

Volkswirtschaft special

Meinungen, Analysen, Fakten

Euroraum: Wachstumspotentiale der Privatwirtschaft mobilisieren

- Die Wirtschaft im Euroraum kommt nicht in Schwung. Die aktuelle Entwicklung in Europa deutet an, dass die Wirtschaft des Euroraums mittelfristig einen niedrigeren Wachstumspfad einschlagen wird, als für eine nachhaltige Erholung im Währungsraum erforderlich wäre. Der Euroraum droht den Anschluss an andere bedeutende Wirtschaftsräume zu verlieren.
- In den Vorkrisenjahren waren viele Euro-Staaten einem Wachstumsmodell gefolgt, das auf tönernen Füßen stand. Nur unzureichend waren Wirtschaftsstrukturen sowie die staatliche Ausgabenkultur an die Realitäten eines Währungsraums mit einheitlicher Geldpolitik angepasst. Die unzureichenden Strukturen bestehen zum Teil bis heute fort. Der Reformkurs muss daher im Euroraum entschieden fortgesetzt werden.
- Investitionsprogramme in dreistelliger Milliardenhöhe erscheinen angesichts der anhaltend angespannten Haushaltslage in vielen europäischen Ländern kaum darstellbar. Die Umwidmung der Mittel des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) zur Finanzierung staatlich gelenkter Investitionshilfen ist zu Recht von der Bundesregierung abgelehnt worden. Der Krisenfonds sollte weder zweckentfremdet noch seine volle Funktionsfähigkeit in Frage gestellt werden. Es ist zudem fraglich, ob die angestrebten Wachstumseffekte tatsächlich erzielt würden. Aller Erfahrung nach ist es der öffentlichen Hand bei solchen Projekten bislang nur sehr eingeschränkt gelungen, die finanziellen Mittel gezielt und nachhaltig einzusetzen.
- Anstelle milliardenschwerer europäischer Investitionsprogramme und Investitionsfonds sollte auf einzelstaatlicher wie auch gesamteuropäischer Ebene die Förderung investitionsfreundlicher Strukturen entschlossener vorangetrieben werden. Sie sind die sicherste Voraussetzung für eine Entfesselung privater Wirtschafts- und Innovationskraft, wie sie die Europäische Union angesichts ihrer Agenda von Lissabon aus den Jahren 2000 und 2010 zum Ziel hat.

Meinung

Euroraum: Wachstumspotentiale der Privatwirtschaft mobilisieren

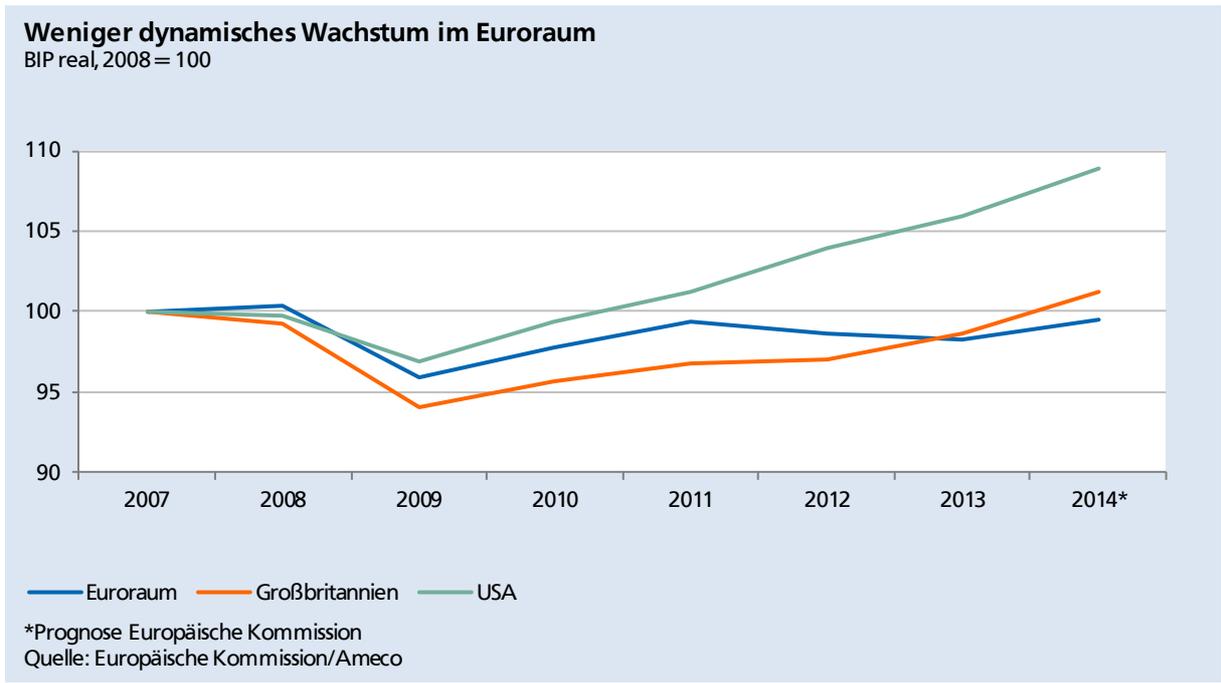
Die Wirtschaft im Euroraum kommt nicht in Schwung. Die aktuelle Entwicklung in Europa deutet an, dass die Wirtschaft des Euroraums mittelfristig einen niedrigeren Wachstumspfad einschlagen wird, als für eine nachhaltige Erholung im Währungsraum erforderlich wäre. Aktuell liegen die Projektionen der deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute für das Wachstum im Euroraum bei 0,8 % für dieses und 1,1 % für das kommende Jahr. Zwar entsprächen die Wachstumsraten damit mehr oder weniger der langfristigen Trendwachstumsrate des Euroraums von rund 1,0 %. Allerdings ist zum einen angesichts der konjunkturellen Frühindikatoren zu erwarten, dass die tatsächliche Entwicklung eher noch schlechter ausfallen wird. Zum anderen benötigt der europäische Währungsraum mittelfristig Wachstumsraten deutlich oberhalb seines Trendwachstums, um die hohe Arbeitslosigkeit sowie die

deutliche Unterauslastung der Kapazitäten abzubauen.

Sollten sich die niedrigen Wachstumsraten mittelfristig fortsetzen, droht der Euroraum den Anschluss an andere bedeutende Wirtschaftsräume zu verlieren. Denn, sowohl die USA als auch Großbritannien befinden sich mittlerweile auf einem deutlich dynamischeren Wachstumspfad als der Euroraum (siehe Abbildung). Diese Entwicklung zeigt auf, dass der Währungsraum nicht nur deutlich schlechter aus der Finanzmarktkrise gekommen ist als die US-Wirtschaft, sondern auch weiter denn je von seinem einstigen Lissabon-Zielen, der dynamischste wissensbasierte Wirtschaftsraum zu werden, entfernt ist.

Die Wirtschaftsschwäche des Währungsraums

Die Gründe für das schwache Wachstum im Euroraum sind vielfältig und beschränken sich nicht



Meinung

allein auf die südeuropäischen Programmländer. Alle vier großen Volkswirtschaften des Währungsraums Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien enttäuschen aktuell mit einer geringen Wirtschaftsdynamik. Ein ganzer Strauß von Problemen auf einzelstaatlicher aber auch gesamteuropäischer Ebene dämpft dabei die Wachstumskräfte. Dabei haben die Volkswirtschaften der Eurozone nicht nur mit den Folgen der Finanz- und Staatsschuldenkrise zu kämpfen, sondern auch mit erheblichen strukturellen Schwächen. Die Probleme schlagen sich im Währungsraum in einer anhaltend gedämpften inländischen Nachfrage nieder und einer nach wie vor niedrigen Auslastung der Kapazitäten.

Auf realwirtschaftlicher Ebene ragt die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit heraus. Sie ist eine Folge einer nach wie vor unzureichenden preislichen Wettbewerbsfähigkeit vieler Länder und der massiven Fehllokationen im Vorfeld der Finanzmarktkrise, wie sie sich in einem überdimensionierten Bausektor in Spanien oder einem aufgeblähten öffentlichen Dienst in Griechenland zeigten. Im Schnitt liegt die Arbeitslosenquote im Euroraum aktuell bei 11,5 %. Mit Ausnahme Deutschlands liegen auch in den bedeutendsten Volkswirtschaften des Euroraums die Arbeitslosenquoten auf hohem Niveau. Spanien liegt dabei mit 24,4 % in der Spitzengruppe des Währungsraums. Nur in Griechenland sind prozentual noch mehr Menschen arbeitslos. In Frankreich und Italien lag die Arbeitslosenquote zuletzt bei 10,5 bzw. 12,3 %.

Neben der hohen Arbeitslosigkeit besteht zudem

eine immer noch zu hohe Verschuldung in vielen Euro-Staaten. Davon sind nicht nur die öffentlichen Haushalte sondern auch Unternehmen und Privathaushalte betroffen. Im Zuge der eigenen Entschuldung beschränken in einigen Ländern nicht nur die öffentlichen Haushalte, sondern auch Unternehmen und private Haushalte ihre Nachfrage. In den vergangenen Jahren hat der Abbau der Schulden zwar im Euroraum leichte Fortschritte gemacht. Gleichwohl liegen die Schuldenquoten in Euro-Staaten, wie z.B. Spanien, Portugal, Griechenland oder Irland, weiterhin auf einem nicht dauerhaft tragfähigen Niveau. Darüber hinaus hat der Abbau der staatlichen Verschuldung in den beiden großen Volkswirtschaften Frankreich und Italien mit 93,5 % und 132,6 % in 2013 noch nicht einmal begonnen.

Ein drittes Problemfeld ergibt sich aus dem zum Teil nur langsam verlaufenden Reformprozess in den einzelnen Euro-Staaten. Zwar ist es insbesondere in den ehemaligen und noch aktuellen Programmländern zu tiefgreifenden Reformen staatlicher Institutionen und Ausgabenkürzungen gekommen. Auch wurden zum Teil wachstumshemmende Regulierungen auf den Arbeitsmärkten oder Wohnungsmietmärkten abgeschwächt oder ganz abgeschafft. Doch besteht in den Programmländern die Gefahr einer Reformmüdigkeit, obwohl die Reformagenda bei weitem noch nicht abgeschlossen ist. In den schwach wachsenden und hoch verschuldeten großen Volkswirtschaften, wie z.B. Italien und Frankreich, ist der Reformprozess hingegen noch nicht einmal richtig in Angriff genommen worden. Vielmehr drohen wichtige Re-

Meinung

formvorhaben, wie z.B. die strukturelle Neuordnung des Arbeitsmarktes, bereits im Ansatz politisch zu versenden.

Die anhaltend schwache Wirtschaftsdynamik der gesamten Euro-Wirtschaft sowie Unsicherheit über den weiteren Reformverlauf in den wirtschaftlich bedeutenden Euro-Staaten belasten allgemein das Vertrauen in die Zukunft des Euroraums. Die Aussicht auf eine anhaltend schwache Binnenkonjunktur wirkt in diesem Zusammenhang negativ das künftige Wirtschaftswachstum. Im Zuge dieser Vertrauenskrise halten sich nicht nur Unternehmen, sondern auch private Haushalte mit Investitionen im Euroraum zurück. In dieser Gemengelage entwickelt sich auch die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte seit 28 Monaten rückläufig.

Wege zu mehr Wachstum

Die schweren Verwerfungen im Zuge der Finanzmarkt- und Schuldenkrise im Euroraum haben deutlich gemacht, dass in den Vorkrisenjahren viele Euro-Staaten einem Wachstumsmodell gefolgt waren, das auf tönernen Füßen stand. So waren Wirtschaftsstrukturen sowie die staatliche Ausgabenkultur nur unzureichend an die Realitäten eines Währungsraums mit einheitlicher Geldpolitik angepasst. Vor diesem Hintergrund kam es in einigen Euro-Staaten angesichts zu niedriger Realzinsen zu weitreichenden Fehlallokationen und einem scharfen Anstieg der volkswirtschaftlichen Schuldenquote. Die unzureichenden Strukturen bestehen zum Teil bis heute fort. Der Reformkurs muss da-

her im Euroraum weiter vorangetrieben werden, um mittelfristig nachhaltig ausreichendes Wirtschaftswachstum generieren zu können.

Neben De-Regulierungen von staatlich dominierten Teilmärkten dürften vor allem tiefgreifende Reformen auf Arbeitsmärkten Wachstumspotentiale heben. Dies gilt besonders für Frankreich und Italien, die nicht erst seit Beginn der Krise unter einer hohen strukturellen Arbeitslosigkeit leiden. Auf beiden Arbeitsmärkten herrscht ein dualer Arbeitsmarkt vor, bei der ein Teil der Arbeitnehmerschaft einen ausgesprochen hohen Kündigungsschutz bei vergleichsweise hohen Gehältern genießt, während der andere Teil entweder arbeitslos oder zu schlechten Konditionen angestellt ist. Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass in den beiden Ländern die Jugendarbeitslosigkeit ausgesprochen hoch ausfällt. Die Einführung eines einheitlichen Arbeitsvertragstyps, wie vor einigen Jahren bereits vom jetzigen IWF-Chefvolkswirt Olivier Blanchard für Frankreich vorgeschlagen und jüngst vom italienischen Ministerpräsidenten Matteo Renzi auf die regierungspolitische Agenda gesetzt wurde, könnte in Italien und Frankreich eine ähnlich einschneidende Wirkung entfalten wie die Hartz-IV-Reform 2004 in Deutschland auf den deutschen Arbeitsmarkt und im besten Fall eine Beschäftigungsoffensive mit all ihren wachstumsfördernden Folgen entfalten.

Allerdings dürfte die Umsetzung wachstumsfördernder Reformen der Wirtschaftsstrukturen in den meisten Fällen erst mittelfristig wirken. Darüber hinaus schwächt die Rückführung der staatli-

Meinung

chen und privaten Verschuldung kurzfristig das Wirtschaftswachstum. Vor diesem Hintergrund ist in den vergangenen Monaten immer wieder der Ruf nach Konjunkturlösungen laut geworden. Anlässlich seiner Wahl zum Kommissionspräsidenten forderte Jean-Claude Juncker bereits im Sommer dieses Jahres ein Investitionsprogramm mit einem Volumen von 300 Mrd. Euro, das über einen Zeitraum von drei Jahren laufen soll. Vor einigen Tagen bestätigte Juncker vor dem Europäischen Parlament seinen Willen, bis zum Ende des Jahres sein Investitionsprogramm auf den Weg zu bringen.

Investitionsprogramme in der genannten Größenordnung erscheinen angesichts der angespannten Haushaltslage in vielen Euro-Staaten allerdings kaum darstellbar. Der dem neuen Kommissionspräsidenten Juncker zugeschriebene Vorschlag, Mittel aus dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) zur Finanzierung der staatlich gelenkten Investitionshilfen umzuwidmen, wird zu Recht nicht mehr diskutiert. Denn, das Anzapfen des ESM würde die volle Funktionsfähigkeit des Krisenfonds einschränken. Dies ist allein schon wegen der anhaltend hohen Schuldenquote bei gleichzeitig niedriger wirtschaftlicher Dynamik im Währungsraum nicht zu vertreten. Neben den Problemen bei der Finanzierung großer Investitionsprogramme der öffentlichen Hand birgt auch die Verwendung der Mittel ernstzunehmende Unsicherheiten. So müssen die finanziellen Mittel gezielt und nachhaltig eingesetzt werden, damit die gewünschten Wachstumseffekte auch eintreten. Allerdings sind bereits in der Vergangenheit solche dirigistischen Ansätze an der Herausforderung einer nachhaltigen

Mittelvergabe gescheitert. Ein positiver Nettotonnen solcher Investitionshilfen ist daher ungewiss.

Auch taucht in der Debatte der Förderung der Investitionstätigkeit durch die öffentliche Hand der Vorschlag eines Investitionsfonds verstärkt auf, über den die Mittel gezielt an kleinere und mittlere Unternehmen in ganz Europa ausgegeben wird. Ordnungspolitisch richtig ist es, die volle Funktionsfähigkeit des Bankensektors in der Peripherie wiederherzustellen. Dort, wo Marktversagen vorherrscht sollte also auch eingegriffen werden. Die Schaffung großvolumiger Parallelstrukturen ist jedoch nicht zielführend. Denn, angesichts des hohen Mitteleinsatzes und der deutlich besseren Refinanzierungsbedingungen des Fonds würde dadurch das Wettbewerbsprinzip auf dem Bankenmarkt verletzt werden. Darunter hätten vor allem Kreditinstitute mit einem hohen Mittelstandsgeschäft zu leiden.

Ein Investitionsfonds birgt die Gefahr einer politisch motivierten und damit in der Regel wenig nachhaltigen Kreditvergabe. Die Finanzierungshilfen setzen zudem voraus, dass die stockende Kreditvergabe im Euroraum in erster Linie ein Mangel an finanziellen Mitteln sei. Das ist so nicht der Fall. Vielmehr existiert vor allem im Süden des Währungsraums eine unzureichende Nachfrage nach Fremdkapital, da viele Unternehmen im Zuge der Wachstums- und Vertrauenskrise ihre Investitionstätigkeit stark eingeschränkt haben. Vor diesem Hintergrund würden nicht nur Marktprinzipien verletzt, sondern auch das Risiko eingegangen werden, Kredite an

Meinung

Unternehmen mit einem wenig nachhaltigen Geschäftsmodell auszugeben. Die Verluste müsste dann der Steuerzahler tragen.

Anstelle milliardenschwerer europäischer Investitionsprogramme und Investitionsfonds sollte auf einzelstaatlicher wie auch gesamteuropäischer Ebene die Förderung investitionsfreundlicher Strukturen und Politiken deutlich entschlossener vorangetrieben werden. Sie sind die sicherste Voraussetzung für eine Entfesselung privater Wirtschafts- und Innovationskraft, wie sie die Europäische Union ursprünglich in ihrer Lissabon Agenda aus den Jahren 2000 und 2010 zum Ziel hat. Der Vergleich der Euro-Staaten mit anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften macht deutlich, dass in vielen Ländern des Währungsraums noch Verbesserungsbedarf herrscht, wenn es darum geht, inwieweit die Strukturen eines Landes die unternehmerische Tätigkeiten und damit auch indirekt die Beschäftigung unterstützen. Bei dem Indikator der Weltbank über die Leichtigkeit der Umsetzung unternehmerischer Aktivitäten liegen wenig überraschend Griechenland, Italien und Spanien im letzten Tabellenviertel (siehe: www.doingbusiness.org/rankings). Aber auch Frankreich und Belgien liegen in der unteren Hälfte der OECD-Ländergruppe.

Zur Förderung privater Investitionen zählt auch eine leistungsfähige Infrastruktur, die im großen Teilen vom Staat, wie z.B. in der Verkehrsinfrastruktur bereitgestellt wird. Nicht nur in Deutschland besteht auf diesem Gebiet großer Bedarf. Durch Umschichtungen innerhalb der staatlichen

Budgetbegrenzungen, wie z.B. der Schuldenbremse, können finanzielle Mittel für solche staatlichen Investitionen erfolgreich mobilisiert werden. Dies ist eine für die Politik herausfordernde aber auch sehr wichtige Aufgabe. In Deutschland dürften momentan begrenzte budgettechnische Freiräume durch Umschichtungen oder Einsparungen angesichts der guten Haushaltslage bestehen. Hier könnte der Staat in einem mehrjährigen Prozess der kleinen Schritte in wichtige Infrastrukturen, wie z.B. Autobahnbrücken oder die digitale Infrastruktur, investieren ohne dabei die Einhaltung der Schuldenbremse zu gefährden.

Autor:

Jan Philip Weber

Mail: j.weber@bvr.de

Geldmenge

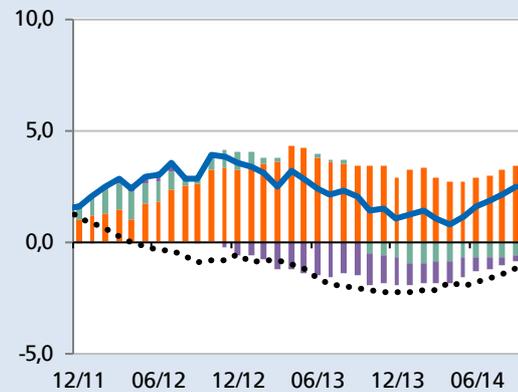
Kreditvergabe im Euroraum weniger schwach

Die Kreditvergabe im Währungsraum bleibt zwar weiterhin unter ihrem Vorjahresniveau. Seit Mai 2012 liegt die Summe der Kredite an Unternehmen und private Haushalte des europäischen Währungsraums unter ihren Vorjahreswerten. Gleichwohl schwächt sich der Abwärtstrend am aktuellen Rand sichtbar ab. So vergaben die Finanzhäuser des Währungsraums nach Angaben der Europäischen Zentralbank (EZB) im September 1,2 % weniger Darlehen an Unternehmen und private Haushalte als im Vorjahresmonat. Im August hatte die Jahreswachstumsrate noch bei -1,5 % gelegen. Im Monatsvergleich verringerte sich die Kreditvergabe an Unternehmen um 3 Mrd. Euro. Der Rückgang fällt damit etwas stärker aus als im August (-1 Mrd. Euro). Im Juli hatte es allerdings noch einen Rückgang in Höhe von 14 Mrd. Euro gegeben. Die Kreditvergabe an private Haushalte konnte im September um 5 Mrd. Euro zulegen.

Geldmengenwachstum legt zu

Das Geldmengenwachstum im Euroraum hat im September erneut stärker zugelegt. Nach den aktuellen Zahlen der EZB lag das breit abgegrenzte Geldmengenaggregat M3 im vergangenen Monat saisonbereinigt bei 2,5 %. Im August hatte die Wachstumsrate noch bei 2,1 % gelegen. Wichtigster Wachstumstreiber war mit 3,4 Prozentpunkten erneut die besonders liquide Geldmenge M1. Der Wachstumsbeitrag der Termin- und Spareinlagen fiel mit -0,6 Prozentpunkten etwas weniger schwach aus als im Vormonat. Der Beitrag der

Beiträge zum M3-Wachstum
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



Quelle: EcoWin, Berechnungen des BVR

marktfähigen Finanzinstrumente lag mit -0,3 Prozentpunkten ebenfalls im Negativbereich.

EZB kauft Kreditverbriefungen

Die Europäische Zentralbank (EZB) wird ab Oktober forderungsbesicherte Anleihen in großem Umfang aufkaufen. Darauf verständigten sich die Mitglieder des EZB-Rates am 2. Oktober auf seiner auswärtigen Sitzung in Neapel. Das Programm zum Ankauf von ABS-Papieren und Pfandbriefen ist auf eine Mindestdauer von zwei Jahren angelegt. Der Aufkauf von Pfandbriefen startete Mitte Oktober.

Der Umfang des Programmes dürfte im dreistelligen Milliardenbereich liegen. Der EZB-Rat kündigte an, dass auf ihrem Einkaufszettel auch griechische und zyprische Papiere stehen, selbst wenn diese

Geldpolitik und Geldmarkt

nicht die Rating-Anforderungen von BBB- erfüllen. Einzige Voraussetzung hierbei sei, dass die jeweiligen Länder ihre Reform- und Anpassungsprogramme im Rahmen der Hilfsprogramme einhalten. Ziel des Aufkaufprogrammes ist die Ankerbildung der nach wie vor stockenden Kreditvergabe im Euroraum, indem Geschäftsbanken über den Kauf forderungsbesicherter Verbriefungen Freiräume für neue Kredite verschafft werden. Zudem erhoffen sich die europäischen Notenbanker darüber einen belebenden Effekt für Konjunktur und Verbraucherpreise.

Die Europäische Zentralbank betonte angesichts der niedrigen Inflation von zuletzt 0,3 % ihren Willen, im Zweifel zusätzliche Maßnahmen zu ergreifen. Bei diesen Maßnahmen könnte es sich dann um ein umfangreiches Aufkaufprogramm von Staatsanleihen handeln. Gegen Ende des Monats zeigten sich einige führende europäische Notenbanker aufgeschlossen gegenüber einem An-

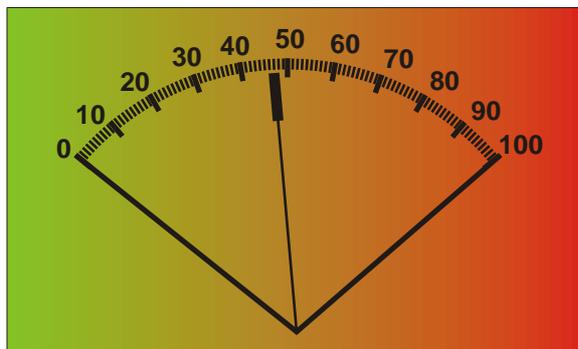
kaufprogramm von Unternehmensanleihen. Den Hauptrefinanzierungssatz für den Euroraum beließ der EZB-Rat unverändert bei 0,05 %.

Der **BVR Zins-Tacho** befindet sich mit 4,7 Zählern knapp unterhalb der 50-Punkte-Marke. Damit signalisiert der Zins-Tacho weiterhin ein moderates Inflationsrisiko für den Euroraum. Ein erhöhtes Deflationsrisiko deutet das Barometer nicht an. Im Oktober bestätigte der Tacho seinen Vormonatswert.

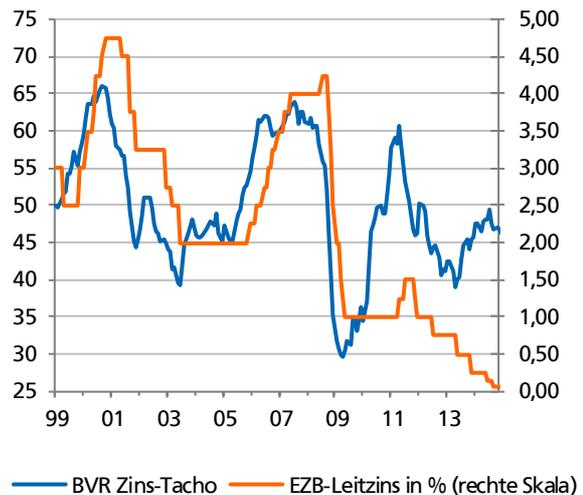
Wenig Bewegung am Geldmarkt

Die Zinsen am europäischen Geldmarkt sind in der vergangenen Woche leicht zurückgegangen. Die Konkretisierung des Wertpapier-Aufkaufprogramms sowie Spekulationen über weitere Ankaufprogramme drückten die bereits rekordniedrigen Zinsen im Anschluss an die geldpolitische Sitzung des EZB-Rates leicht nach unten. Im weiteren

BVR Zins-Tacho



	Aug 14	Sep 14	Okt 14
BVR Zins-Tacho	48	47	47
Konjunktur (50 %)	49	47	47
Preise (40 %)	48	49	49
Liquidität (10 %)	36	36	37



Der BVR Zinstacho 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

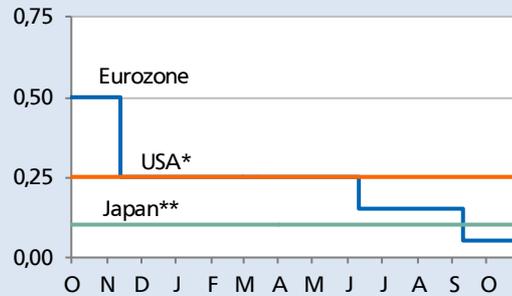
Monatsverlauf tendierten die Geldmarktzinsen leicht nach oben, sodass die leichten Zinsrückgänge am langen Ende ausgeglichen wurden. Der 3-Monats-Euribor stieg in der zweiten Monatshälfte leicht an und notierte am Freitag, dem 27. Oktober, bei 0,09 %. Der Zinssatz für Zwölfmonatsgelder pendelte sich nach leichtem Ab und Auf bei 0,34 % ein. Der Tagesgeldsatz EONIA schwankte im Monatsverlauf um die Marke von 0 %. Nachdem der Tagesgeldsatz zur Monatsmitte auf bis zu -0,03 % gesunken war, stieg der Zins bis zum Monatsende über die Nullzinsgrenze auf 0,02 %.

Staatsanleihen gefragt

Die Renditen von Bundesanleihen sind im Oktober unterm Strich leicht zurückgegangen. Zu Beginn des Monats stützte die Aussicht auf umfangreiche Ankäufe von Pfandbriefen und ABS-Papieren durch die EZB sowie Spekulationen über ein noch kommendes Staatsanleiheaufkaufprogramm die Nachfrage der Anleger nach Staatspapieren der Kern- wie auch Peripherieländer des Euroraums. Zur Monatsmitte hin verstärkte sich der Abwärtstrend noch einmal deutlich. Ausschlaggebend für den Rückgang waren schwache Konjunkturdaten, die anhaltend unsichere Lage in der Ostukraine und die Proteste in Hongkong. Anleger fürchteten eine weltweite Abkühlung der Konjunktur. In diesem Umfeld lösten mäßige Zahlen vom US-Einzelhandel einen sichtbaren Nachfrageschub nach Sicherheit aus. In der zweiten Monatshälfte schwächte sich die Nachfrage nach besonders sicheren Anleihepapieren aber wieder ab. Auslöser

Notenbankzinsen international

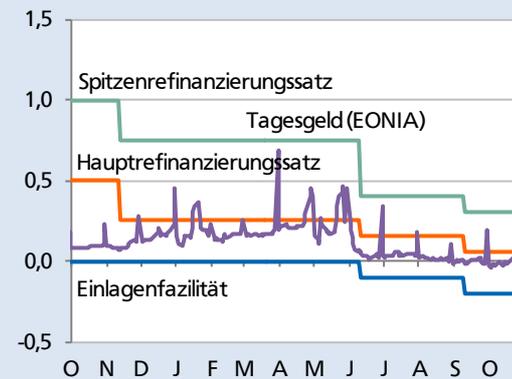
in %



*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.

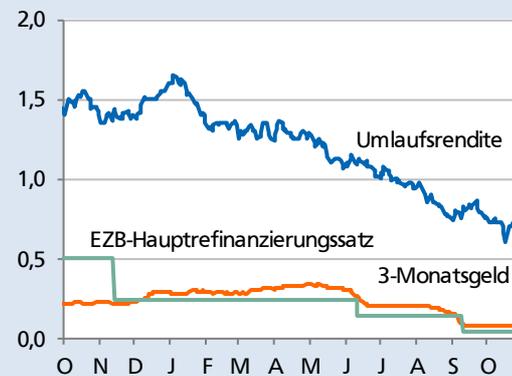
Wichtige Zinsen im Euroraum

Zinssätze in %



Geld- und Kapitalmarkt

Zinssätze in %



Quelle: EcoWin

Rentenmarkt

des Kurswechsels waren beruhigende Konjunkturdaten aus den USA, die das Risikobewusstsein der Anleger zugunsten von Aktien veränderten. So überzeugten sowohl die aktuellen Zahlen vom US-Arbeitsmarkt als auch aus der US-Industrie. Gleichwohl blieben die Anleger misstrauisch. Anleihen aus der Euro-Peripherie taten sich schwer. Viele Investoren zweifeln zunehmend an einer nachhaltigen wirtschaftlichen Erholung in der Euro-Peripherie. Erst zum Monatsende sorgten positive Konjunkturnachrichten aus Europa für verhaltenen Konjunkturoptimismus. So schaffte der Index für das Verbrauchervertrauen im europäischen Währungsraum im Oktober den ersten bescheidenen Anstieg seit Mai dieses Jahres. Der Einkaufsmanagerindex überzeugte ebenfalls. So signalisierte der Einkaufsmanagerindex für den gesamten Euro-Raum ein leicht beschleunigtes Wachstum im Oktober. Die Umlaufrendite börsennotierter Bundesanleihen pendelte sich nach einigem Ab und Auf zum Monatsende mit 0,73 % leicht unter seinem Vormonatsultimo ein. Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen lag am 27. Oktober mit 0,88 % rund 7 Basispunkte unter ihrem Vormonatswert. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen sank um 24 Basispunkte auf 2,26 %.

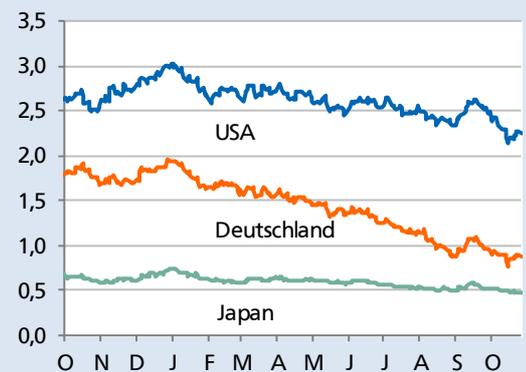
Zinsstruktur am Rentenmarkt

Spread Bundesanleihen mit Restlaufzeiten 10/1 Jahr, in %



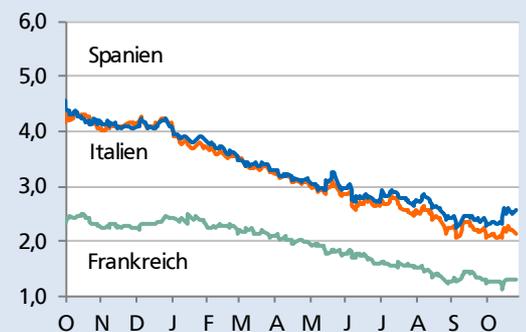
Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



Quelle: EcoWin

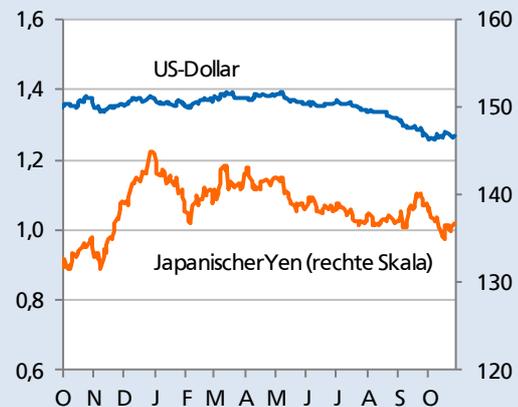
Devisen

Euro bleibt deutlich unter 1,30 US-Dollar

Vor dem Hintergrund der immer expansiver werdenden Geldpolitik im Euroraum setzte die Gemeinschaftswährung zu Beginn des Monats ihren Abwärtstrend kurz fort. Der Euro-Dollar Kurs sank daraufhin noch einmal auf unter 1,26 US-Dollar. Bis zur Monatsmitte konnte sich der Euro allerdings etwas Luft gegenüber dem US-Dollar verschaffen. Auslöser der Kursgewinne des Euro gegenüber dem Dollar war aber nicht die ökonomische Stärke des Währungsraums. Vielmehr reagierte der Greenback auf enttäuschende Konjunkturdaten aus den USA. Viele Händler spekulierten daraufhin, dass die Zinswende in den USA in einem mäßigen Konjunkturmilieu nach hinten verschoben werden könnte. Stanley Fischer, der aktuelle Vizepräsident der US-Notenbank, hatte die Verunsicherung über den künftigen geldpolitischen Kurs der Federal Reserve zusätzlich geschürt, indem er darlegte, dass selbst eine schwächere Konjunktur im Ausland den Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik in den USA hinauszögern könnte. Die Mehrzahl der Investoren dürfte aber weiterhin von einer Erhöhung der US-Zinsen für etwa Mitte 2015 ausgehen. Zum Ende des Monats fuhr der Euro gegenüber dem US-Dollar wieder Kursverluste ein. Spekulationen auf eine weitere Lockerung der Geldpolitik im Währungsraum in Form eines Kaufprogrammes von Unternehmensanleihen durch die Zentralbank schwächten den Euro. Der Euro-Dollar Kurs pendelte sich zum Monatsende bei rund 1,27 US-Dollar ein.

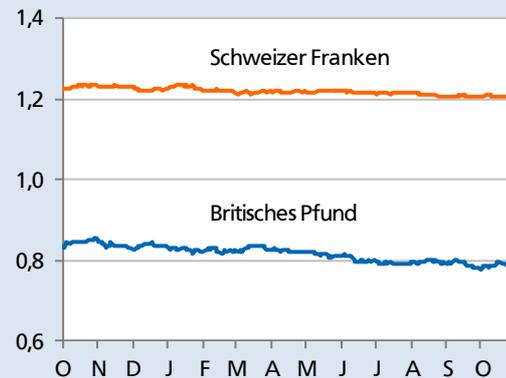
Euro-Wechselkurs (I)

Auslandswährung pro Euro



Euro-Wechselkurs (II)

Auslandswährung pro Euro



Effektiver Wechselkurs des Euro*

in EUR, Quartal 1, 1999 = 100



*Nominale Wertentwicklung des Euro gegenüber den 20 wichtigsten Handelspartnern des Euroraums. Eine Bewegung nach oben entspricht einer Aufwertung des Euro
Quelle: EcoWin

Aktien

Verluste an den Aktienmärkten

Die Furcht der Anleger vor einer Abkühlung der Weltwirtschaft hat vor allem in der ersten Monatshälfte die Kauflust der Anleger gedämpft. So bereitete die wirtschaftliche Entwicklung in Europa, den USA und China den Anlegern Sorge. Insbesondere am 15. Oktober, sorgte die Furcht der Investoren vor einer Abkühlung der Weltwirtschaft zu einer scharfen Kurskorrektur an den Börsen dies- wie jenseits des Atlantiks. Der DAX verlor binnen eines Tages rund 250 Punkte bzw. 3,0 % seines Vortagesendwertes. Neben schwachen Konjunkturdaten aus den USA bereiteten den Anlegern auch die Krisenherde in Syrien, der Ukraine oder im Irak Sorgen. In der zweiten Monatshälfte entspannte sich die Lage und die Aktienmärkte konnten wieder leichte Gewinne verbuchen. So schwächten vielversprechende Konjunkturdaten aus den USA und China die Sorgen um eine Abkühlung der weltgrößten Volkswirtschaft ab. Darüber hinaus provozierten Spekulationen auf eine doch länger anhaltende lockere Geldpolitik in den USA die Kursgewinne. Zum Monatsende sorgten zudem verhältnismäßig gute Daten von der Euro-Wirtschaft für Erleichterung. Für viele Anleger schien es um die Wirtschaft in Europa doch nicht so schlimm bestellt zu sein, wie allgemein befürchtet worden war. Für Optimismus sorgten auch Spekulationen über ein weiteres Aufkaufprogramm der EZB. Im Vergleich zum Vormonat verzeichnete der DAX einen Kursrückgang in Höhe von -6,0 % auf 8.903 Punkten. Der Dow Jones verlor 1,3 % und lag am Freitag, dem 27. Oktober bei 16.818 Punkten.

Deutscher Aktienmarkt

Dax, 40-/ 200-Tagesschnitt



Aktien im Euroraum

Euro-Stoxx 50, 40-/ 200-Tagesschnitt



Aktienmarkt USA

Dow Jones, 40-/ 200-Tagesschnitt



Quelle: EcoWin

Eurokonjunktur

Grunddynamik weiterhin schwach

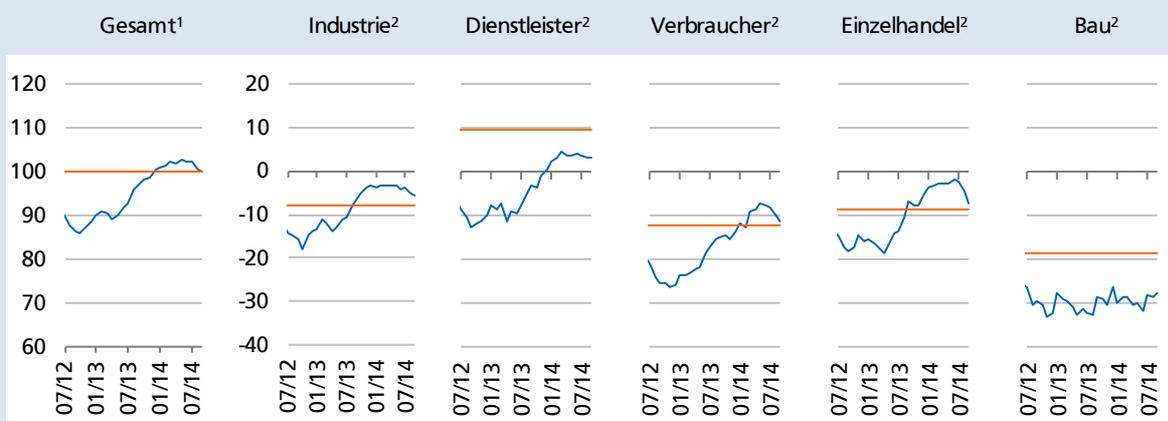
Am 9. Oktober haben die an der Gemeinschaftsdiagnose teilnehmenden Wirtschaftsforschungsinstitute ihr aktuelles Herbstgutachten vorgelegt. Dem Gutachten zufolge wird die gesamtwirtschaftliche Grunddynamik im Euroraum in naher Zukunft schwach bleiben. Stimmungsindikatoren wie der Wirtschaftsklimaindex der EU-Kommission würden für die zweite Jahreshälfte lediglich ein verhaltenes Wachstum erwarten lassen.

Die konjunkturelle Entwicklung wird nach Einschätzung der Wirtschaftsforscher weiterhin durch die Bestrebungen zum Abbau der hohen Verschuldung und den in einigen Ländern ungünstigen Finanzierungsbedingungen gebremst. Die dämpfenden Faktoren dürften künftig aber mehr und mehr an Bedeutung verlieren. So zeichne sich ab, dass der Restriktionsgrad der Finanzpolitik in

den Jahren 2014 und 2015 geringer sein wird als zuvor. Zudem sei davon auszugehen, dass sich die Finanzierungsbedingungen in der Peripherie allmählich verbessern werden und die Investitionstätigkeit dadurch angeregt wird. Darüber hinaus dürften sich auch der Außenhandel und die Konsumausgaben der privaten Haushalte beleben.

Die Wirtschaftsforschungsinstitute prognostizieren für das laufende Jahr 2014 einen Anstieg des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts von 0,8 %. Für 2015 rechnen sie mit einer leichten Wachstumsbeschleunigung auf 1,1 %. Die Verbraucherpreise werden dem Herbstgutachten zufolge in diesem Jahr um 0,5 % und im kommenden Jahre um 0,7 % zunehmen. In Hinblick auf die Arbeitslosenquote rechnen die Wirtschaftsforscher mit einem leichten Rückgang von 11,6 % in 2014 auf 11,3 % in 2015.

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: EcoWin

Eurokonjunktur

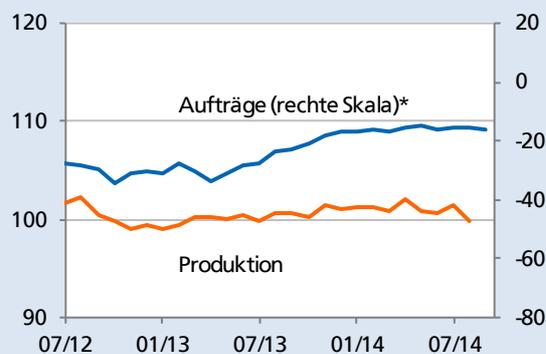
Industrie vermindert Produktion

Dass die gesamtwirtschaftliche Grunddynamik im Euroraum schwach ist, zeigt sich auch in den aktuellen amtlichen Daten zur **Industrieproduktion**. Die industrielle Erzeugung ist nach vorläufigen Angaben von Eurostat im August gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um deutliche 1,8 % zurückgegangen, nachdem sie im Juli moderat um 0,9 % gestiegen war. Für den Produktionsrückgang im August waren vor allem die Hersteller von Investitionsgütern verantwortlich, die ihren Ausstoß um 4,8 % verminderten.

Für die nächsten Monate zeichnet sich bislang noch keine durchgreifende Wende in der Industriekonjunktur ab. So ist der **Order-Indikator** der EU-Kommission zuletzt, im September, gegenüber dem Vormonat leicht um 0,6 Punkte zurückgegangen. Der Indikator ist nach einem sichtlichen Anstieg in 2013 in den vergangenen Monaten in eine Seitwärtsbewegung übergegangen.

Aufträge und Produktion

2010=100, Euroraum, saisonbereinigt



*Order-Indikator der EU-Kommission
Quelle: EcoWin

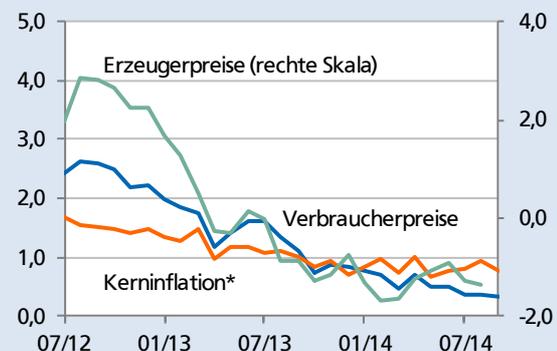
Verbraucherpreise legen nur leicht zu

Im Euroraum ist der Auftrieb bei den Verbraucherpreisen weiterhin sehr gering. Die Inflationsrate, basierend auf dem Harmonisierten **Verbraucherpreiseindex (HVPI)**, ist jüngst von 0,4 % im August auf 0,3 % im September zurückgegangen. Zum Rückgang der Inflationsrate trug vor allem der vergleichsweise geringere Anstieg der Dienstleistungspreise (+1,1 % nach +1,3 % im August) bei. Darüber hinaus haben die Energiepreise (-2,3 %) stärker nachgegeben als zuvor (-2,0 %).

Die Erzeugerpreise gewerblicher Produkte sind zuletzt leicht beschleunigt zurückgegangen. Der **Erzeugerpreisindex** lag im August um 1,4 % unter seinem Vorjahresniveau. Im Juli waren die Erzeugerpreise noch mit einer Jahresrate von 1,3 % gesunken. Angaben zur Entwicklung der Erzeugerpreise im September sind momentan noch nicht verfügbar.

Verbraucher- und Erzeugerpreise

Euroraum, in % gg. Vorjahr



*ohne Energie und unbearbeitete Lebensmittel
Quelle: EcoWin

Deutsche Konjunktur

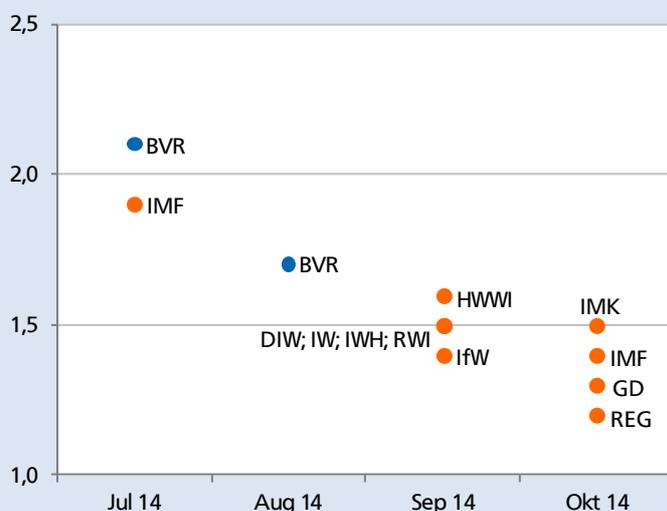
Forschungsinstitute erwarten deutlich geringeres Wachstum

Die konjunkturelle Entwicklung Deutschlands hat sich nach Ansicht der an der Gemeinschaftsdiagnose teilnehmenden Wirtschaftsforschungsinstitute abgekühlt. Maßgeblich hierfür war neben der unerwartet schwachen weltwirtschaftlichen Entwicklung die inländische Investitionstätigkeit, die angesichts der erhöhten Unsicherheit infolge der zahlreichen geopolitischen Konflikte hinter den Erwartungen zurückblieb. Vor diesem Hintergrund haben die Forschungsinstitute ihre Wachstumseinschätzung für Deutschland merklich nach unten korrigiert. Während sie im Frühjahrsgutachten mit einem Anstieg des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 1,9 % im Jahr 2014 rechneten, gehen sie in ihrem Herbstgutachten nur noch von einem Wachstum von 1,3 % aus. Darüber hinaus wurde auch der BIP-Prognosewert

für 2015 deutlich von 2,0 % auf 1,2 % vermindert. Am deutschen Arbeitsmarkt wird sich dem Herbstgutachten zufolge der Beschäftigungsaufbau fortsetzen und die Erwerbstätigenzahl im Jahresdurchschnitt 2015 auf 42,7 Mio. Menschen erhöhen. Für die Inflationsrate wird ein Anstieg von 1,0 % in 2014 auf 1,4 % in 2015 prognostiziert.

Der BVR teilt die Einschätzung der Forschungsinstitute zum Wirtschaftswachstum Deutschlands in 2014 im Wesentlichen. Die deutliche Eintrübung wichtiger Stimmungsindikatoren und die jüngst verhalten ausgefallenen Industriedaten lassen für die zweite Jahreshälfte lediglich eine gedämpfte gesamtwirtschaftliche Entwicklung erwarten. Ein Abgleiten in eine Rezession ist angesichts der nach wie vor robusten Arbeitsmarktentwicklung aber unwahrscheinlich.

Konjunktur 2014 - Prognosen für Deutschland
preisbereinigt, Jahreswachstumsrate des BIP in %



- Bbk - Deutsche Bundesbank
- DIW - Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin
- GD - Gemeinschaftsdiagnose (Frühjahrs- bzw. Herbstprognose)
- HWWI - Hamburger WeltWirtschaftsinstitut
- ifo - Institut für Wirtschaftsforschung, München
- IfW - Institut für Weltwirtschaft, Kiel
- IMF - Internationaler Währungsfonds
- IMK - Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung
- IW - Institut der deutschen Wirtschaft, Köln
- IWH - Institut für Wirtschaftsforschung, Halle
- KOM - Europäische Kommission
- OECD - Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
- REG - Bundesregierung
- RWI - Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung, Essen
- SVR - Sachverständigenrat

Deutsche Konjunktur

Verhaltene Industriedaten

Im August hat die deutsche Industrie ihre Produktion erheblich vermindert und beim Auftragseingang einen spürbaren Dämpfer hinnehmen müssen. Wie das Statistische Bundesamt anhand vorläufiger Angaben mitteilte, ist die **Industrieproduktion** gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 4,8 % gesunken. Für den Rückgang war unter anderem der Umstand verantwortlich, dass im August ungewöhnlich viele Bundesländer gleichzeitig Sommerferien hatten und daher die Arbeit in den Industriebetrieben häufiger ruhte. In dem von kurzfristigen Schwankungen weniger stark betroffenen Zweimonatsvergleich Mai/Juni gegenüber Juli/August stagnierte der industrielle Ausstoß. Im Baugewerbe war im August ebenfalls ein Produktionsrückgang zu verzeichnen (-2,0 %).

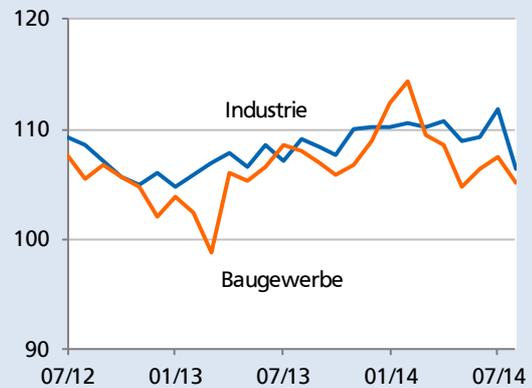
Der **Auftragseingang** der Industriebetriebe ist nach einem kräftigen Anstieg von 4,9 % im Juli zuletzt um 5,7 % zurückgegangen. Ausschlaggebend hierfür war ein Nachfrageschwund aus dem Ausland (-8,4 %). Im Inland (-2,0 %) ließ die Bestellfähigkeit weniger stark nach. Insgesamt legt die Entwicklung des Auftragseingangs und die Entrübung wichtiger Stimmungsindikatoren für die nächsten Monaten nur eine geringe Dynamik der Industriekonjunktur nahe.

Stimmungsindikatoren geben weiter nach

Die wirtschaftliche Stimmung hat sich zuletzt in Deutschland weiter eingetrübt. Sowohl der ifo

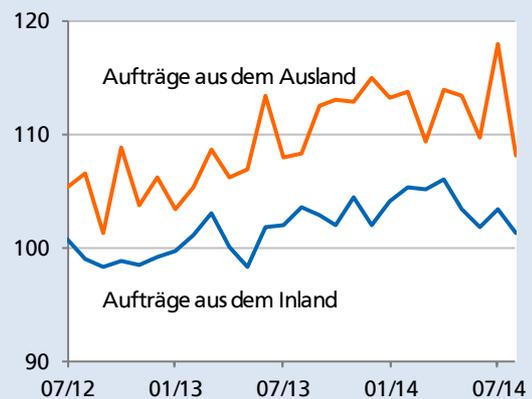
Produktion

2010=100, preis- und saisonbereinigt



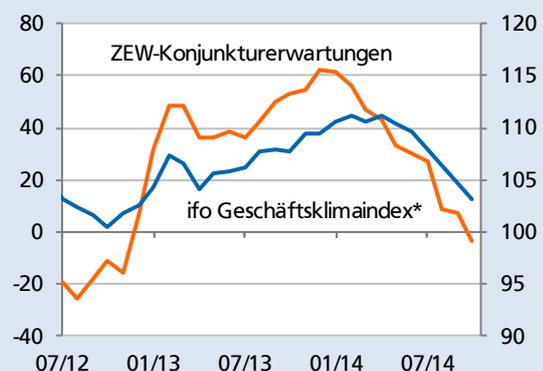
Aufträge

2010=100, preis- und saisonbereinigt



Wirtschaftliche Einschätzung

saisonbereinigt



Quelle: EcoWin

*rechte Skala, 2005=100

Deutsche Konjunktur

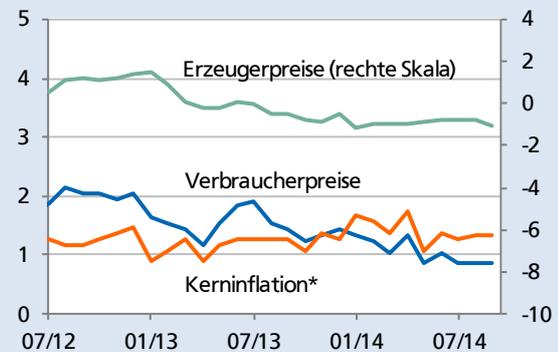
Geschäftsklimaindex als auch die ZEW-Konjunkturerwartungen sind im Oktober zurückgegangen. Der auf einer monatlichen Unternehmensbefragung des Münchner ifo Instituts beruhende **ifo Geschäftsklimaindex** ist im Oktober überraschend deutlich um 1,5 Punkte auf 103,2 Punkte gesunken. Zum Rückgang des konjunkturellen Frühindikators trugen seine Lage- und seine Erwartungskomponente bei.

Die vom Mannheimer Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) anhand einer Umfrage unter Finanzmarktexperten ermittelten **ZEW-Konjunkturerwartungen** gaben im Oktober um deutliche 10,5 Punkte nach. Sie befindet sich zudem mit aktuell -3,6 Punkten erstmals seit November 2012 wieder im negativen Bereich. Neben den Perspektiven haben die vom ZEW befragten Fachleute auch die aktuelle Lage pessimistischer beurteilt. Der entsprechende Lage-Indikator ist im Oktober um 22,2 Punkte auf 3,2 Punkte gesunken.

Inflationsrate noch immer bei 0,8 %

In Deutschland lag die Inflationsrate, gemessen an der Jahresrate des **Verbraucherpreisindex (VPI)**, im September bei 0,8 %. Sie ist damit im Vergleich zum Juli und August unverändert niedrig geblieben. Im September wurde die Gesamtentwicklung erneut vor allem durch die Energiepreise gedämpft, die um 2,2 % nachgaben. Entlastend wirkte insbesondere der Preisrückgang bei Mineralölprodukten (-5,1 %). Für Nahrungsmittel (+0,9 %) mussten die Verbraucher allerdings mehr

Verbraucher- und Erzeugerpreise
gg. Vorjahr in %



*ohne Energie und Lebensmittel
Quelle: EcoWin

Geld aufwenden. Insbesondere Molkereiprodukte wie Schnittkäse (+14,1 %), Quark (+13,9 %) und Sahne (+7,4 %) verteuerten sich merklich.

Bei den Erzeugerpreisen gewerblicher Produkte hat sich der Rückgang etwas beschleunigt. Der **Erzeugerpreisindex** gab im September gegenüber dem Vorjahr um 1,0 % nach. Zuvor, im Juli und August, waren die Erzeugerpreise noch um 0,8 % zurückgegangen. Ähnlich wie auf der Verbraucherstufe trugen zur Gesamtentwicklung der Erzeugerpreise vor allem die Energiepreise bei. Sowohl die Preise für Erdgas in der Inlandsförderung (-21,4 %) und in der Verteilung (-5,1 %), als auch die Preise für Mineralölerzeugnisse (-5,1 %) und elektrischen Strom (-3,5 %) sind im September merklich gefallen.

Insolvenzen weiterhin rückläufig

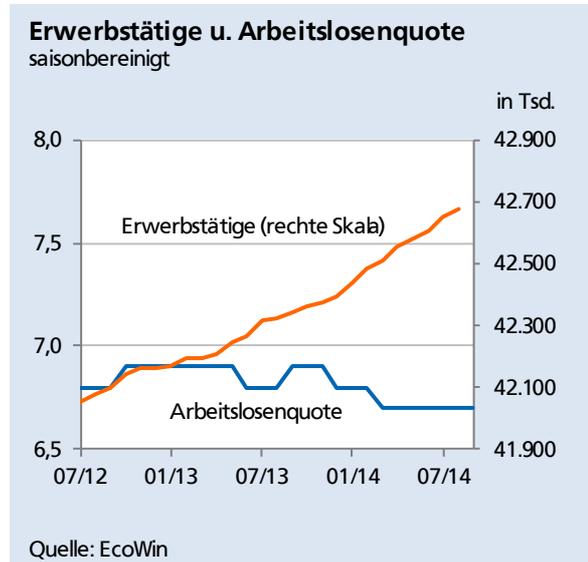
Im Juli wurden von den deutschen Amtsgerichten erneut weniger Insolvenzen erfasst. Die Gerichte

Deutsche Konjunktur

registrierten 2.111 Fälle von Unternehmens- und 8.007 Fälle von Verbraucherinsolvenzen. Im Vorjahresvergleich ist die Anzahl der Firmenpleiten um 14,2 % gesunken; die Zahl der Verbraucherinsolvenzen gab um 7,7 % nach. Abermals waren die meisten Unternehmensinsolvenzen im Handel (420 Fälle) und im Baugewerbe (328 Fälle) zu verzeichnen. Die Summe der offenen Gläubigerforderungen aus den beantragten Unternehmensinsolvenzen wird von den Gerichten für Juli mit rund 2,3 Mrd. Euro beziffert.

Arbeitsmarkt nach wie vor in solider Grundverfassung

Am deutschen Arbeitsmarkt haben sich zuletzt die positiven Trends fortgesetzt. Die monatlichen Verlaufsdaten zur Erwerbstätigkeit und zur sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung tendieren weiterhin nach oben. So ist die saisonbereinigte **Erwerbstätigenzahl** gemäß den aktuellen Angaben des Statistischen Bundesamtes im August gegenüber dem Vormonat um 26.000 Menschen gestiegen. Die saisonbereinigte **Beschäftigtenzahl** hat sich nach letzten Berechnungen der Bundes-



agentur für Arbeit (BA) im Juli sogar um 30.000 Personen erhöht.

Darüber hinaus ist die **Arbeitslosenzahl** gemäß den jüngsten BA-Daten im Zuge der allgemeinen Herbstbelegung von 2,902 Mio. im August auf 2,808 Mio. Menschen im September zurückgegangen. In saisonbereinigter Rechnung war allerdings angesichts der Rückführung arbeitsmarktpolitischer Maßnahmen ein leichter Anstieg um 12.000 Menschen zu verzeichnen. Neuere Daten zur Arbeitsmarktentwicklung liegen derzeit noch

Arbeitsmarkt

Deutschland	September	Veränderung gegen		Saisonbereinigt
		Vormonat	Vorjahresmonat	gg. Vormonat
Arbeitslose	2.807.806	-94.017	-41.144	13.000
Offene Stellen	518.317	3.225	72.774	6.000
Erwerbstätige ¹⁾	42.815.000	99.000	355.000	26.000
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte ²⁾	30.123.700	-49.300	857.231	30.000
Arbeitslosenquote	6,5	-0,2	-0,1	-
Arbeitslosenquote (West)	5,8	-0,2	-0,1	-
Arbeitslosenquote (Ost)	9,1	-0,3	-0,5	-
Quelle: EcoWin			1) August	2) Juli

Deutsche Konjunktur

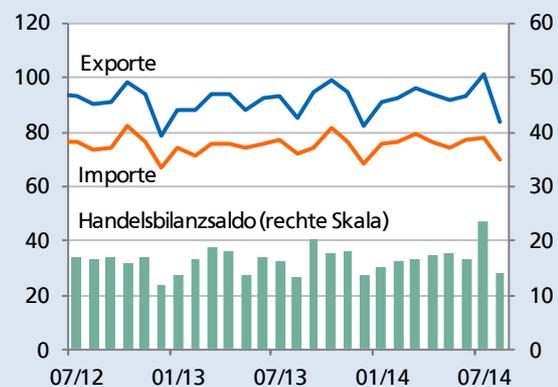
nicht vor. Diese werden vom Statistischen Bundesamt und der BA am kommenden Donnerstag, dem 30. Oktober, veröffentlicht.

Schwaches Exportgeschäft

Die Belebung des Exportgeschäfts der deutschen Wirtschaft hat sich zuletzt nicht fortgesetzt. Nach amtlichen Angaben wurden von Deutschland im August Waren im Wert von 84,1 Mrd. Euro ausgeführt und Waren im Wert von 70,0 Mrd. Euro eingeführt. Die Exporte sind damit gegenüber dem Vormonat in kalender- und saisonbereinigter Rechnung um deutliche 5,8 % gesunken. Zuvor, im Juni und im Juli, waren sie noch mit Verlaufsdaten von 0,9 % und 4,8 % expandiert. Ähnlich wie bei der Industrieproduktion dürfte die ungewöhnliche Konstellation der Sommerferien zum Rückgang der Exporte beigetragen haben. Die Importe sind im August um 1,4 % gesunken, nachdem sie bereits im Vormonat zurückgegangen waren (-1,3 %).

Die Handelsbilanz, als Differenz von Ausfuhren und Einfuhren, schloss im August mit einem Überschuss von 14,1 Mrd. Euro ab. Der Außenhandelsüberschuss ist damit im Vergleich zum Vorjahresmonat um 0,8 Mrd. Euro gestiegen.

Außenhandel
in Mrd. Euro



Quelle: EcoWin

Außenwirtschaft

	Stand	Veränderung gegen		Stand	Veränderung zum	
	Aug. 14	Vorjahresmonat		Jan.-Aug. 14	Vorjahreszeitraum	
	in Mrd. €	in Mrd. €	in %	in Mrd. €	in Mrd. €	in %
Exporte	84,1	-0,9	-1,1	743,6	20,2	2,8
Importe	70,0	-1,7	-2,3	606,6	10,7	1,8
Handelsbilanzsaldo	14,0	0,8	-	137,0	9,5	-
Leistungsbilanzsaldo	10,3	2,4	-	126,1	13,5	-

Quelle: EcoWin