sommer 2016 vorübergehend etwas an Fahrt. Der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge stieg das reale BIP im dritten Vierteljahr saison- und kalenderbereinigt gegenüber dem Vorquartal lediglich um 0,2%. Dabei wechselten im Vergleich zum Vorquartal die Triebkräfte. Die Exporte, die im Frühjahr noch maßgeblich zum BIP-Zuwachs beigetragen hatten, erlitten einen Rückschlag, der durch die wieder stärkere Binnenkonjunktur nicht ganz ausgeglichen wurde. Die konjunkturelle Grunddynamik ist aber weiter recht kräftig. Für das letzte Vierteljahr des laufenden Jahres ist damit zu rechnen, dass der BIP-Zuwachs an das höhere Tempo des ersten Halbjahres anknüpfen wird. Darauf deuten die kräftig aufgehellten Stimmungsindikatoren hin. Die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten sind weiter überdurchschnittlich ausgelastet.

Die Binnenkonjunktur fand nach der Delle im Frühjahr zurück zu der seit Ende 2014 anhaltenden Stärke. Die dynamischere Gangart der inländischen Konjunktur wurde vor allem vom staatlichen und privaten Konsum getragen. Neben der besonders hohen Rentenanhebung

*Deutsche Wirtschaft verlor im dritten Quartal 2016 an Fahrt, da schwache Exporte ...*

*... wieder stärkere Binnenkonjunktur verdeckten*

zur Jahresmitte und der mit Verzögerung ausgezahlten Tarifierhebung im öffentlichen Dienst gaben auch die weiterhin vorteilhaften Einkommens- und Arbeitsmarktperspektiven und die niedrigen Energiepreise der Konsumkonjunktur kräftigen Auftrieb. Bei den Bauinvestitionen scheint die Anpassungsphase im zweiten Vierteljahr nach der wetterbedingt überdurchschnittlich hohen Produktion zu Jahresanfang abgeschlossen zu sein. Die Ausrüstungsinvestitionen blieben zwar ohne Impulse, dämpften die wirtschaftliche Aktivität aber nicht mehr im gleichen Maß wie noch im Frühjahr.

*Robuste Kreditentwicklung in Deutschland*

Das Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden nahm in den Sommermonaten noch einmal deutlich zu. Die größten Nettozuflüsse verzeichneten die Ausleihungen an private Haushalte, die wie in den Vorquartalen vor allem von den Wohnungsbaukrediten getrieben wurden. Daneben konnten die Banken auch ihr Kreditgeschäft mit inländischen nichtfinanziellen Unternehmen per saldo spürbar ausweiten.

*Delle in der günstigen Arbeitsmarktentwicklung, Aussichten jedoch verbessert*

Die in den vergangenen Quartalen sehr gute Entwicklung am Arbeitsmarkt wies vor allem in den Monaten Juni bis August eine Delle auf. Die Erwerbstätigkeit nahm im Gegensatz zum Winter und Frühjahr im dritten Vierteljahr nur geringfügig zu. Dies lag sowohl an der schwachen Zunahme sozialversicherungspflichtiger Stellen als auch an der wieder rückläufigen geringfügigen Beschäftigung. Gleichwohl sind die Aussichten für die Beschäftigung günstig, denn die Frühindikatoren haben sich zuletzt deutlich verbessert. Die Arbeitslosigkeit ging zuletzt nur wenig zurück. Hierbei spielte allerdings die zunehmende Zahl von Flüchtlingen eine Rolle, die sich arbeitssuchend meldeten, nachdem ihr Asylgesuch anerkannt worden war. Dieser Effekt wurde durch die Ausweitung arbeitsmarktpolitischer Maßnahmen lediglich gedämpft, aber nicht vollständig kompensiert. Für die nächsten Monate ist zu erwarten, dass die registrierte Arbeitslosigkeit weiter leicht zurückgeht.

Die Tarifverdienste schwenkten im Laufe dieses Jahres auf einen flacheren Wachstumspfad ein. Nach einem verhaltenen Zuwachs um 2,2% im Frühjahr 2016 stiegen sie im dritten Quartal mit 1,9% ebenfalls nur mäßig. Sowohl die niedrigen Tarifierhebungen aus zweiten Stufen früherer Lohnrunden als auch die überwiegend moderaten Neuabschlüsse des laufenden Jahres drückten den Lohnanstieg im Sommer. Außerdem waren nicht selten Nullmonate vereinbart worden, die zu verzögerten Lohnanhebungen führten. Nicht auszuschließen ist, dass in einigen Fällen für die ausgehandelten Tarifergebnisse neben dominierenden Bestimmungsfaktoren wie der allgemeinen Wirtschaftslage auch die derzeit niedrige Inflationsrate oder die Erwartung einer für die Laufzeit der Tarifvereinbarung weiterhin moderaten Preissteigerung eine Rolle spielten. Die Effektivverdienste könnten zuletzt in einem ähnlichen Ausmaß wie im ersten Halbjahr zugelegt haben.

*Tarifverdienste auch im Sommer 2016 nur mäßig gestiegen*

Bei den Preisen setzte sich im dritten Quartal 2016 die aufwärtsgerichtete Tendenz des Vorquartals auf allen Wirtschaftsstufen fort. Im Gegensatz zum Frühjahr spielte Energie dabei allerdings zumeist eine untergeordnete Rolle. Auf den vorgelagerten Stufen stiegen vielmehr insbesondere die Preise ohne Energie. Auf der Verbraucherstufe fiel der Anstieg in dieser Abgrenzung allerdings etwas weniger deutlich aus als im Frühjahr. Den niedrigeren Energiepreisen standen hier witterungsbedingt höhere Preise für Nahrungsmittel gegenüber. Ohne diese beiden schwankungsanfälligen Komponenten gerechnet stiegen die Verbraucherpreise weiterhin moderat an. Ausgeprägte Preisrückgänge bei Bekleidung und Schuhen trugen erheblich dazu bei, dass sich gewerbliche Waren ohne Energie kaum verteuerten. Dem stand gegenüber, dass die Mieten etwas stärker anzogen als in den Quartalen zuvor. Gegenüber dem Vorjahr stiegen die Preise insgesamt gemäß dem nationalen Verbraucherpreisindex um 0,5% und damit spürbar stärker als im Vorquartal. Beim harmonisierten Index verstärkte sich der Anstieg auf 0,4%.

*Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel moderat gestiegen*

*BIP-Anstieg dürfte sich im Jahresschlussquartal deutlich verstärken*

Im letzten Vierteljahr 2016 dürfte sich das Wachstum der deutschen Wirtschaft nach der temporären Verlangsamung im Sommer wieder deutlich verstärken. Die Stimmung hat sich zuletzt kräftig aufgehellt. Dies gilt insbesondere für das Verarbeitende Gewerbe, in dem außerdem die Kapazitätsauslastung weiter deutlich zulegen und die Auftragseingänge stiegen. Daher ist davon auszugehen, dass die Industrieproduktion im Jahresschlussquartal wohl stärker zur gesamtwirtschaftlichen Dynamik beitragen wird. Die hohe Kapazitätsauslastung dürfte überdies die zuvor rückläufige Investitionstätigkeit in Ausrüstungen und Maschinen beleben. Schließlich weisen die merklich gestiegenen Exporterwartungen in der Industrie sowie die aufwärtsgerichteten Auftragseingänge aus dem Ausland nach der Flaute im Sommer auf wieder steigende Warenexporte hin. Im Bausektor signalisieren die Indikatoren weiterhin eine schwungvolle Konjunktur. Die unverändert günstigen Einkommens- und Arbeitsmarktperspektiven sowie die gute Stimmung der Verbraucher legen auch ein merkliches Plus bei den privaten Konsumausgaben nahe.

*Haushaltsüberschüsse trotz lockerer fiskalpolitischer Ausrichtung*

Die Lage der deutschen Staatsfinanzen bleibt günstig. So dürfte sich der Überschuss im laufenden Jahr trotz der lockeren fiskalpolitischen Ausrichtung nur wenig verringern (2015: 0,7% des BIP). Positive Konjunkturfaktoren und weiter sinkende Zinsausgaben entlasten die Staatshaushalte. Mit deutlichen jährlichen Mehraufwendungen im Vorjahresvergleich ist hingegen die Versorgung der Flüchtlinge verbunden, weil diese schwerpunktmäßig erst im Herbst letzten Jahres zuwanderten. Darüber hinaus werden die Ausgaben der Gebietskörperschaften unter anderem für die Verkehrsinfrastruktur auf-

gestockt, und die Leistungen der Sozialversicherungen für Gesundheit, Pflege und Renten steigen deutlich. Für das kommende Jahr zeichnet sich bei einer weiter moderat expansiv ausgerichteten Finanzpolitik ein kaum veränderter Überschuss ab. Die Konjunktur und fallende Zinsausgaben dürften die Staatshaushalte zusätzlich entlasten. Die Aufwendungen für die Flüchtlingsmigration könnten sich zunächst annähernd stabilisieren, wenn die (Neu-)Zuwanderung, wie derzeit allgemein erwartet, relativ gering bleibt. Allerdings dürften die Ausgabenzuwächse in anderen Bereichen weiterhin recht hoch sein.

Der Bundeshaushalt dürfte im laufenden Jahr erneut mit einem Überschuss abschließen und die Flüchtlingsrücklage aufgestockt werden. Für das kommende Jahr soll weiter auf eine Nettokreditaufnahme verzichtet werden. Wie im laufenden Jahr ist zum Ausgleich eines geplanten Defizits eine beträchtliche Entnahme aus der Rücklage veranschlagt. Tatsächlich erscheinen die Haushaltsansätze aber auch für das nächste Jahr vorsichtig, sodass ein solcher Rückgriff unter Umständen vermieden werden kann, wenn keine zusätzlichen Haushaltsbelastungen erfolgen. Die Rücklage wurde gebildet, um die zunächst kaum kalkulierbaren Mehrbelastungen durch die damalige sehr starke Flüchtlingszuwanderung vorübergehend zu decken. Mittlerweile dürften sich die Belastungen für den Bund aber hinreichend verlässlich abschätzen lassen und sind offenbar auch gut im Haushalt aufzufangen. Daher empfiehlt es sich, die Rücklage aufzulösen und damit einen Teil der immer noch hohen Bundesverschuldung haushaltsmäßig zu tilgen.