

## Überblick

### Deutsche Wirtschaft expandiert weiterhin stark

*Weltwirtschaft  
im Aufschwung*

Die globale Konjunktur blieb im Sommer 2017 schwungvoll. Die weltweite Wirtschaftsleistung dürfte ähnlich deutlich zugelegt haben wie bereits im zweiten Jahresviertel. Insbesondere die USA konnten die recht hohe Gangart aus dem Frühjahr halten. Zwar wurde das Wirtschaftsleben in einzelnen Bundesstaaten zeitweise durch zwei Wirbelstürme gestört; im Einklang mit früheren Erfahrungen dürfte der dämpfende Einfluss auf die Gesamtwirtschaft jedoch gering gewesen sein. Im Euroraum zog das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Sommer weiterhin spürbar stärker als das Produktionspotenzial an, wenngleich die hohe Rate aus dem Frühjahr nicht ganz erreicht wurde. Bemerkenswert stabil blieb das im internationalen Vergleich hohe Wachstum Chinas.

Hinter der gefestigten globalen Konjunktur steht nicht zuletzt, dass der Aufschwung gegenüber den vorangegangenen Jahren im Länderprofil an Breite gewonnen hat. So wurde die Weltwirtschaft in den Jahren 2012/2013 durch die Schuldenkrise einiger europäischer Staaten belastet und 2015/2016 durch die Rezessionen wichtiger Rohstoffexporteure. In diesem Jahr ist die Wirtschaftstätigkeit nur noch in wenigen Ländern rückläufig. Von der breit angelegten Aufwärtsbewegung profitiert nicht zuletzt der internationale Güteraustausch. Die Stimmungskennzeichen legten auch zum Herbstanfang keine wesentliche Änderung der konjunkturellen Grundtendenz nahe.

*Zuversichtliche  
Konjunktur-  
einschätzung  
und Erwartungen  
über Geld-  
politik bestimmen  
Finanz-  
marktentwick-  
lung*

Neben den günstigen Wirtschaftsaussichten prägten vor allem die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Geldpolitik die internationalen Finanzmärkte im dritten Quartal. Die Renditen von Staatsanleihen gerieten zunächst beiderseits des Atlantiks unter Druck, als die Anleger für den Euroraum ihre Erwartung einer weiterhin stark akkommodierenden Geldpolitik

festigten und für die USA ihre Zinserhöhungserwartungen abschwächten. Im Euro-Währungsgebiet sorgten außerdem die vom Eurosystem beschlossene Weiterführung des Wertpapierankaufprogramms – bei reduziertem Volumen – über den Jahreswechsel hinaus bis mindestens September 2018 und niedrigere Risikoaufschläge auf Staatsanleihen von Peripherieländern für sinkende Renditen. In den USA wurden die Renditen hingegen in der zweiten Quartalshälfte zunehmend durch die Erwartungen bezüglich der geplanten Steuerreform gestützt. Auch gingen die Marktteilnehmer nach der Ankündigung der Fed, ihre Bilanz abzubauen, wieder stärker von einem weniger expansiven geldpolitischen Kurs aus. Per saldo stiegen die US-Renditen dadurch leicht an. An den internationalen Aktienmärkten schlugen sich die günstigen Konjunkturperspektiven in höheren Gewinnerwartungen nieder, wodurch die Kurse überwiegend zulegten und sowohl in Deutschland als auch in den USA vorübergehend neue Höchststände erreichten. An den Devisenmärkten wurde der Euro durch die guten Konjunkturdaten für den Euroraum gestützt. Im Durchschnitt stieg der Eurokurs gegenüber den Währungen von 19 wichtigen Handelspartnern um knapp 2% an.

Der EZB-Rat beließ die Leitzinsen unverändert. Auf seiner Oktober-Sitzung entschied der Rat, die Käufe im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten bis zum Jahresende 2017 mit dem bisherigen monatlichen Volumen von 60 Mrd € fortzuführen. Ab Januar 2018 sollen die Nettokäufe mit reduziertem monatlichen Volumen in Höhe von 30 Mrd € bis Ende September 2018 oder darüber hinaus und in jedem Fall so lange durchgeführt werden, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Inflationsziel im Einklang steht. Die Reduzierung begründete der EZB-Rat damit, dass das Vertrauen in die allmähliche Annäherung der Inflationsraten an das Inflationsziel an-

*Geldpolitik:  
EZB-Rat  
reduziert  
Volumen der  
monatlichen  
Wertpapier-  
ankäufe ab  
2018*

gesichts des zunehmend robusten und breit angelegten Konjunkturaufschwungs weiter gewachsen ist. Die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Programms erworbenen Wertpapiere sollen auch nach Abschluss des Nettoerwerbs von Vermögenswerten für längere Zeit und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit wieder angelegt werden.

*Vollzuteilung bis Ende 2019 verlängert*

Der EZB-Rat beschloss zudem, die regulären Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems so lange wie erforderlich, mindestens jedoch bis zum Ende der letzten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2019 weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen.

*Fortgesetztes Geldmengenwachstum im Euroraum*

Bei den monetären Indikatoren setzte sich die positive Grundtendenz auch im Berichtsquartal fort: Das breit gefasste Geldmengenaggregat M3 nahm im dritten Quartal 2017 vor dem Hintergrund der niedrigen Zinsen und des breit angelegten Wirtschaftswachstums im Euroraum erneut deutlich zu. Die wichtigste Stütze des Geldmengenwachstums war abermals die Kreditvergabe. Dies betraf zum einen die fortgesetzte Ausweitung der Buchkredite der Banken an private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen. Zum anderen stützten die Anleihekäufe des Eurosystems erneut maßgeblich die Wertpapierkredite des MFI-Sektors an inländische Nichtbanken.

*Deutsche Wirtschaft im Sommer weiter in kräftigem Aufschwung*

Der kräftige Aufschwung der deutschen Wirtschaft setzt sich fort. Nach dem bereits sehr starken ersten Halbjahr legte das reale BIP der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes zufolge im Sommerquartal 2017 saison- und kalenderbereinigt um 0,8% gegenüber dem Vorquartal zu. Die gesamtwirtschaftliche Leistung expandiert damit seit Jahresanfang erheblich schneller als das Produktionspotenzial, sodass die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten inzwischen wohl deutlich stärker ausgelastet sind als im längerfristigen Durchschnitt. Die sich auf Rekordniveau befindende Stimmung in der gewerblichen Wirtschaft, die ausgezeichnete Auftragslage in der Industrie sowie die nach wie

vor sehr hohe Zuversicht der Verbraucher sprechen dafür, dass die kräftige Aufwärtsbewegung der deutschen Wirtschaft auch im laufenden Herbstquartal anhält.

Als Hauptmotor des starken Aufschwungs fungierte im dritten Vierteljahr 2017 die seit Jahresbeginn rege Industriekonjunktur. Auch die unternehmensnahen Dienstleistungsbranchen dürften – der lebhaften Entwicklung in der Industrie folgend – merklich zugelegt haben. Im Baugewerbe, das im ersten Halbjahr noch eine zweite wesentliche Wachstumsstütze gewesen war, konnte die Aktivität dagegen wohl nicht weiter gesteigert werden. Dies sollte aber angesichts des hohen Produktionsniveaus, der hervorragenden Stimmung und der großen Auftragsbestände in der Branche nicht als Ende des gegenwärtigen Baubooms interpretiert werden.

Auf der Nachfrageseite war der BIP-Zuwachs breit abgestützt. Er wurde sowohl von außen- als auch binnenwirtschaftlichen Impulsen getragen, wobei erstere im Zuge der schwungvollen Weltkonjunktur stärker in den Vordergrund traten. Günstige Absatzchancen auf den Exportmärkten trugen im Verein mit der steigenden Auslastung der industriellen Kapazitäten dazu bei, dass mit den Ausfuhren auch die gewerblichen Ausrüstungsinvestitionen deutlich zulegten. Der private Verbrauch dürfte nach den zuvor hohen Anstiegen in etwa auf dem Niveau des Vorquartals verharrt haben.

Die Banken in Deutschland erhöhten ihre Buchkreditvergabe an den inländischen Privatsektor im Berichtsquartal erneut spürbar. Die größten Nettozuwächse verzeichneten die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen, deren Aufwärtstrend von den günstigen Finanzierungsbedingungen in Verbindung mit den überaus positiven Geschäftserwartungen der Unternehmen getragen wurde. Auch das Buchkreditgeschäft der Banken mit inländischen privaten Haushalten legte per saldo merklich zu; ursächlich hierfür war die lebhaftere Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten.

*Industrie als Hauptmotor*

*Auf der Nachfrageseite außenwirtschaftliche Impulse stärker im Vordergrund*

*Spürbare Ausweitung der Buchkredite an inländischen Privatsektor in Deutschland*

*Arbeitsmarkt:  
Lage und Aus-  
sichten weiter  
sehr günstig*

Die lebhaftere Expansion der deutschen Wirtschaft verbesserte die bereits sehr gute Lage am Arbeitsmarkt im Berichtsquartal nochmals. Die Beschäftigung erhöhte sich in den Sommermonaten kräftig, die Arbeitslosigkeit verringerte sich von ihrem niedrigen Stand aus weiter, und die Unternehmen meldeten noch mehr offene Stellen. Hinter der zunehmenden Beschäftigung steht vor allem eine steigende Zahl sozialversicherungspflichtiger Stellen. Andere Beschäftigungsformen wie die ausschließlich geringfügige Beschäftigung oder die Selbständigkeit gingen hingegen leicht zurück. Die Aussichten für die nächsten Monate sind günstig.

etwas höher als im langfristigen Durchschnitt ausgefallen war, dagegen wieder abgeschwächt. Der Vorjahresabstand weitete sich bei den Preisen insgesamt von +1,6% im Vorquartal auf +1,7% aus. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet erhöhte sich die Rate ebenfalls um 0,1 Prozentpunkte auf 1,5% und lag damit wie im Frühjahr deutlich oberhalb des Durchschnitts seit 1999. Dazu hat zwar der starke Anstieg der Preise für Reiseleistungen sowie Bekleidung und Schuhe beigetragen, die grundsätzlich recht stark schwanken. Aber auch ohne Berücksichtigung dieser volatilen Bestandteile erhöhte sich die Rate leicht auf +1,3%.

*Weiterhin  
moderater  
Lohnanstieg*

Der Lohnanstieg blieb im Sommer 2017 wie bereits in den vorangegangenen Quartalen moderat. Die hervorragende Konjunktur, Personalengpässe auf dem Arbeitsmarkt und Auswirkungen der Mindestlohnanhebung zu Jahresbeginn sprechen allerdings dafür, dass die Effektivverdienste wie schon in den vorangegangenen Quartalen stärker gestiegen sind als die Tarifvergütungen.

Getragen von der florierenden Industriekonjunktur dürfte die deutsche Wirtschaft auch im Jahresschlussquartal 2017 auf kräftigem Expansionskurs bleiben. Insbesondere der zuletzt sehr starke Auftragszufluss im Verarbeitenden Gewerbe spricht dafür, dass die industrielle Erzeugung weiter erheblich zur gesamtwirtschaftlichen Aktivität beitragen wird. Im Einklang damit erreichten – laut ifo Institut – die Bestände an noch nicht abgearbeiteten Industrieaufträgen den höchsten Wert seit mehr als einer Dekade. Das Geschäftsklima im Verarbeitenden Gewerbe eilte in den letzten Monaten von Rekord zu Rekord. Zudem dürften die lebhaftere Nachfrage im In- und Ausland sowie die weiter zunehmende Kapazitätsauslastung die Bereitschaft der Industrieunternehmen zu neuen Ausstattungsinvestitionen deutlich erhöhen. Allerdings könnte ein zunehmender Fachkräftemangel weiteren hohen Produktionssteigerungen zukünftig stärker Grenzen setzen. Dies signalisieren die ifo Umfrageergebnisse zu Produktionsbehinderungen im Verarbeitenden Gewerbe. Auch in der Bauwirtschaft dürften starke Produktionsausweitungen durch knapper werdende Fachkräfte behindert werden. Daher sind von der Bauaktivität starke Impulse für die gesamtwirtschaftliche Expansion wie im ersten Halbjahr vorerst nicht mehr zu erwarten. Schließlich werden das ausgezeichnete Arbeitsmarktumfeld und die unverändert günstigen Einkommensperspektiven dafür sorgen, dass

*Kräftiger Auf-  
schwung dürfte  
sich fortsetzen*

*Verbraucher-  
preise ohne  
Energie und  
Nahrungsmittel  
im Sommer  
deutlich  
gestiegen*

Im dritten Vierteljahr stiegen die Preise auf der Verbraucherstufe gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex wieder kräftiger, nachdem sie im Frühjahr wegen niedrigerer Energiepreise vorübergehend schwächer zugelegt hatten. Sie nahmen mit saisonbereinigt +0,5% gegenüber dem Vorquartal ebenso stark zu wie im Winterhalbjahr. Zwar gaben die Energiepreise wegen der Aufwertung des Euro trotz höherer Rohölnotierungen weiter nach, gleichzeitig verteuerten sich aber Nahrungsmittel wieder spürbar. Die Preise für Industriegüter ohne Energie stiegen ebenfalls merklich, sodass die vorangegangene Aufwertung des Euro, die sich in gesunkenen Einfuhrpreisen niedergeschlagen hat, wohl nicht auf der Verbraucherebene angekommen ist. Bei den Dienstleistungen fiel der Preisanstieg insgesamt kräftig aus. Dies lag vor allem an den Reiseleistungen, aber auch die übrigen Dienstleistungen, ohne Einbeziehung der Mieten, verteuerten sich wie bereits im Vorquartal merklich. Bei den Mieten hat sich der Anstieg, der seit Beginn des Winterhalbjahres

der private Verbrauch der Binnenkonjunktur Auftrieb verleiht.

*Deutsche Staatsfinanzen entwickeln sich weiter günstig*

Die deutschen Staatsfinanzen entwickeln sich weiter sehr günstig, und der Überschuss dürfte im laufenden Jahr erneut eine Größenordnung von 1% erreichen (2016: 0,8% des BIP). Die Staatshaushalte profitieren von dem kräftigen konjunkturellen Aufschwung sowie der sehr guten Arbeitsmarktentwicklung, von den äußerst günstigen Finanzierungskonditionen und von nochmals außerordentlichen Zuwächsen bei den gewinnabhängigen Steuern. Die Belastungen durch die Kernbrennstoffsteuer-Rückzahlung und die deutlichen Ausgabenzuwächse etwa für Pflege, Gesundheit und Alterssicherung könnten damit mehr oder weniger kompensiert werden. Auch in der mittleren Frist bleiben die Rahmenbedingungen für die Staatsfinanzen aus heutiger Sicht sehr vorteilhaft. Der Überschuss könnte daher in den kommenden Jahren ohne Politikänderung weiter ansteigen und spürbar über 1% des BIP hinausgehen. Strukturell (also ohne konjunkturelle und temporäre Einflüsse) ist ein relativ stabiler Überschuss in einer Größenordnung von 1% des BIP angelegt. Es ist allerdings damit zu rechnen, dass im weiteren Verlauf bei den Gebietskörperschaften finanzielle Spielräume im Rahmen der Haushaltsregeln zumindest teilweise ausgeschöpft werden, und auch die Sozialbeitragsätze könnten insgesamt spürbar gesenkt werden. Insofern ist zu erwarten, dass die strukturellen Überschüsse merklich zurückgehen und die Ausrichtung der Staatsfinanzen expansiv ausfällt. Ungeachtet dessen dürfte die Schuldenquote im Jahr 2019 unter die 60%-Grenze fallen.

*Moderate strukturelle Überschüsse und Abbau der Schuldenquote deutlich unter 60% angemessen*

Grundsätzlich scheinen moderate strukturelle Überschüsse für die deutschen Staatshaushalte angemessen, um die Schuldenquote weiter zügig zurückzuführen. Damit lassen sich die absehbaren Herausforderungen durch den demografischen Wandel besser bewältigen, und die Widerstandsfähigkeit der Staatsfinanzen wird deutlich gestärkt. Mit moderaten strukturellen Überschüssen in den Planungen von Bund und

Ländern bestehen außerdem Haushaltspuffer, um unerwartet ungünstige Budgetentwicklungen innerhalb der Regelgrenzen der Schuldenbremse abzufedern. Damit lässt sich verhindern, dass in ungünstiger konjunktureller Lage prozyklisch konsolidiert werden muss.

Auch mit dem Ziel moderater struktureller Überschüsse eröffnen die mittelfristig sehr günstigen Rahmenbedingungen gewisse Haushaltsspielräume. Schon derzeit profitiert die Bundesagentur für Arbeit deutlich von einer anhaltend sehr guten Arbeitsmarktlage, und eine merkliche Senkung des Beitragssatzes ist daher naheliegend. Niedrigere (Zusatz-)Beitragsätze sind gegenwärtig außerdem für die gesetzliche Rentenversicherung und die Krankenkassen plausibel. Sofern die künftige Bundesregierung bei der Bundeshaushaltsplanung auf eine Nettokreditaufnahme verzichtet („schwarze Null“) und die umfangreiche Flüchtlingsrücklage nicht zur Finanzierung neuer Vorhaben verwertet, bleibt der Spielraum für den Bund zunächst moderat – auch bei Berücksichtigung der jüngsten offiziellen Steuerschätzung. Erst im weiteren Verlauf steigt er dann voraussichtlich deutlich. Nicht zuletzt angesichts der für Länder und Gemeinden insgesamt zu erwartenden erheblichen Überschüsse ergeben sich dort ebenfalls Spielräume, und zusätzliche Mittelabtretungen des Bundes an diese scheinen somit nicht vorzudringlich.

*Finanzspielräume vorhanden*

Finanzpolitische Handlungsmöglichkeiten beschränken sich aber nicht auf eine Nutzung vorhandener Überschüsse. Ungeachtet der aktuell guten Zeiten sollte nicht aus den Augen verloren werden, Effizienzreserven konsequent zu heben und zur Finanzierung der derzeit diskutierten politischen Prioritäten etwa bei der Bildung, den Investitionen oder der inneren und äußeren Sicherheit Möglichkeiten zur Umschichtung in den Budgets mit zu berücksichtigen. Hinsichtlich der Besteuerung scheinen Entlastungen beim Solidaritätszuschlag und bei der Einkommensteuer naheliegend. Erwägenswert wäre ein umfassenderer Reformansatz, bei dem zusätzlich Ausnahmetatbestände einge-

*Bei Reformen künftige Belastungen nicht aus den Augen verlieren*

schränkt werden. Hiermit ließe sich grundsätzlich eine umfangreichere Senkung der Steuersätze (nach Einrechnen des Solidaritätszuschlags) finanzieren. Bei der längerfristigen Ausrichtung muss sich die Haushaltspolitik für die Gebietskörperschaften und für die Renten-, Pflege- und Krankenversicherung auf Mehrbelastungen aus dem demografischen Wandel einstellen. Bund, Länder und Gemeinden werden außerdem wieder ungünstigere Finanzie-

rungskonditionen zu verkraften haben. Eine zusätzliche Ausweitung von demografieabhängigen Leistungen würde den diesbezüglichen Druck auf die künftigen Haushalte jedenfalls noch verstärken. Für die nächsten Jahre erschiene es im Vergleich dazu näherliegend, auf der Ausgabenseite ein größeres Gewicht auf langfristig wachstumsstärkende Ausgaben etwa im Bildungsbereich oder für die Infrastruktur zu legen.