

Volkswirtschaft special

Meinungen, Analysen, Fakten

Grenzen des Konsumwachstums bald erreicht

- Die privaten Konsumausgaben sind in Deutschland im bisherigen Verlauf des aktuellen Konjunkturaufschwungs dynamischer gestiegen als in früheren Zyklen. Nach Einschätzung des BVR dürften sie im Jahresdurchschnitt 2015 preisbereinigt um 2,3 % expandieren. Neben der andauernd günstigen Arbeitsmarkt- und Verdienstentwicklung wird der Konsum derzeit auch durch Sonderfaktoren wie die Einführung des Mindestlohns und den niedrigen Ölpreis befördert.
- In langfristiger Betrachtung ist der Privatkonsum allerdings schwächer gestiegen als die gesamtwirtschaftliche Produktion. Die Ergebnisse einer Kointegrationsanalyse legen für die Zeit seit der Wiedervereinigung eine Elastizität zwischen den privaten Konsumausgaben und dem Bruttoinlandsprodukt von rund 0,7 nahe. Hauptgrund für diese, aus theoretischer Sicht niedrige, Elastizität dürften die Außenhandelsüberschüsse der vergangenen Jahre sein.
- Für das Jahr 2016 zeichnet sich eine Abschwächung des Konsumwachstums auf 1,7 % ab, da einige der zuvor stimulierend wirkenden Effekte auslaufen werden. Ferner dürfte die Arbeitsmarktdynamik wegen des allmählich ausgeschöpften Arbeitskräftepotenzials an Tempo verlieren. Darüber hinaus wird auf mittlere Sicht der demographische Wandel die Konsumkonjunktur dämpfen.
- Vor dem Hintergrund des demographischen Wandels sind die wirtschaftspolitischen Akteure nach wie vor gefordert, sich für eine möglichst umfassende Ausschöpfung des Arbeitskräftepotenzials einzusetzen. Ein Ansatzpunkt hierfür liefern die Bestrebungen zur Reduzierung des Anteils von Schul- und Ausbildungsabbrechern. Auch die Ansätze zur besseren Integration von Zuwanderern in den Arbeitsmarkt sollten intensiviert werden, sofern deren Bleiberecht gesichert ist. Zudem ist weiterhin geboten, dass die Tarifverhandlungen von Arbeitgebern und Arbeitnehmern mit Augenmaß geführt werden um die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft und damit die langfristige Konsumdynamik nicht zu gefährden.

Meinung

Konsum derzeit zentraler Wachstumsmotor

Die deutsche Wirtschaft befindet sich momentan in einer konjunkturell guten Verfassung. Wie bereits in der „Volkswirtschaft special“-Ausgabe Nr. 7/2015 erläutert, dürfte das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschlands im Jahr 2015 um 1,8 % über das Vorjahresniveau steigen. Der wichtigste Treiber des gesamtwirtschaftlichen Wachstums dürfte der private Konsum sein, der voraussichtlich um 2,3 % expandieren wird. Die Konsumausgaben waren bereits in den ersten beiden Quartalen des Jahres merklich ausgeweitet worden und werden wohl auch in der zweiten Jahreshälfte aufwärtsgerichtet bleiben. Hierauf deuten unter anderem die jüngsten Umfrageergebnisse der Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) hin. Das GfK-Konsumklima blieb im August gegenüber dem Vormonat unverändert bei 10,1 Punkten. Die Stimmung unter den deutschen Verbrauchern befindet sich damit weiterhin auf einem ausgesprochen hohen Niveau.

Günstige Rahmenbedingungen

Was sind die Gründe für die gute Verbraucherstimmung und die zunehmenden Konsumausgaben? An erster Stelle ist hier die nach wie vor günstige Arbeitsmarktentwicklung zu nennen. Durch den Beschäftigungsaufbau der vergangenen Jahre und die Rückführung der Arbeitslosigkeit ist bei den Verbrauchern generell das Vertrauen in die wirtschaftliche Zukunft gestiegen und die Angst vor einem Verlust des Arbeitsplatzes gesunken. Die Stimmungsaufhellung wurde zudem bisher durch

die Krisen in Griechenland, in der Ukraine oder im Nahen Osten nur wenig beeinträchtigt.

Als ähnlich bedeutsam für die Konsumkonjunktur ist die Entwicklung der Tarifverdienste zu beurteilen, die von der Tendenz her in den vergangenen Jahren kräftig gestiegen sind. Die Verbesserung der Arbeitsmarktlage bei tendenziell merklich steigenden Verdiensten schlug sich offenbar auch in der Einkommensverteilung nieder. So hat die Ungleichheit der verfügbaren Haushaltseinkommen gemäß den Angaben des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW) in den letzten Jahren stagniert, nachdem sie bis zum Jahr 2005 stark gestiegen war. Da einkommensschwächere Haushalte im Allgemeinen einen höheren Anteil ihrer Einkünfte für den Konsum aufwenden als einkommensstärkere Haushalte dürfte die Stagnation der Einkommensverteilung das Konsumwachstum wenn nicht begünstigt, so doch gestützt haben.

Ferner erhält der Privatkonsum derzeit durch die Einführung des allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns von 8,50 Euro Impulse. Die seit Jahresbeginn 2015 geltende Lohnuntergrenze hat nach jüngsten Berechnungen der Deutschen Bundesbank die Verdienste der Beschäftigten im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr um insgesamt rund 0,5 % erhöht. Von der Einführung konnten offenbar insbesondere un- und angelernte Arbeitskräfte in Ostdeutschland profitieren. Befördert werden die Konsumausgaben aber auch durch die bereits im Jahr 2014 vorgenommenen außerordentlichen Leistungsausweitungen in der gesetzlichen Rentenversicherung. Darüber hinaus werden die Kon-

Meinung

sumausgaben weiterhin durch den niedrigen Ölpreis stimuliert, der die Privathaushalte von der Kostenseite her entlastet. Der Ölpreis der Nordseesorte Brent hatte sich in der zweiten Jahreshälfte 2014 in US-Dollar-Notierung in etwa halbiert und zeigt seitdem eine Seitwärtsbewegung.

Konsumkonjunktur dynamischer als in früheren Zyklen

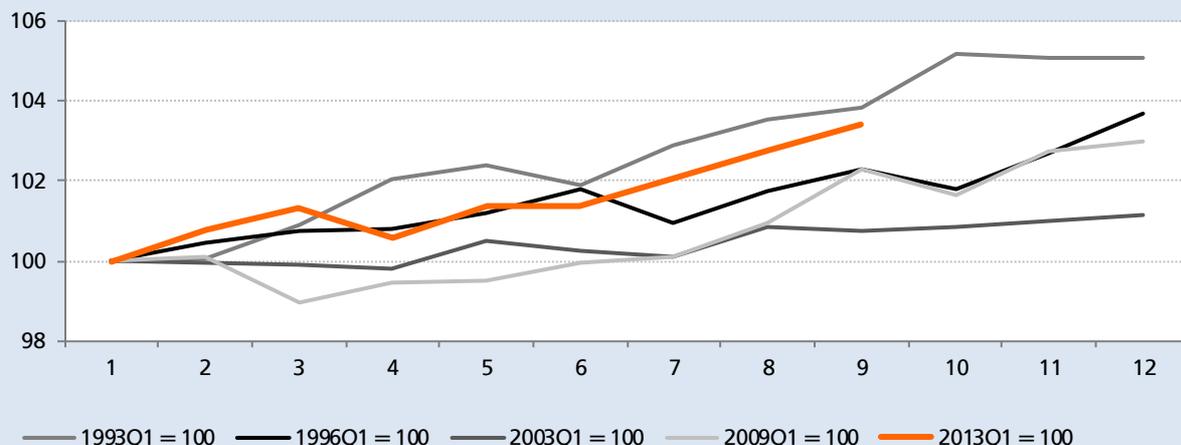
Vor dem Hintergrund der insgesamt überaus günstigen Rahmenbedingungen verwundert es nicht, dass die privaten Konsumausgaben im bisherigen Verlauf des aktuellen Aufschwungs dynamischer gestiegen sind als in früheren Konjunkturzyklen. Dies lässt sich anhand der Abbildung 1 verdeutlichen. In der Abbildung wird der Verlauf der Konsumausgaben nach den konjunkturellen Tiefpunkten der Jahre 1993, 1996, 2003, 2009 und 2013 gezeigt. Demnach ist der Privatkonsum in den ersten

drei Quartalen nach dem jüngsten Tiefpunkt vom ersten Quartal 2013 zunächst sehr kräftig gestiegen. Infolgedessen lag der private Verbrauch im dritten Quartal bereits um gut 1 % über dem Tiefpunkt-Niveau. In den darauffolgenden Quartalen tendierten die Konsumausgaben zunächst seitwärts, setzten dann jedoch ab dem sechsten Quartal ihre deutliche Aufwärtsbewegung wieder fort. Im neunten Quartal befanden sich die privaten Konsumausgaben schließlich um gut 3 % über dem Tiefpunkt vom ersten Quartal 2013.

Dynamischer hatte sich der private Verbrauch lediglich im Aufschwung nach dem Tiefpunkt vom ersten Quartal 1993 entwickelt. Damals waren die Konsumausgaben im Zuge der deutschen Wiedervereinigung generell noch stärker gestiegen, so dass im neunten Quartal das Tiefpunkt-Niveau um fast 4 % übertroffen wurde.

Entwicklung der privaten Konsumausgaben
nach den konjunkturellen Tiefpunkten der Jahre 1993, 1996, 2003, 2009 und 2013*

Abbildung 1



*Als Tiefpunkte werden die jeweils letzten Quartale mit negativen BIP-Verlaufsdaten nach mindestens zwei negativen BIP-Verlaufsdaten definiert, gezeigt wird die Entwicklung der privaten Konsumausgaben in den Quartalen nach den Tiefpunkten, die auf 100 indexiert sind
Quelle: Destatis, Berechnungen des BVR

Meinung

Langfristig aber eher schwache Entwicklung

Trotz der aktuell sehr dynamischen Entwicklung ist der Privatkonsum in langfristiger Betrachtung nur verhalten expandiert. Dies legt zumindest ein Vergleich der vierteljährlichen Verlaufsdaten der preisbereinigten Konsumausgaben mit den entsprechenden Daten des BIP für die Zeit nach der deutschen Wiedervereinigung nahe. Ein solcher Vergleich wird nachfolgend im Rahmen einer Kointegrationsanalyse vorgenommen.

Kointegration bedeutet, dass zwei oder mehrere Variablen einen gemeinsamen Trend im Sinne einer langfristigen Gleichgewichtsbeziehung aufweisen. Voraussetzung zur Schätzung einer solchen Gleichgewichtsbeziehung ist, dass die einbezogenen Variablen den gleichen Integrationsgrad aufweisen. Stationaritätstests zufolge ist dies im konkreten Fall offenbar gegeben, sodass das BIP auf die privaten Konsumausgaben regressiert werden kann. Die

zentralen Ergebnisse dieser Schätzung werden in der zweiten Spalte der Tabelle 1 dokumentiert (Modell 1). Die Residuen eines Kointegrationsmodells müssen stationär sein. Dies wird mit der von den beiden Ökonomen Engle und Granger vorgeschlagenen Teststatistik geprüft. Die Nullhypothese „die Zeitreihen sind nicht kointegriert“ kann im Modell 1 auf dem hier verwendeten 10-Prozent-Signifikanzniveau verworfen werden. Es ist somit davon auszugehen, dass die privaten Konsumausgaben und das BIP eine langfristige Gleichgewichtsbeziehung aufweisen.

Wie in der dritten Zeile der Tabelle gezeigt (Bruttoinlandsprodukt), ergibt die Schätzung des Modells 1 für den Zeitraum vom ersten Quartal 1991 bis zum ersten Quartal 2015 eine langfristige Elastizität von gut 0,7. Dies lässt sich so interpretieren, dass in langfristiger Betrachtung eine Erhöhung des BIP um 1,0 % zu einer Erhöhung der privaten Konsumausgaben um etwa 0,7 % führt. Dieser

Zusammenhang zwischen den privaten Konsumausgaben und dem Bruttoinlandsprodukt Tabelle 1

| | Modell 1 1991Q1- 2015Q1 | Modell 2 1991Q1- 1994Q4 | Modell 3 1995Q1- 1999Q4 | Modell 4 2000Q1- 2004Q4 | Modell 5 2005Q1- 2009Q4 | Modell 6 2010Q1- 2015Q1 |
|----------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| Zeitraum | | | | | | |
| Konstante | 1.09*** | -3,15 | 0,64 | 1.59** | 4.68*** | 0,44 |
| Bruttoinlandsprodukt | 0.74*** | 1.42*** | 0.82*** | 0.67*** | 0.19*** | 0.84*** |
| Engle-Granger-Test | -0.18** | -0,39 | -0,47 | -0,91 | -0,57 | -2.61 |
| Bestimmtheitsmaß | 0,95 | 0,53 | 0,91 | 0,63 | 0,33 | 0,90 |
| Beobachtungen | 96 | 15 | 20 | 20 | 20 | 21 |

Anmerkung: Schätzungen auf Basis logarithmierter Werte der preis-, kalender- und saisonbereinigten Angaben

Signifikanzniveau: *** 1 %, ** 5 %, * 10 %

Quelle: Destatis, Schätzungen des BVR

Meinung

Wert überrascht. Aus theoretischer Sicht wäre zu vermuten, dass das BIP und die Konsumausgaben langfristig proportional wachsen, wenn wie im deutschen Stabilitätsgesetz von 1967 gefordert ein außenwirtschaftliches Gleichgewicht herrscht und die Investitionstätigkeit nicht übermäßig groß ist. Das BIP entspricht nämlich per Definition von der Verwendungsseite her stets der Summe aus den Konsumausgaben, den Investitionsausgaben und den Nettoexporten. Die Investitionen haben sich in den vergangenen Jahren, wie bereits in der „Volkswirtschaft special“-Ausgabe Nr. 5/2015 detailliert dargestellt, eher schwach entwickelt. Der Grund für die niedrige Elastizität der Konsumausgaben ist daher vor allem darin zu sehen, dass die makroökonomische Entwicklung in der Vergangenheit weniger von einem außenwirtschaftlichen Gleichgewicht, sondern viel mehr von hohen Außenhandelsüberschüssen geprägt war.

Neben der Schätzung für den Gesamtzeitraum werden auch Schätzungen für Teilzeiträume von jeweils rund fünf Jahren vorgenommen. Hierbei zeigt sich, dass sich die Elastizität der Konsumausgaben im Zeitablauf offenbar verändert hat. So wird für die von den Anpassungen der Wiedervereinigung geprägte Jahren 1991 bis 1995 eine überdurchschnittlich hohe Elastizität von gut 1,4 ermittelt (Modell 2). In den Jahren 1996 bis 1999 fand dann offenbar ein gewisse „Normalisierung“ statt. Die Elastizität ist auf etwa 0,8 gesunken (Modell 3). Für die wachstumsschwache erste Hälfte der 2000er Jahre ist ein weiterer Rückgang auf knapp 0,7 zu verzeichnen, der auch im Zusammenhang mit der zunehmenden Einkommensungleichheit

stehen dürfte (Modell 4). Für die von der globalen Rezession 2008/2009 geprägte zweite Hälfte der 2000er Jahre wird eine noch niedrigere Elastizität von rund 0,2 ermittelt (Modell 5). In diesen Jahren erfuhr das BIP außenhandels- und investitionsbedingt sehr starke Schwankungen, während der Privatkonsum eine relativ gleichförmige Entwicklung zeigte.

Im letzten Teilzeitraum, der im Jahr 2010 beginnt, ist die Elastizität vor dem Hintergrund der günstigeren Rahmenbedingungen wieder gestiegen. Sie liegt mit etwa 0,8 zwar etwas über dem langfristigen Durchschnittswert von gut 0,7 aber noch immer unter 1 (Modell 6). An dieser Stelle ist allerdings darauf hinzuweisen, dass die Schätzungen für die Teilzeiträume nur auf jeweils 15 bis 21 Beobachtungen beruhen und insofern wenig belastbar sind. Zudem kann die Nullhypothese „die Zeitreihen sind nicht kointegriert“ für die Modelle 2 bis 6 nicht verworfen werden, was die Belastbarkeit der Elastizitäten ebenfalls stark einschränkt. Insofern erlauben die Schätzergebnisse für die Teilzeiträume nur grobe Tendenzaussagen.

Wachstumsabschwächung zeichnet sich ab

Ausgehend von der Analyse der vergangenen Entwicklung stellt sich abschließend die Frage nach den Zukunftsperspektiven. Wie bereits in der „Volkswirtschaft special“-Ausgabe Nr. 7/2015 erläutert, ist im weiteren Verlauf dieses Jahres und auch im kommenden Jahr grundsätzlich mit einer weiterhin günstigen Konsumkonjunktur zu rechnen. Die privaten Konsumausgaben dürften in 2016 mit

Meinung

einer Jahresrate von 1,7 % aber etwas schwächer zulegen als in 2015, da einige der zuvor stimulierend wirkenden Faktoren an Bedeutung verlieren werden. Dies gilt beispielsweise für den Ölpreis, dessen entlastende Wirkung im Zuge einer moderaten weltwirtschaftlichen Erholung in Zukunft auslaufen dürfte.

Ferner dürfte der Rückenwind von Seiten des Arbeitsmarktes schwächer werden. Der Beschäftigungsaufbau hat zuletzt bereits etwas an Schwung verloren. Während die Zahl der Erwerbstätigen im Jahresdurchschnitt 2014 gegenüber dem Vorjahr noch um 0,9 % zugelegt hatte, waren im ersten und zweiten Quartal 2015 lediglich Wachstumsraten von 0,6 % bzw. 0,4 % zu verzeichnen. Der Anstieg der Erwerbstätigenzahl dürfte vor allem wegen des allmählich ausgeschöpften Arbeitskräftepotenzials in naher Zukunft weiter abflauen. Darüber hinaus ist denkbar, dass die Einkommensungleichheit bei einer schwächeren Arbeitsmarktdynamik wieder zunehmen könnte, was die Expansion des Privatkonsums ebenfalls vermindern würde. Zudem dürften die Außenhandelsüberschüsse nur langsam zurückgehen, was die Konsumdynamik tendenziell weiter begrenzen wird. Schließlich dürfte der demographische Wandel auf mittlere Sicht das Wachstum der Konsumausgaben dämpfen. Wenn die Zahl der Konsumenten abnimmt, wird die Entwicklung des Gesamtverbrauchs wohl weniger schwungvoll verlaufen.

Vor dem Hintergrund des demographischen Wandels sind die wirtschaftspolitischen Akteure nach wie vor gefordert, sich für eine möglichst umfas-

sende Ausschöpfung des Arbeitskräftepotenzials einzusetzen. Ein Ansatzpunkt hierfür liefern die Bestrebungen zur Reduzierung des Anteils von Schul- und Ausbildungsabbrechern. Auch die Ansätze zur besseren Integration von Zuwanderern in den Arbeitsmarkt sollten intensiviert werden, sofern deren Bleiberecht gesichert ist. Zudem ist weiterhin geboten, dass die Tarifverhandlungen von Arbeitgebern und Arbeitnehmern mit Augenmaß geführt werden. Sie sollten sich an den regional- und branchenspezifisch gegebenen Produktivitätsspielräumen orientieren. Zu hohe Abschlüsse könnten die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft beeinträchtigen, was langfristig die Konsumdynamik schwächen würde.

Autor:

Dr. Gerit Vogt

Mail: g.vogt@bvr.de

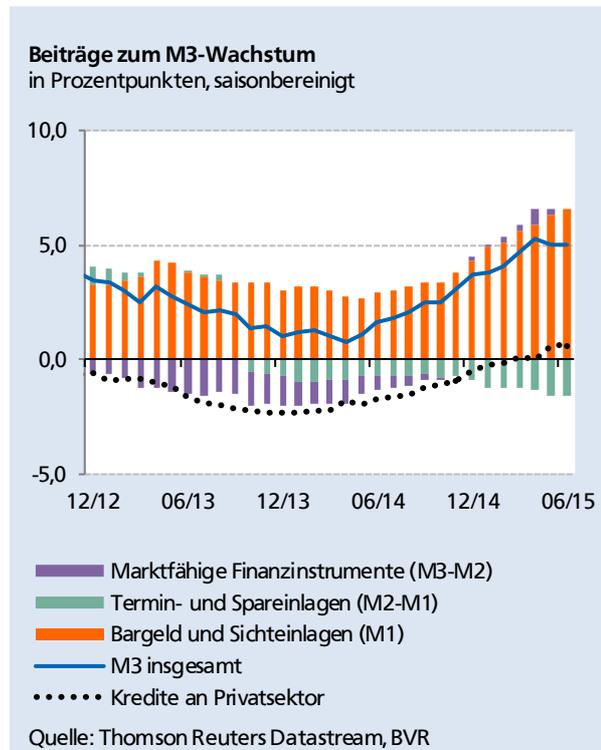
Geldmenge

Kreditvergabe bei 0,6 %

Im Euroraum haben die Kreditbestände im Juni erneut leicht zugelegt. Nach den Zahlen der Europäischen Zentralbank (EZB) lagen die Kredite an Unternehmen und private Haushalte um 0,6 % über ihrem Vorjahresniveau. Die Jahreswachstumsrate vom Juni bestätigte damit ihren Vormonatswert, welcher um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert wurde. Im Monatsvergleich stieg die Kreditvergabe an nicht-finanzielle Unternehmen um 1 Mrd. Euro. Im Monat zuvor war sie noch um 4 Mrd. Euro zurückgegangen. Die Kreditvergabe an die privaten Haushalte kletterte im gleichen Zeitraum äußerst kräftig um 17 Mrd. Euro nach oben.

Wachstum von M3 bei 5,0 %

Gemäß den aktuellen Zahlen der EZB lag das Wachstum des breit abgegrenzten Geldmengenaggregats M3 im Juni saisonbereinigt bei 5,0 %. Damit bestätigte die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 ihren Vormonatswert. Die besonders liquide Geldmenge M1 trug mit 6,6 Prozentpunkten erneut am stärksten zum Gesamtwachstum bei. Im Mai hatte ihr Wachstumsbeitrag noch bei 6,3 Prozentpunkten gelegen. Der Wachstumsbeitrag der Termin- und Spareinlagen fiel mit -1,6 Prozentpunkten genauso hoch aus wie im Mai. Die marktfähigen Finanzinstrumente konnten im Juni nicht nennenswert zum Gesamtwachstum von M3 beitragen.



Geldpolitik und Geldmarkt

Inflationsrisiken ausgeglichen

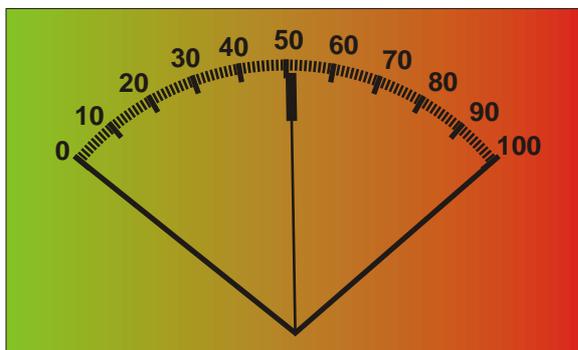
Der **BVR Zins-Tacho** bestätigte im August seinen Vormonatswert. Mit 51 Punkten zeigt er weiterhin ein moderates Inflationsrisiko für den Euroraum an. Zu Beginn des Jahres hatte der Zins-Tacho noch deutlich zugelegt. In diesem Zeitraum stieg das Barometer zur Messung des mittelfristigen Inflationsrisikos um rund 7 Punkte. Getragen wurde der Anstieg in erster Linie von der sich deutlich bessern- den Konjunktur im Europäischen Währungsraum. Der Unterindikator kletterte um über 9 Punkte auf 58 Zähler. Darüber hinaus ließ der zu dieser Zeit deutlich rückläufige Außenwert des Euro das Barometer steigen. Impulse kamen auch von Seiten des Liquiditätsindikators. Diesen trieben vor allem eine höhere Kreditvergabe und ein höheres Geldmen- genwachstum. Seit dem Frühjahr signalisiert der Tacho hingegen wieder ein leicht rückläufiges Inflation- risiko. Von April bis August fiel das Barometer

leicht um etwas mehr als 2 Punkte. Der Rückgang ist in erster Linie auf den Preisindikator zurückzu- führen, der vor allem im Juli zurückging. Nicht nur stabilisierte sich der Außenwert des Euro zuneh- mend, auch legten die Preise für Energie und Roh- stoffe erneut einen Rückwärtsgang ein.

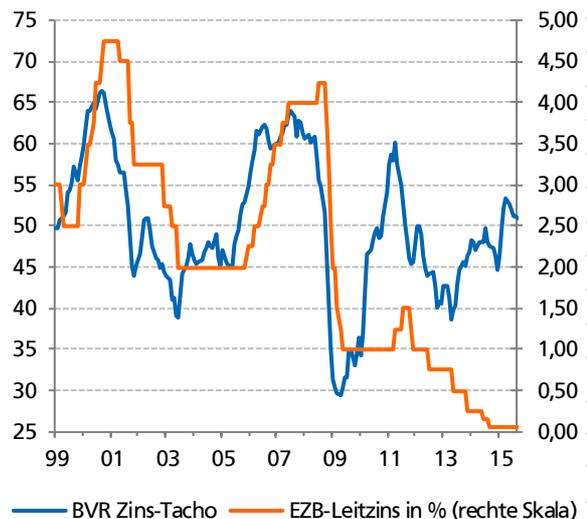
Wenig Bewegung am Geldmarkt

Die Zinsen für Termingeschäfte auf dem europäi- schen Geldmarkt waren im August nur geringen Schwankungen unterworfen. Über alle Laufzeiten betrachtet gingen die Zinsen unterm Strich leicht zurück. Eine besondere Rolle dürften die Spekulation- en über eine spätere und schwächer ausfallende zinspolitische Wende in den USA gespielt haben. Angesichts der zunehmenden konjunkturellen Probleme in China und anderen Schwellenländern sowie der anhaltend niedrigen Inflation bei wieder abwärts gerichteten Energiepreisen könnte die

BVR Zins-Tacho



| | Jun 15 | Jul 15 | Aug 15 |
|----------------------|--------|--------|--------|
| BVR Zins-Tacho | 52 | 51 | 51 |
| Konjunktur (50 %) | 57 | 56 | 57 |
| Preise/Kosten (40 %) | 48 | 46 | 46 |
| Liquidität (10 %) | 45 | 47 | 47 |



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

Geldpolitik und Geldmarkt

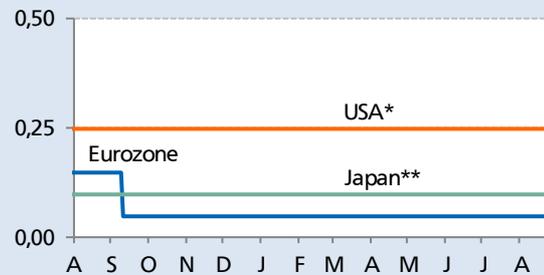
Federal Reserve versucht sein, die Zinswende später anzugehen oder im Ganzen schwächer ausfallen lassen. Vor diesem Hintergrund fiel der Satz für Monatsgelder um 2 Basispunkte auf -0,09 %. Der 3-Monats-Euribor sank im Monatsverlauf leicht um 1 Basispunkt auf -0,03 %. Der 12-Monats-Euribor sank im gleichen Zeitraum leicht um 1 Basispunkt auf 0,16 %. Der Tagesgeldsatz EONIA blieb im August hingegen unverändert bei durchschnittlich -0,12 %.

Bundesanleihen gefragt

Bundesanleihen waren im August gefragt. Das trieb auf Monatssicht deren Kurs, was zeitgleich deren Renditen zurückgehen ließ. Treibende Kraft war in erster Linie ein schwacher Aktienmarkt sowie Verunsicherung über den weiteren Fortgang der US-Geldpolitik. Die sich eintrübenden Wachstumsaussichten für die chinesische Wirtschaft im Zuge enttäuschender Konjunkturdaten aus dem Reich der Mitte belasteten das Aktiengeschäft. Viele Anleger fürchteten einen globalen Abschwung und fragten vermehrt sichere Staatsanleihen, wie z. B. Bundesanleihen oder US-Treasuries, nach.

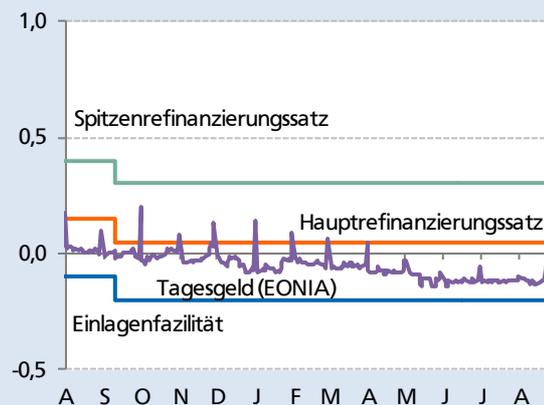
Neue Verunsicherung über den Zeitpunkt und Umfang der Zinswende in den USA stärkten in der zweiten Monatshälfte zusätzlich die Position sicherer Staatspapiere. Nach der Veröffentlichung der Protokolle zur jüngsten Sitzung des Offenmarktausschusses der US-Notenbank kamen Spekulationen auf, die US-Geldpolitik könnte in den kommenden Monaten lockerer als bislang angenom-

Notenbankzinsen international
in %

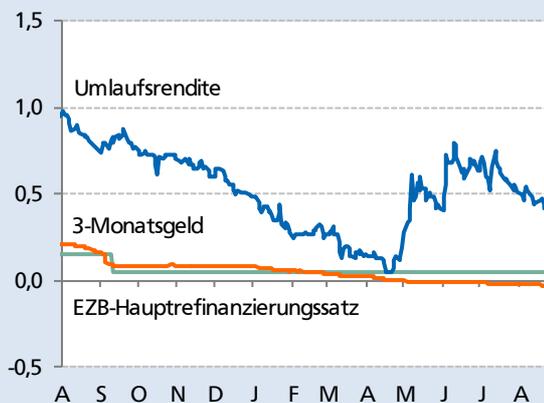


*Die Federal Reserve hat seit 16.12.2008 einen Zielbereich von 0-0,25 % für die Federal Funds Target Rate festgesetzt. **Die Bank of Japan hat seit 19.12.2008 ein Tagesgeld-Zielbereich von rund 0,1 % festgesetzt.

Wichtige Zinsen im Euroraum
Zinssätze in %



Geld- und Kapitalmarkt
Zinssätze in %



Quelle: Thomson Reuters Datastream

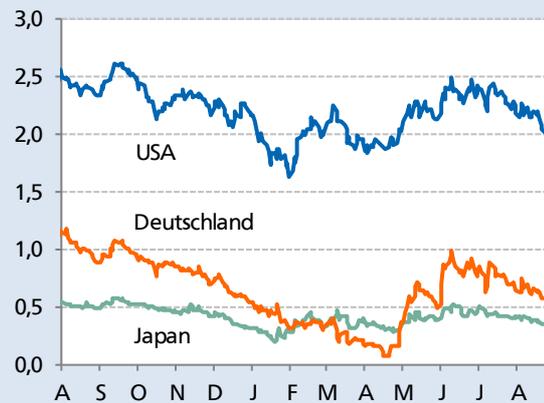
Rentenmarkt

men ausfallen. Die Umlaufrendite börsennotierter Bundesanleihen fiel im August um 10 Basispunkte auf 0,41 %. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen notierte am 24. August 7 Basispunkte niedriger bei 0,57 %. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen fiel um 18 Basispunkte auf 2,01 %. Staatspapiere aus Spanien, Portugal und Italien entwickelten sich hingegen in die entgegengesetzte Richtung. Ausschlaggebend hierfür war die gestiegene Unsicherheit im Zuge der Rücktrittserklärung des griechischen Ministerpräsidenten Alexis Tsipras im Anschluss zur Verabschiedung des dritten Hilfspaketes durch das griechische Parlament. Viele fürchteten, dass die Neuwahlen in Griechenland auch in Spanien und Portugal die Protestbewegungen stärken könne. Gleichwohl werden Alexis Tsipras gute Chancen auf einen Wahlsieg eingeräumt, was eine Fortsetzung des Reformkurses in Griechenland bedeuten dürfte. Griechische Staatspapiere profitierten vor allem von der Verabschiedung des dritten Hilfspaketes im Umfang von bis zu 86 Mrd. Euro. Sie verzeichneten über alle Laufzeiten einen massiven Renditerückgang. Zweijährige griechische Staatspapiere fielen um über 7 Prozentpunkte. Trotz dieses deutlichen Renditerutsches befinden sich die Renditen für griechische Staatspapiere aber nach wie vor auf einem ausgesprochen hohen Niveau.

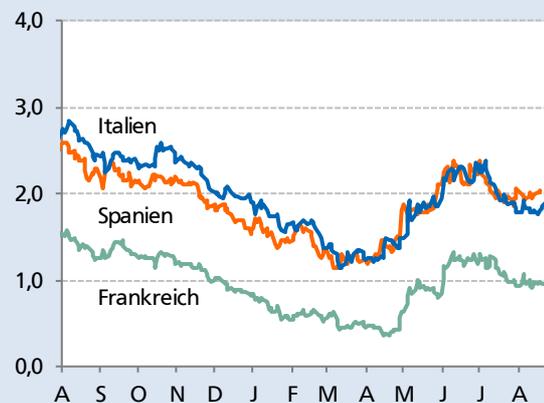
Zinsstruktur am Rentenmarkt
Spread Bundesanleihen mit Restlaufzeiten 10/1 Jahr, in %



Bedeutende Benchmarkanleihen
Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums
Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



Quelle: Thomson Reuters Datastream

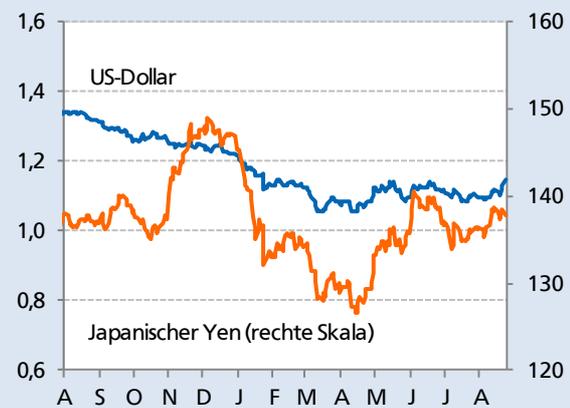
Devisenmarkt

Euro bei 1,15 US-Dollar

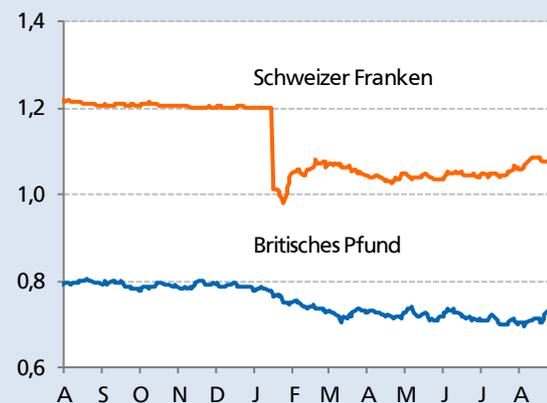
Der Euro hat im August deutlich an Wert gewonnen. Die Gemeinschaftswährung profitierte dabei zunächst von der erfolgreichen Beilegung des Konfliktes zwischen Griechenland und der Eurogruppe im Zuge der griechischen Schuldenkrise. Die Einigung auf ein drittes Hilfsprogramm, das neben frischem Kapital auch ein umfangreiches Reformprogramm für Griechenland beinhaltet, stärkte das Vertrauen der Händler in die europäische Gemeinschaftswährung.

Im weiteren Monatsverlauf unterstützten dann Spekulationen auf eine Verzögerung der Zinswende in den USA den Euro. Die Mitte des Monats veröffentlichten Protokolle zur jüngsten geldpolitischen Sitzung der Federal Reserve im Juli verunsicherten dabei die Händler. Viele vermissten konkrete Hinweise auf eine unmittelbar bevorstehende Zinswende in den USA. Die US-Notenbank befindet sich momentan in einer Zwickmühle: Während sich vor dem Hintergrund der guten Konjunktur und des robusten Arbeitsmarktes in den USA immer weniger die aktuelle Nullzinspolitik rechtfertigen lässt, stellt eine Erhöhung des US-Leitzinses angesichts der schwachen Wirtschaftslage in den Schwellenländern und der Aussicht auf einen steigenden Außenwert des US-Dollars ein konjunkturelles Risiko für die USA dar. Zudem profitierte der Euro von der weltweiten Verunsicherung der Anleger im Zuge scharfer Aktienkursverluste in China. Zum Monatsende pendelte sich der Euro-Dollar Kurs 5 US-Cent höher bei 1,15 US-Dollar ein.

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

Deutliche Kursverluste an den Aktienmärkten

Der Deutsche Aktienindex (DAX) hat im August massive Kursverluste hinnehmen müssen. Noch zu Beginn des Monats hatte der deutsche Leitindex von der Einigung im Streit um das griechische Reformprogramm und milliardenschwerer Finanzhilfen für Athen profitieren können. Insgesamt erhält Griechenland bis zu 86 Mrd. Euro an Hilfsgeldern. Im Gegenzug versprach Athen den Staatsapparat sowie seine Wirtschaft weitestgehend nach Vorgabe der Geberländer zu reformieren. Im Laufe des Monats setzten sich jedoch negative Meldungen aus Fernost durch. Die Furcht der Anleger vor einem nachhaltigen Schwächeanfall der chinesischen Wirtschaft belastete die Aktienmärkte dieswie jenseits des Atlantiks. Dabei schlugen sich die heftigen Kurskorrekturen an den chinesischen Aktienmärkten zunehmend auf die Kursentwicklung am DAX nieder, der in der zweiten Monatshälfte deutliche Verluste hinnehmen musste. Der DAX fiel in der Folge unter die Schwelle von 10.000 Punkten. Verunsicherung über den weiteren geldpolitischen Kurs der Fed schwächte das Aktiengeschäft. Viele Anleger fürchteten das Horrorszenario einer frühen Zinswende in den USA bei einer gleichzeitig weiter abkühlenden Konjunktur in China und anderen Schwellenländern. Der Deutsche Aktienindex ging am 24. August bei 9.648 Punkten aus dem Handel. Das waren 14,7 % weniger als zum Vormonatsultimo. Der Dow Jones verlor im August ebenfalls deutlich: Im Vergleich zum Vormonatsultimo sank der US-Leitindex um -10,3 % und notierte zum Handelsschluss am 24. August bei 15.871 Punkten.

Deutscher Aktienmarkt
Dax, 40-/200-Tagesschnitt



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



Aktienmarkt USA
Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Eurokonjunktur

Schwächerer BIP-Anstieg im Frühjahr

Im Euroraum hat das Wirtschaftswachstum zuletzt leicht an Dynamik verloren. Wie Eurostat anhand vorläufiger Angaben mitteilte, ist das preis- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Währungsraums im Frühjahrsquartal gegenüber dem Vorquartal um 0,3 % gestiegen, nachdem es im ersten Quartal noch um 0,4 % zugelegt hatte. Der BIP-Anstieg fiel damit etwas schwächer aus als allgemein erwartet worden war. Von Reuters befragten Fachleute hatten im Mittel mit einem Anstieg um 0,4 % gerechnet.

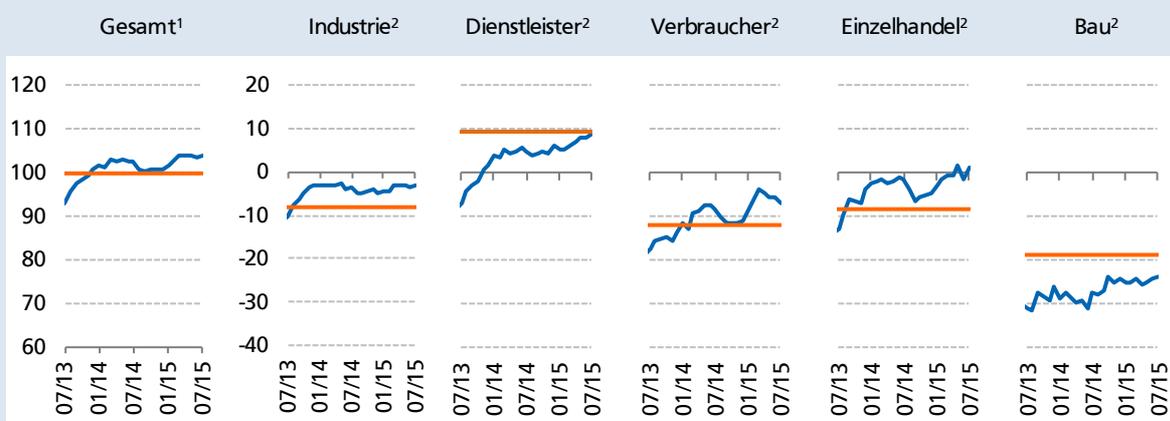
Unter den großen Volkswirtschaften des Euroraums wiesen Deutschland (+0,4 %) und Spanien (+1,0 %) ein überdurchschnittlich starkes Wachstum auf. In Frankreich (0,0 %) stagnierte die Wirtschaftsleistung dagegen und in Italien (+0,2 %) fiel der BIP-Zuwachs leicht unterdurchschnittlich aus. Positiv stimmt, dass das krisengeschüttelte

Griechenland im zweiten Quartal ein merkliches Wirtschaftswachstum erfuhr (+0,8 %), wozu wohl auch eine günstige Urlaubssaison beitrug. Detaillierte Angaben zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im zweiten Quartal werden von Eurostat am 4. September veröffentlicht.

Wirtschaftsklimaindex gestiegen

Das Wirtschaftsklima hat sich im Euroraum im Juli etwas aufgehellt. Hierzu dürfte unter anderem die zwischen der griechischen Regierung und ihren Gläubigern erzielte Einigung auf ein drittes Hilfspaket beigetragen haben. Der Wirtschaftsklimaindex legte gegenüber Juni um 0,5 Punkte auf 104,0 Punkten zu. Der nach wie vor hohe Stand des Stimmungsindikators deutet auf eine Fortsetzung der konjunkturellen Erholung im Euroraum hin. Für August sind noch keine Angaben zum Wirtschaftsklima verfügbar. Diese werden voraussichtlich am 28. August vorliegen.

Wirtschaftsklima im Euroraum



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

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

Quelle: Thomson Reuters Datastream

Eurokonjunktur

Industrieproduktion erneut gesunken

Die industrielle **Produktion** des Euroraums ist im Juni erneut etwas zurückgegangen. Der Ausstoß gab nach ersten amtlichen Schätzungen gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um 0,4 % nach. Zuvor, im Mai, hatte sich die Produktion um 0,2 % vermindert. Für die nahe Zukunft legt der **Order-Indikator** jedoch eine Belebung der Industriekonjunktur nahe. Der Indikator ist im Juli geringfügig um 0,3 Punkte auf -11,0 Punkte gestiegen und liegt damit nach wie vor deutlich über seinem Vorjahresniveau.

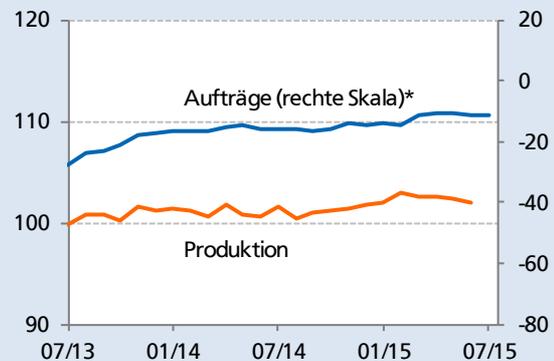
Inflationsrate weiter bei 0,2 %

Die Inflationsrate, basierend auf den amtlichen Angaben zum Harmonisierten **Verbraucherpreisindex** (HVPI), verharrte im Juli bei 0,2 %. Sie dürfte in den kommenden Monaten niedrig bleiben. Dies lässt unter anderem die Entwicklung des **Erzeugerpreisindex** gewerblicher Produkte erwarten. Der Erzeugerpreisindex lag zuletzt, im Juni, um 2,2 % unter seinem Vorjahresstand, wofür vor allem die rückläufigen Energiepreise (-7,0 %) verantwortlich waren.

Arbeitslosenquote noch immer hoch

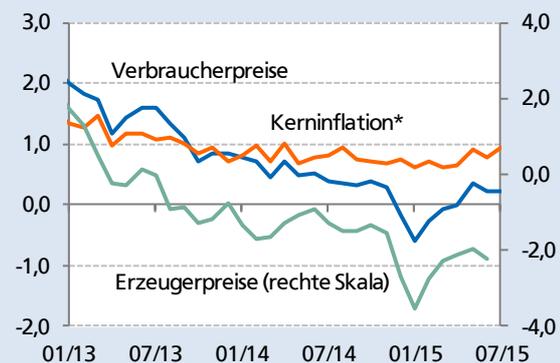
In Hinblick auf die Arbeitslosigkeit zeigten sich zuletzt kaum Veränderungen. Die Arbeitslosenquote des Euroraums lag im Juni, wie bereits in den Vormonaten, bei 11,1 %. Unter allen Euroraum-Staaten wies erneut Griechenland mit einer Quote von 25,6 % die höchste Arbeitslosigkeit auf.

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

Leichte Wachstumsbeschleunigung

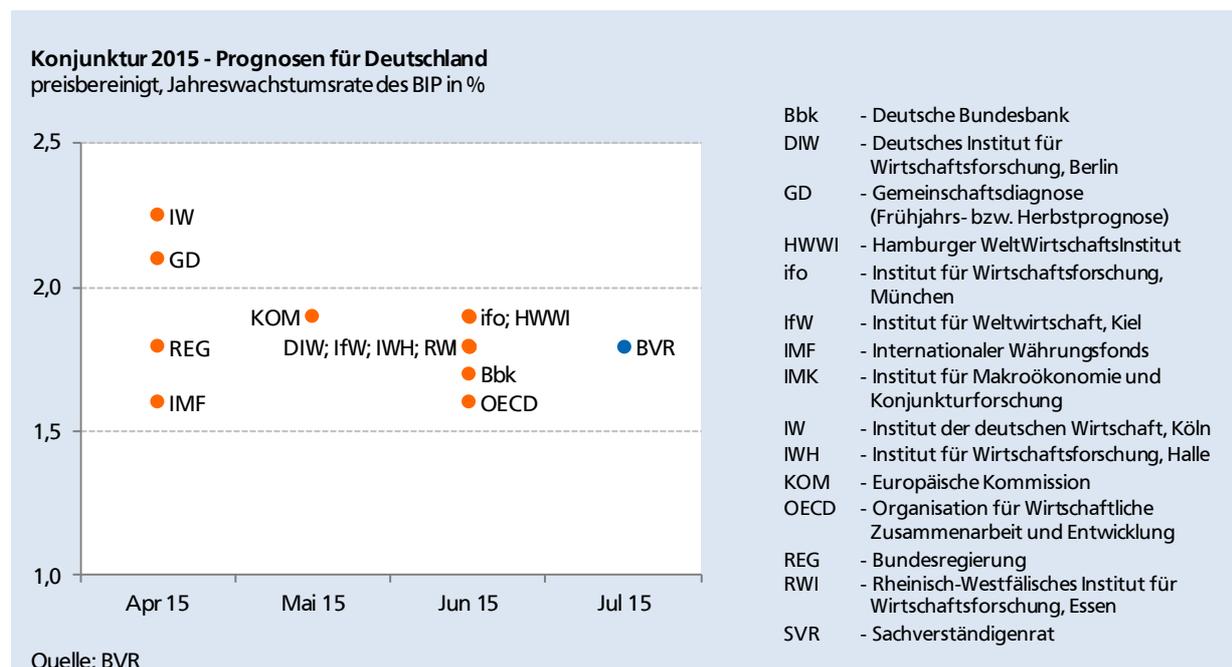
Die konjunkturelle Entwicklung Deutschlands hat im Frühjahr etwas an Fahrt aufgenommen. Nach aktuellen Angaben des Statistischen Bundesamts ist das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0,4 % gestiegen. Das Wachstum hat sich damit gegenüber dem ersten Quartal (+0,3 %) etwas beschleunigt und fiel genauso stark aus wie in der jüngsten Konjunkturprognose des BVR erwartet. Gemäß den amtlichen Angaben trug zum BIP-Anstieg in erster Linie die günstige Entwicklung des Außenhandels bei. Vor dem Hintergrund des gesunkenen Euro-Wechselkurses legten die Exporte (+2,2 %) deutlich stärker zu als die Importe (+0,8 %). Wachstumsimpulse gingen aber auch vom weiteren Anstieg der privaten und staatlichen Konsumausgaben aus (+0,2 % bzw. +0,3 %). Die Investitionen dämpften hingegen den BIP-Zuwachs. In Bauten

wurde, nach einem witterungsbedingt sehr günstigen Jahresauftakt, im Frühjahrsquartal weniger investiert (-1,2 %). Die Ausrüstungsinvestitionen stagnierten im Wesentlichen (+0,1 %).

Für die zweite Jahreshälfte legen jüngsten Schätzungen des BVR eine weitere Beschleunigung des Wirtschaftswachstums nahe. Der niedrigere Ölpreis, das nach wie vor hohe Niveau von Stimmungsindikatoren und der zuletzt merklich gestiegene Auftragseingang der Industriebetriebe lassen für das laufende dritte Quartal ein solides Wachstum erwarten. Allerdings sind die konjunkturellen Risiken vor dem Hintergrund der jüngsten Turbulenzen in China und der weiterhin bestehenden Unsicherheit über den Fortgang der griechischen Schuldenkrise nach wie vor ausgeprägt.

Industrie mit spürbarem Bestellzuwachs

Die deutsche Industrie hat im Juni ein deutliches



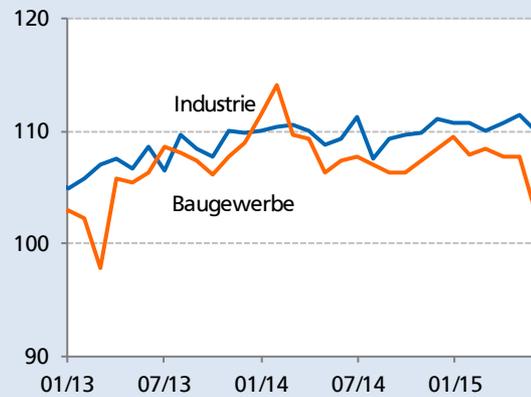
Deutsche Konjunktur

Auftragsplus eingefahren, musste aber in Hinblick auf die Produktion einen leichten Dämpfer hinnehmen. Der **Auftragseingang** ist gegenüber dem Vormonat preis-, saison- und arbeitstäglich bereinigt um 2,0 % gestiegen. In dem für konjunkturelle Analysezwecke aussagekräftigeren Zweimonatsvergleich März/April gegenüber Mai/Juni legten die Orders um 1,8 % zu. Ausschlaggebend für den Bestellzuwachs war die zunehmende Nachfrage aus dem Ausland (+5,5 %), die offenbar auch durch Großaufträge in der Luftfahrtindustrie befördert wurde. Der inländische Auftragseingang war hingegen rückläufig (-3,0 %). Die **Industrieproduktion** ist im Juni um 1,3 % zurückgegangen, wozu unter anderem Brückentagseffekte beitragen. Im April und Mai war die Produktion aber um 0,7 % bzw. 0,5 % gestiegen. Die jüngsten Monatsdaten zum deutschen **Außenhandel** fielen insgesamt gemischt aus. Zwar sind die Ausfuhren und Einfuhren im Juni gegenüber dem Vorjahresmonat um kräftige 13,7 % bzw. 6,4 % expandiert. Verglichen mit dem Vormonat fällt die Entwicklung allerdings weniger günstig aus. So sind die Ausfuhren gegenüber Mai kalender- und saisonbereinigt um 1,0 % gesunken, nachdem sie zuvor seit Februar stets gestiegen waren. Die Einfuhren gaben von Mai auf Juni kalender- und saisonbereinigt um 0,5 % nach.

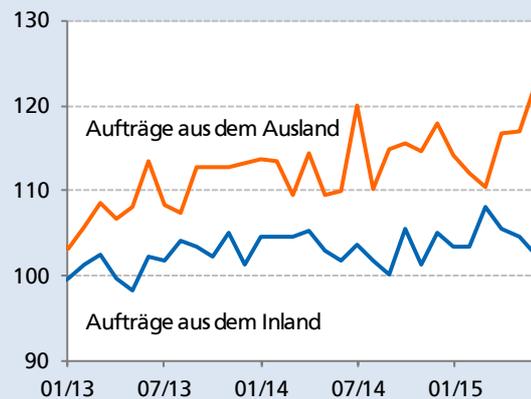
Konjunkturerwartungen weniger günstig

Im August sind die **ZEW-Konjunkturerwartungen** für Deutschland erneut zurückgegangen. Der Frühindikator ist im Vormonatsvergleich um 4,7 Punkte gefallen. Er liegt nunmehr mit 25,0

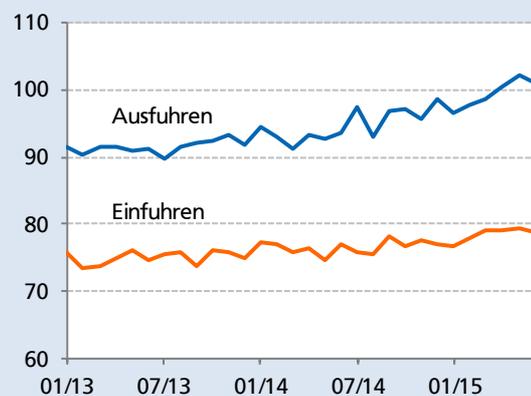
Produktion
2010=100, preis- und saisonbereinigt



Aufträge
2010=100, preis- und saisonbereinigt



Außenhandel
in Mrd. Euro, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

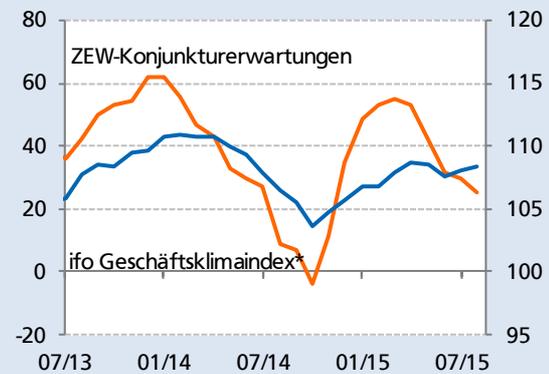
Deutsche Konjunktur

Punkten in unmittelbarer Nähe seines langjährigen Mittelwerts von 24,9 Punkten. Offenbar sehen die vom ZEW befragten Finanzmarktexperten vor dem Hintergrund der weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und wohl auch wegen der bereits günstigen Konjunktur in Deutschlands nur noch wenig Potenziale für eine weitere Verbesserung. Analog zu den ZEW-Konjunkturerwartungen haben sich auch die Geschäftserwartungen der vom ifo Institut befragten Unternehmen etwas verschlechtert. Der entsprechende Saldowert ist geringfügig von 102,3 Punkte im Juli auf 102,2 Punkte im August gesunken. Der Saldo der Lagebeurteilungen ist hingegen im Vormonatsvergleich um 0,9 Punkte auf 114,8 Punkte gestiegen. Der **ifo Geschäftsklimaindex**, als Mittelwert aus den Lage- und Erwartungswerten, legte daher ebenfalls zu. Er kletterte leicht um 0,3 Punkte auf 108,3 Punkte.

Preisaufrtrieb lässt nach

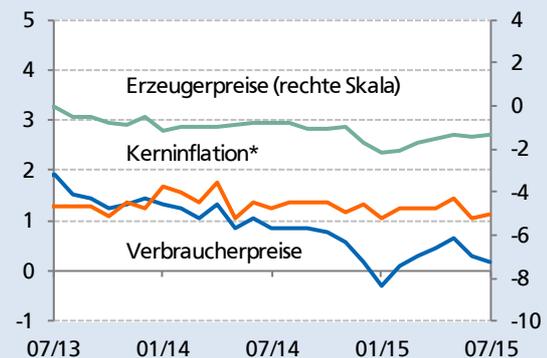
Im Juli hat der Auftrieb bei den Verbraucherpreisen weiter nachgelassen. Wie das Statistische Bundesamt mitteilte, übertraf der **Verbraucherpreisindex (VPI)** sein Vorjahresniveau nur noch um geringfügige 0,2 %. Im Mai und im Juni hatte die Inflationsrate bei 0,7 % bzw. 0,3 % gelegen. Für den jüngsten Rückgang der Gesamtrate waren vor allem die Nahrungsmittelpreise verantwortlich, die im Juli schwächer angehoben wurden (+0,4 %) als im Vormonat (+1,0 %). Zudem waren die Energiepreise stärker rückläufig als zuvor (-6,2 % gegenüber -5,9 %). Der **Erzeugerpreiseindex** lag im Juli um 1,3 % unter seinem Vorjahresstand. Im April,

Wirtschaftliche Einschätzung
saisonbereinigt



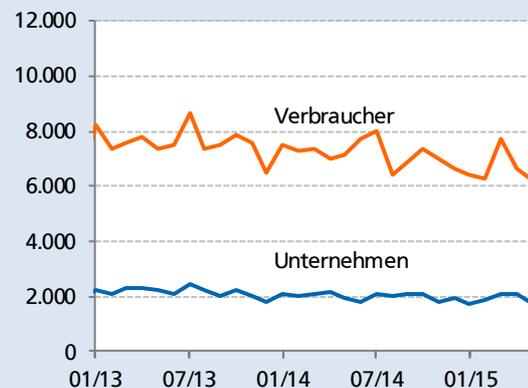
*rechte Skala, 2010=100

Verbraucher- und Erzeugerpreise
gg. Vorjahr in %



*ohne Energie und Lebensmittel

Insolvenzen
Monatliche Fallzahlen



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Deutsche Konjunktur

Mai und Juni hatten die Erzeugerpreise mit Jahresraten von -1,5 %, -1,3 % und -1,4 % in ähnlicher Größenordnung nachgegeben.

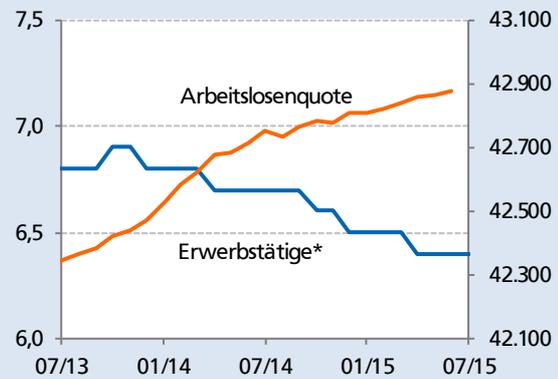
Deutlich weniger Insolvenzen

Das Insolvenzgeschehen hat sich in Deutschland weiter entspannt. Wie das Statistische Bundesamt mitteilte, wurden von den Amtsgerichten im Mai 1.761 Unternehmens- und 6.171 Verbraucherinsolvenzen gemeldet. Die Anzahl der Firmenpleiten ist gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat um deutliche 8,9 % gesunken. Bei den Verbraucherinsolvenzen fiel der Rückgang mit einer Jahresrate von -13,2 % sogar noch stärker aus.

Arbeitslosigkeit aus saisonalen Gründen gestiegen

In Deutschland hat im Zuge der einsetzenden Sommerpause die **Arbeitslosenzahl** etwas zugenommen. Nach vorläufigen Angaben der Bundesagentur für Arbeit (BA) erhöhte sich die Anzahl der registrierten Arbeitslosen im Juli gegenüber dem Vormonat um 61.000 auf 2,773 Mio. Menschen. Hauptgrund für den Anstieg ist die vorübergehende Sucharbeitslosigkeit vieler junger Menschen, die ihre schulische oder betriebliche Ausbildung beendeten und nun eine Stelle suchen. Im Vorjahresvergleich ging die Arbeitslosenzahl allerdings um 99.000 Personen zurück. Dies zeigt, dass sich der deutsche Arbeitsmarkt nach wie vor in einer vergleichsweise günstigen Grundverfassung befindet. Hierauf deuten auch die jüngsten Verlaufsdaten zur Erwerbstätigkeit und

Erwerbstätige u. Arbeitslosenquote
in Tsd., saisonbereinigt



*rechte Skala
Quelle: Thomson Reuters Datastream

zur sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung hin. So ist die um die üblichen saisonalen Faktoren bereinigte **Erwerbstätigenzahl** im Juni gegenüber dem Vormonat um 10.000 Menschen gestiegen. Die Beschäftigtenzahl legte zuletzt, im Mai, saisonbereinigt im Vormonatsvergleich um 22.000 Personen zu. Der Beschäftigungsaufbau fiel allerdings schwächer aus als im März (+81.000) und April (+32.000). In naher Zukunft ist angesichts der vergleichsweise hohen Arbeitskräftenachfrage mit einem weiteren Anstieg der Beschäftigtenzahl zu rechnen. So erhöhte sich die Zahl der bei der BA gemeldeten offenen Arbeitsstellen im Juli gegenüber dem Vorjahr um 87.000 auf 589.000. Im Vormonatsvergleich war saisonbereinigt ein Plus um 10.000 Stellen zu verzeichnen.