

Volkswirtschaft special

Meinungen, Analysen, Fakten

Wachstumschancen für den privaten Verbrauch noch nicht ausgeschöpft

- Der Privatkonsum war im konjunkturellen Wechselbad der vergangenen Jahre ein Stabilitätsanker und hat die wirtschaftlichen Schwankungen spürbar gedämpft. Doch waren die Zuwachsraten in den vergangenen beiden Jahren mit Werten unter 1 % nicht besonders kräftig. Seit dem Jahrtausendwechsel ist der private Verbrauch im Trend langsamer gewachsen als das Bruttoinlandsprodukt.
- Der private Verbrauch in Deutschland könnte stärker wachsen, wenn die vorhandenen Beschäftigungsmöglichkeiten besser genutzt würden. Der Beschäftigungsaufbau wird in Deutschland seit Jahren stark von Teilzeitbeschäftigungen getragen. Unter den sozialversicherungspflichtig Beschäftigten ist der Teilzeitanteil seit dem Millennium von 16 auf 26 % gestiegen.
- Durch eine Entlastung bei den Sozialabgaben könnte die Wirtschaftspolitik höhere Stundenzahlen für Beschäftigte interessanter machen. So sollten versicherungsfremde Leistungen in der Rentenversicherung stärker steuerfinanziert werden. Damit könnte mehr Beschäftigung geschaffen werden, ohne die schwarze Null im Bundeshaushalt zu gefährden. Durch mehr Beschäftigung würden die Einkommen und damit auch der private Verbrauch stärker steigen.
- Demgegenüber sind für ein noch stärkeres Lohnwachstum kaum noch Spielräume vorhanden. Bereits jetzt schöpft der Tariflohnanstieg die Verteilungsspielräume weitgehend aus. Bei einem deutlich stärkeren Lohnanstieg würde auf Dauer Beschäftigung gefährdet und das Einkommenswachstum letztlich verringert werden.

Meinung

Wachstumschancen für den privaten Verbrauch noch nicht ausgeschöpft

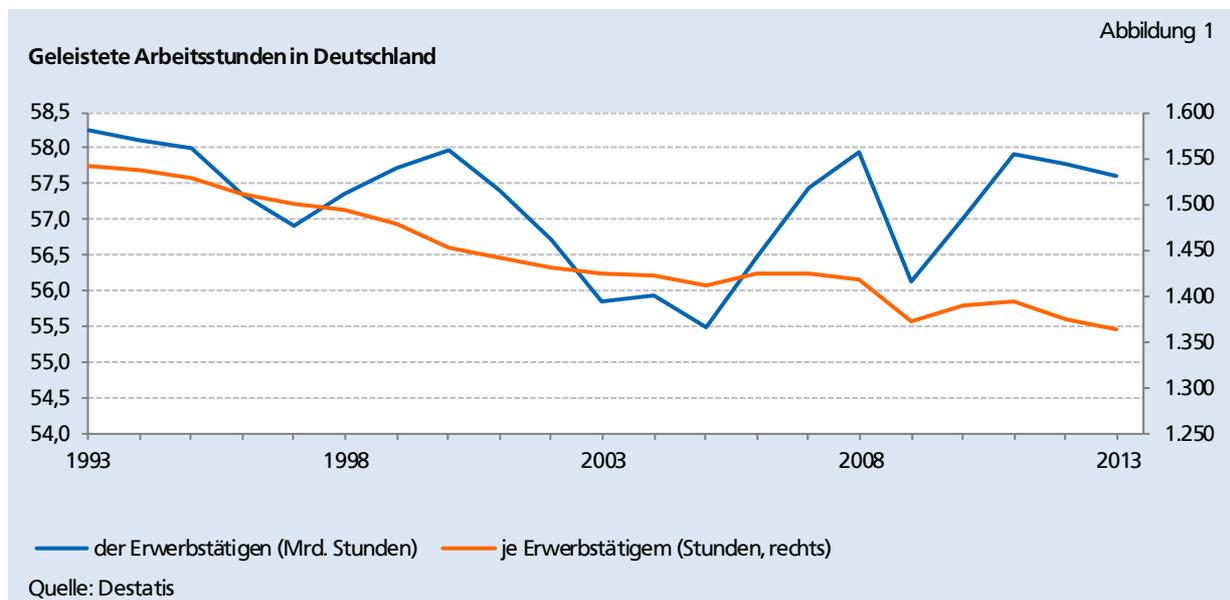
Der Privatkonsum war im konjunkturellen Wechselbad der vergangenen Jahre ein Stabilitätsanker, der die wirtschaftlichen Schwankungen spürbar gedämpft hat. Die Zuwachsraten des privaten Verbrauchs zeigten sich in den vergangenen Jahren viel gleichmäßiger als die der gesamtwirtschaftlichen Produktion. Im Jahr 2014 erweist sich der private Verbrauch sogar als der „last man standing“ der deutschen Konjunktur angesichts des aktuellen Investitionsattentismus und der sich nur langsam aufhellenden Nachfrage auf den Auslandsmärkten.

Doch wäre auch ein stärkeres Wachstum des privaten Verbrauchs möglich. Denn im Trend ist der private Verbrauch langsamer als die gesamtwirtschaftliche Produktion gewachsen. Auch in den vergangenen beiden Jahren war der Zuwachs des privaten Verbrauchs mit preisbereinigten Raten

unter 1 % überschaubar.

Der Weg zu einem kräftigeren Wachstum des privaten Verbrauchs führt über einen Anstieg der Beschäftigung und nicht über deutlich höhere Löhne, wenn er nachhaltig sein soll. Auf den ersten Blick scheint dies paradox, ist doch die Arbeitsmarktlage in vielen Regionen bereits angespannt. Doch ist die in Stunden gemessene Arbeitsleistung in Deutschland zwar gestiegen, im langjährigen Vergleich aber nicht ungewöhnlich hoch (Abbildung 1).

Während die Anzahl der Beschäftigten in den letzten 15 Jahren um 3,8 Mio. (+10%) gestiegen ist, haben sich die insgesamt geleisteten Arbeitsstunden kaum verändert (+0,4%). Erst heute wird das Arbeitsvolumen von Mitte der 1990er Jahre wieder leicht überschritten. Viel mehr Menschen sind in Beschäftigung, pro Kopf wird aber aufgrund des steigenden Anteils der Teilzeitbeschäftigung weniger gearbeitet (-9%). Das von jedem Erwerbstäti-



Meinung

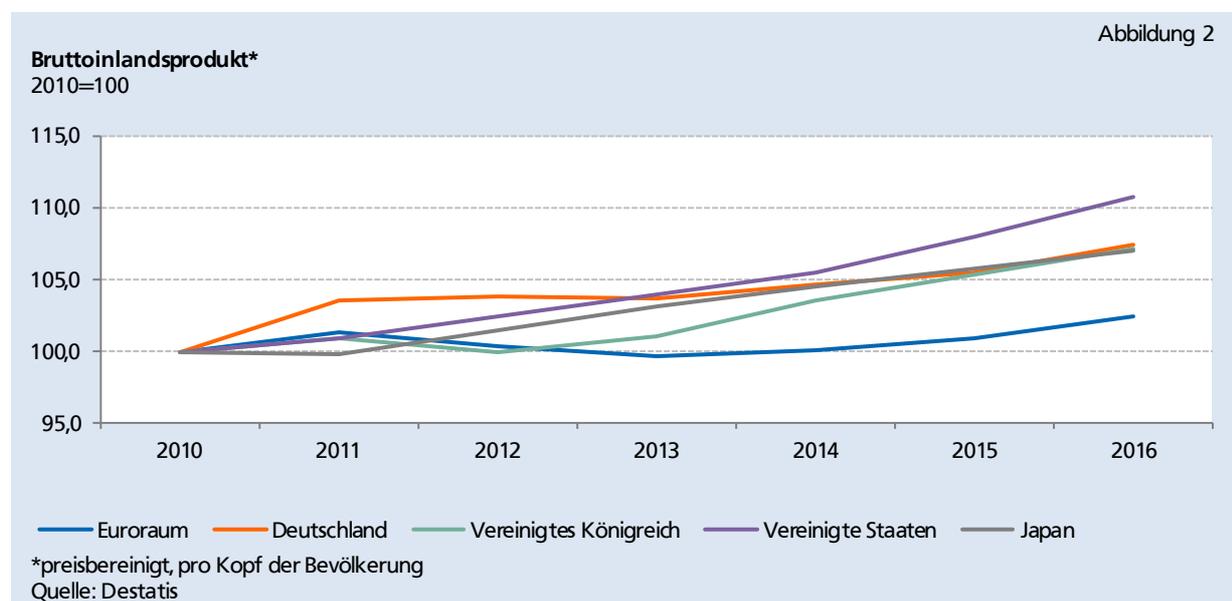
gen geleistete Stundenvolumen ist unter den OECD-Mitgliedstaaten nur in den Niederlanden ähnlich gering wie in Deutschland. Nach dem Millennium war unter den sozialversicherungspflichtig Beschäftigten in Deutschland noch jeder Sechste teilzeitbeschäftigt (16 %), Anfang dieses Jahres war es bereits jeder Vierte (26 %).

Der insbesondere von Gewerkschaftsseite propagierten Strategie, die Einkommen und damit auch den Konsum durch höhere Löhne zu stärken, sind demgegenüber enge Grenzen gesetzt. Der Anstieg der Tariflöhne hat in Anbetracht der hohen Beschäftigung bereits merklich zugenommen. Würde der Lohnanstieg über längere Zeit den durch den Produktivitätsfortschritt und die allgemeine Preissteigerung gegebenen Verteilungsspielraum überschreiten, würden die Beschäftigungserfolge der vergangenen Jahre gefährdet und dadurch auf Dauer auch das Einkommenswachstum gedämpft.

Generell besteht in Deutschland ein großer Kon-

trast zwischen der soliden Verfassung der Wirtschaft und insbesondere auch des Mittelstands sowie dem überschaubaren Wirtschaftswachstum. Deutschland steht in den Zeiten der Euro-Staatschuldenkrise zwar deutlich besser da als die großen europäischen Nachbarstaaten, im internationalen Vergleich ist die deutsche Wachstumsperformance allerdings nicht beeindruckend.

Deutschland konnte zwar bereits in 2011 und damit sehr früh melden, dass die Wirtschaftsleistung wieder das Niveau vor der Finanzkrise erreicht hat. Inzwischen ist Deutschland aber international deutlich zurückgefallen. Die Wachstumsraten in großen Volkswirtschaften außerhalb des Euroraums, wie etwa dem Vereinigten Königreich, den Vereinigten Staaten und bis zuletzt auch in Japan, liegen deutlich höher als in Deutschland (Abbildung 2). Dies ist nicht nur eine Momentaufnahme. Auch im Durchschnitt der fünf Jahre nach dem Höhepunkt der Finanzkrise (2010-2015) fällt das deutsche Wirtschaftswachstum pro Kopf gerade mal so hoch aus



Meinung

wie im Vereinigten Königreich und Japan, aber um ein Drittel niedriger als in den USA.

Dies liegt nicht an einem schlechten Zustand der Wirtschaft. Im Gegenteil: Die Fundamentaldaten weisen auf eine sehr gesunde Verfassung der Unternehmen hin. Der deutsche Mittelstand ist innovativ und leistungsfähig, verfügt über eine hohe internationale Wettbewerbsfähigkeit und befindet sich im Unterschied zu anderen Ländern des Euroraums auch in einer soliden Finanzposition.

Solide Fundamentals, mangelnde Nachfrage

Doch leidet Deutschland unter einer mangelnden gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Deutlich zeigt sich dies bei den nur langsam wachsenden Exporten als Reflex der nur mit mäßiger Dynamik wachsenden Weltwirtschaft, der stockenden Erholung des Euroraums und der negativen Handelseffekte infolge der Ukraine Krise und der Russland-Sanktionen. Wenig Schwung geht angesichts der schwunglos wachsenden Auslandsmärkte auch von den Investitionen aus.

Aus europäischer Perspektive stellt sich angesichts der erneut enttäuschenden Entwicklung der Konjunktur in 2014 die Frage, ob von Deutschland nicht ein stärkerer Wachstumsimpuls ausgehen kann, von dem auch die Nachbarländer profitieren könnten. Doch auch aus dem Eigeninteresse Deutschlands heraus muss analysiert werden, welche Möglichkeiten zu einer nachhaltigen Belebung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage bestehen, damit die deutsche Volkswirtschaft nicht hinter

ihren Möglichkeiten zurückbleibt.

Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage kann durch höhere Investitionen gestärkt werden, also indem einerseits mehr private Investitionen ausgelöst werden oder andererseits Potentiale zur Verbesserung der öffentlichen Investitionen unter Wahrung der Haushaltsziele genutzt werden.

Ansatzpunkte für die Wirtschaftspolitik liefert beispielsweise das im November veröffentlichtes Gutachten „Private Investitionen in Deutschland“ des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW) und des Handelsblatt Research Institute im Auftrag des Gemeinschaftsausschusses der deutschen gewerblichen Wirtschaft, der die gesamte deutsche Wirtschaft repräsentiert. Zu den Mitgliedern des Gemeinschaftsausschusses zählt auch der BVR. Doch sollte der Fokus nicht alleine auf die Investitionen begrenzt werden. Ebenso stellt sich die Frage, ob und wie der private Verbrauch nachhaltig gestärkt werden kann.

Beim privaten Verbrauch ist mehr möglich

Denn der Anstieg des privaten Verbrauchs verläuft immer noch nicht in befriedigendem Tempo, gerade auch im Vergleich zur Wirtschaftsentwicklung insgesamt. In den vergangenen 15 Jahren ist die Wirtschaftsleistung um 20 Prozentpunkte gewachsen, knapp 8 Prozentpunkte stärker als der private Verbrauch (Abbildung 3). Eine Angleichung der Zuwachsraten hat in der jüngeren Vergangenheit nur insofern stattgefunden, als das Wachstum des Bruttoinlandsproduktes in den vergangenen bei-

Meinung

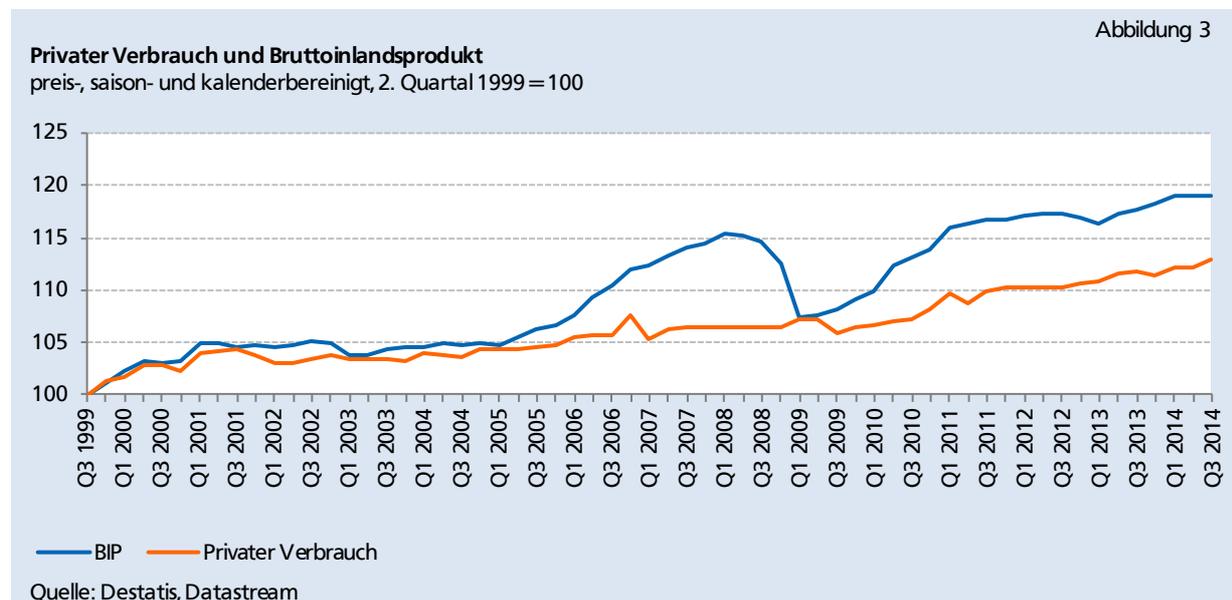
den Jahren noch hinter dem Konsumwachstum zurückgeblieben ist. Dies ist überraschend, gerade auch unter Berücksichtigung der insgesamt guten Lage am Arbeitsmarkt. Wäre der private Verbrauch in den vergangenen 15 Jahren genauso stark gewachsen wie die gesamtwirtschaftliche Produktion, läge er heute um stattliche 120 Mrd. Euro höher.

Die Entwicklung des privaten Verbrauchs ist eng gekoppelt an die Entwicklung der Einkommen. Beide Größen können sich auseinander entwickeln, wenn sich die Sparquote spürbar ändert. In Deutschland war dies aber nicht der Fall, die Sparquote hat sich in den vergangenen Jahren trotz Niedrigzinsphase als vergleichsweise stabil erwiesen.

Die Notwendigkeit einer ausreichenden privaten Zukunftsvorsorge wird künftig eher steigen als nachlassen, insofern ist eine stabile oder sogar steigende Sparquote der privaten Haushalte auch künftig wünschenswert. Die Leistungsfähigkeit der

sozialen Sicherungssysteme ist begrenzt und sorgt für einen steigenden Bedarf privater Vorsorge. Hierfür sind neben der Demographie nicht zuletzt auch die in diesem Jahr beschlossenen Rentenreformen verantwortlich. Insofern sollte der Weg zu einem stärkeren Konsumwachstum auch künftig von einem höheren Einkommenswachstum ausgehen.

Eine zentrale Komponente der Einkommen der Privathaushalte und damit auch des Konsums sind die Tariflöhne. Die Lohneinkommen machen gut zwei Drittel des verfügbaren Einkommens der Bundesbürger aus. Daher stellt sich die Frage, welche Rolle höhere Löhne zur Belebung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage spielen können. Vor dem Hintergrund der Debatte über die verhaltene Nachfrage in Deutschland hatte im Juli Bundesbank-Präsident Jens Weidmann in einem Interview mit der FAZ einen Tariflohnanstieg von 3 % als lohnpolitischen Richtwert ins Spiel gebracht. Überschlagsmäßig kann dies aus einer Teuerungs-



Meinung

rate von unter, aber nahe 2 %, wie sie von der Europäischen Zentralbank angestrebt wird, und einem trendmäßigen Produktivitätswachstum von rund 1 % abgeleitet werden.

Tariflöhne wachsen bereits stärker

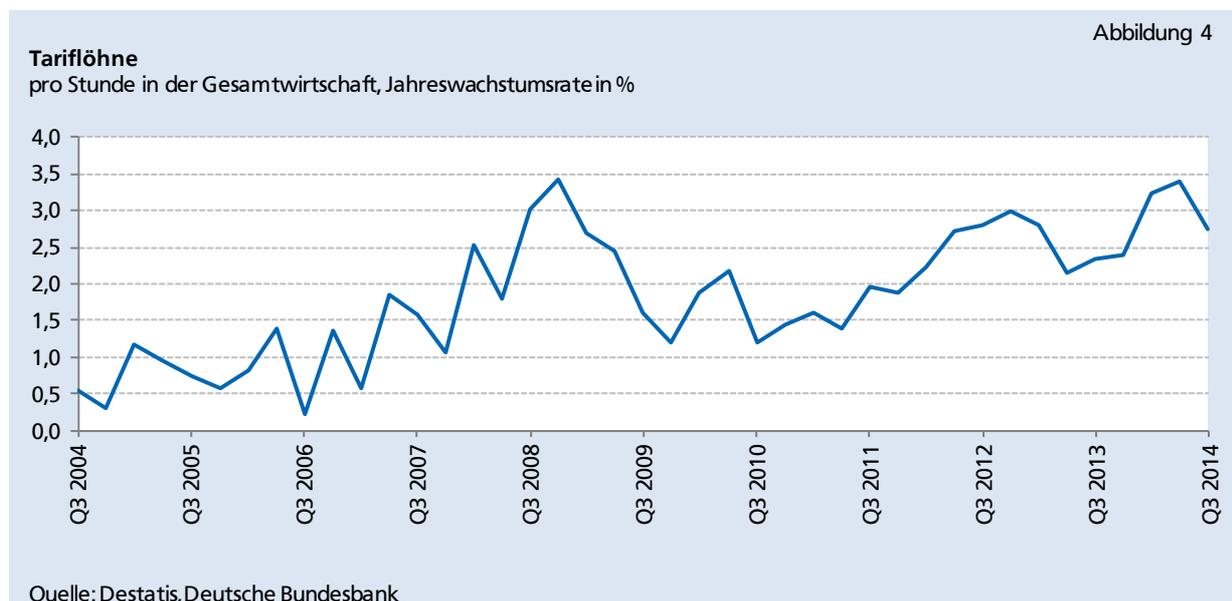
Die von Weidmann genannte Orientierungsgröße ist als Signal dafür gewertet worden, dass auch die Bundesbank höhere Lohnabschlüsse gutheißt. Ob derartige Einschätzungen der Bundesbank zustehen, wurde kontrovers beurteilt. Doch wurde dabei von vielen übersehen, dass die 3-Prozentmarke für den Tariflohnanstieg bereits weitgehend dem aktuellen Lohnanstieg entspricht, somit also ein größerer Spielraum für höhere Lohnsteigerungen von der Bundesbank nicht in Aussicht gestellt wurde. Aktuell liegt der Tariflohnanstieg bei 2,7 %, zur Jahresmitte hatte der Anstieg sogar bei 3,4 % gelegen.

In den vergangenen Jahren hat sich der Anstieg

der Tariflöhne in Deutschland tendenziell verstärkt (Abbildung 4). Insofern macht sich der solide Arbeitsmarkt bereits mehr und mehr in der Entwicklung der Tariflöhne bemerkbar. Die Knappheiten an den Arbeitsmärkten wirken offenbar durchaus auf die Lohnentwicklung durch. Aufgabe der Tarifparteien ist es aus gesamtwirtschaftlicher Sicht, dafür Sorge zu tragen, dass zwar Einkommenschancen genutzt, aber nicht gleichzeitig Beschäftigung gefährdet wird.

Denn übermäßige Lohnanstiege müssen von den Unternehmen in Form höherer Preise weitergegeben werden. Sie verringern deren Wettbewerbsfähigkeit auf den Absatzmärkten und münden in eine geringe Arbeitsnachfrage. Der Hoffnung, durch höhere Löhne die Kaufkraft zu stärken, steht also letztlich das „eiserne Gesetz“ der Arbeitsnachfragekurve gegenüber.

Lohnerhöhungen jenseits der vom Produktivitätsanstieg und dem allgemeinen Preisanstieg ge-



Meinung

benen Spielräume drohen die Einkommen auf Dauer zu schmälern statt auszuweiten. Dies gilt auch für den Mindestlohn, der aller Wahrscheinlichkeit so hoch gesetzt ist, dass er den Beschäftigungszugang Niedrigqualifizierter, insbesondere in strukturschwachen Regionen, erschwert und so die Entstehung von Einkommen verhindert.

Gesamtes Einkommen wächst schwächer als die Löhne

Von den Tariflohnsteigerungen und dem höheren Arbeitseinsatz zusammen geht aktuell ein starker Impuls auf die Einkommen der Privathaushalte aus. Die Einkommen aus Bruttolöhnen und –gehältern lagen im zweiten Quartal 3,7 % höher als im Vorjahr. Bei den verfügbaren Einkommen insgesamt fiel der Anstieg mit 2,1 % gemäßiger aus.

Ursache ist zum einen, dass die von der öffentlichen Hand und den sozialen Sicherungssystemen geleisteten Transfereinkommen üblicherweise gerade in wirtschaftlich stabilen oder guten Zeiten einen geringen Beitrag zum Einkommenswachstum leisten, obwohl auch sie in den vergangenen Jahren angestiegen sind. Umgekehrt wirken sie in schwierigen Zeiten einer Dämpfung der verfügbaren Einkommen entgegen.

Zum anderen haben aber auch die Unternehmens- und Vermögenseinkommen zuletzt nur mäßig zugenommen. Darin reflektiert sich sowohl die konjunkturelle Schwäche der vergangenen beiden Jahre, als auch die Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank, die zunehmend zu einem

Rückgang der Vermögenseinkommen beigetragen haben dürfte.

Ansatzpunkte für die Wirtschaftspolitik

Der beste wirtschaftspolitische Ansatzpunkt zur Stärkung der verfügbaren Einkommen ist eine beschäftigungsorientierte Wirtschaftspolitik. Beschäftigung ist nicht alleine eine Angelegenheit der Tarifparteien. Auch die Wirtschaftspolitik hat einen entscheidenden Einfluss auf die Beschäftigung, zum Beispiel durch die Impulse, die vom Steuer- und Abgabensystem ausgehen.

Teilzeitarbeit ist zwar oft Wunsch der Beschäftigten, doch können sich die Wünsche hin zu höheren Stundenzahlen verschieben, beispielsweise wenn mehr „netto vom brutto“ übrig bleibt. Gerade bei niedrigeren Einkommen ist die Belastung mit Sozialabgaben hierbei von zentraler Bedeutung. Zu Recht ist daher die Senkung der Sozialabgaben für Niedrigverdiener Teil der länderspezifischen Empfehlung der Europäischen Kommission an die deutsche Wirtschaftspolitik. Durch Verlagerung versicherungsfremder Leistungen hin zur Steuerfinanzierung kann mehr Beschäftigung sowohl für Arbeitnehmer als auch für Arbeitgeber attraktiver werden.

Auch vom Ehegattensplitting gehen negative Anreize aus, die durch eine Reform der Besteuerung verringert werden könnten, ohne dabei das verfassungsrechtlich gebotenen Schutz von Ehe und Familie zu verletzen. Für nicht erwerbstätige Ehepartner ist nach dem aktuellen Besteuerungsver-

Meinung

fahren zusätzliche Erwerbstätigkeit oft nur als geringfügige Beschäftigung attraktiv, verstärkt wird dies auch durch die beitragsfreie Familienversicherung in der gesetzlichen Krankenversicherung.

Genauso wichtig wie finanzielle Anreize ist die Vereinbarkeit von Beruf und Familie, gerade auch bei Eltern mit Kleinkindern. Insofern können auch Verbesserungen in der Betreuungsinfrastruktur helfen, die Erwerbstätigkeit auszuweiten.

Autor:

Dr. Andreas Bley

Mail: a.bley@bvr.de

Geldpolitik und Geldmarkt

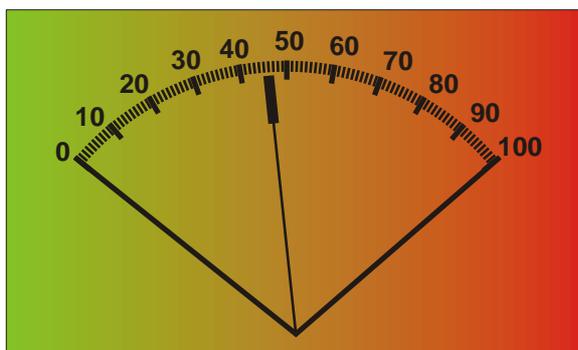
EZB schürt Spekulationen auf weitere Anleihekäufe

Der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) hat auf seiner Sitzung am 6. November nicht an der Zinsschraube gedreht. Der Hauptrefinanzierungssatz für die Banken des Euroraumes blieb unverändert bei 0,05 %. Ein neues Maßnahmenpaket wurde ebenfalls nicht beschlossen. Vielmehr bestätigte der EZB-Rat, dass die beiden neuen Ankaufprogramme CBPP3 (Pfandbriefe) und ABSPP (forderungsbesicherte Wertpapiere) für mindestens 2 Jahre gelten werden. Der EZB-Rat kündigte an, schon bald mit dem Ankauf von ABS-Papieren zu beginnen. Mit dem Aufkauf von Pfandbriefen hatte die EZB bereits Mitte Oktober begonnen.

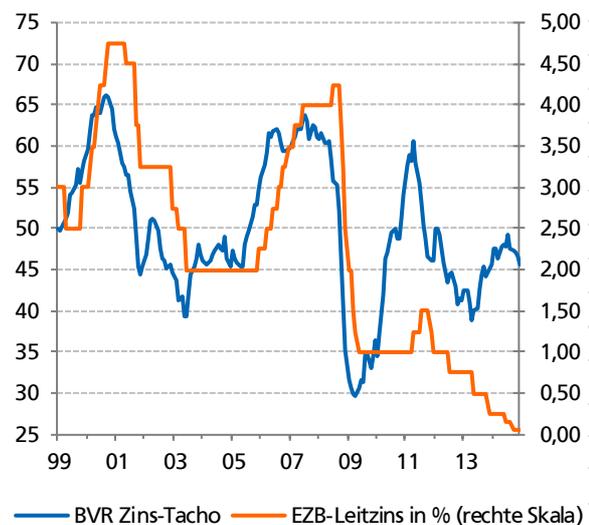
Der Präsident der EZB, Mario Draghi, heizte im November allerdings die Spekulationen über weitergehende geldpolitische Sonderprogramme an. So bestätigte Draghi auf der Pressekonferenz im

Anschluss zur geldpolitischen Sitzung des EZB-Rates, dass der EZB-Rat den Stab der Notenbank damit beauftragt habe, für den Fall der Fälle bereits jetzt die Konzepte weiterer geldpolitischer Instrumente vorzubereiten. Mit Blick auf vergangene Aussagen Draghis zu solchen geldpolitischen Sonderprogrammen könnte darunter auch der Ankauf von Staatsanleihen der Euro-Staaten fallen. Mario Draghi bekräftigte zum Ende des Monats diesen Eindruck, indem er auf einem Bankenkongress in Frankfurt versprach, alles Mögliche im Kampf gegen die niedrige Inflation im Euroraum zu tun. An der Ankündigung, die Notenbankbilanz auf das Niveau von Anfang 2012 zu heben, hielten die europäischen Notenbanker indes fest. Gleichwohl relativierte das Direktoriumsmitglied Yves Mersch diese Einschätzung. Die OECD empfahl zu Monatsbeginn der europäischen Notenbank anlässlich ihrer Analyse der wirtschaftlichen Lage in den zwanzig wichtigsten Industrie- und Schwellenländer (G20) im Kampf gegen die schwache Kon-

BVR Zins-Tacho



	Sep 14	Okt 14	Nov 14
BVR Zins-Tacho	47	47	46
Konjunktur (50 %)	48	49	48
Preise (40 %)	49	48	47
Liquidität (10 %)	36	37	38



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

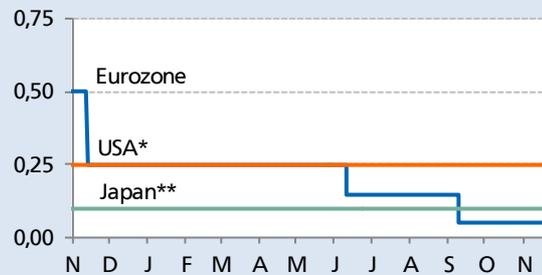
junktur und die schwache Teuerungsrate die Erweiterung ihres geldpolitischen Maßnahmenbündels.

Der **BVR Zins-Tacho** befindet sich mit 46 Punkten weiterhin nahe der 50-Punkte-Marke. Der Tacho signalisiert damit auf mittlere Sicht ein moderates Inflationsrisiko für den Euroraum. So bewegen sich der Konjunktur- wie auch der Preis- bzw. Kostenindikator auf einem annähernd normalen Niveau. Der Preisindikator setzt sich aus kostenbezogenen Indikatoren (Lohnstückkosten, Rohstoffpreise, Außenwert des Euro) zusammen. Der Rückgang der Rohstoffpreise auf hohem Niveau wurde dabei jüngst vom nachlassenden Außenwert des Euro konterkariert.

Kaum Bewegung am Geldmarkt

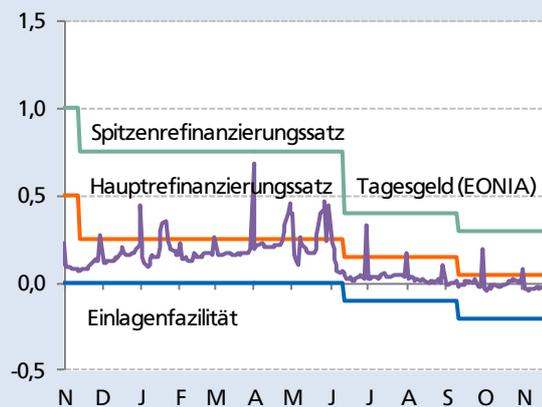
Die Zinsen am europäischen Geldmarkt haben sich im November nur wenig verändert. Unterm Strich verzeichneten die Termingelder mit höheren Laufzeiten einen leichten Zinsrückgang, der in erster Linie eine Folge der zunehmenden Spekulationen auf eine noch expansivere Geldpolitik in Form eines umfassenden Staatsanleiheaufkaufprogramms war. Der 3-Monats-Euribor blieb unverändert auf seinem Vormonatsultimo und notierte am Mittwoch, dem 26. November, bei 0,08 %. Der Zinssatz für Zwölfmonatsgelder sank im November um 1 Basispunkt auf 0,33 % ein. Der Tagesgeldsatz EONIA bewegte sich im Monatsverlauf knapp unterhalb der Marke von 0 %. Während der Tagesgeldsatz zum Monatsbeginn bei -0,04 % notierte, stieg der Zins zum Ende des Monats leicht auf -0,01 %.

Notenbankzinsen international
in %

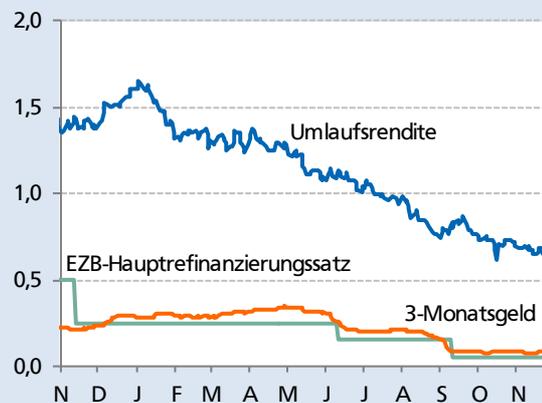


*Die Federal Reserve hat seit 16.12.2008 einen Zielbereich von 0-0,25 % für die Federal Funds Target Rate festgesetzt. **Die Bank of Japan hat seit 19.12.2008 ein Tagesgeld-Zielbereich von rund 0,1 % festgesetzt.

Wichtige Zinsen im Euroraum
Zinssätze in %



Geld- und Kapitalmarkt
Zinssätze in %



Quelle: Datastream

Rentenmarkt

Bundesanleihen bleiben gefragt

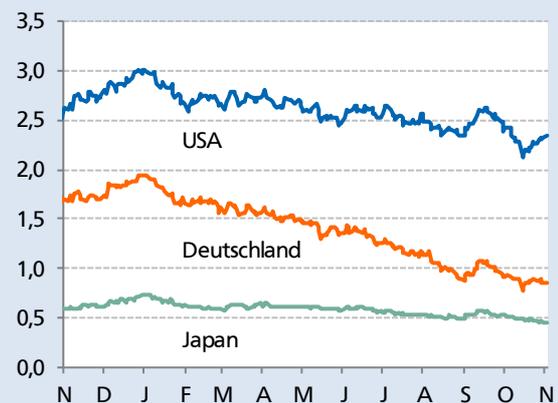
Bundesanleihen blieben im November gefragt. Grund für die anhaltende Nachfrage nach den besonders sicheren deutschen Staatsanleihen war ein zunehmender Konjunkturpessimismus seitens der Anleger. So enttäuschte neben mäßigen Konjunkturwerten für den Euroraum und Deutschland die niedriger als erwartet angesetzte Konjunkturprognose des Sachverständigenrates für Deutschland. Zum Monatsende stärkten enttäuschende Zahlen des Einkaufsmanagerindexes für den Euroraum den Hunger der Anleger nach Sicherheit. Vor allem die Zahlen aus Deutschland lagen hinter den Erwartungen. Der Index für das Verbrauchervertrauen der EU-Kommission blieb mit einem Rückgang auf -11,6 Punkte ebenfalls hinter den Erwartungen. Die wieder aufflammenden Probleme in der Ostukraine stärkten das Unsicherheitsgefühl an den Märkten.

Auf Monatssicht kam es daher zu einem moderaten Renditerückgang. Die Umlaufrendite börsennotierter Bundesanleihen fiel um 5 Basispunkte auf 0,68 %. Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen lag am 25. November mit 0,75 % rund 10 Basispunkte unter seinem Vormonatswert. Staatspapiere aus dem übrigen Euroraum konnten von der Unsicherheit und dem Pessimismus profitieren. Die Renditen der Staatspapiere aus den Peripherieländern aber auch aus Italien und Frankreich verzeichneten fast über alle Laufzeiten einen Renditerückgang auf Monatssicht. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen sank im November um 8 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: Datastream

Devisenmarkt

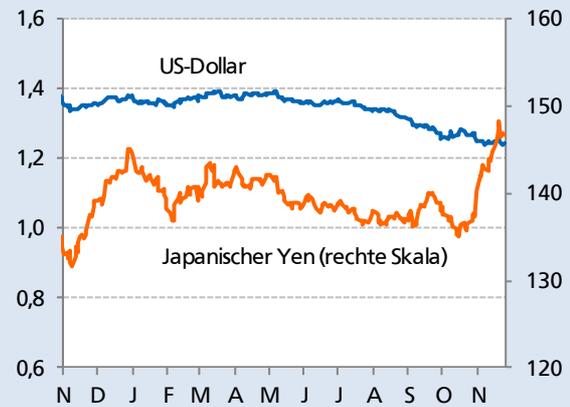
Euro bleibt deutlich unter 1,30 US-Dollar

Spekulationen auf umfangreichere Anleihe-Aufkaufprogramme der EZB haben den Euro im November in Schach gehalten. Im Anschluss an die geldpolitische Sitzung der EZB ging der Euro-Dollar Kurs erneut zurück. Auch zuvor hatten schon Spekulationen über den weiteren geldpolitischen Kurs der EZB den Wechselkurs ins Schlingern gebracht.

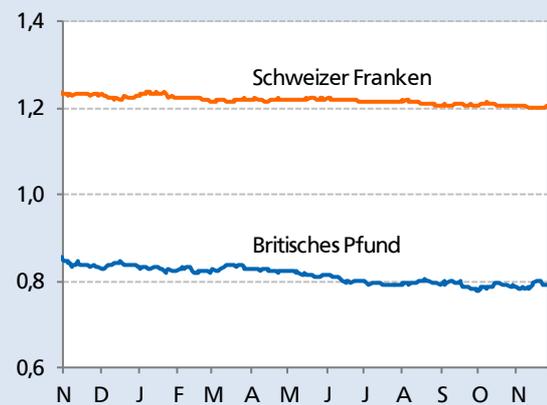
Die US-Geldpolitik sorgte hingegen kaum für Überraschungen. Die Protokolle der geldpolitischen Sitzung des Offenmarktausschusses beeinflussten den Wechselkurs kaum. Die US-Notenbanker zeigten, dass sie die geldpolitischen Verhältnisse in den USA weiterhin normalisieren wollen. Vor diesem Hintergrund kann ab Mitte 2015 mit einer Zinswende gerechnet werden. Der Euro-Dollar Kurs sank im November um rund 1 US-Cent auf 1,24 US-Dollar.

Gegenüber dem Yen konnte der Euro allerdings Kursgewinne verbuchen. Grund war die Aussicht auf vorgezogene Neuwahlen in Japan, die im Dezember abgehalten werden. Viele Anleger erwarten im Falle einer Wiederwahl des Ministerpräsidenten Shinzo Abe eine weitere Lockerung der Geldpolitik und die Verschiebung einer geplanten Mehrwertsteuererhöhung. Der Euro-Yen Kurs stieg im November um 6,5 Yen auf 146,6 Yen je Euro.

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: Datastream

Aktienmarkt

Kursgewinne am Aktienmarkt

Nach einer durchwachsenen ersten Monatshälfte schafften die Aktienmärkte dies- wie jenseits des Atlantiks in der zweiten Monatshälfte die Wende. Ausschlaggebend war dabei die gestiegene Aufgeschlossenheit der Investoren gegenüber Aktien. Der DAX konnte in besonderer Weise hiervon profitieren. Initialzündend war in der dritten Novemberwoche ein überraschender Anstieg des ZEW-Konjunkturindex. Die Aussicht auf neue Geldschwemme der EZB stützte den Aufwärtstrend. Daran änderten an den Aktienmärkten auch die schwachen Euro-Konjunkturdaten nichts. Vielmehr stärkten diese die Hoffnung auf neue Geldspritzen der EZB. EZB-Präsident Mario Draghi heizte die Flammen der Spekulationen noch weiter auf, indem er ankündigte, dass die EZB mit allen Mitteln die niedrige Inflationsrate im Währungsraum bekämpfen werde.

In der zweiten Monatshälfte sorgte zudem die chinesische Notenbank für eine positive Überraschung bei den Aktionären. So senkte diese ihren Leitzins für die chinesische Wirtschaft erstmals seit mehr als zwei Jahren und zwar von 6 auf 5,6 %. In den USA überzeugte derweil eine ganze Reihe von Unternehmenszahlen. Im Vergleich zum Vormonat verzeichnete der DAX einen Kursanstieg in Höhe von 5,7 % auf 9.861 Punkten. Der Dow Jones gewann 2,4 % und lag am Dienstag, dem 25. November bei 17.815 Punkten.

Deutscher Aktienmarkt
Dax, 40-/200-Tagesschnitt



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



Aktienmarkt USA
Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Datastream

Eurokonjunktur

Aufschwung weiterhin kraftlos

Im Sommerquartal hat sich die zaghafte konjunkturelle Erholung im Euroraum fortgesetzt. Wie Eurostat anhand vorläufiger Angaben mitteilte, legte das preis- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) gegenüber dem Vorquartal leicht um 0,2 % zu, nachdem es bereits im zweiten Quartal etwas gestiegen war (+0,1 %). Neben Deutschland (+0,1 %) wiesen auch die Euro-Schwergewichte Frankreich (+0,3 %) und Spanien (+0,5 %) einen Anstieg der Wirtschaftsleistung aus. In Italien setzte sich allerdings die technische Rezession fort. Hier gab das BIP mit einer Verlaufsrate von -0,1 % nach. Detaillierte Angaben zur Wirtschaftswachstum im dritten Quartal werden von Eurostat am 5. Dezember veröffentlicht.

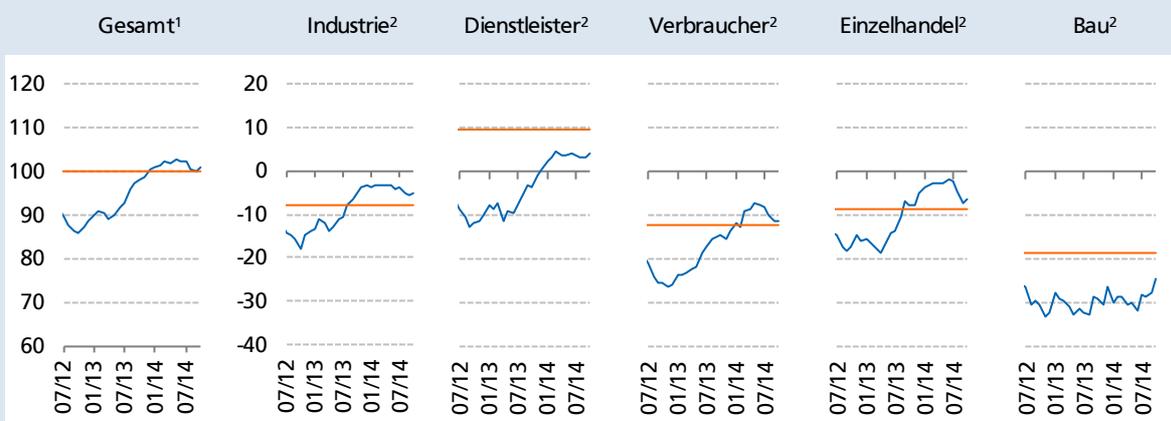
Auch im Jahresendquartal ist angesichts der andauernden geopolitischen Unwägbarkeiten und der geringen weltwirtschaftlichen Dynamik ledig-

lich mit einem schwachen BIP-Wachstum zu rechnen. Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) geht in seinem aktuellen Jahresgutachten davon aus, dass das preisbereinigte BIP des Euroraums im Durchschnitt des Jahres 2014 um 0,8 % über das Vorjahresniveau steigen wird.

Wirtschaftsklima leicht gestiegen

Auf eine zurückhaltende Entwicklung zum Jahresende lässt auch der Wirtschaftsklimaindex der EU-Kommission schließen. Der Stimmungsindikator legte jüngst, im Oktober, zwar um 0,8 Punkte auf 100,7 Punkte zu. Er folgte in den Vormonaten aber einem stagnierenden beziehungsweise leicht rückläufigen Verlauf. Die Stimmung hat sich im Oktober in allen betrachteten Wirtschaftsbereichen aufgehellt. Besonders deutlich fiel die Klimaverbesserung im Baugewerbe aus.

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: Datastream

Eurokonjunktur

Industrie zeigt Erholungstendenzen

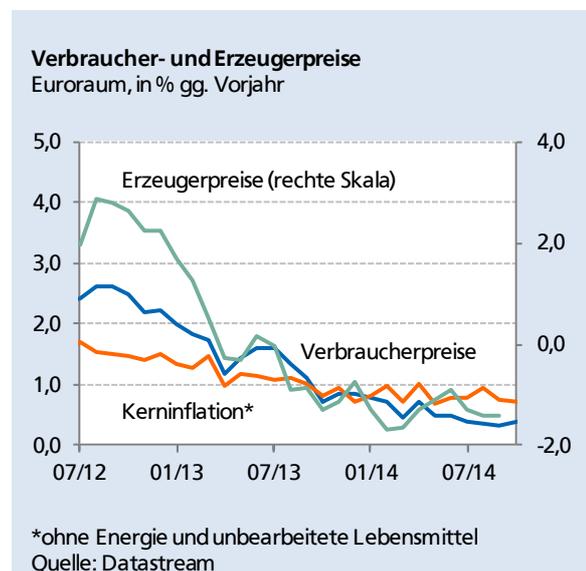
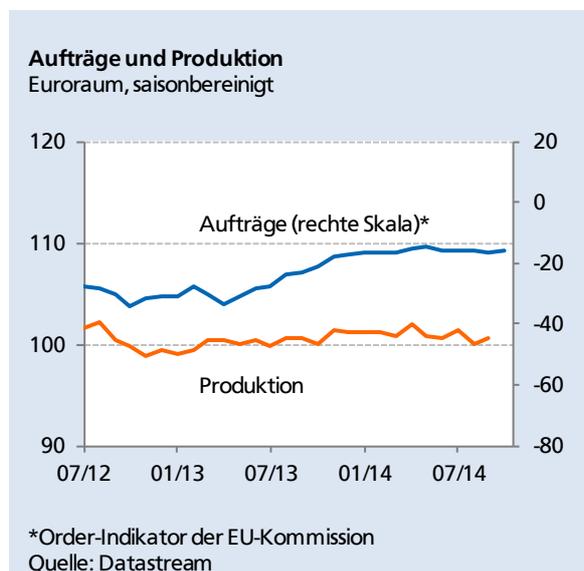
Im Euroraum hat sich die Industriekonjunktur zuletzt etwas gefestigt. Wie Eurostat anhand vorläufiger Daten mitteilte, ist die **Industrieproduktion** im September gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um 0,6 % gestiegen. Zuvor, im August, war die industrielle Erzeugung noch um deutliche 1,8 % zurückgegangen. Zum leichten Produktionsplus im September trugen vor allem die Hersteller von Investitionsgütern bei, die ihren Ausstoß nach einem Einbruch im Vormonat (-4,5 %) wieder merklich erhöhten (+2,9 %).

In den nächsten Monaten dürfte die konjunkturelle Entwicklung der Industrie zunächst noch gedämpft bleiben. Darauf deutet zumindest der **Order-Indikator** der EU-Kommission hin, der bereits seit einigen Monaten seitwärts tendiert.

Inflationsrate nach wie vor niedrig

Die auf dem Harmonisierten **Verbraucherpreisindex (HVPI)** beruhende Inflationsrate ist jüngst leicht von 0,3 % im September auf 0,4 % im Oktober gestiegen. Sie befindet sich damit weiterhin deutlich unter dem mittelfristigen Zielwert der Europäischen Zentralbank (EZB) von knapp 2 %. Ähnlich wie bereits in den Vormonaten standen im Oktober einem moderaten Anstieg der Dienstleistungspreise (+1,2 %) ein Rückgang der Energiepreise (-2,0 %) gegenüber.

Bei den Erzeugerpreisen gewerblicher Produkt hält der Abwärtstrend an. Der **Erzeugerpreisindex** ist im September mit einer Jahresrate von 1,4 % gesunken, nachdem er bereits im August um 1,4 % zurückgegangen war. Für Oktober liegen derzeit noch keine Angaben zur Entwicklung der Erzeugerpreise vor. Diese werden voraussichtlich am 2. Dezember veröffentlicht.

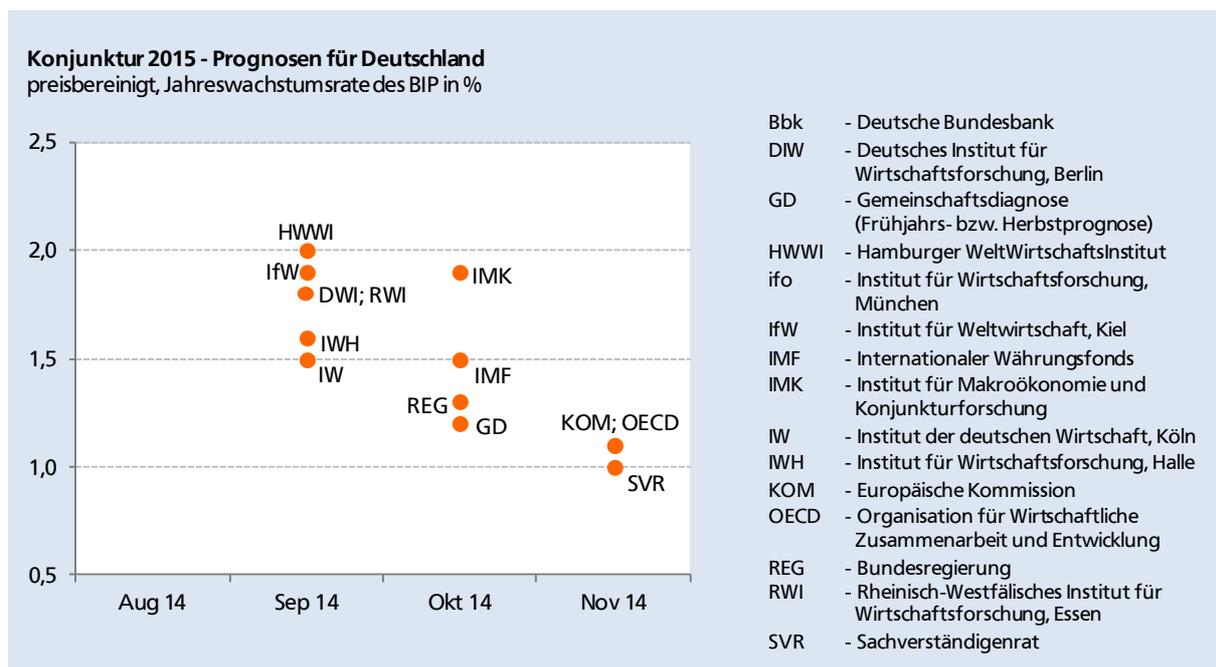


Deutsche Konjunktur

SVR mit verhaltenem Wachstumsausblick

Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) hat am 12. November sein aktuelles Jahresgutachten veröffentlicht. Die sogenannten Wirtschaftsweisen haben darin ihre Einschätzung zum BIP-Wachstum Deutschlands in 2014 zurückgenommen. Während sie noch im März mit einem deutlichen Anstieg des preisbereinigten BIP von 1,9 % rechneten, gehen sie aktuell von einem Zuwachs von 1,2 % aus. Für 2015 wird ein Wachstum von 1,0 % prognostiziert, das damit dem Produktionspotenzial entsprechen dürfte. Der BVR teilt die Einschätzung der Wirtschaftsweisen, dass das BIP-Wachstum in diesem und im kommenden Jahr schwächer als noch im Frühjahr erwartet ausfallen wird, wobei die Prognose des SVR als eher konservativ einzuschätzen ist. Die Veröffentlichung einer neuen BVR-Konjunkturprognose ist für Mitte Dezember vorgesehen.

Im Sommerquartal war das BIP nach amtlichen Angaben gegenüber dem Vorquartal preis-, kalender- und saisonbereinigt lediglich um 0,1 % gestiegen. Zuvor, im zweiten Quartal, war die Wirtschaftsleistung vor dem Hintergrund witterungsbedingter Sondereffekte und des schwieriger gewordenen globalen Umfelds (Stichworte: Ukraine-Krise, Schwäche im Euroraum) sogar um 0,1 % zurückgegangen. Maßgeblich für den geringfügigen BIP-Zuwachs im dritten Quartal waren vor allem die Konsumausgaben der privaten Haushalte, die angesichts der nach wie vor robusten Einkommens- und Arbeitsmarktentwicklung kräftig erhöht wurden (+0,7 %). Zudem konnte die deutsche Wirtschaft den Außenhandel trotz der andauernden internationalen Belastungen ausweiten. Vom Außenhandel ging insgesamt ein positiver Beitrag zum BIP-Wachstum aus. Die Bruttoinvestitionen waren hingegen rückläufig und haben für sich betrachtet den BIP-Anstieg um 0,7 Prozentpunkte vermindert.



Deutsche Konjunktur

Auftrags- und Produktionsplus in der Industrie

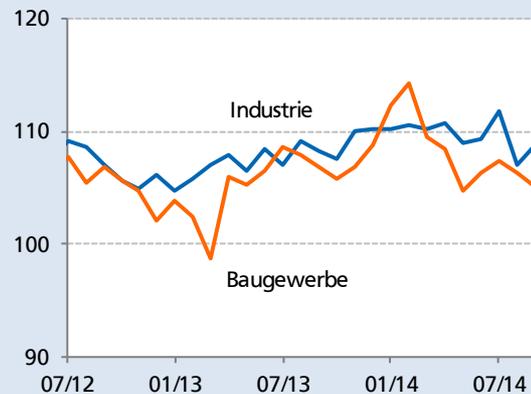
Im September hat sich die Industriekonjunktur etwas erholt. Nach vorläufigen Angaben des Statistischen Bundesamtes konnten die Industriebetriebe gegenüber dem Vormonat ihren **Auftrags-eingang** preis-, saison- und kalenderbereinigt leicht um 0,8 % erhöhen. Im August waren die Bestellungen noch um deutliche 4,2 % zurückgegangen, wofür nicht zuletzt die späte Lage der Sommerferien verantwortlich war. Im gesamten dritten Quartal verharrten die Aufträge in etwa auf dem Vorquartalsniveau (+0,1 %). Dabei standen einer rückläufigen Nachfrage aus dem Inland (-2,0 %) und dem Euroraum (-1,7 %) positive Impulse aus den Ländern außerhalb des Euroraums (+3,8 %) gegenüber.

Die **Industrieproduktion** wurde im September mit einer Verlaufsrate von 1,7 % erhöht, nachdem sie im Vormonat noch um 4,2 % gesunken war. Besonders deutlich fiel der Produktionsanstieg mit dem Auslaufen der Sommerferien in der Kfz-Industrie aus (+10,1 %). Trotz des jüngsten Zuwachses ist die industrielle Erzeugung im gesamten dritten Quartal leicht zurückgegangen (-0,4 %).

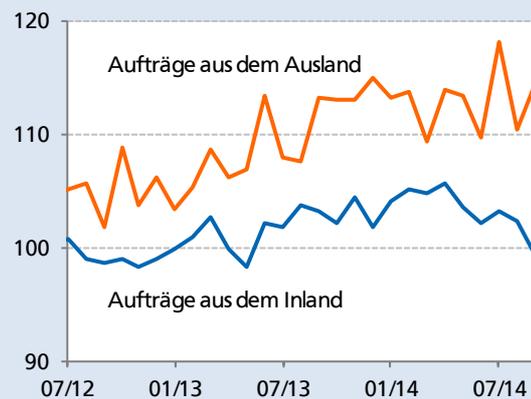
Leichte Stimmungsaufhellung

Nach einer längeren Phase der Eintrübung hat sich die wirtschaftliche Stimmung in Deutschland zuletzt offenbar etwas aufgehellt. Die anhand einer Umfrage unter Finanzmarktexperten ermittelten **ZEW-Konjunkturerwartungen** sind im November

Produktion
2010=100, preis- und saisonbereinigt



Aufträge
2010=100, preis- und saisonbereinigt



Wirtschaftliche Einschätzung
saisonbereinigt



*rechte Skala, 2005=100
Quelle: Datastream

Deutsche Konjunktur

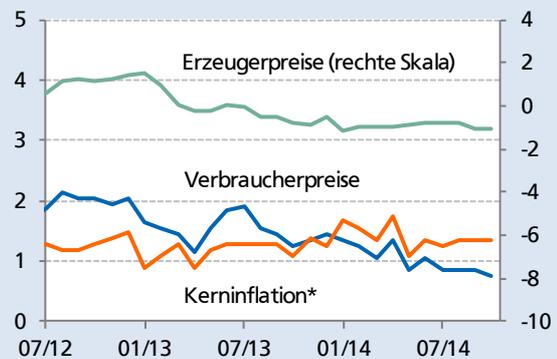
gestiegen, nachdem sie zuvor zehn Monate in Folge zurückgegangen waren. Der Frühindikator legte gegenüber Oktober um kräftige 15,1 Punkte auf 11,5 Punkte zu. Er befindet sich damit aber weiterhin deutlich unter seinem langjährigen Durchschnittswert von 24,4 Punkten.

Auch der auf einer Unternehmensbefragung beruhende **ifo Geschäftsklimaindex** ist nach einem kontinuierlichen Rückgang in den Vormonaten im November wieder gestiegen. Der Frühindikator legte um 1,5 Punkte auf 104,7 Punkte zu, wozu sowohl seine Lage- als auch seiner Erwartungskomponente beitrug. Zur leichten Aufhellung des Geschäftsklimas und der Konjunkturerwartungen dürfte unter anderem der Rückgang des Euro-Wechselkurses beigetragen haben, der offenbar das Exportgeschäft der deutschen Wirtschaft stimuliert.

Preisaufrtrieb noch immer gering

Die Inflationsrate, gemessen an der Jahresrate des **Verbraucherpreisindex (VPI)**, ist in Deutschland nach wie vor niedrig. Sie lag zuletzt, im Oktober, bei 0,8 % und ist damit im Vergleich zu den Vormonaten konstant geblieben. Zur Gesamtentwicklung trugen unterschiedliche Trends bei. Während die Energiepreise im Oktober (-2,3 %) geringfügig stärker nachgaben als im September (-2,2 %), mussten die Verbraucher für Dienstleistungen (+1,7 %) etwas mehr Geld aufwenden als zuvor (+1,5 %). Die Nahrungsmittelpreise (+0,7 %) haben sich jüngst in etwa im Gleichschritt mit der Gesamtentwicklung verteuert.

Verbraucher- und Erzeugerpreise
gg. Vorjahr in %



*ohne Energie und Lebensmittel
Quelle: Datastream

Auf der Erzeugerstufe sind die Preise weiterhin rückläufig. Der **Erzeugerpreisindex** gewerblicher Produkte lag im Oktober um 1,0 % unter seinem Vorjahresstand, nachdem er bereits im September mit einer Jahresrate von 1,0 % zurückgegangen war. Die Entwicklung des Gesamtindex wurde im Oktober erneut vor allem durch die Energiepreise geprägt. Energie hat sich im Vorjahresvergleich um 3,6 % verbilligt. Preisrückgänge waren zudem auch bei Vorleistungs- (-0,3 %) und Verbrauchsgütern (-0,6 %) zu verzeichnen. Die Preise für Investitions- (+0,6 %) und Gebrauchsgüter (+1,2 %) wurden allerdings, entgegen dem allgemeinen Trend, etwas angehoben.

Erneut weniger Insolvenzen

Das Insolvenzgeschehen hat sich in Deutschland im August weiter entspannt. Wie das Statistische Bundesamt mitteilte, wurden von den Amtsgerichten 2.002 Unternehmens- und 6.432 Verbraucherinsolvenzen gemeldet. Die Anzahl der Firmen-

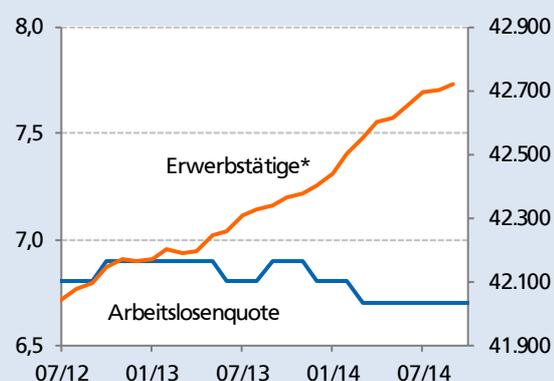
Deutsche Konjunktur

pleiten ist gegenüber dem Vorjahr um deutliche 9,9 % gesunken. Bei den Verbraucherinsolvenzen fiel der Rückgang mit 12,9 % noch stärker aus. Die offenen Gläubigerforderungen aus den Unternehmensinsolvenzen dürften nach Angaben der Gerichte im August bei knapp 2,0 Mrd. Euro gelegen haben.

Arbeitsmarkt präsentiert sich weiterhin robust

Die Lage am deutschen Arbeitsmarkt ist trotz des schwieriger gewordenen konjunkturellen Umfelds insgesamt nach wie vor gut. Wie die Bundesagentur für Arbeit (BA) anhand vorläufiger Daten mitteilte, waren im Oktober 2,733 Mio. Menschen arbeitslos gemeldet. Die **Arbeitslosenzahl** ist damit gegenüber dem Vormonat um 75.000 Personen zurückgegangen. Der Rückgang fiel zudem stärker aus, als im Zuge der Herbstbelebung allgemein zu erwarten war. In der um die üblichen saisonalen Effekte bereinigten Rechnung ging die Arbeitslosenzahl um 22.000 Menschen zurück, wofür allerdings weniger die konjunkturelle Entwicklung, sondern eher die späten Lage der Sommerferien verantwortlich gewesen sein dürfte. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote lag im Oktober bei

Erwerbstätige u. Arbeitslosenquote
saisonbereinigt



*rechte Skala, in Tsd.
Quelle: Datastream

6,7 % und blieb damit im Vergleich zu den Vormonaten unverändert.

In den Angaben zur Erwerbstätigkeit und zur sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung setzten sich die Aufwärtstrends fort. Nach jüngsten amtlichen Schätzungen ist die **Erwerbstätigenzahl** im September gegenüber dem Vorjahr um 381.000 auf 42,99 Mio. Personen gestiegen. Die **Beschäftigtenzahl** lag zuletzt, im August, mit 30,32 Mio. Menschen um 479.000 über dem entsprechenden Vorjahreswert. Zudem ist die Arbeitskräftenachfrage weiterhin hoch. So ist die

Arbeitsmarkt

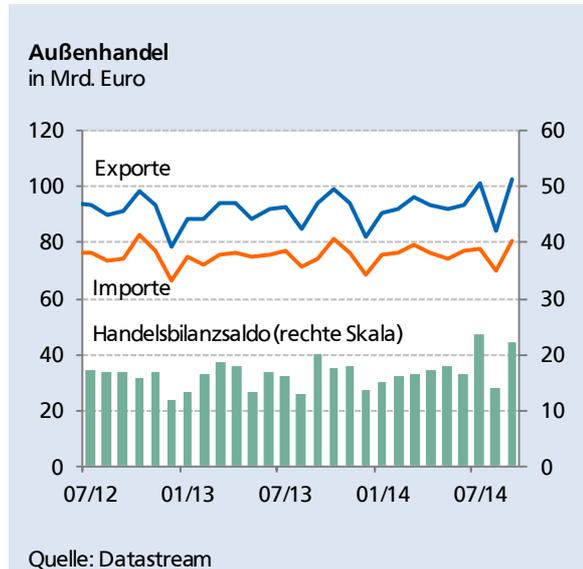
Deutschland	Oktober	Veränderung gegen		Saisonbereinigt
		Vormonat	Vorjahresmonat	gg. Vormonat
Arbeitslose	2.732.769	-75.037	-68.422	-22.000
Offene Stellen	517.432	-885	51.000	9.000
Erwerbstätige ¹⁾	42.992.000	155.000	381.000	19.000
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte ²⁾	30.322.600	191.700	479.000	-2.000
Arbeitslosenquote	6,3	-0,2	-0,2	-
Arbeitslosenquote (West)	5,6	-0,2	-0,2	-
Arbeitslosenquote (Ost)	9,0	-0,1	-0,5	-
Quelle: Datastream			1) September	2) August

Deutsche Konjunktur

Anzahl der bei der BA registrierten offenen Stellen im Oktober gegenüber dem Vorjahr um 51.000 auf 517.000 gestiegen. Auf eine hohe Arbeitskräftenachfrage lässt auch das ifo Beschäftigungsbarometer schließen. Der Arbeitsmarktin-dikator ist von 106,1 Punkten im September auf 107,0 Punkte im Oktober gestiegen.

Positive Außenhandelsdaten

Die deutsche Wirtschaft hat im **September** ihren grenzüberschreitenden Handel spürbar ausgewei-tet und konnte damit den Einbruch vom Vormonat mehr als ausgleichen. Gemäß den amtlichen Angaben wurden von Deutschland Waren im Wert von 102,5 Mrd. Euro ausgeführt und Waren im Wert von 80,4 Mrd. Euro eingeführt. Die Expor-te sind in kalender- und saisonbereinigter Rech-nung gegenüber dem Vormonat um kräftige 5,5 % gestiegen. Bei den Importen fiel der Zu-wachs mit einer Verlaufsrate von 5,4 % ähnlich hoch aus. Wegen der Sondereffekte durch die vergleichsweise späte Lage der Sommerferien dürften die jüngsten Wachstumsraten die kon-junkturrelle Grundtendenz allerdings etwas über-zeichnen.



Über die **ersten drei Quartale** diesen Jahres be-trachtet übertrafen die Exporte das Vorjahresni-veau um 3,5 %. Dabei legten die Ausfuhren in die EU-Partnerländern (+5,2 %) stärker zu als die Aus-fuhren in die Ländern außerhalb der EU (+1,2 %). Die Ausfuhren in die Länder des Euroraums stie-gen angesichts der schleppenden konjunkturellen Erholung allerdings nur unterdurchschnittlich (+2,5 %).

Außenwirtschaft

Deutschland	Stand	Veränderung gegen		Stand	Veränderung zum	
	Sep. 14	Vorjahresmonat		Jan.-Sep. 14	Vorjahreszeitraum	
	in Mrd. €	in Mrd. €	in %	in Mrd. €	in Mrd. €	in %
Exporte	102,5	8,1	8,6	846,1	28,4	3,5
Importe	80,4	6,1	8,2	687,0	15,1	2,2
Handelsbilanzsaldo	22,1	2,0	-	159,0	13,3	-
Leistungsbilanzsaldo	22,3	3,3	-	148,3	18,4	-

Quelle: Datastream