

# Volkswirtschaft special

Meinungen, Analysen, Fakten

Ab 01.01.2016  
nur noch online erhältlich.

Anmeldung zum Newsletter:  
[www.bvr.de/Publikationen/  
Konjunkturberichte](http://www.bvr.de/Publikationen/Konjunkturberichte)

## Phase niedriger Inflationsraten läuft aus, keine weitere geldpolitische Lockerung notwendig

- Der Verfall der Energiepreise hat die deutsche Inflationsrate im bisherigen Verlauf des Jahres 2015 merklich gedämpft. Sie ist zu Jahresbeginn sogar vorübergehend unter die Null-Prozent-Marke gesunken. Andererseits sind die Dienstleistungspreise weiterhin aufwärtsgerichtet.
- In naher Zukunft dürfte die entlastende Wirkung der Energiepreise auslaufen und zu einem stärkeren Anstieg der Verbraucherpreise führen. Schätzungen des BVR zufolge, ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflationsrate erneut unter die Null-Prozent-Marken sinken wird, in den nächsten Quartalen gering.
- Der BVR geht ebenso wie andere Institutionen davon aus, dass die deutsche Inflationsrate von etwa 0,2 % in 2015 auf rund 1 % in 2016 steigen wird. Auch im Euroraum als Ganzes ist mit einer höheren Inflationsrate zu rechnen.
- Vor dem Hintergrund der aufwärtsgerichteten Inflationsaussichten ist die Europäische Zentralbank (EZB) gefordert ihren geldpolitischen Kurs zu überdenken. Eine weitere Lockerung der Geldpolitik, wie sie von mehreren Mitgliedern des EZB-Rats für die nächste Sitzung am 3. Dezember in Aussicht gestellt wurde, passt nicht zur sich bessernden Wirtschaftslage im Euroraum. Stattdessen sollte sich die EZB nach dem Auslaufen des Anleihekaufprogramms im September 2016 auf einen schrittweisen Ausstieg aus der sehr lockeren Geldpolitik vorbereiten.

---

## Meinung

---

### **Phase niedriger Inflationsraten läuft aus, keine weitere geldpolitische Lockerung notwendig**

Der Auftrieb bei den deutschen Verbraucherpreisen wird in naher Zukunft voraussichtlich etwas an Fahrt aufnehmen. Schätzungen des BVR und anderer Institutionen legen nahe, dass die Inflationsrate von etwa 0,2 % in 2015 auf rund 1 % in 2016 steigen wird. Treibender Faktor für den Anstieg dürften die Energiepreise sein, deren entlastende Wirkung allmählich auslaufen wird. Auch im Euroraum als Ganzes ist im Zuge der sich abzeichnenden Stabilisierung der Energiepreise mit einer höheren Inflationsrate zu rechnen.

### **Energiepreise treiben die Inflationsrate 2015 nach unten**

Die Entwicklung der Inflationsrate Deutschlands glich im Verlauf des Jahres 2015 zunächst einer Berg- und dann einer Talfahrt (Abbildung 1). Im Januar war die Teuerungsrate erstmals seit September 2009 leicht unter die Null-Prozent-Marke gesunken. Der amtliche Verbraucherpreisindex lag um 0,3 % unter seinem Vorjahreswert. Maßgeblich hierfür waren in erster Linie die Energiepreise, die sich um 9,0 % verbilligten. Sie waren bereits in den Vormonaten in Folge des Preisverfalls bei Rohöl deutlich zurückgegangen. So hatte sich der Ölpreis für die Nordsee-Sorte Brent von rund 100 US-Dollar je Barrel im Sommer 2014 auf rund 50 US-Dollar zur Jahreswende 2014/2015 in etwa halbiert. Zur negativen Inflationsrate im Januar trugen aber auch die Nahrungsmittelpreise bei, die um

1,3 % nachgaben. In anderen Bereichen waren allerdings, entgegen dem allgemeinen Trend, leichte Preisanhebungen zu verzeichnen. Dies gilt insbesondere für die Dienstleistungspreise, die zu Jahresbeginn um 1,3 % zulegten und damit die Inflationsrate rechnerisch um rund 0,7 Prozentpunkte erhöhten. Für den Anstieg der Dienstleistungspreise waren vor allem die Wohnungsmieten verantwortlich, die im Januar um 1,3 % teurer wurden. Darüber hinaus wirkte sich die Einführung des allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns von 8,50 Euro je Stunde preisstärkend aus. So mussten die Verbraucher beispielsweise für Taxifahrten (+7,9 %) und Haushaltshilfen (+3,6 %) deutlich mehr aufwenden als im Vorjahresmonat.

Das Muster rückläufiger Energie- und steigender Dienstleistungspreise setzte sich in den darauffolgenden Monaten fort. Allerdings hatte sich der Preisrückgang bei Haushaltsenergie und Kraftstoffen zur Jahresmitte zwischenzeitlich merklich abgeschwächt und zusammen mit einer leichten Erhöhung der Preise für Nahrungsmittel und sonstige Waren zu einem Anstieg der Inflationsrate geführt. Die Inflationsrate war im Mai vorübergehend auf 0,7 % gestiegen. In den Folgemonaten gaben die Energiepreise aber wieder stärker nach, was zur Konsequenz hatte, dass die Inflationsrate im September auf 0,0 % sank. Zuletzt, im Oktober, lag der Gesamtindex um 0,3 % über seinem Vorjahresstand. Weitgehend parallel zur Entwicklung in Deutschland wurde die Inflationsrate des Euroraums im bisherigen Verlauf von 2015 ebenfalls stark durch die Energiepreise nach unten getrie-

## Meinung

ben. Gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex ist sie jüngst von -0,1 % im September auf +0,1 % im Oktober gestiegen.

Nun stellt sich die Frage, wie sich die Inflationsrate Deutschlands in den nächsten Monaten entwickeln wird. Ist mit einem weiteren Anstieg zu rechnen oder könnte es nochmals zu einem Rückgang kommen? Wäre auch ein Abgleiten in eine Deflation denkbar, das heißt das Eintreten in eine Phase deutlicher breit angelegter und länger andauernder Preisrückgänge?

### Deflation in naher Zukunft wenig wahrscheinlich

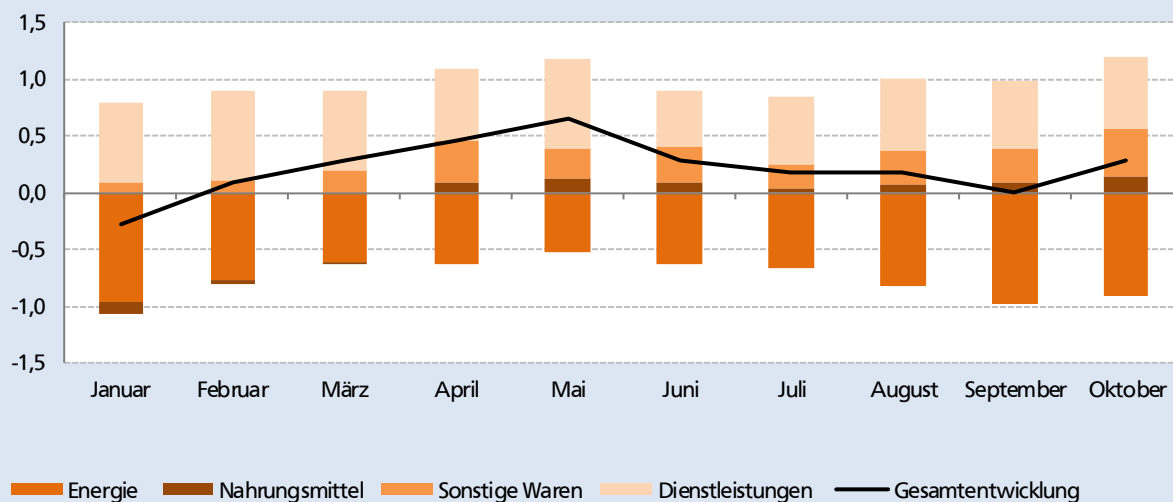
Hinweise zur Beantwortung dieser Frage können einem Ansatz entnommen werden, der bereits seit einigen Jahren vom BVR zur Abschätzung der kurzfristigen Entwicklung der Inflationsrate Deutschlands verwendet wird. Der Ansatz beruht

auf der Kombination verschiedener Prognosewerte von VAR-Modellen. Bei diesen Modellen werden die einbezogenen Variablen im Allgemeinen durch verzögerte eigene Werte und verzögerte Werte einer oder mehrerer anderer Variablen sowie eine Konstante und einen Störterm fortgeschrieben. Sie zeichnen sich gegenüber alternativen Ansätzen dadurch aus, dass sie keine Informationen aus dem Prognosezeitraum benötigen, da alle Variablen innerhalb des Modells bestimmt werden. Von Nachteil ist, dass diese Modelle lediglich die Zusammenhänge der Vergangenheit reflektieren und daher bei möglichen Strukturbrüchen in die Irre führen können.

Konkret werden neben dem Verbraucherpreisindex auch der Erzeugerpreisindex, ein Lohnstückkostenindex, ein Kapitalmarktzins und der Brent-Ölpreis einbezogen. Verschiedene Tests legen nahe, dass diese Variablen zur Prognose der Verbraucherpreis-Entwicklung nützlich sind. Mit den

**Inflationsrate im bisherigen Verlauf von 2015 durch Energiepreise gedämpft**  
Veränderung des deutschen Verbraucherpreisindex zum Vorjahresmonat und Beiträge verschiedener Teilindizes zur Gesamtentwicklung

Abbildung 1



Quelle: Destatis

## Meinung

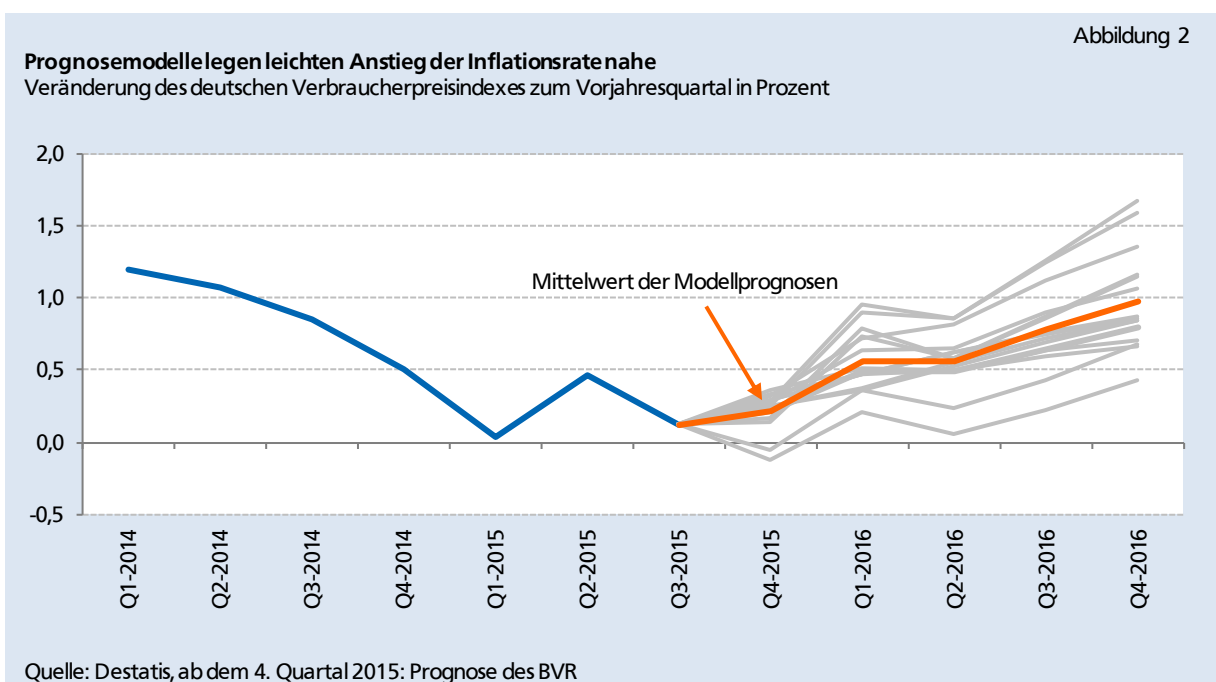
fünf Variablen lassen sich 15 verschiedene VAR-Modelle erstellen, die jeweils zwei, drei, vier oder fünf Variablen vereinen. Der hier verwendete Kombinations-Ansatz besteht darin, die Prognosewerte der 15 Modelle in Form einer einfachen Durchschnittsbildung (Arithmetisches Mittel) zusammenzufassen. Diese Form der Durchschnittsbildung hat sich in der einschlägigen Literatur vielfach als beste Kombinationsstrategie erwiesen.

Die Ergebnisse der VAR-Prognose-Kombination werden in der Abbildung 2 gezeigt. Demnach zeichnet sich für die nahe Zukunft keine Deflationstendenz, sondern vielmehr ein moderater Preisanstieg ab. Ein Herabsinken der Inflationsrate unter die Null-Prozent-Marke wird kaum prognostiziert. Lediglich für das laufende vierte Quartal lassen 2 der 15 VAR-Modelle einen negativen Wert erwarten. Für 2016 befinden sich alle Prognosewerte im positiven Bereich. Dies lässt sich so interpretieren, dass die Wahrscheinlichkeit eines Rückgangs

der Verbraucherpreise im laufenden Quartal bei niedrigen 13,3 % (2/15) und in den darauffolgenden Quartalen bei 0 % liegt.

### Prognosen lassen für 2016 höheren Preisanstieg erwarten

Gemäß dem Kombinations-Ansatz dürfte der Auftrieb bei den Verbraucherpreisen in 2016 mehr und mehr an Dynamik gewinnen. Dem Mittelwert der Modellprognose zufolge wird die Inflationsrate kontinuierlich von 0,2 % im vierten Quartal 2015 auf 1,0 % im vierten Quartal 2016 steigen. In der Abbildung 2 ist auch zu erkennen, dass die Streuung und damit die allgemeine Unsicherheit der Inflations-Prognosewerte im Zeitablauf zunehmen. So befinden sich die Prognosen für das vierte Quartal 2015 in einer vergleichsweise engen Bandweite zwischen -0,1 % und +0,4 %. Die Werte für das vierte Quartal 2016 weisen hingegen eine deutlich größere Spanne von 0,4 % bis 1,7 % auf.



## Meinung

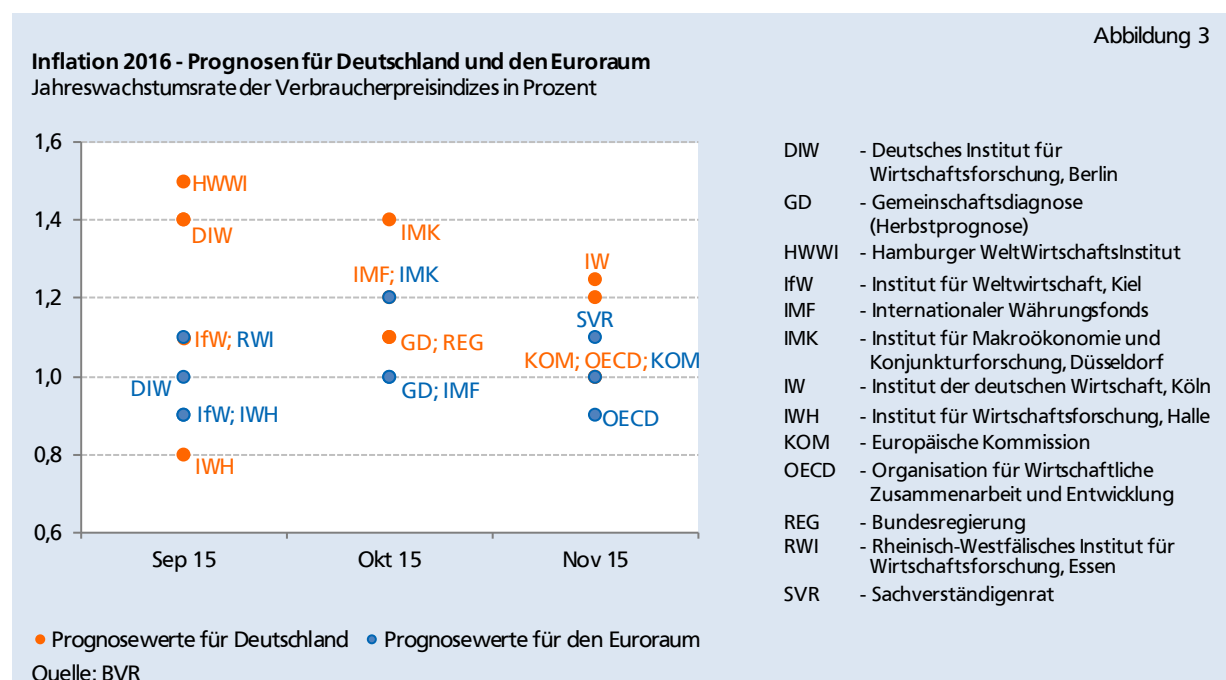
Die prognostizierte Entwicklung der Erzeugerpreise, der Lohnstückkosten, des Kapitalmarktzinses und des Ölpreises kann hier aus Platzgründen nicht gezeigt werden. Es sei jedoch darauf hingewiesen, dass die VAR-Modelle in Hinblick auf die Entwicklung des Ölpreises im Mittel einen moderaten Anstieg von rund 50 US-Dollar je Barrel im dritten Quartal 2015 auf etwa 60 US-Dollar im Jahresendquartal 2016 nahelegen. Diese Prognose steht im Einklang mit der jüngsten Einschätzung der Internationalen Energieagentur (IEA). Die IEA geht in ihrem aktuellen Welt-Energie-Ausblick zwar davon aus, dass es unter anderem wegen sinkender Investitionen in die Förderung zu einer Erholung des Ölpreises kommen wird. Der Anstieg dürfte jedoch nur langsam erfolgen. Im zentralen Szenario des Ausblicks ist für das Jahr 2020 ein Ölpreis von 80 US-Dollar eingestellt.

Die Inflationsrate Deutschlands wird sich den VAR-Kombinations-Ansatz zufolge von 0,2 % im Jahres-

durchschnitt 2015 auf rund 1 % im Durchschnitt des Jahres 2016 erhöhen. Nicht nur der BVR auch anderen Institutionen halten einen Anstieg der Inflationsraten von derzeit nahe 0 % auf etwa 1 % im Jahresdurchschnitt 2016 für möglich. Wie aus der Abbildung 3 hervorgeht, befinden sich die Prognosen für das kommende Jahr derzeit überwiegend in einem Intervall, das sich von 0,8 % bis 1,4 % erstreckt. Dies gilt sowohl für Prognosen der deutschen Inflationsrate, basierend auf dem Verbraucherpreisindex (VPI) oder dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), als auch für Prognosen der Inflationsrate des Euroraums.

### Keine weitere geldpolitische Lockerung nötig

Vieles spricht somit aktuell dafür, dass die Phase niedriger Inflationsraten in Deutschland und im Euroraum in naher Zukunft auslaufen wird. Die EZB sollte daher kritisch prüfen, inwieweit die in Aussicht gestellte Erhöhung des geldpolitischen Expan-



---

## Meinung

---

sionsgrades sachgerecht und notwendig ist. So hatte EZB-Präsident Mario Draghi im Anschluss an die letzte geldpolitische Sitzung des Zentralbankrates vom 24. Oktober die Bereitschaft der Notenbank bekräftigt, die Geldpolitik erneut zu lockern, wenn es das makroökonomische Umfeld erforderlich machen sollte. Draghi kündigte an, dass der EZB-Rat auf seiner nächsten Sitzung am 3. Dezember darüber entscheiden werde, ob und inwieweit die Zentralbank die geldpolitischen Zügel noch etwas weiter lockern werde. Zudem hat EZB-Chefvolkswirt Peter Praet jüngst auf einer Konferenz in Frankfurt das Versprechen der Notenbank untermauert, alles zu tun, um das Inflationsziel von knapp 2 % zu erreichen. Diskutiert werden momentan eine weitere Senkung des Einlagenzinssatzes und/oder eine Ausweitung des EZB-Anleihekaufprogramms.

Angesichts der sich im Euroraum abzeichnenden allmählichen Normalisierung der Inflationsrate und der Belebung der Konjunktur ist eine weitere Lockerung der Geldpolitik derzeit nicht angemessen. Stattdessen sollte sich die EZB nach dem Auslaufen des Anleihekaufprogramms im September 2016 auf einen schrittweisen Ausstieg aus der sehr lockeren Geldpolitik vorbereiten.

### Autor:

Dr. Gerit Vogt

Mail: [g.vogt@bvr.de](mailto:g.vogt@bvr.de)

## Geldpolitik und Geldmarkt

### EZB könnte Geldpolitik weiter lockern

Die Europäische Zentralbank (EZB) könnte auf ihrer nächsten geldpolitischen Sitzung am 3. Dezember ihren geldpolitischen Kurs noch einmal lockern. Möglich wären dabei eine Ausweitung bzw. Verlängerung ihres aktuellen Anleihekaufprogramms und/oder eine Senkung des Einlagezinssatzes. Die Einlagenfazilität bei der EZB liegt aktuell bereits bei -0,20 %.

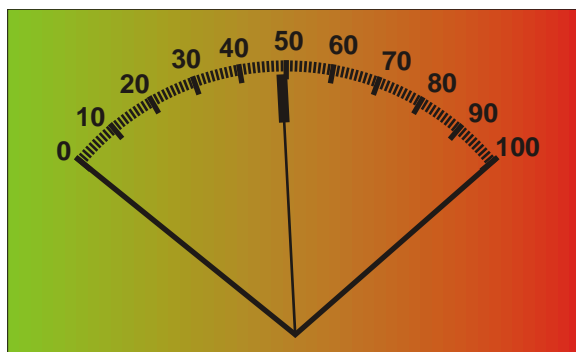
Sowohl EZB-Präsident Mario Draghi als auch EZB-Chefvolkswirt, Peter Praet, ließen im November mehrmals durchblicken, dass sie einer weiteren Lockerung der europäischen Geldpolitik offen gegenüber stehen, sollte dies das makroökonomische Umfeld erforderlich machen. So wies Praet unter anderem in einer Rede auf den dämpfenden Effekt des sinkenden Ölpreises auf die Kerninflation hin. In diesem Zusammenhang sprach er von der Gefahr klassischer Zweitrundeneffekte. Draghi

sagte bei einer Anhörung vor dem Europaparlament in Brüssel, dass die konjunkturellen Risiken im Euroraum sichtbar seien. Die Notenbank stünde bereit ihre Geldpolitik gegebenenfalls zu lockern. Schließlich ging Ende November aus dem Protokoll der Oktober-Sitzung des EZB-Rates hervor, dass die Mehrheit im Rat die Abwärtsrisiken beim Inflationsausblick sehr ernst nehme. Auch das Risiko eines Abrutschens in die Deflation wurde dabei betont. Gegenwind kam hingegen von deutscher Seite. So sprach EZB-Direktoriumsmitglied Sabine Lautenschläger einer Ausweitung der geldpolitischen Maßnahmen der EZB die Notwendigkeit ab.

### BVR Zins-Tacho: Inflationsdruck moderat

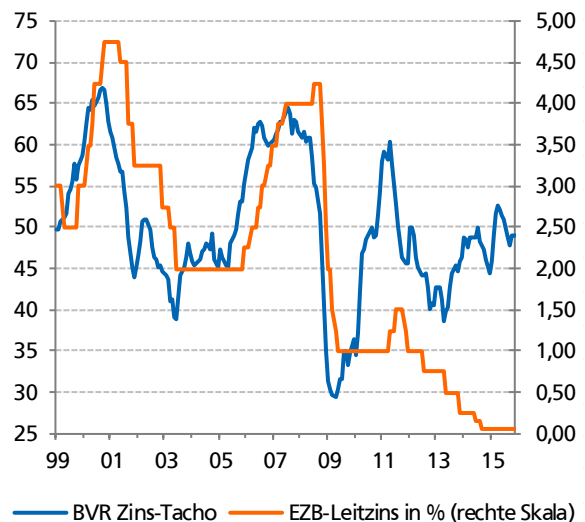
Der BVR Zins-Tacho signalisiert weiterhin einen moderaten Inflationsdruck für den Euroraum. Auf ein höheres Deflationsrisiko weist der Tacho nicht hin. So liegt das Barometer zur Messung des mittelfristigen Inflationsdrucks im Währungsraum mit

**BVR Zins-Tacho**



	Sep 15	Okt 15	Nov 15
BVR Zins-Tacho	48	49	49
Konjunktur (50 %)	57	58	59
Preise/Kosten (40 %)	37	38	37
Liquidität (10 %)	46	47	47

Der BVR Zins-Tacho ist ein Indikator für die Inflationsrisiken im Euroraum. Ein Anstieg des BVR Zins-Tachos zeigt steigende, eine Abnahme sinkende Inflationsrisiken an. Eine detaillierte Beschreibung des BVR Zinstachos befindet sich im BVR Volkswirtschaft special Nr. 13/2007



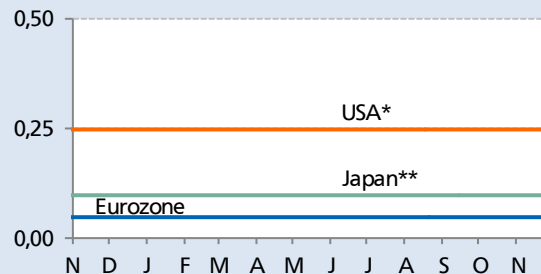
## Geldpolitik und Geldmarkt

aktuell 49 Punkten 3 Punkte höher als vor einem Jahr. Im Vergleich zu den Monaten September und Oktober verzeichnet der Tacho einen leichten Anstieg. Im September hatte das Barometer noch bei 48 Punkten gelegen. Einen Anstieg in den vergangenen zwei Monaten verzeichnete vor allem der Konjunkturindikator des Tachos. Er zeichnete damit das bessere konjunkturelle Umfeld nach. Von der Preis- und Kostenseite ging angesichts der niedrigen Ölpreise ein geringerer Preisdruck aus. Der Liquiditätsindikator blieb im Monatsvergleich weitestgehend unverändert.

### Geldmarktzinsen gehen zurück

Die Zinsen für Termingeschäfte auf dem europäischen Geldmarkt sind im November sichtbar zurückgegangen. Ausschlaggebend hierfür waren zunehmende Spekulationen an den Finanzmärkten auf eine weitere Lockerung der EZB-Geldpolitik im kommenden Monat. Mittlerweile erwartet die Mehrheit der Geldmarktakteure, dass der EZB-Rat im kommenden Monat die ohnehin bereits ausgesprochen expansive Geldpolitik weiter lockern werde. Der 3-Monats-Euribor notierte zum Ende des Monats bei rund -0,10 %. Das waren 3 Basispunkte weniger als zum Vormonatsultimo. Der 12-Monats-Euribor fiel im gleichen Zeitraum um 5 Basispunkte auf 0,06 %. Der Tagesgeldsatz EONIA lag in den ersten dreieinhalb Novemberwochen durchschnittlich bei -0,14 % und damit ähnlich hoch wie im Oktober.

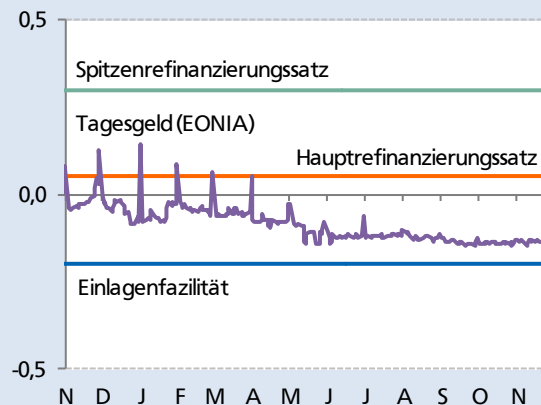
**Notenbankzinsen international**  
in %



\*Die Federal Reserve hat seit 16.12.2008 einen Zielbereich von 0-0,25 % für die Federal Funds Target Rate festgesetzt. \*\*Die Bank of Japan hat seit 19.12.2008 ein Tagesgeld-Zielbereich von rund 0,1 % festgesetzt.

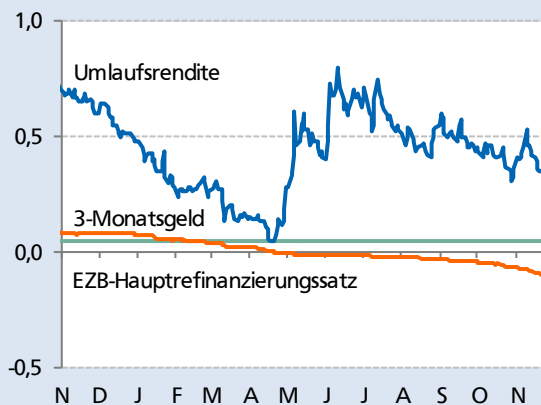
**Wichtige Zinsen im Euroraum**

Zinssätze in %



**Geld- und Kapitalmarkt**

Zinssätze in %



Quelle: Thomson Reuters Datastream



## Rentenmarkt

### Deutliche Renditerückgänge bei Staatsanleihen

Der Verlauf der Bundesanleiherenditen ähnelte im November einer Achterbahnfahrt. Nachdem eine zurückhaltende Nachfrage nach Bundespapieren zu Monatsbeginn zunächst zu einem deutlichen Anstieg der Renditen geführt hatte, erhöhte sich das Interesse an bundesdeutschen Staatspapieren im weiteren Monatsverlauf deutlich. Die gestiegene Nachfrage ließ die Renditen nach Bundeswertpapieren deutlich zurückgehen. Ausschlaggebend hierfür waren Spekulationen auf eine weitere Lockerung der EZB-Geldpolitik. Von den Terroranschlägen in Paris und der gestiegenen Terrorgefahr in ganz Europa ging hingegen nur ein moderater Abwärtsdruck aus. Erst am Ende des Monats kam es bei längeren Laufzeiten zu einer leichten Gegenbewegung im Zuge guter Konjunkturdaten aus dem Euroraum. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen notierte am 24. November bei 0,51 %. Das war 1 Basispunkt weniger als zum Vormonatsultimo. Die Umlaufrendite pendelte sich hingegen zum gleichen Zeitpunkt bei 0,34 % und lag damit 2 Basispunkte unterhalb ihres Vormonatsendwertes. Renditetreiber zu Monatsbeginn waren geldpolitische Erwartungen in den USA. Nachdem aus Notenbankkreisen die Hinweise auf eine US-Zinswende im Dezember zugenommen hatten, passten viele Investoren ihre Erwartungen an. Mittlerweile geht die Mehrheit der Anleger von einem positiven Zinsschritt im Dezember aus. US-Staatsanleihen waren daraufhin weniger gefragt. Zehnjährige US-Treasuries stiegen im November um 9 Basispunkte auf 2,24 %.

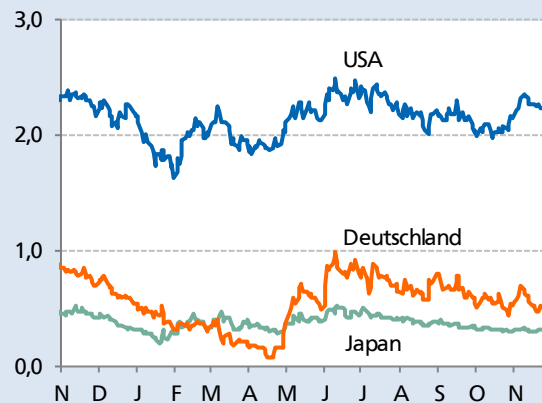
#### Zinsstruktur am Rentenmarkt

Spread Bundesanleihen mit Restlaufzeiten 10/1 Jahr, in %



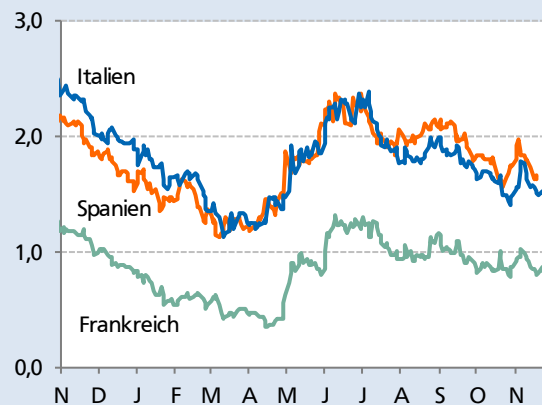
#### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



#### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



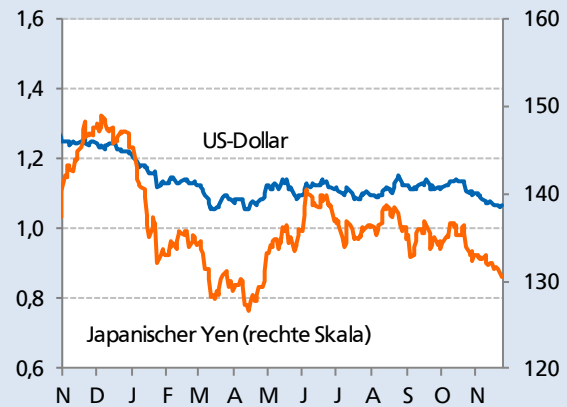
Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Devisenmarkt

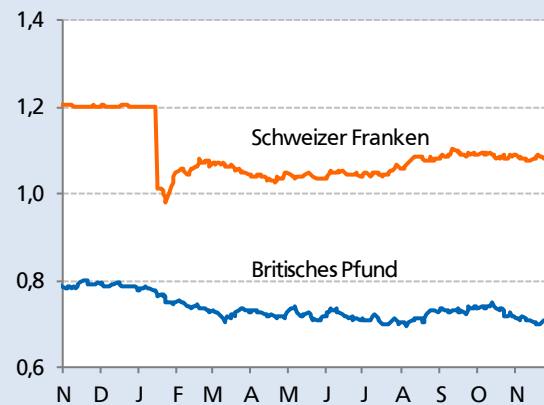
### Euro im Sinkflug

Der geldpolitische Ausblick dies- wie jenseits des Atlantiks war Taktgeber an den Devisenmärkten im November. Das zu erwartende Auseinanderdriften der geldpolitischen Pfade in den USA und dem Euroraum belastete die europäische Gemeinschaftswährung. Während sich die Fed nach und nach von ihrer expansiven Geldpolitik verabschiedet, könnte die EZB in den kommenden Wochen wohl einen noch expansiveren Kurs einschlagen. Die US-Zinswende nimmt in den USA immer deutlichere Formen an. Die Mitglieder des Offenmarktausschusses der Federal Reserve John Williams und James Bullard sprachen sich Mitte des Monats dafür aus, dass die US-Notenbank im Dezember ihren Leitzins erhöhen sollte. Zu Beginn des Monats hatte US-Notenbankpräsidentin Janet Yellen bei einer Anhörung vor dem Repräsentantenhaus noch einmal die Möglichkeit einer Zinserhöhung im Dezember unterstrichen. Gleichwohl betonte sie später bei einer Konferenz in Washington, dass zinspolitische Entscheidungen nicht voreilig getroffen werden dürften. Es bleibt damit ein Funken Unsicherheit, ob es wirklich zur Zinswende in den USA im Dezember kommen wird. Die Terrorakte in Paris sowie die über die gesamte Woche anhaltend hohe Terrorgefahr in europäischen Städten belasteten den Euro nur am Rande. Im Monatsverlauf verlor die europäische Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar rund 4 US-Cent. Am 24. November notierte der Euro-Dollar Kurs bei 1,06 US-Dollar.

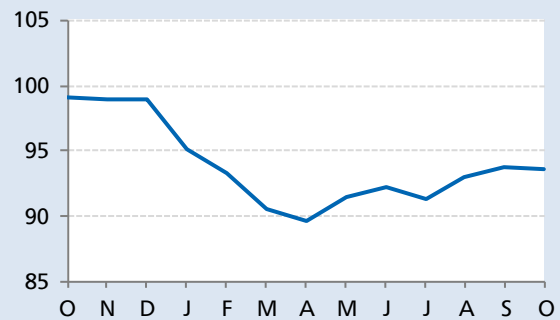
**Euro-Wechselkurs (I)**  
Ausländerwährung pro Euro



**Euro-Wechselkurs (II)**  
Auslandswährung pro Euro



**Effektiver Wechselkurs des Euro\***  
in EUR, Quartal 1, 1999 = 100



\*Nominale Wertentwicklung des Euro gegenüber den 19 wichtigsten Handelspartnern des Euroraums. Eine Bewegung nach oben entspricht einer Aufwertung des Euro  
Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Aktienmarkt

### Dax leicht im Plus

An den Aktienmärkten hatten im November zunächst Konjunkturdaten den Takt angegeben. Insbesondere die vielversprechende Entwicklung der US-Wirtschaft sorgte für ein Kursplus dies- wie jenseits des Atlantiks. Die höhere Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung in den USA im Dezember fand dabei weniger Beachtung. Insbesondere nach einem positiven Arbeitsmarktbericht steht die Tür für eine erste Zinserhöhung der Fed noch in diesem Jahr weiter denn je offen. Für eine positive Überraschung sorgte auch der ISM Einkaufsmanagerindex für den US- Dienstleistungssektor. Im Oktober stieg er deutlich auf 59,1 Punkte und deutete damit auf eine kräftige konjunkturelle Belebung in den USA hin.

Zur Monatsmitte kam es im Zuge von Gewinnmitnahmen und der Terroranschläge in Paris zu sichtbaren Kursrückgängen, die die Aktienmärkte aber im weiteren Monatsverlauf wieder ausgleichen konnten. Ausschlaggebend hierfür war zum einen die Aussicht auf neue geldpolitische Stimuli aus Frankfurt. Zum anderen ließen gute Wirtschaftsdaten aus den USA und Europa die Konjunkturerwartungen steigen. Im Vergleich zum Vormonatsultimo legte der DAX um 0,8 % auf 10.934 Punkte zu. Der US-Leitindex gewann ebenfalls an Wert. Er stieg im gleichen Zeitraum um 0,8 % und notierte am 24. November bei 17.812 Punkten.

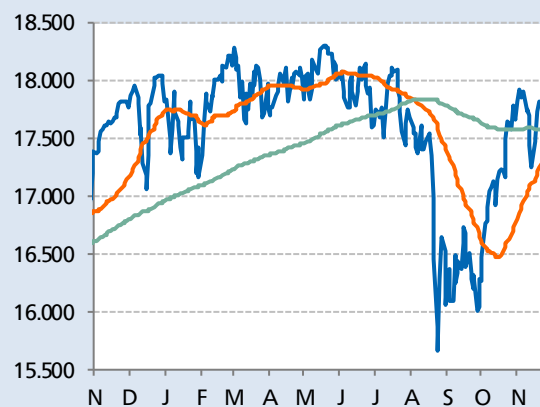
**Deutscher Aktienmarkt**  
Dax, 40-/200-Tagesschnitt



**Aktien im Euroraum**  
Euro-Stoxx 50, 40-/200-Tagesschnitt



**Aktienmarkt USA**  
Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Eurokonjunktur

### Wachstumsabschwächung im dritten Quartal

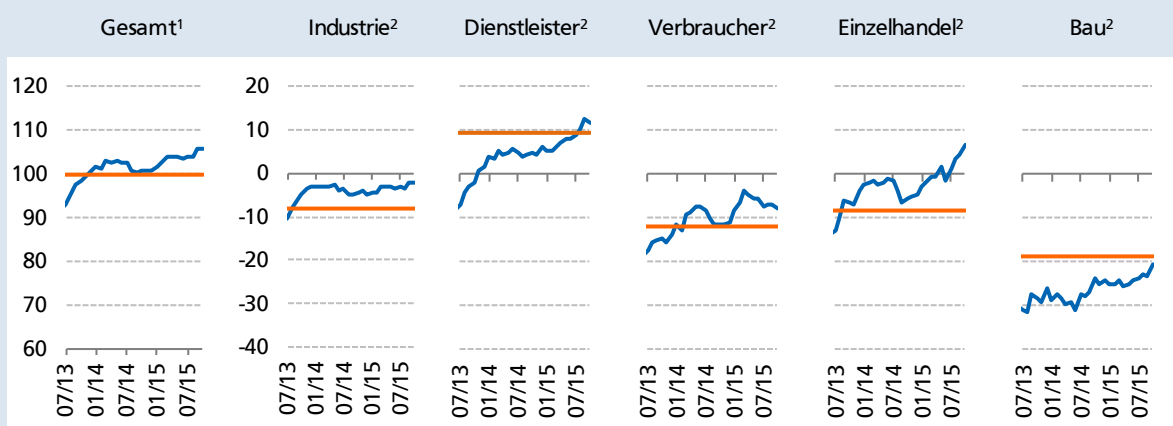
Das gesamtwirtschaftliche Wachstum hat sich im Euroraum im Sommerquartal etwas abgeschwächt. Gemäß ersten amtlichen Schätzungen legte das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) gegenüber dem Vorquartal um 0,3 % zu, nachdem es im zweiten Quartal noch um 0,4 % gestiegen war. Unter den großen Euro-Staaten wies Spanien mit 0,8 % erneut den stärksten Zuwachs auf. Das BIP der Euro-Schwergewichte Deutschland, Frankreich (jeweils +0,3 %) und Italien (+0,2 %) expandierte demgegenüber im Wesentlichen im Gleichschritt mit der Gesamtentwicklung. In Griechenland ist die Wirtschaftsleistung hingegen erstmals seit dem vierten Quartal 2014 wieder zurückgegangen (-0,5 %), was offenbar aus der temporären Zuspitzung der Staatsschuldenkrise zur Jahresmitte resultierte. Für das gesamte Jahr 2015 lassen Prognosen einen BIP-Zuwachs von

rund 1,5 % erwarten. Im kommenden Jahr ist mit einem etwas höheren Anstieg zu rechnen. So geht beispielsweise die EU-Kommission in ihrer neuen Herbstprognose davon aus, dass die Wirtschaftsleistung nach einem prognostizierten Anstieg um 1,6 % im laufenden Jahr in 2016 um 1,8 % steigen wird.

### Klimaindex stagniert im Wesentlichen

Die wirtschaftliche Stimmung ist im Währungsraum zuletzt nahezu unverändert geblieben. Der Wirtschaftsklimaindex legte im Oktober gegenüber dem Vormonat geringfügig um 0,3 Punkte auf 105,9 Punkte zu. Dabei stand einer Klimaverbesserung im Einzelhandel und im Baugewerbe eine -verschlechterung im Dienstleistungssektor (ohne Handel), in der Industrie und bei den Verbrauchern gegenüber.

#### Wirtschaftsklima im Euroraum



1) Euroraum, in Punkten - Gewichtung: 40 % Industrievertrauen, 30 % Dienstleistungsvertrauen, 20 % Verbrauchervertrauen, 5 % Einzelhandelsvertrauen, 5 % Bauvertrauen

2) Saldo in Prozentpunkten (= Differenz aus positiven und negativen Antworten)

Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Eurokonjunktur

### Industrieproduktion erneut gesunken

Im September ist die Produktion der Industriebetriebe in saisonbereinigter Rechnung abermals leicht zurückgegangen. Die Erzeugung fiel im Vormonatsvergleich um 0,3 %, nachdem sie zuvor im August um 0,4 % gesunken war. In naher Zukunft ist allerdings mit einer Stabilisierung zu rechnen. Darauf deutet zumindest der Order-Indikator hin, der im Oktober um 0,7 Punkte auf -10,5 Punkte stieg.

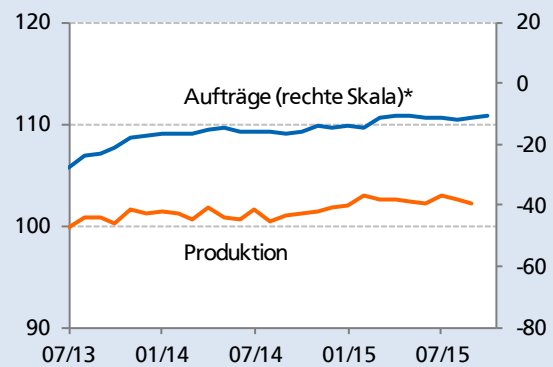
### Inflationsrate weiter nahe bei 0 %

Die Inflationsrate des Euroraums, gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex, ist jüngst von -0,1 % im September auf +0,1 % im Oktober gestiegen. Wie bereits in den Vormonaten wurde die Gesamtentwicklung durch die Energiepreise gedämpft. Energie hat sich im Oktober mit einer Jahresrate von -8,5 % ähnlich stark verbilligt wie im Vormonat (-8,9 %). Zur Entwicklung der Erzeugerpreise liegen noch keine Oktober-Werte vor. Im September war der Erzeugerpreisindex um 3,1 % gefallen.

### Rückgang der Arbeitslosigkeit hält an

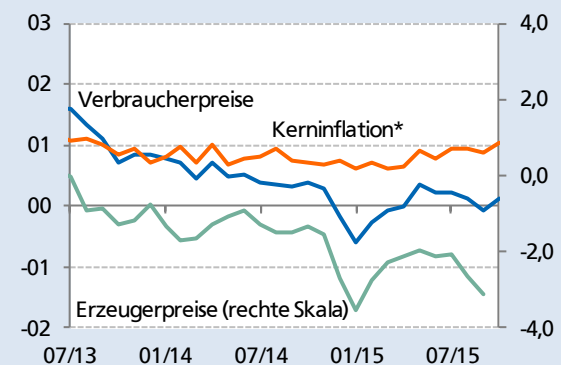
Der Abwärtstrend in der saisonbereinigten Arbeitslosenquote hat sich im September fortgesetzt. Nach Angaben von Eurostat ist die Quote gegenüber dem Vormonat um 0,1 Prozentpunkte auf 10,8 % gesunken. Sie befindet sich damit auf dem niedrigsten Stand seit Januar 2012.

**Aufträge und Produktion**  
Euroraum, saisonbereinigt



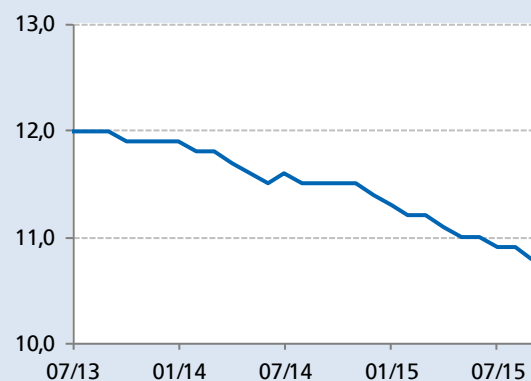
\*Order-Indikator der EU-Kommission

**Verbraucher- und Erzeugerpreise**  
Euroraum, in % gg. Vorjahr



\*ohne Energie und unbearbeitete Lebensmittel

**Arbeitslosenquote**  
Euroraum, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Deutsche Konjunktur

### SVR fordert stärkere Zukunftsorientierung

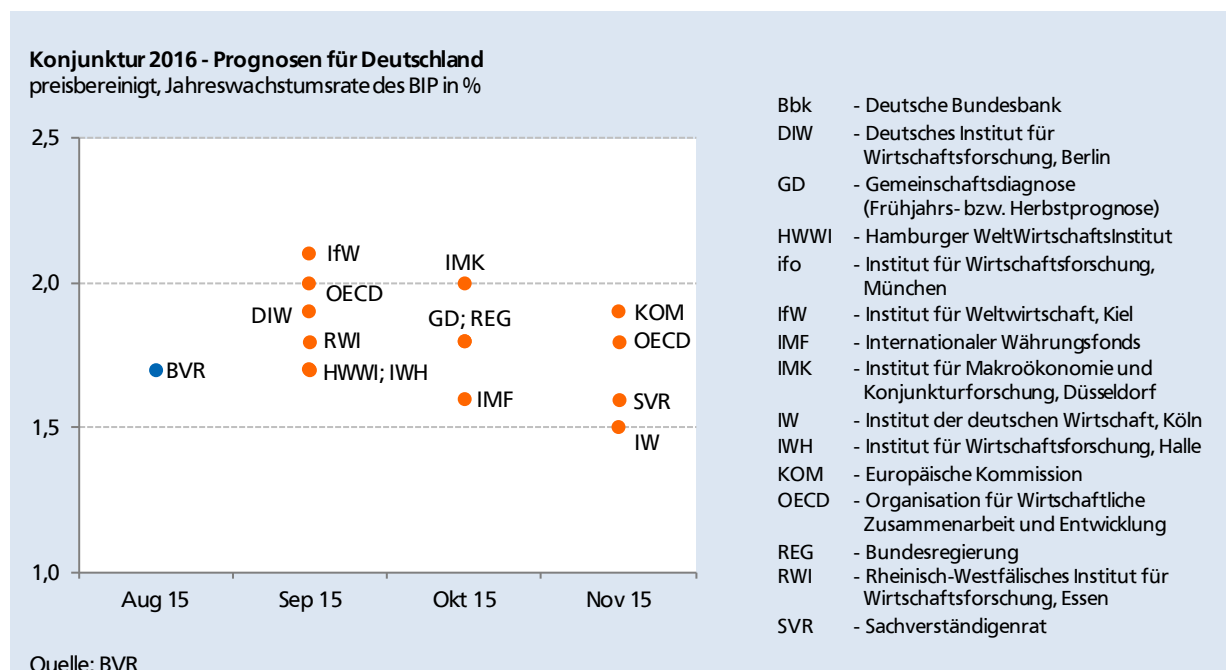
Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) hat am 11. November sein neues Jahresgutachten veröffentlicht. Die Mitglieder des Rates sprechen sich in dem Gutachten dafür aus, die Zukunftsfähigkeit der deutschen Volkswirtschaft stärker in den Fokus der Wirtschaftspolitik zu rücken. In Hinblick auf die konjunkturelle Entwicklung Deutschlands geht der SVR davon aus, dass der Anstieg des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts (BIP) in 2016 mit 1,6 % ähnlich stark ausfallen wird wie im laufenden Jahr mit prognostizierten 1,7 %. Der BVR teilt die Wachstumseinschätzung des SVR im Wesentlichen. Die nächste Konjunkturprognose des BVR wird voraussichtlich Mitte Dezember veröffentlicht.

Zuletzt, im dritten Quartal, legten das deutsche BIP mit einer Verlaufsrate von 0,3 % zu. Die Kon-

junkturdynamik hat sich damit gegenüber dem zweiten Quartal (+0,4 %) etwas verlangsamt. Die Wachstumsimpulse gingen im Sommerquartal hauptsächlich von den privaten und staatlichen Konsumausgaben aus. Diese legten angesichts der günstigen Arbeitsmarkt- und Einkommensentwicklung bzw. der Ausgaben für Flüchtlinge merklich zu (+0,6 % bzw. +1,3 %). Die Ausrüstungs- und Bauinvestitionen sind hingegen etwas zurückgegangen (-0,8 % bzw. -0,3 %) und haben für sich betrachtet das gesamtwirtschaftliche Wachstum um 0,1 Prozentpunkte vermindert. Auch der Außenhandel dämpfte, da der Anstieg der Importe (+1,1 %) den nur leichten Exportzuwachs (+0,2 %) deutlich übertraf. Der Außenbeitrag hat den BIP-Anstieg um 0,4 Prozentpunkte vermindert.

### Industriedaten erneut enttäuschend

Die durch den hohen Stand wichtiger Stimmungsindikatoren genährte Erwartung auf eine Bele-



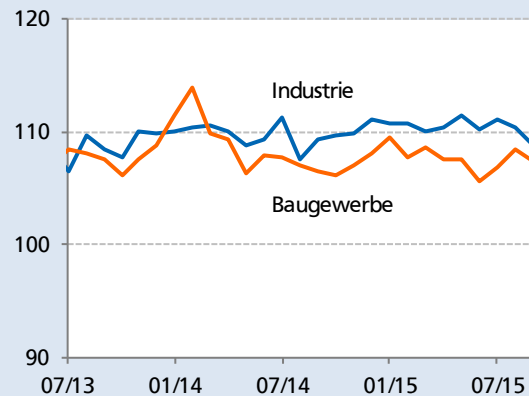
## Deutsche Konjunktur

Die Entwicklung der Industriekonjunktur hat sich im September abermals nicht erfüllt. Wie das Statistische Bundesamt mitteilte, gab die **Industrieproduktion** gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 1,4 % nach. Zuvor, im August, war der Ausstoß ebenfalls zurückgegangen (-0,6 %). Auch der industrielle **Auftragseingang** sank im September (-1,7 %), nachdem er bereits im August merklich nachgegeben hatte (-1,8 %). Für den Rückgang waren in erster Linie die Auslandsorders (-2,4 %) verantwortlich. Die inländischen Bestellungen (-0,6 %) blieb hingegen vergleichsweise robust. Im gesamten dritten Quartal gaben die Aufträge um 2,8 % nach, wobei leichten Bestellzuwächsen aus dem Inland (+0,3 %) und dem Euroraum (+0,9 %) einem deutlichen Nachfragerückgang aus dem Nicht-Euroraum (-8,6 %) gegenüberstanden. Der Auftragsschwund kann als weiteres Indiz dafür gesehen werden, dass die schwächere Gangart in den Schwellenländern allmählich auf die wirtschaftliche Entwicklung Deutschlands durchschlägt. Darauf deuten auch die **Außenhandelsdaten** hin. Zwar sind die Exporte der deutschen Wirtschaft im September gegenüber dem Vormonat kalender- und saisonbereinigt um 2,6 % gestiegen. Damit konnte allerdings der kräftige Rückgang vom August (-5,2 %) nur bedingt kompensiert werden. Die Einfuhren legten nach einem Rückgang von 3,2 % im Vormonat zuletzt um 3,6 % zu.

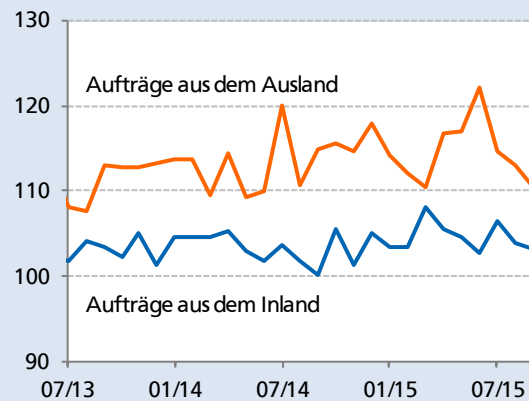
### Konjunkturerwartungen hellen sich auf

Trotz der Terroranschläge von Paris und der Wachstumsabschwächung in den Schwellenländern

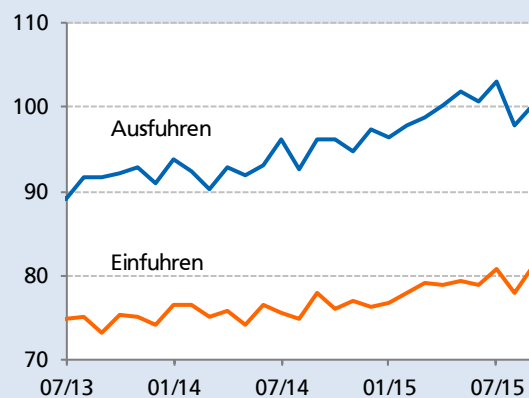
**Produktion**  
2010=100, preis- und saisonbereinigt



**Aufträge**  
2010=100, preis- und saisonbereinigt



**Außenhandel**  
in Mrd. Euro, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

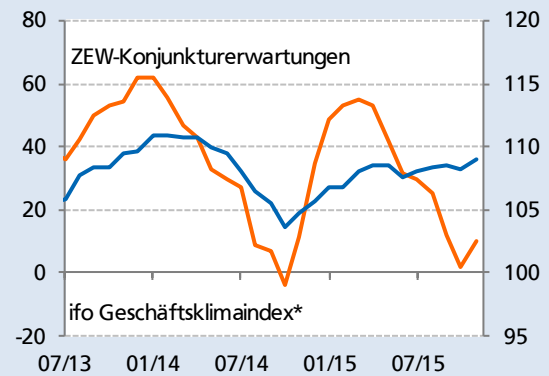
## Deutsche Konjunktur

haben sich die **ZEW-Konjunkturerwartungen** für Deutschland im November sichtlich verbessert. Der anhand einer regelmäßigen Umfrage unter Finanzmarktexperten ermittelte Stimmungsindikator stieg um 8,5 Punkte auf einen Stand von 10,4 Punkten, nachdem er zuvor sieben Monate in Folge zurückgegangen war. Stimmungsaufhellend dürften unter anderem guten US-Konjunkturdaten und der weitere Rückgang des Euro-Wechselkurses gewirkt haben. Der **ifo Geschäftsklimaindex** für die gewerbliche Wirtschaft legte im November ebenfalls zu. Er ist gegenüber dem Vormonat um 0,8 Punkte auf 109,0 Punkte gestiegen. Für die Aufhellung des Geschäftsklimas waren sowohl seine Lage- als auch seine Erwartungskomponente verantwortlich. So haben die befragten Unternehmen ihre aktuelle Situation etwas günstiger und ihre Erwartungen für die nahe Zukunft insgesamt optimistischer beurteilt als zuvor. Alles in allem lassen die jüngsten Umfrageergebnisse für die nächsten Monate eine Fortsetzung des robusten Konjunkturaufschwungs in Deutschland erwarten.

### Inflationsrate zieht etwas an

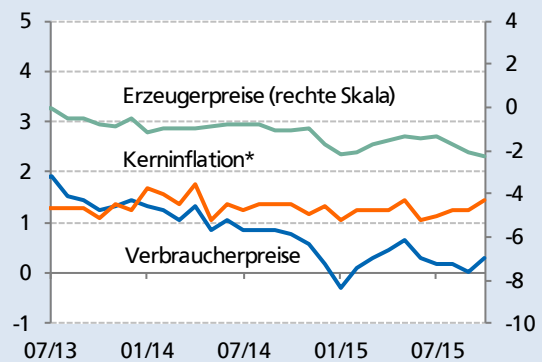
Wie bereits auf den ersten Seiten dieser Ausgabe von „Volkswirtschaft special“ erwähnt, ist die Inflationsrate Deutschlands zuletzt etwas gestiegen. Gemessen am **Verbraucherpreisindex (VPI)** hat sie sich von 0,0 % im September auf 0,3 % im Oktober erhöht. Zum Anstieg der Gesamtraten trugen die Energiepreise bei, die zuletzt weniger stark zurückgingen als zuvor (-8,6 % gegenüber -9,3 %). Zudem hat sich der Preisanstieg bei Dienstleistungen und Nahrungsmittel moderat beschleunigt.

**Wirtschaftliche Einschätzung**  
saisonbereinigt



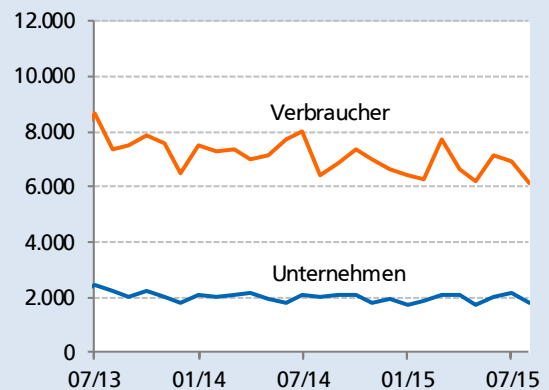
\*rechte Skala, 2010=100

**Verbraucher- und Erzeugerpreise**  
gg. Vorjahr in %



\*ohne Energie und Lebensmittel

**Insolvenzen**  
Monatliche Fallzahlen



Quelle: Thomson Reuters Datastream



## Deutsche Konjunktur

Bei den Erzeugerpreisen gewerblicher Produkte hält der Abwärtstrend an. Der **Erzeugerpreisindex** lag im Oktober um 2,3 % unter seinem Vorjahresstand.

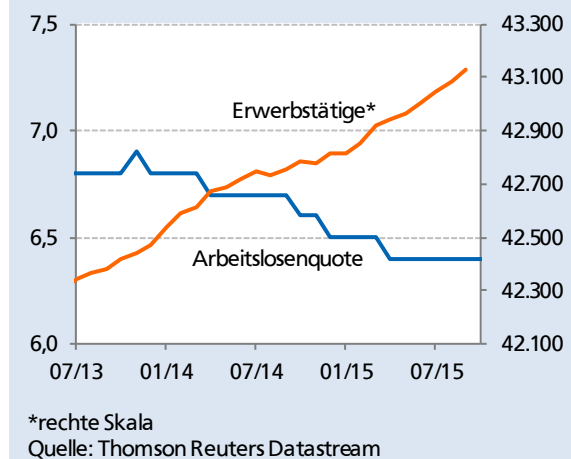
### Weniger Insolvenzen

Die Anzahl der **Unternehmensinsolvenzen** ist in Deutschland im August gegenüber dem Vorjahresmonat um deutliche 9,7 % auf 1.807 Fälle gesunken. Zuvor, im Juni und Juli, waren die Firmenpleiten allerdings – entgegen dem langjährigen Abwärtstrend – mit Jahresraten von 11,2 % bzw. 3,6 % gestiegen. Die Zahl der **Verbraucherinsolvenzen** gab im August ebenfalls nach. Sie hat sich um 4,4 % auf 6.150 vermindert. In den nächsten Monaten ist angesichts der nach wie vor günstigen strukturellen und konjunkturellen Rahmenbedingungen mit einer weiteren Entspannung des Insolvenzgeschehens zu rechnen.

### Arbeitslosenzahl auf dem niedrigsten Stand seit 1991

Befördert von der guten Konjunktur und der allgemeinen Herbstbelebung ist die **Arbeitslosenzahl** in Deutschland im Oktober auf den niedrigsten Stand seit November 1991 gesunken. Bei der Bundesagentur für Arbeit (BA) waren 2,649 Mio. arbeitslose Menschen registriert. Die Arbeitslosenzahl ist somit gegenüber September um 59.000 Personen zurückgegangen. In saisonbereinigter Rechnung gab sie leicht um 5.000 nach. Die Arbeitslosenquote verharrte im Oktober saisonbereinigt bei 6,4 %.

Erwerbstätige u. Arbeitslosenquote  
in Tsd., saisonbereinigt



In den Angaben zur Erwerbstätigkeit hielt die Aufwärtsbewegung an. Die saisonbereinigte **Erwerbstätigenzahl** ist im September gegenüber dem Vormonat um 50.000 Menschen gestiegen. Im Vorjahresvergleich legte sie um 381.000 auf 43,40 Mio. zu. Auch bei der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung setzte sich der Anstieg fort. Die **Beschäftigtenzahl** nahm zuletzt, im August, gegenüber dem Vorjahr um kräftige 691.000 auf 31,00 Mio. Menschen zu. Für die nahe Zukunft lässt die hohe Arbeitskräftenachfrage einen weiteren Beschäftigungsaufbau erwarten. So waren im Oktober bei der BA 612.000 offene Arbeitsstellen gemeldet und damit 95.000 mehr als im Vorjahresmonat.