

Volkswirtschaft special

Meinungen, Analysen, Fakten

Inflation nur vorübergehend niedrig, EZB sollte Kurswechsel in 2016 vorbereiten

- Die in den kommenden Monaten zu erwartende Zinswende in den USA stellt einen Umbruch in der internationalen Geldpolitik dar. Die Fed wird als wichtigste Notenbank voraussichtlich noch in diesem oder spätestens Anfang des kommenden Jahres die Zinswende einleiten. Die Fed dürfte die Zinsen allerdings langsamer als in früheren Zyklen erhöhen, da der Preisanstieg auf mittlere Sicht nur maßvoll ausfallen dürfte.
- Demgegenüber ist im Euroraum ein Ende der Niedrigzinsphase noch nicht in Sicht. Aktuell wird sogar noch über eine Ausweitung des Anleihekaufprogramms der Europäischen Zentralbank (EZB) spekuliert. Angeheizt werden solche Erwartungen von mehreren Mitgliedern des Direktoriums der Notenbank. Zuletzt hat Chefvolkswirt Peter Praet in der vergangenen Woche die Bereitschaft der Geldpolitik bekräftigt, bei Bedarf das Volumen der Anleihekäufe zu erhöhen.
- Ein erneuter Impuls der Geldpolitik stünde in starkem Gegensatz zu dem aufgehellten Bild der Konjunkturindikatoren. Die Wirtschaftslage ist heute im Euroraum deutlich robuster als in den vergangenen Jahren. Die Wirtschaftszuversicht ist inzwischen trotz der hohen Arbeitslosigkeit besser als im langjährigen Durchschnitt und der Finanzzugang hat sich auch in der Peripherie deutlich erleichtert. Die niedrigen Energiepreise sind ohnehin kein Zeichen einer Deflation. Sie stärken die Kaufkraft der Privathaushalte erheblich und unterstützen so die konjunkturelle Erholung.
- Die EZB sollte sich im kommenden Jahr daher auf einen geldpolitischen Kurswechsel vorbereiten. Der Ausstieg aus der Liquiditätsschwemme wird nur langsam erfolgen können und darf daher nicht verschleppt werden. Ein geordneter Rückzug aus dem geldpolitischen Krisenmodus würde der Konjunktur nicht schaden, sondern das Wirtschaftsvertrauen eher noch stärken. Dass ein zu vorsichtiges Agieren der Geldpolitik die Märkte verunsichert, hat die nervöse Reaktion der Aktienmärkte auf das Aufschieben der Zinsanhebung durch die Fed in der vergangenen Woche gezeigt.

Meinung

Inflation nur vorübergehend niedrig, EZB sollte Kurswechsel in 2016 vorbereiten

Die internationale Geldpolitik steht global vor einem Umbruch. Die Fed wird als wichtigste Notenbank voraussichtlich noch in diesem oder Anfang des kommenden Jahres die Zinswende einleiten, nachdem die überfällige Entscheidung auf der jüngsten Sitzung im September noch einmal aufgeschoben wurde. Wie viele Zinserhöhungen in den USA noch folgen werden und auf welches Niveau der Geldmarktzins somit geschleust wird, ist derzeit schwer einzuschätzen. Die Fed dürfte die Zinsen aber langsamer als in früheren Zyklen erhöhen, da der Preisauftrieb nur mäßig ist. Die Richtung des US-Leitzinses ist für die kommenden Jahre in jedem Fall vorgezeichnet.

In Europa ist ein Ende der Niedrigzinsphase demgegenüber noch nicht in Sicht. Das Anleihekaufprogramm der Europäischen Zentralbank (EZB), das im Januar 2015 beschlossen worden war, läuft im September 2016 plangemäß aus. Voraussetzung hierfür ist für die EZB eine Bewegung in Richtung der angestrebten Inflation nahe 2 %. Die Sorgen vor einer Deflation im Euroraum war die treibende Kraft bei dem Beschluss des Programms, das Anleihekäufe von insgesamt 1,14 Mrd. Euro vorsieht.

Aufgrund der praktisch stabilen Inflation wird aktuell über eine Ausweitung des Anleihekaufprogramms oder seine Verlängerung spekuliert. Die Verbraucherpreise lagen im August sowohl in Deutschland wie auch im gesamten Euroraum nur

0,2 % bzw. 0,1 % höher als ein Jahr zuvor. EZB-Präsident Mario Draghi hatte auf der letzten Pressekonzferenz am 3. September solchen Vermutungen Nahrung gegeben, indem er die Handlungsfähigkeit und –bereitschaft der Geldpolitik hervorhob, falls sich weitere geldpolitische Schritte als nötig herausstellen sollten. EZB-Vizechef Vitor Constantino blies Mitte September ins gleiche Horn. Er hob hervor, der Umfang der quantitativen Lockerung der EZB sei noch weit von dem entfernt, was andere Notenbanken getan hätten. EZB-Chefvolkswirt Peter Praet bekräftigte die Bereitschaft, bei Bedarf das Volumen der Anleihekäufe zu erhöhen.

Doch besteht für eine weitere geldpolitische Lockerung bei genauer Betrachtung der Fakten kein Anlass. Die Auswirkungen der letzten geldpolitischen Lockerungsbeschlüsse vom Januar auf die Konjunktur sind ohnehin überschaubar. Sie geben der ohnehin stattfindenden Erholung noch etwas Rückenwind, mehr aber auch nicht. Eine Ausweitung der Maßnahmen würde der Konjunktur kaum mehr einen zusätzlichen Impuls verleihen, die Risiken aus der Flutung der Finanzmärkte mit Liquidität, beispielsweise in Form von Übertreibungen an den Anleihe- oder Aktienmärkten, würden sich aber weiter erhöhen.

Klima schon lange nicht mehr düster

Das insgesamt bereits positive Konjunkturbild spiegelt sich im Wirtschaftsklima wider, das nach den Augustdaten mit 104 Punkten freundlicher ausfällt als im langjährigen Durchschnitt (100 Punkte).

Meinung

Normalisiert hatte sich die Stimmung bereits Ende 2013, nachdem sie im Zuge der Schuldenkrise in 2011 deutlich zurückgegangen war.

Freundlich fallen das Vertrauen in der Industrie, bei Verbrauchern und im Einzelhandel aus, während die Stimmung der Dienstleister und im Baugewerbe noch verhalten ist. Bemerkenswert ist auch, dass die positive Tendenz nicht nur wenige Länder umfasst, sondern beispielsweise auch die wirtschaftlich geschwächten Länder, die unter dem Euro-Rettungsschirm ihre Anpassungsprogramme bereits abgeschlossen haben (Spanien, Portugal, Irland).

Dem verbesserten Klima entspricht ein Wirtschaftswachstum, das im Vorjahresvergleich mit 1,5 % in diesem Jahr fast gleichauf liegt mit Deutschland (1,6 %) liegen dürfte. Die Wachstumsrate lässt die Situation im Euroraum allerdings etwas besser aussehen als sie tatsächlich ist. Der Euroraum hat noch Aufholbedarf. Erst in diesem Jahr wird der Wirtschaftseinbruch der schwierigen Jahre seit 2008 wieder ausgeglichen, während dies in Deutschland bereits im Jahr 2011 erreicht worden war.

Für die kommenden Jahre gehen die Wirtschaftsprognosen für den Euroraum einhellig von einer Fortsetzung der positiven Konjunktorentwicklung aus. Die Wirtschaftsleistung dürfte beispielsweise nach der Prognose des Instituts für Weltwirtschaft bis 2017 auf 2,0 % steigen. Damit ist das Institut noch etwas optimistischer als die Experten im Eurosystem, die aber auch immerhin von 1,8 % ausgehen.

Niedrige Teuerung ist keine Deflation

Von einer Deflation, also einem anhaltenden Rückgang der Verbraucherpreise, kann nicht die Rede sein. Zwar steigen die Verbraucherpreise kaum. Dies ist aber eine Folge der niedrigen Energiepreise, und kein Zeichen einer gravierenden Wirtschaftsschwäche des Euroraums oder gar eines Abwärtsstrudels. Für die privaten Haushalte ist die billigere Energie, die einen Anteil von etwa einem Zehntel am gesamten Verbraucherpreisindex hat, eine gute Nachricht. Der aktuelle Rückgang der Energiepreise um 7,6 % im Vorjahresvergleich dämpft den Verbraucherpreisanstieg um rund 0,8 Prozentpunkte. Dies entspricht einer Stärkung der Kaufkraft der Privathaushalte im Euroraum um rund 50 Mrd. Euro.

Der Rückgang der Energiepreise dürfte nach fast allen Prognosen bald auslaufen und in 2016 wieder leicht ansteigen. Doch selbst wenn die Energiepreise - anstatt wieder anzusteigen - unverändert blieben, hätte dies gemessen an dem aktuellen Preistrend einen Anstieg der Verbraucherpreise auf 1 % zur Folge, wobei indirekte Wirkungen des Energiepreiserückgangs auf die Preise anderer Güter im Warenkorb der Verbraucher noch nicht berücksichtigt sind. Insofern dürfte die Teuerung nahe der Nullmarke eine vorübergehende Erscheinung bleiben.

„Follow the money“

Die Entwicklung von Geld und Kredit belegt ebenfalls die bessere Verfassung der europäischen Kon-

Meinung

junktur. Die Entwicklung monetärer Aggregate kann längerfristige Tendenzen in der Preisentwicklung aufzeigen und Hinweise auf finanzielle Ungleichgewichte geben. Schon vor der Finanzkrise hatten zahlreiche Studien allerdings gezeigt, dass monetäre Indikatoren oft auch falsche Signale für die künftige Preisentwicklung geben. Insofern müssen monetäre Trends immer mit Vorsicht interpretiert und im Zusammenhang mit anderen Kennzahlen interpretiert werden.

Das für die Inflationsentwicklung besonders wichtige breite Geldmengenaggregat M3 wächst seit mehreren Monaten in solidem Tempo. Im Juli lag die Wachstumsrate bei 5,3 %, der früher von der EZB verwendete Referenzwert für das längerfristige Geldmengenwachstum hatte mit 4,5 % darunter gelegen. Im August sollte sich der Trend bestätigen, die neuen Daten werden am kommenden Freitag veröffentlicht. Die Geldmenge ist ein Maß für die liquiden Mittel des privaten Sektors, die für Käufe von Waren und Dienstleistungen zur Verfü-

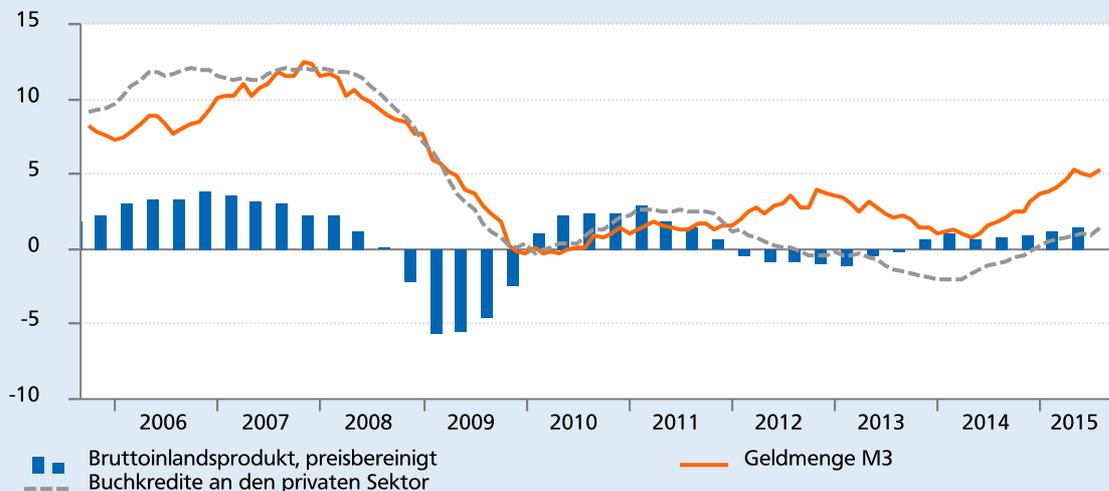
gung stehen und so Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit indirekt auf die Preisentwicklung haben.

Seit Jahresbeginn ist auch bei der Kreditvergabe an den privaten Sektor ein Trendwechsel eingetreten. Die Kreditvergabe steht noch mehr als die Geldmenge in einem engen Zusammenhang zur realwirtschaftlichen Entwicklung. Inzwischen weiten wieder sowohl die privaten Haushalte als auch die Unternehmen ihre Kredite aus. Das Wachstum der Kreditbestände des privaten Sektors bewegte sich im Juli mit 1,4 % im Vorjahresvergleich (bereinigt um Verbriefungen) allerdings noch auf einem moderaten Niveau.

Für eine Fortsetzung dieses Trends sprechen die Ergebnisse der jüngsten Umfrage des Eurosystems zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey) vom Juli, die durch die kommende Umfrage im Oktober in der Tendenz bestätigt werden dürften. Die Banken berichten von einem Anstieg der Kreditnach-

Geldmenge, Kredite und Wirtschaftswachstum

Euroraum, Jahreswachstumsrate in %



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Meinung

frage und rechnen mit einem weiteren Anstieg im Jahresverlauf. Dies gilt sowohl für Firmen- als auch für private Wohnungsbaukredite, wobei der Nachfrageanstieg für den Wohnungsbau besonders ausgeprägt ausfällt.

Kreditkosten sinken weiter

Zu den treibenden Faktor der sich erholenden Kreditnachfrage gehören die niedrigen Zinsen. Die Indikatoren für die Kreditkosten gewerblicher Kredite und privater Wohnungsbaufinanzierungen gehen im Euroraum weiter zurück. Im Sommer 2015 waren sie etwa im Neugeschäft einen halben Prozentpunkt niedriger als ein Jahr zuvor. Besonders deutlich war der Rückgang in Spanien, Irland und Portugal, also den Ländern mit erfolgreich abgeschlossenen Anpassungsprogrammen, sodass die Kreditkosten im Ländervergleich deutlich enger zusammengerückt sind. Bei den privaten Wohnungsbaukrediten ist die Streubreite wieder ähnlich groß wie vor der Krise, erhöht ist sie immer noch bei

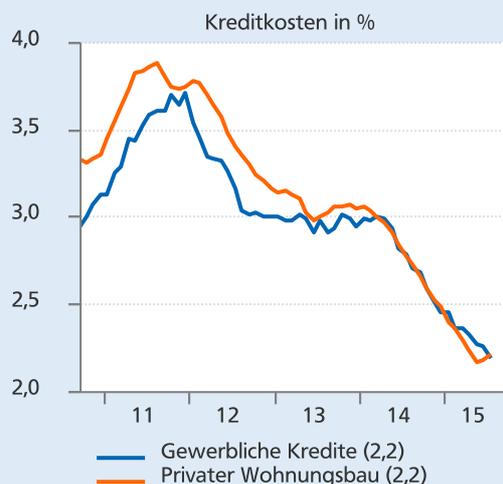
den gewerblichen Krediten.

Doch ist der Zins nicht die einzige und vielleicht auch nicht die wichtigste Einflussgröße für die Entwicklung von Krediten und Investitionen. Die ausschlaggebende Voraussetzung für viele Investitionsentscheidungen sind aufgrund der langjährigen Mittelbindung und der unsicheren Erträge positive Absatzserwartungen. Die leicht rückläufigen Zinsen im Zuge der geldpolitischen Lockerungsschritte seit dem Frühjahr 2014 dürften daher weniger bewirkt haben als die im gleichen Zeitraum erfolgte Verringerung der wirtschaftlichen Unsicherheiten. Statistisch dürfte es allerdings schwer sein, die einzelnen Wirkungen voneinander zu trennen.

Unsicherheiten lassen nach

Die Risiken im Euroraum haben sich deutlich vermindert. Spanien, Portugal und Irland haben ihre Anpassungsprogramme zwischen Ende 2013 und Juni 2014 erfolgreich beendet, sind an den Kapital-

Kreditkosten und Wirtschaftsklima im Euroraum



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Meinung

markt zurückgekehrt und haben die Rezession hinter sich gelassen. Mit dem Beginn der Bankenunion und der Prüfung der größten Banken des Währungsraums (comprehensive assessment) hat sich zudem das Vertrauen in die Banken der geschwächten Volkswirtschaften (mit Ausnahme Griechenlands) tendenziell erhöht. Schließlich wurden wichtige Strukturreformen auf den Weg gebracht, wenngleich das Tempo insbesondere in den großen Volkswirtschaften Italien und Frankreich hinter den Notwendigkeiten zurückbleibt. Nachgelassen haben auch die von Griechenland ausgehenden Unsicherheiten, wenngleich auch nach der Bestätigung von Alexander Tsipras als Regierungschef durch die Wahl vom vergangenen Sonntag ein Erfolg des gerade begonnenen Anpassungsprogramms noch lange nicht gesichert ist.

Das Gesamtbild spricht somit für eine Fortsetzung der wirtschaftlichen Erholung im Euroraum, eine weitere Belebung der Kreditnachfrage und einen allmählichen Anstieg der Inflation. Dieser Trend dürfte durch die globalen Entwicklungen nur leicht gebremst, aber nicht gefährdet werden. Das Wachstum in China dürfte niedriger ausfallen als noch im Frühjahr erwartet, die Erholung der Weltwirtschaft hierdurch aber nur leicht gedämpft werden. So hat die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) ihre Prognose für das Weltwirtschaftswachstum in 2016 Mitte September nur leicht von 3,8 % auf 3,6 % verringert.

Mehr billiges Geld wäre schädlich

In diesem konjunkturell aufwärtsgerichteten Szenario sind weitere geldpolitische Impulse nicht nur unnötig, sondern auch schädlich. Schon jetzt steht der Negativzins immer mehr im Kontrast zu der aufwärts gerichteten Konjunktur. Bei einem Wachstum nahe dem Trend braucht die Wirtschaft keinen Krisenzins mehr. Nun ist die Inflation zwar noch sehr niedrig. Je stärker sich die EZB aber in Richtung einer weiteren Expansion der Geldpolitik bewegt, umso schwerer wird es ihr fallen, rechtzeitig die Richtung zu wechseln, wenn der Teuerungsdruck wieder an Fahrt aufnimmt.

Angesichts der Vielzahl an geldpolitischen Maßnahmen - von der Absenkung der Zinsen bis in den Negativbereich über die Anleihekäufe und andere quantitative Maßnahmen bis hin zu den Veränderungen bei der Besicherung der geldpolitischen Geschäfte - wird die Geldpolitik eine langsame Gangart bei der Normalisierung der Geldpolitik benötigen, um die Finanzmärkte nicht zu überfordern und Fehlsteuerungen zu vermeiden. Verpasst sie den richtigen Zeitpunkt zur geldpolitischen Kehrtwende, droht sie der Inflation hinterherzulaufen und verspielt Vertrauen als Hüterin der Preisstabilität.

Autor:

Dr. Andreas Bley

Mail: a.bley@bvr.de

Geldmenge

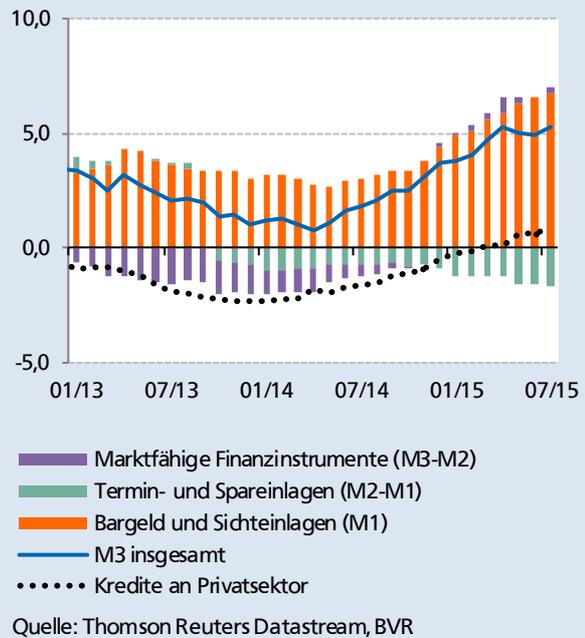
Kreditvergabe legt zu

Der Kreditmarkt im Währungsraum gewinnt nach und nach an Fahrt. Die Kreditbestände im Euro-Raum legten im Juli erneut leicht zu. Nach den Zahlen der Europäischen Zentralbank (EZB) lagen die Kredite an Unternehmen und private Haushalte um 0,9 % über ihrem Vorjahresniveau, nach Bereinigung um Kreditverkäufe und Verbriefungen lag sie sogar bei 1,4 %. Die Jahreswachstumsrate lag damit 0,3 bzw. 0,5 Prozentpunkte über ihrem Vormonatswert. Im Monatsvergleich stieg die Kreditvergabe an die privaten Haushalte um 5 Mrd. Euro, nachdem sie bereits im Vormonat um 16 Mrd. Euro besonders kräftig zugelegt hatte. Die Kreditvergabe an nicht-finanzielle Unternehmen kletterte um 10 Mrd. Euro nach oben. Im Monat zuvor hatte sie bereits um 4 Mrd. Euro zugelegt.

Wachstum von M3 bei 5,3 %

Nach den Zahlen der EZB lag das Wachstum des breit abgegrenzten Geldmengenaggregats M3 im Juli saisonbereinigt bei 5,3 %. Die Jahreswachstumsrate von M3 lag damit 0,4 Prozentpunkte über ihrem Vormonatswert. Die besonders liquide Geldmenge M1 war mit 6,8 Prozentpunkten erneut Haupttreiber des Wachstums. Der Wachstumsbeitrag der Termin- und Spareinlagen fiel mit -1,7 Prozentpunkten 0,1 Prozentpunkte schwächer aus als im Juni. Die marktfähigen Finanzinstrumente trugen im Juli 0,2 Prozentpunkte zum Gesamtwachstum von M3 bei.

Beiträge zum M3-Wachstum
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



EZB bereit für noch lockere Geldpolitik

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat zu Beginn des Monats die Spekulationen auf eine weitere Lockerung ihrer Geldpolitik in Form einer Ausweitung der Anleiheaufkäufe angeheizt. EZB-Präsident Mario Draghi sagte im Anschluss der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 3. September, dass es für die europäische Geldpolitik keine speziellen Grenzen bezüglich der Volumina der Anleiheaufkäufe gebe. Trotz der bereits ultralockeren Geldpolitik sei die EZB nach wie vor handlungsfähig. Der EZB-Rat einigte sich in diesem Zusammenhang dabei auf eine Anhebung der Höchstgrenze für den Aufkauf von Papieren aus einer einzelnen Wertpapieremission von 25 auf 33 %. Dies dürfte den Spielraum der europäischen Notenbank bei ihren Anleiheaufkäufen erhöhen, da sie dadurch zukünftig mehr

Geldpolitik und Geldmarkt

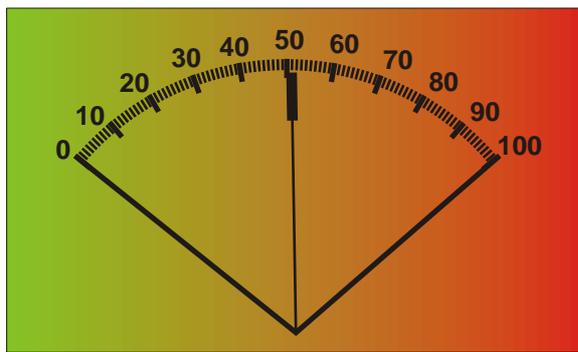
von einer einzelnen Emission am Sekundärmarkt kaufen kann. Die Mitglieder des EZB-Rats betonen, die Konjunkturabkühlung in China und die niedrigen Energiepreise ernst zu nehmen. Die schwächeren Impulse von außerhalb des Euroraumes dürften das Wirtschafts- und Verbraucherpreiswachstum in den kommenden Monaten dämpfen. EZB-Präsident Mario Draghi warnte in diesem Zusammenhang vor Inflationsraten unter null. Vor diesem Hintergrund passten die Volkswirte der EZB ihre Projektionen für das Wachstum und die Inflation im Euroraum an. Nach den Berechnungen der EZB dürften die Preise im Währungsraum in diesem Jahr nur noch mit 0,1 % zulegen. Zuvor war die EZB noch von einer Inflationsrate in Höhe von 0,3 % ausgegangen. Für 2016 rechnet die EZB mit einem Preisanstieg in Höhe von 1,1 %. Die Wirtschaftskraft des Euroraums dürfte in diesem Jahr um 1,4 % (zuvor 1,5 %) zulegen. Für 2016 erwarten die europäischen Währungshüter ein BIP-Wachstum im Euroraum

in Höhe von 1,7 %.

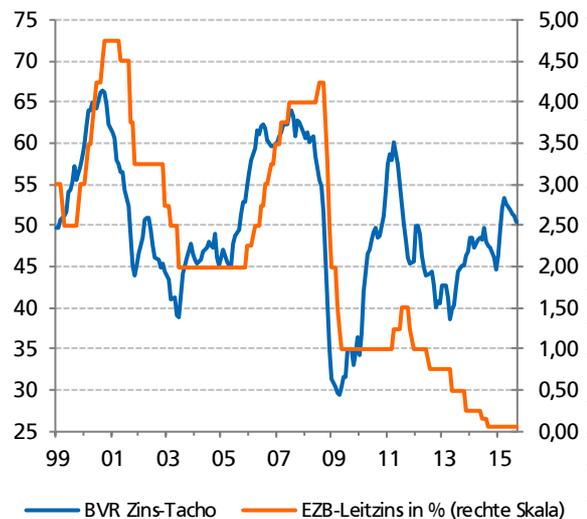
Der **BVR Zins-Tacho** hat sich im Vergleich zum Vormonat nicht wesentlich verändert. Mit 51 Punkten bleibt der Zins-Tacho auf seinem Vormonatswert. Er signalisiert damit weiterhin ein moderates mittelfristiges Inflationsrisiko für den Euroraum. Im ersten Quartal dieses Jahres hatte das Barometer zur Messung des Inflationsdrucks im Währungsraum noch kräftig um knapp 8 Punkte zugelegt. Seit April verzeichnet der Tacho allerdings einen leichten Rückgang um rund 3 Punkte.

Der Anstieg des BVR Zins-Tachos wurde von allen drei Unterindikatoren getragen. Eine besondere Rolle spielte dabei die sich deutlich bessernde Konjunktur im Euroraum, wodurch nicht nur die Konjunkturindikatoren sondern auch das Wachstum der Geld- und Kreditmenge im Währungsraum höher ausfiel. In den vergangenen Monaten verzeichneten die Unterindikatoren einen Rückgang des

BVR Zins-Tacho



	Jul 15	Aug 15	Sep 15
BVR Zins-Tacho	51	51	51
Konjunktur (50 %)	56	56	55
Preise/Kosten (40 %)	46	46	45
Liquidität (10 %)	48	48	48



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

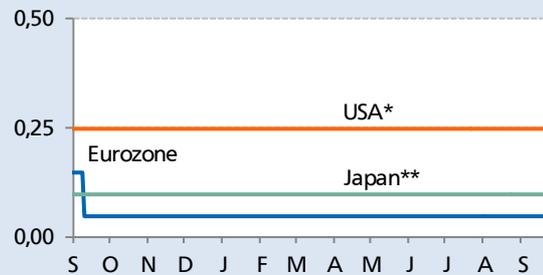
Geldpolitik und Geldmarkt

Inflationsdrucks im Euroraum, der aber bislang ausgesprochen gemäßigt ausfiel. Eine besondere Rolle spielen dabei die niedrig bleibenden Energie- und Rohstoffpreise.

Leichter Rückgang der Geldmarktzinsen

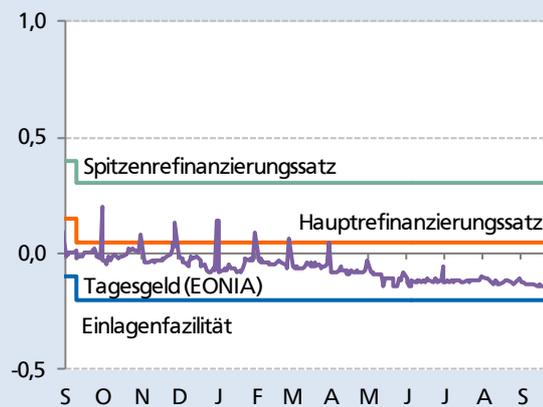
Die Zinsen für Termingeschäfte auf dem europäischen Geldmarkt sind im September leicht zurückgegangen. Über beinahe alle Laufzeiten hinweg sanken die Zinsen um rund 1 Basispunkt. Der 3-Monats-Euribor notierte im Zuge dessen am 22. September bei -0,04%. Der 12-Monats-Euribor fiel im gleichen Zeitraum auf 0,15 %. Der Tagesgeldsatz EONIA lag im September durchschnittlich bei -0,13 % und damit im Schnitt 1 Basispunkt niedriger als im August.

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

Renditerückgang am Rentenmarkt

Staatspapiere waren im September gefragt. Angesichts der sich verschlechternden konjunkturellen Lage in China und anderen Schwellenländern trennten sich viele Anleger von risikoreicheren Anlageformen, wie z. B. Aktien, und griffen verstärkt bei sichereren Wertpapieren, wie z. B. Staatsanleihen, zu. Die Notenbanken dies- wie jenseits des Atlantiks unterstützten den Trend. Zu Beginn des Monats machte EZB-Präsident Mario Draghi deutlich, dass eine weitere geldpolitische Lockerung von Seiten der EZB in Betracht gezogen werde, sobald die schwache Entwicklung der Inflation im Währungsraum es erforderlich mache. Aufgrund der anhaltend niedrigen Preise für Energie könnte die Inflationsrate für den Währungsraum in den kommenden Wochen erneut unter die Nullmarke fallen. Die europäische Notenbank könnte im Fall einer zu niedrigen Inflationsdynamik ihr Anleiheaufkaufprogramm aufstocken oder aber länger als geplant laufen lassen. Unter den Investoren herrschte zudem Verunsicherung über den exakten Zeitpunkt der Zinswende in den USA. Mittlerweile geht die Mehrheit der Anleger von einer Zinsanhebung in Höhe von 25 Basispunkten für Dezember aus. Auf ihrer Septembersitzung hatten die führenden Notenbanker der Fed den Zins unverändert bei 0 bis 0,25 % gelassen. Die Umlaufrendite börsennotierter Bundesanleihen fiel im September um 8 Basispunkte auf 0,47 %. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen notierte am 23. September 19 Basispunkte niedriger bei 0,60 %. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen fiel um 8 Basispunkte auf 2,13 %.

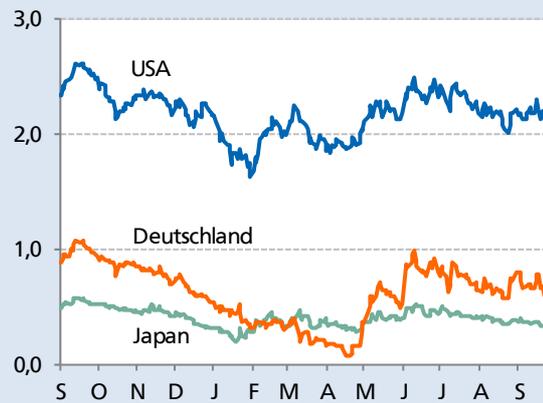
Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



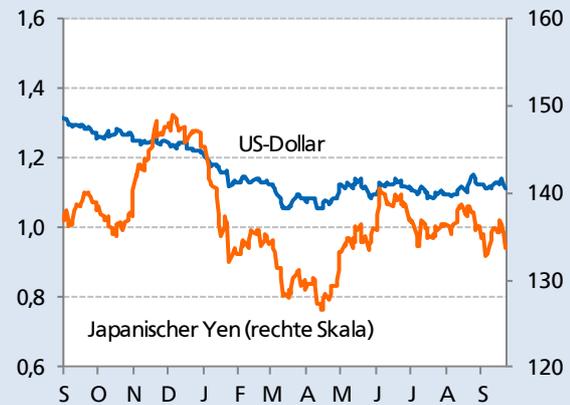
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Devisenmarkt

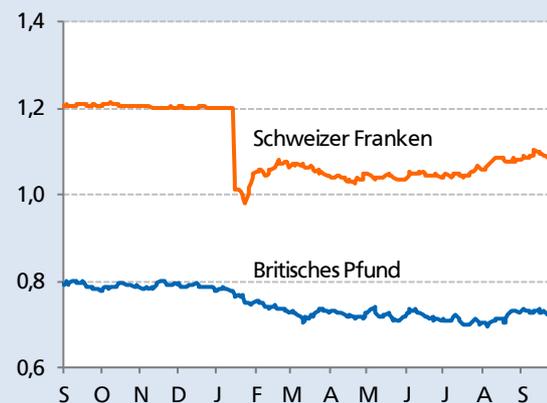
Euro bei 1,11 US-Dollar

Der Euro-Dollar Kurs hat im September unterm Strich leichte Verluste gegenüber dem US-Dollar hinnehmen müssen. Zum Monatsende pendelte sich der Euro-Dollar Kurs 1 US-Cent niedriger bei 1,11 US-Dollar ein. Gestützt wurde der Euro zur Monatsmitte hin von überraschend guten Konjunkturdaten aus dem Euroraum bei einer gleichzeitig etwas schwächeren Entwicklung der US-Wirtschaft. Dämpfend auf den Wert des Euro wirkten sich hingegen neue Spekulationen um die Geldpolitik im Währungsraum aus. So hatte Notenbankchef Mario Draghi angedeutet, dass die EZB ihre ohnehin schon sehr expansive Geldpolitik noch weiter lockern werde, wenn es die Inflation im Währungsraum nötig machen sollte. Angesichts der anhaltend niedrigen Preise für Energie und Treibstoff an den globalen Rohstoffmärkten liegt die Inflationsrate im Währungsraum weiterhin nahe der Nullprozentmarke. Ursprung dieser Entwicklung ist die schwache Konjunktur in den Schwellenländern. Vor diesem Hintergrund ließ auch die Federal Reserve im September den Moment ungenutzt, die Zinswende einzuleiten. Allerdings dürfte die Fed die erste Erhöhung der Leitzinsen seit Sommer 2006 nur auf den Dezember verschoben haben. US-Notenbankchefin Janet Yellen hatte in den vergangenen Wochen deutlich gemacht, dass sie noch in diesem Jahr die Zinswende in den USA einleiten wolle. Angesichts des schwachen Inflationsdrucks und schwächeren Wachstumsaussichten dürfte der Anstieg der Leitzinsen im kommenden Jahr allerdings schwächer ausfallen als bislang angenommen.

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 unter 10.000 Punkte

Der Deutsche Aktienindex hat im September erneut einen heftigen Kursverfall hinnehmen müssen. Der DAX verlor bis zum Anfang der dritten Septemberwoche 6,7 % seines Wertes vom Vormonatsultimo. Am Dienstag, dem 22. September, ging der DAX bei 9.570 Punkten aus dem Markt. Der US-Leitindex verlor im gleichen Zeitraum 1,2 % und notierte am 22. September bei 16.330 Punkten.

Schwächere Konjunkturdaten aus den USA und den Schwellenländern sowie Verunsicherung über den weiteren Kurs der US-Geldpolitik belasteten im September die Aktienmärkte. Daran änderte auch die Ankündigung der EZB nichts, im Notfall die Geldpolitik für den Währungsraum noch weiter zu lockern. Zu Monatsmitte erholten sich die Kurse wieder etwas. Kurstreiber war dabei die steigende Zuversicht der Anleger, dass die Krise in China nicht so heftig ausfalle wie befürchtet. Ausschlaggebend für den Stimmungswechsel waren die Signale aus der chinesischen Regierung, weitere Finanzspritzen für die chinesische Wirtschaft bereitzuhalten. In der dritten Septemberwoche verschlechterte sich die Stimmung der Anleger hinsichtlich der Entwicklung der US-Wirtschaft aber wieder, was die Kurse erneut unter Druck setzte. Zusätzlich dazu hatte der DAX mit heftigen Kursverlusten der Volkswagenaktie zu kämpfen. Die Aktie des bedeutendsten Autobauers Europas verlor im Zuge der Affäre um Manipulationen bei der Abgasmessung in den USA massiv an Wert.

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

BIP-Rate leicht nach oben korrigiert

Eurostat hat inzwischen neue Angaben zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung des Euroraums veröffentlicht. Dem aktuellen Rechenstand zufolge ist das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Währungsraums im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0,4 % gestiegen. Das Wirtschaftswachstum fiel damit geringfügig stärker aus als die ersten amtlichen Schätzungen im August signalisiert hatten (+0,3 %). Mit den neuen Daten zum zweiten Quartal wurde auch die BIP-Rate für das Jahresauftaktquartal leicht von 0,4 % auf 0,5 % angehoben.

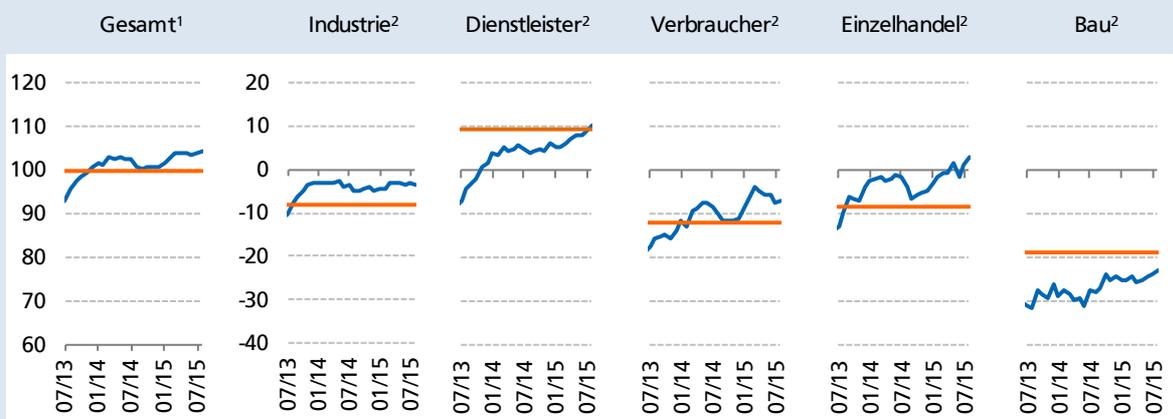
Ähnlich wie bereits im ersten Quartal wurde das gesamtwirtschaftliche Wachstum im Frühjahrsquartal von den privaten und staatlichen Konsumausgaben gestützt, die um 0,4 % bzw. 0,3 % zulegten. Ein Wachstumsimpuls ging darüber hinaus auch vom Anstieg der Exporte (+1,6 %) aus, der den

Importzuwachs (+1,0 %) übertraf. Die Bruttoinvestitionen waren hingegen rückläufig (-0,5 %) und haben zusammen mit den Vorratsveränderungen den BIP-Anstieg rechnerisch um 0,2 Prozentpunkte vermindert.

Weitere Stimmungsaufhellung

Die wirtschaftliche Stimmung hat sich im Euroraum erneut verbessert. Der von der EU-Kommission anhand einer monatlichen Umfrage unter Verbrauchern und Unternehmen ermittelte Wirtschaftsklimaindex legte im August gegenüber dem Vormonat um 0,2 Punkte auf 104,2 Punkte zu. Der Stimmungsindikator war bereits im Juli etwas gestiegen, nachdem er zuvor über eine längere Phase seitwärts tendiert hatte. Für den Anstieg des Wirtschaftsklimaindexes war vor allem das gestiegene Vertrauen im Einzelhandel sowie im Dienstleistungssektor als Ganzes verantwortlich.

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

Industrielle Erzeugung legt zu

Im Juli haben die Industriebetriebe ihre Produktion etwas ausgeweitet. Gemäß den vorläufigen Angaben von Eurostat nahm der Ausstoß im Vormonatsvergleich saisonbereinigt um 0,6 % zu. Im Mai und im Juni war die Industrieproduktion noch um jeweils -0,2 % zurückgegangen. In den nächsten Monaten ist tendenziell mit einem weiteren Anstieg der Industrieproduktion zu rechnen. Darauf deutet zumindest der Order-Indikator hin, der sich nach wie vor merklich über seinem Vorjahresstand befindet.

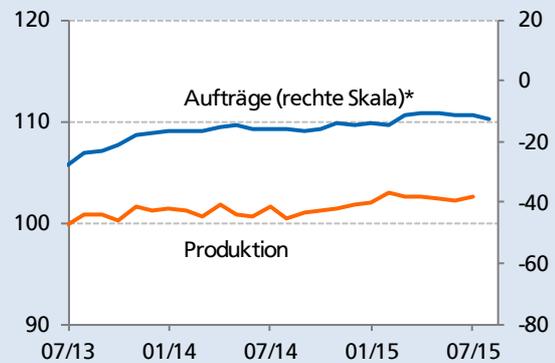
Inflationsrate auf 0,1 % gesunken

Die Inflationsrate des Euroraums ist zuletzt von 0,2 % im Juni und Juli auf 0,1 % im August zurückgegangen. Sie wird nach wie vor insbesondere durch die Energiepreise beeinflusst, die im August um 7,2 % nachgaben. In naher Zukunft dürfte der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe gering bleiben. Darauf deuten zumindest die Erzeugerpreise hin, die im Juli um 2,1 % sanken. Angaben für August wird Eurostat voraussichtlich am 2. Oktober veröffentlichen.

Abnehmende Arbeitslosenquote

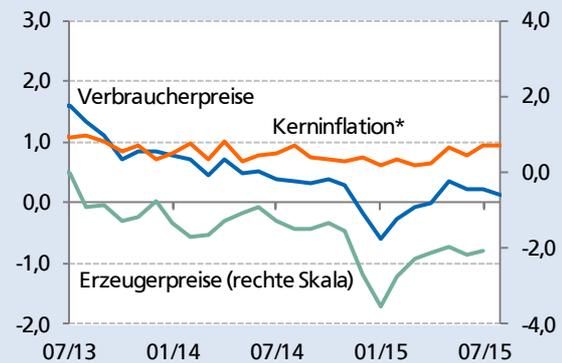
Der Abwärtstrend in der Arbeitslosenquote des Euroraums hat sich fortgesetzt. Die amtliche Arbeitslosenquote lag jüngst, im Juli, bei 10,9 %. Sie ist damit im Vormonatsvergleich um 0,2 Prozentpunkte zurückgegangen.

Aufträge und Produktion
Euroraum, saisonbereinigt



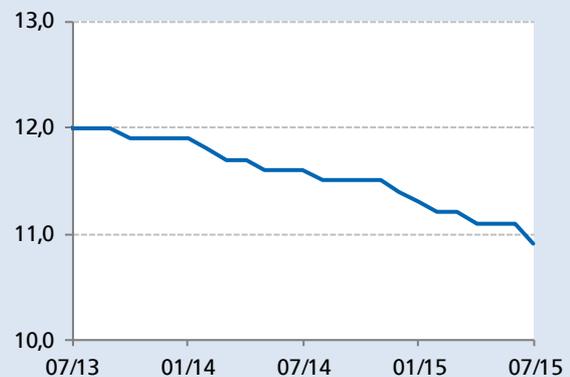
*Order-Indikator der EU-Kommission

Verbraucher- und Erzeugerpreise
Euroraum, in % gg. Vorjahr



*ohne Energie und unbearbeitete Lebensmittel

Arbeitslosenquote
Euroraum, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Deutsche Konjunktur

Konvergierende Wachstumsprognosen

In den zurückliegenden Wochen haben viele Wirtschaftsforschungsinstitute ihre Prognosen zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung Deutschlands aktualisiert. Die Einschätzungen zum Wirtschaftswachstum im laufenden Jahr haben sich dabei merklich angenähert. Inzwischen gehen die meisten Institute – wie auch der BVR – davon aus, dass das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschlands 2015 um 1,8 % steigen wird.

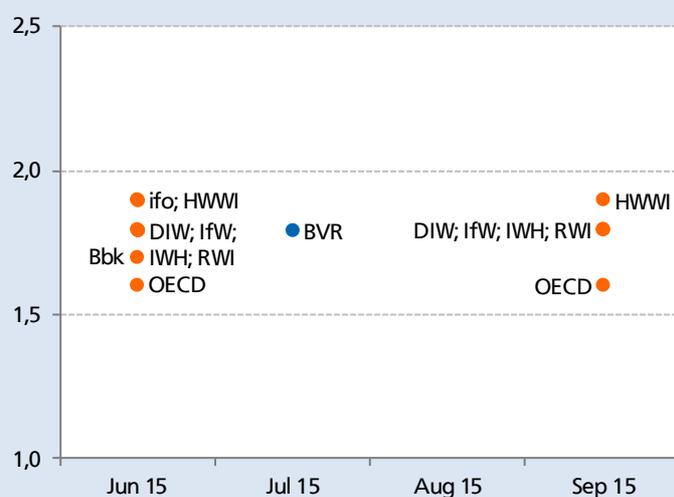
In Hinblick auf das für 2016 zu erwartende Wachstum gehen die Einschätzungen jedoch vielfach auseinander. So erwarten beispielsweise die Fachleute des Kieler Instituts für Weltwirtschaft (IfW) das sich das BIP-Wachstum auf 2,1 % beschleunigen wird. Sie begründen dies unter anderem mit den anhaltend günstigen monetären Rahmenbedingungen, der guten Arbeitsmarktentwicklung und der prognostizierten kräftigen Zunahme der

Exporte. Etwas verhaltener sind demgegenüber die Experten des Instituts für Wirtschaftsforschung Halle (IWH), die – ebenso wie der BVR – mit einem BIP-Zuwachs von 1,7 % rechnen. Nach Ansicht der IWH-Ökonomen wird die schwächere Nachfrage der Schwellenländer zu einem Abflachen des Exportwachstums führen. Die Binnennachfrage werde jedoch weiter expandieren, wozu ihrer Einschätzung nach auch der deutliche Anstieg der Zuwanderung nach Deutschland beitragen dürfte.

Industriekonjunktur zieht an

Die Industrieproduktion und der Außenhandel Deutschlands haben im Juli etwas an Schwung gewonnen. Wie das Statistische Bundesamt mitteilte, ist die **Industrieproduktion** gegenüber dem Vormonat preis-, saison- und kalenderbereinigt um 0,3 % gestiegen. Wachstumsimpulse dürften dabei auch vom vergleichsweise späten Beginn der Sommerferien in vielen Bundesländern ausgegangen

Konjunktur 2015 - Prognosen für Deutschland
preisbereinigt, Jahreswachstumsrate des BIP in %



Quelle: BVR

- 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

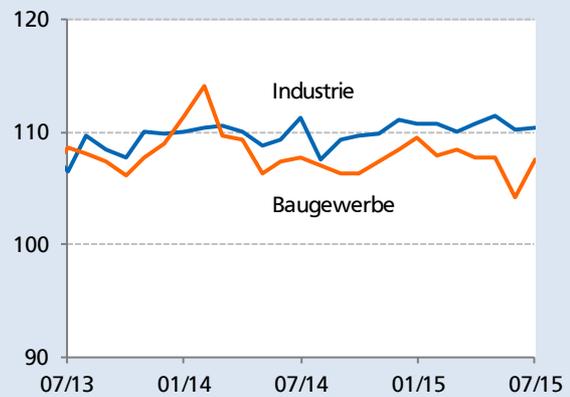
Deutsche Konjunktur

sein. Im Juni hatte die Erzeugung noch nachgegeben (-1,1 %). In dem von kurzfristigen Schwankungen weniger betroffenen Zweimonatsvergleich April/Mai gegenüber Juni/Juli ist der Ausstoß um 0,7 % gesunken. Auch im Baugewerbe war, nach einem deutlichen Rückgang im Juni (-3,2 %), jüngst eine Produktionsausweitung zu verzeichnen (+3,2 %). In den kommenden Monaten ist mit einem weiteren Anstieg der Industrieproduktion zu rechnen. Darauf deutet neben dem nach wie vor hohen Stand wichtiger Stimmungsindikatoren auch der Verlauf des industriellen Auftragseingangs hin. Zwar sind die **Aufträge** im Juli gegenüber dem Vormonat um 1,4 % gesunken. Im Zweimonatsvergleich legten sie jedoch um 0,9 % zu. Dabei standen einem merklichen Anstieg der Auslandsorders (+1,9 %) eine leicht rückläufige Inlandsnachfrage (-0,3 %) gegenüber. Der grenzüberschreitende Handel der deutschen Wirtschaft ist nach dem Dämpfer von Juni wieder auf seinen Wachstumspfad eingeschwenkt. Die **Ausfuhren** sind im Juli gegenüber dem Vormonat kalender- und saisonbereinigt um 2,4 % gestiegen und konnten damit den Rückgang vom Vormonat (-1,1 %) mehr als kompensieren. Die Einfuhren legten mit einer Verlaufsrate von 2,2 % zu, nachdem sie zuvor um 0,8 % nachgegeben hatten.

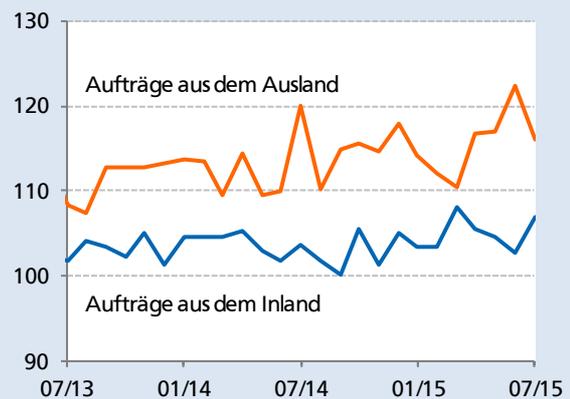
Konjunktureller Optimismus flaut weiter ab

Angesichts der wirtschaftlich schwächeren Gangart in den Schwellenländern haben die **ZEW-Konjunkturerwartungen** für Deutschland im September abermals nachgegeben. Wie das Mannheimer Zentrum für Europäische Wirt-

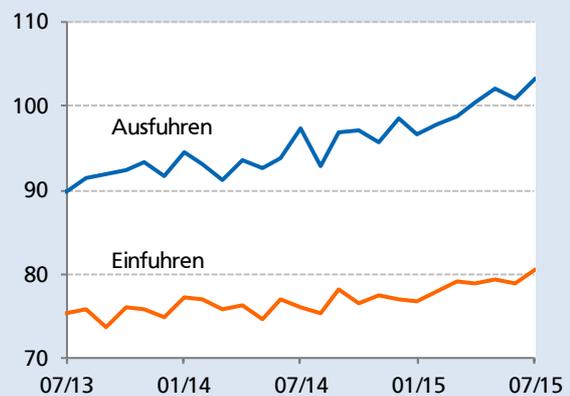
Produktion
2010=100, preis- und saisonbereinigt



Aufträge
2010=100, preis- und saisonbereinigt



Außenhandel
in Mrd. Euro, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Deutsche Konjunktur

schaftsforschung (ZEW) mitteilte, ist der auf einer Umfrage unter Kapitalmarktexperten beruhende Stimmung Indikator gegenüber August um deutliche 12,9 Punkte gefallen. Er befindet sich mit 12,1 Punkten zudem erstmals seit November 2014 wieder unter seinem langfristigen Mittelwert von 24,9 Punkten. Im Gegensatz zu den konjunkturellen Perspektiven wurde die aktuelle Lage von den befragten Experten aber erneut günstiger beurteilt. Der entsprechende ZEW-Lageindikator ist um 1,8 Punkte auf einen überaus hohen Stand von 67,5 Punkten gestiegen. In Hinblick auf das Geschäftsklima der gewerblichen Wirtschaft Deutschlands lagen bis zum Redaktionsschluss dieser Ausgabe von „Volkswirtschaft special“ für September noch keine Angaben vor. Zuletzt, im August, war der **ifo Geschäftsklimaindex** gegenüber dem Vormonat leicht um 0,3 Punkte auf 108,3 Punkte gestiegen. Alles in allem deuten die aktuellen Umfrageergebnisse darauf hin, dass die konjunkturellen Auftriebskräfte in Deutschland nach einem sehr wachstumsstarken dritten Quartal im Winterhalbjahr 2015/2016 an Schwung verlieren werden.

Unveränderte Inflationsrate

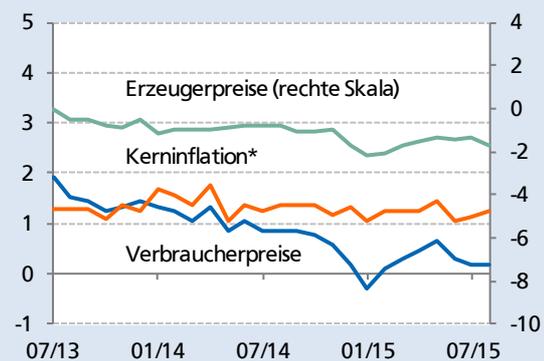
Der allgemeine Preisauftrieb ist weiterhin sehr niedrig. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes blieb die Inflationsrate, gemessen an der Jahresrate des **Verbrauchpreisindex (VPI)**, im August unverändert auf dem Vormonatsstand von 0,2 %. Zur niedrigen Inflationsrate trugen erneut vor allem die Energiepreise bei, die sich jüngst um 7,6 % verbilligten. Ohne Berücksichtigung der Energiepreise lag die Inflationsrate bei

Wirtschaftliche Einschätzung
saisonbereinigt



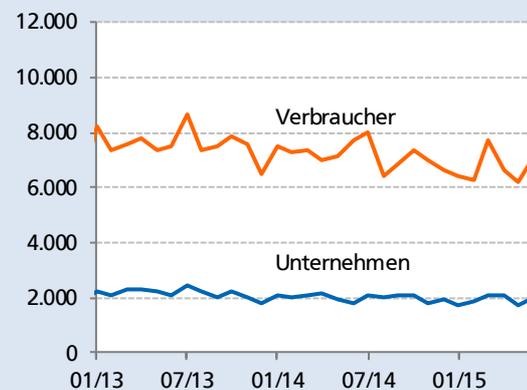
*rechte Skala, 2010=100

Verbraucher- und Erzeugerpreise
gg. Vorjahr in %



*ohne Energie und Lebensmittel

Insolvenzen
Monatliche Fallzahlen



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Deutsche Konjunktur

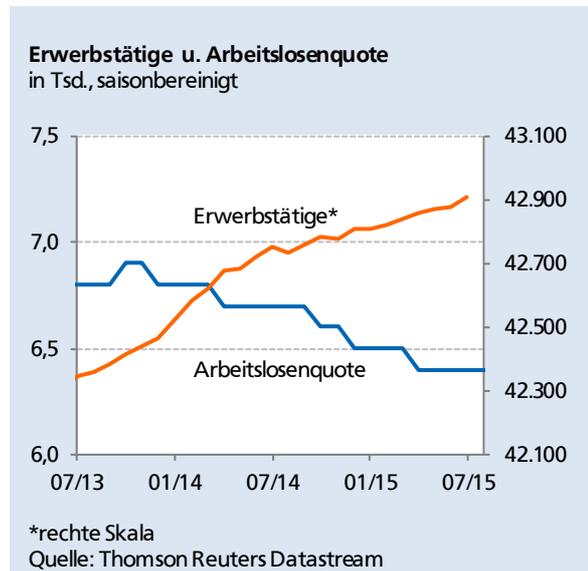
1,1 %. Bei den Erzeugerpreisen gewerblicher Güter hat sich der Preisrückgang im August leicht beschleunigt. Der **Erzeugerpreiseindex** ist um 1,7 % gesunken. Zuvor, im Juni und Juli, waren die Erzeugerpreise noch um 1,4 % bzw. 1,3 % zurückgegangen.

Im ersten Halbjahr 3,9 % weniger Firmenpleiten

Der langjährige Abwärtstrend in den Insolvenzdaten Deutschlands hat sich im ersten Halbjahr 2015 fortgesetzt. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes wurden von den Amtsgerichten 11.558 Unternehmens- und 40.321 Verbraucherinsolvenzen erfasst. Dies waren 3,9 % bzw. 8,3 % weniger als im ersten Halbjahr 2014. Die Summe der offenen Gläubigerforderungen aus den beantragten Firmenpleiten wird für die ersten sechs Monate des Jahres 2015 auf 8,9 Mrd. Euro beziffert. Sie ist damit binnen Jahresfrist um 5,7 Mrd. Euro zurückgegangen.

Arbeitsmarkt weiter in solider Grundverfassung

Die Entwicklungstrends am deutschen Arbeitsmarkt sind nach wie vor günstig. Wie die Bundesagentur für Arbeit (BA) anhand erster Schätzungen mitteilte, ist die **Arbeitslosenzahl** von Juli auf August zwar um 23.000 auf 2,796 Mio. Menschen gestiegen. Der Anstieg beruhte jedoch im Wesentlichen auf saisonalen Gründen. So werden Neuanstellungen in vielen Unternehmen erst nach dem Ende der Sommerferien vorgenommen. Unter Berücksichtigung der jahreszeitlich üblichen Effekte ist die Zahl der Arbeitslosen um 7.000 gesunken.



Die Arbeitslosenquote ist in saisonbereinigten Rechnung gegenüber dem Vormonat unverändert bei 6,4 % geblieben.

In Hinblick auf die Verlaufsdaten zur Erwerbstätigkeit und zur Beschäftigung halten die Aufwärtstrends an. So lag die **Erwerbstätigenzahl** nach jüngsten Berechnungen des Statistischen Bundesamtes im Juli saisonbereinigt um 26.000 Personen über dem Vormonatsstand. Binnen Jahresfrist war ein Anstieg um 160.000 auf 42,99 Mio. Menschen zu verzeichnen. Die saisonbereinigte **Beschäftigtenzahl** legte der aktuellen BA-Hochrechnung zufolge im Juni um 41.000 zu. Der Beschäftigungsaufbau fiel damit allerdings nicht mehr ganz so dynamisch aus, wie zu Jahresbeginn. Im Januar war die Beschäftigtenzahl noch um 77.000 gestiegen. Für die nächsten Monate lassen Frühindikatoren, wie das ifo Beschäftigungsbarometer, einen weiteren Stellenzuwachs erwarten. Der Indikator stieg im August gegenüber dem Vormonat um 1,1 Punkte auf einen Stand von 108,3 Punkte.