

## Überblick

### Deutsche Konjunktur beschleunigt sich, Teuerung zieht an

*Graduelle Festigung der globalen Konjunktur*

Die Weltwirtschaft hat das Jahr 2016 offenbar gefestigt beendet. Zwar dürfte das Wachstum der globalen Wirtschaftsleistung im Schlussquartal saisonbereinigt etwas nachgelassen haben. Ausschlaggebend hierfür war aber, dass in den USA die hohe Dynamik im Sommer von Sondereinflüssen begünstigt und mithin nicht zu halten war. Anderenorts zeichnete sich kein größerer Tempowechsel ab. Vielmehr wies eine Reihe von Indikatoren auf eine Aufhellung des weltweiten Konjunkturbilds hin. Es gab deutliche Anzeichen für eine Belebung der Industrie und des internationalen Warenhandels. Darüber hinaus verbesserte sich die Stimmung auf Unternehmensebene spürbar, und die Preise auf wichtigen Rohstoffmärkten zogen an. Insgesamt spricht also einiges dafür, dass die bereits seit Längerem erwartete graduelle Festigung der Weltwirtschaft nunmehr im Gang ist.

*Mögliche Implikationen eines Politikschwungs in den USA*

Die Erwartung eines einschneidenden Politikschwungs in den USA wird vielfach als eine Ursache für die Aufhellung des globalen Konjunkturbilds und für diverse Finanzmarktbewegungen in der jüngsten Zeit gewertet. Zwar könnten umfassende Steuersenkungen das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und damit der Importe in den USA kurzfristig anheizen. Angesichts der weitgehenden Normalauslastung der Kapazitäten der amerikanischen Wirtschaft dürfte dies aber auch den Preisauftrieb und mithin die Zinsen spürbar erhöhen. Über das Zins-Wechselkurs-Gefüge würden sich diese Effekte der Tendenz nach wohl auch in den Partnerländern niederschlagen. Mithin könnte dort der dämpfende Einfluss höherer Zinsen und niedrigerer Kaufkraft einer Ausweitung der Exporte in die USA gegenüberstehen. Ins Bild zu nehmen wäre auch die Gefahr eines restriktiveren Kurses der amerika-

nischen Handelspolitik. Insofern haben nicht nur Aufwärtsrisiken für die globale Konjunktur an Bedeutung gewonnen. Eindeutiger dürfte sein, dass ein solcher Politikwechsel den allgemeinen Preisauftrieb steigern würde.

Politische Ereignisse sowie die geldpolitischen Beschlüsse der Federal Reserve und des Eurosystems prägten seit September vergangenen Jahres maßgeblich das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten. Hinzu kam, dass im Laufe des vierten Quartals steigende Energiepreise dazu beitrugen, die Deflationssorgen einiger Marktteilnehmer zu zerstreuen. Anfang November führte insbesondere der Ausgang der US-Wahlen weltweit zu einem raschen Zinsauftrieb. Ein Faktor dafür war die Erwartung einer Lockerung der US-Fiskalpolitik; zudem hob die Federal Reserve die US-Leitzinsen um weitere 25 Basispunkte an und bekräftigte, gegebenenfalls die Geldpolitik im Laufe dieses Jahres weiter zu straffen. Der Zinsverbund mit den USA ließ auch die Renditen im Euro-Raum steigen, wenngleich weniger stark. Ein Grund hierfür war, dass der EZB-Rat Anfang Dezember beschloss, den monetären Expansionsgrad nochmals zu erhöhen. In dem beschriebenen Konjunktur- und Finanzmarktumfeld stiegen die Aktienkurse zum Teil deutlich an. Der US-amerikanische S&P 500-Index erreichte Mitte Februar ein neues Allzeithoch. Finanzwerte legten vielerorts überproportional zu – nicht zuletzt in der Erwartung, dass die nun wieder steilere Zinsstrukturkurve künftig die Ertragslage von Finanzinstituten verbessern dürfte. Bankaktien profitierten aber auch davon, dass die neue US-Regierung beabsichtigt, regulatorische Vorschriften zu lockern, was vor dem Hintergrund der Erfahrungen in der Finanzkrise durchaus kritisch zu sehen ist. Im Fokus des Interesses an den Devisenmärkten stand die Kursentwicklung des US-Dollar, der gegenüber den meisten Währungen von Industrie- und Schwellenländern deutliche Kursgewinne verbuchte. Der Euro gab im gewogenen Durchschnitt ge-

*Finanzmärkte unter dem Einfluss geldpolitischer Entscheidungen und der US-Wahlen*

gegenüber 19 wichtigen Handelspartnern im Ergebnis leicht nach (-1,4%). Ausschlaggebend waren Kurseinbußen insbesondere gegenüber dem US-Dollar und einigen Rohstoffwährungen, die von der Erholung der Ölpreise profitierten.

*Geldpolitik: EZB-Rat beschließt Anpassungen der Ankaufprogramme*

Der EZB-Rat beließ die Leitzinsen im gesamten Berichtszeitraum unverändert, beschloss aber auf der geldpolitischen Sitzung im Dezember, seine Ankäufe im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten im derzeitigen Umfang von monatlich 80 Mrd € bis Ende März 2017 fortzusetzen. Ab April 2017 soll der Nettoerwerb von Vermögenswerten bis Ende Dezember 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus in reduziertem Umfang von monatlich 60 Mrd € erfolgen und in jedem Fall so lange anhalten, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Inflationsziel im Einklang steht. Die Mehrheit des EZB-Rats war der Auffassung, dass diese Verlängerung des Ankaufprogramms erforderlich war, um eine nachhaltige Annäherung der Inflationsrate an ein Niveau von unter, aber nahe 2% auf mittlere Sicht sicherzustellen. Als Grund für die Reduzierung der monatlichen Kaufvolumina auf 60 Mrd € wurde die sich festigende Erholung der Wirtschaft genannt.

Im Dezember wurde das dritte von vier gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften der zweiten Serie (GLRG II) abgewickelt. Das nachgefragte Volumen lag mit 62,2 Mrd € am oberen Rand der Markterwartungen. Das letzte GLRG II wird im März dieses Jahres durchgeführt.

*Fortgesetztes Geldmengenwachstum im Euro-Raum*

Die Entwicklung der monetären Indikatoren lieferte für sich genommen weiterhin keine Anhaltspunkte für einen steigenden geldpolitischen Handlungsbedarf. Das breit gefasste Geldmengenaggregat M3 nahm im vierten Quartal vor dem Hintergrund des historischen Niedrigzinsumfelds und der recht robusten konjunkturellen Erholung im Euro-Raum erneut deutlich zu. Ein wesentlicher Träger des Geld-

mengenwachstums war die fortgesetzte Erholung der Buchkredite des Bankensektors an den nichtfinanziellen Privatsektor; insbesondere setzten die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen ihren Aufwärtstrend nach einem schwächeren Vorquartal fort. Des Weiteren wurde das Geldmengenwachstum durch die Wertpapierkredite an inländische Nichtbanken gestützt, die wesentlich von den Ankaufprogrammen des Eurosystems geprägt waren.

Die Konjunktur in Deutschland legte zum Jahresende 2016 eine spürbar höhere Gangart ein. Der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge stieg das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im vierten Quartal 2016 saison- und kalenderbereinigt gegenüber dem dritten Vierteljahr um 0,4% und damit deutlich stärker als im Sommer, in dem der Zuwachs lediglich 0,1% betragen hatte. Im Jahr 2016 insgesamt erhöhte sich das reale BIP gegenüber dem Vorjahr um 1,9% (kalenderbereinigt 1,8%). Auf der Nachfrageseite kamen zum Jahresende stärkere Wachstumsimpulse vor allem von den Exporten, die ihre Schwäche vom Sommer überwandten und kräftig zulegten. In regionaler Hinsicht fiel die Expansion der Warenlieferungen breit gefächert aus. Deutlich mehr Waren konnten die deutschen Exporteure in den Ländern der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) absetzen. Die Nachfrage aus Drittstaaten war sogar noch schwungvoller. Auch die Bauaktivitäten gewannen im letzten Quartal des abgelaufenen Jahres wieder an Dynamik. Der private Verbrauch blieb angesichts der nach wie vor günstigen Arbeitsmarkt- und Einkommensperspektiven auf Expansionskurs. Offenbar dämpfte der Kaufkraftentzug infolge des starken Anstiegs der Energiepreise die Konsumfreude der privaten Haushalte nur wenig. Dagegen blieben die Ausrüstungsinvestitionen, die in den beiden Quartalen zuvor rückläufig gewesen waren, ohne Schwung. Zwar verbuchten die Hersteller von Investitionsgütern im Inlandsabsatz in realer Rechnung ein deutliches Umsatzplus. Aber die rückläufigen Zulassungszahlen der gewerblich genutzten Kraftfahrzeuge deuten darauf hin, dass die Investitionen in den

*In Deutschland höheres Wirtschaftswachstum zum Jahresende*

Fuhrpark der Unternehmen sehr schwach ausfielen.

In dieses konjunkturelle Bild passt, dass die Banken ihre Buchkreditvergabe an den inländischen Privatsektor im Berichtsquartal abermals ausweiteten. Dies war erneut hauptsächlich auf den Anstieg der Wohnungsbaukredite an private Haushalte zurückzuführen. Das Buchkreditgeschäft mit inländischen nichtfinanziellen Unternehmen legte im Berichtsquartal moderat zu.

*Beschäftigung leicht gestiegen, Arbeitslosigkeit weiter rückläufig*

Die Beschäftigung war im Herbst nach der leichten Delle im Sommer wieder aufwärtsgerichtet. Gemessen an der Entwicklung des ersten Halbjahres und den teilweise sehr günstigen Frühindikatoren nahm die Erwerbstätigkeit jedoch nur moderat zu. Die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung stieg im Herbst lediglich verhalten an, die ausschließlich geringfügige Beschäftigung verminderte sich anhaltend. Demografische Faktoren könnten einen Teil der geringeren Stellendynamik erklären. Der bereits seit Jahren zu verzeichnende Rückgang des inländischen Erwerbspersonenpotenzials wird nicht mehr vollständig durch eine erhöhte Erwerbsbeteiligung aufgefangen, und die erhöhte Arbeitsnachfrage dürfte nach Angaben der Bundesagentur für Arbeit ganz überwiegend durch Zuwanderung gedeckt worden sein. Die Aussichten für die Beschäftigungsentwicklung sind weiter günstig, jedoch zeichnet sich mehr und mehr ab, dass die Besetzung freier Stellen schwieriger wird. Die Arbeitslosigkeit ging bis zuletzt deutlich zurück, trotz der hohen Zahl an Flüchtlingen, die ihren Asylentscheid erhielten und sich daraufhin arbeitssuchend meldeten.

*Weiterhin moderater Anstieg der Tarifverdienste*

Die Tarifverdienste erhöhten sich auch im Herbst 2016 nur moderat. Einschließlich Nebenvereinbarungen stiegen sie um 2,2% gegenüber dem Vorjahr und damit kaum stärker als im Sommer. Die Effektivverdienste dürften wie schon in der Vorperiode stärker zugelegt haben. Die diesjährige Tarifrunde wird weniger Beschäftigte als im Vorjahr betreffen und überwiegend Dienstleis-

tungsbranchen abdecken. Die bereits im letzten Jahr vereinbarten Tarifabschlüsse sehen für 2017 niedrige Stufenanhebungen vor, die überwiegend unter 2½% liegen. Bisher veröffentlichte Lohnforderungen der Gewerkschaften umfassen ein Spektrum von 4,5% bis 6% und haben damit eine ähnliche Größenordnung wie im Vorjahr.

Die Preise auf der Verbraucherstufe stiegen gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im letzten Viertel des Jahres 2016 recht kräftig um saisonbereinigt 0,5% an, und damit stärker als im Dreimonatsabschnitt zuvor (+ 0,3%). Vor allem Energie verteuerte sich infolge der wieder anziehenden Rohölnotierungen deutlich. Aber auch für Nahrungsmittel mussten Verbraucher aufgrund sehr kräftiger Preissteigerungen für Molkereiprodukte sichtlich mehr bezahlen. Zudem zogen die Preise von Industriegütern (ohne Energie) nach der Seitwärtsbewegung im dritten Vierteljahr wieder an. Dies lag hauptsächlich an einer Gegenbewegung bei den Preisen für Bekleidung und Schuhe, die zuvor – wohl wegen der ungewöhnlich warmen Witterung im September – deutlich gesunken waren. Dienstleistungen verteuerten sich dagegen nur noch schwach, was an einem bemerkenswert starken Rückgang der Preise für Pauschalreisen lag. Davon abgesehen stiegen die Dienstleistungspreise ungefähr genauso stark wie im Sommer. Dies galt auch für Mieten, die damit erneut etwas stärker angehoben wurden als im längerfristigen Durchschnitt. Insgesamt weitete sich der Vorjahresabstand des HVPI deutlich von 0,4% auf 1,0% aus. Im Quartalsverlauf stellte sich der Anstieg von 0,5% im September auf 1,7% im Dezember sogar noch ausgeprägter dar. Dazu trug bei, dass die Preise für Kraftstoffe und Heizöl zum Jahresende 2015 spürbar gesunken waren. Ohne Energie und Nahrungsmittel lag die Vorjahresrate im Herbstquartal weiterhin etwas über 1%.

*Verbraucherpreise im Herbst wegen Energie und Nahrungsmitteln stärker gestiegen*

Das Wachstum der deutschen Wirtschaft dürfte sich im ersten Jahresviertel 2017 weiter verstärken. Kräftige Impulse sind vor dem Hinter-

*Wohl nochmals stärkeres Wirtschaftswachstum nach dem Jahreswechsel*

grund des sehr dynamischen Auftragszuflusses insbesondere von den Aktivitäten in der Industrie zu erwarten. Dies dürfte sich auch in den Ausfuhren niederschlagen. Darauf weisen die optimistischen Exporterwartungen der Unternehmen hin. Die mittlerweile deutlich überdurchschnittliche Auslastung der Produktionskapazitäten lässt zudem höhere Ausrüstungsinvestitionen bei den Unternehmen erwarten. Die ausgesprochen lebhaftere Baukonjunktur dürfte sich im ersten Vierteljahr ebenfalls fortsetzen, sofern ungünstige Witterungsbedingungen sie nicht stark beeinträchtigen. Schließlich sprechen die anhaltende Verbesserung der Bedingungen am Arbeitsmarkt, die günstigen Einkommensaussichten der Arbeitnehmer sowie das gute Konsumklima für eine Fortsetzung der lebhaften Konsumkonjunktur, auch wenn die höhere Teuerungsrate den Ausgabenspielraum der Verbraucher einengt.

*Öffentliche Finanzen: dritter Jahresüberschuss in Folge*

Bei weiterhin sehr günstigen Rahmenbedingungen für die Staatsfinanzen wurde in Deutschland im vergangenen Jahr zum dritten Mal in Folge ein gesamtstaatlicher Überschuss erzielt (nach ersten Angaben: + 0,6% des BIP). Einerseits entlasteten die günstige konjunkturelle Entwicklung sowie nochmals niedrigere Zinsaufwendungen die öffentlichen Haushalte. Andererseits war die fiskalische Grundausrichtung expansiv. Insgesamt profitierten die Staatsfinanzen zwar von deutlichen Einnahmewachsen insbesondere bei den gewinnabhängigen Steuern. Allerdings stiegen auch die Ausgaben teils recht kräftig, vor allem für die Versorgung der Flüchtlinge, aber beispielsweise auch für Renten und Gesundheit. Für das laufende Jahr zeichnet sich ein Überschuss in ähnlicher Größenordnung ab. Die Finanzpolitik bleibt moderat expansiv ausgerichtet, was aber zum Teil durch fortgesetzt sinkende Zinsausgaben verdeckt werden dürfte. Die Schuldenquote dürfte weiter abnehmen.

Die durchschnittliche Verzinsung der Staatsverschuldung sank von 4¼% im Vorkrisenjahr 2007 auf zuletzt 2%, woraus sich allein im Jahr 2016 Haushaltsentlastungen von rechnerisch

1½% des BIP ergaben. Das derzeit sehr günstige Zinsniveau täuscht aber über die dauerhaften Lasten aus der Staatsverschuldung hinweg. Die demografiebedingt steigenden Sozialausgaben in Deutschland sprechen nach wie vor dafür, die staatliche Schuldenquote zügig zurückzuführen. Die aktuellen Planungen, die moderate strukturelle Überschüsse vorsehen, erscheinen insofern nicht zu ehrgeizig. Gleichzeitig sind strukturpolitische Maßnahmen wünschenswert, mit denen die Wachstumskräfte gestärkt werden. Hierzu gehören Investitionen für eine weiterhin gute Infrastrukturausstattung, deren Finanzierung aber keine Schuldenausweitung erfordert, sondern in erster Linie eine Frage der finanzpolitischen Prioritäten ist.

Mit Blick auf den Bundeshaushalt lag es nicht nahe, die Flüchtlingsrücklage mit dem Überschuss des Jahres 2016 nochmals aufzustocken. Die gesamte – zur Finanzierung der Flüchtlingslasten offenbar nicht notwendige – Rücklage zur haushaltsmäßigen Schuldentilgung zu verwenden hätte geringere Zinsaufwendungen verlässlich festgeschrieben. Auch die bereits konkretisierten Mehrbelastungen an anderer Stelle – wie etwa im Zuge des geplanten neuen Länderfinanzausgleichs – sprechen dafür, zumindest beim Schuldendienst Entlastungen konsequent zu sichern.

Um solide Staatsfinanzen abzusichern, wurden in Deutschland eine Schuldenbremse eingeführt und in der EU Haushaltsregeln vereinbart. Die europäischen Budgetregeln verlieren allerdings weiter an Bindungswirkung. Zuletzt stellte die Europäische Kommission mit ihrer Forderung nach einer merklichen Lockerung der fiskalpolitischen Ausrichtung der EWWU das Ziel tragfähiger Staatsfinanzen explizit zugunsten einer koordinierten konjunkturellen Feinsteuerung hintan. Dabei baut sich auch gemäß Einschätzung der Europäischen Kommission die im Euro-Raum insgesamt mäßige Unterauslastung der Wirtschaft im nächsten Jahr bereits ohne zusätzliche Fiskalimpulse ab. Die Schuldenquoten sind in verschiedenen Mitgliedstaaten hingegen immer noch sehr hoch. Ein zügiges Rück-

*Überschüsse im Bundeshaushalt zur Schuldentilgung verwenden*

*Effektive Budgetregeln wichtige Voraussetzung für eine stabile EWWU*

führen, unter anderem zur Vorsorge für potenziell wieder steigende Zinsniveaus, zeichnet sich häufig noch nicht ab. Bindende und in allen Mitgliedstaaten mitgetragene Fiskalregeln blei-

ben ebenso wie eine glaubwürdige No-bail-out-Klausel eine wichtige Voraussetzung für eine auf Stabilität ausgerichtete EWWU.