

# DIGITALES ARCHIV

## Periodical Part

Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2017

## Provided in Cooperation with:

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, Berlin

*Reference:* Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2017 (2017).

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/11159/2993>

## Kontakt/Contact

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft/Leibniz Information Centre for Economics  
Düsternbrooker Weg 120  
24105 Kiel (Germany)  
E-Mail: [rights\[at\]zbw.eu](mailto:rights[at]zbw.eu)  
<https://www.zbw.eu/econis-archiv/>

## Standard-Nutzungsbedingungen:

Dieses Dokument darf zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen. Sofern für das Dokument eine Open-Content-Lizenz verwendet wurde, so gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

<https://zbw.eu/econis-archiv/termsfuse>

## Terms of use:

*This document may be saved and copied for your personal and scholarly purposes. You are not to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public. If the document is made available under a Creative Commons Licence you may exercise further usage rights as specified in the licence.*

# VOLKSWIRTSCHAFT KOMPAKT

Wirtschaftspolitik, Finanzmärkte, Konjunktur

Herausgeber: Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken · BVR · Volkswirtschaft/Mittelstandspolitik  
Verantwortlich: Dr. Andreas Bley · Schellingstraße 4 · 10785 Berlin · Telefon: 030 2021-15 00 · Telefax 030 2021-1904  
Internet: <http://www.bvr.de> · E-Mail: [volkswirtschaft@bvr.de](mailto:volkswirtschaft@bvr.de)

## Sieben Argumente für den Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik

Die Krisenpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) passt nicht mehr zur inzwischen guten Wirtschaftslage im Euroraum. Daher sollte der EZB-Rat auf seiner kommenden Sitzung am 7. September die geldpolitische Kehrtwende einleiten und ein zügiges Ende des Anleihekaufprogramms beschließen. Bereits im kommenden Jahr sollte auch die Negativzinspolitik beendet werden. Ein rasches Auslaufen des Anleihekaufprogramms und ein Ende der Negativzinsen in 2018 wäre nicht nur geldpolitisch richtig, sondern auch ein willkommenes psychologisches Signal, dass der Euroraum Krisenjahre hinter sich lässt.

Aus geldpolitischer Sicht ist die stabile und allmählich steigende Inflation der wichtigste Grund für einen Kurswechsel der EZB. Die Inflation liegt aktuell bei 1,3 % und damit zwar noch unterhalb der von der Geldpolitik angestrebten Rate von unter, aber nahe 2 %. Doch zeichnet sich angesichts der guten Konjunktur eine allmählich steigende Teuerung ab, was auch die Prognosen der EZB bestätigen.

Die aktuelle Aufwertung des Euro sollte kein Hindernis für den Ausstieg darstellen. Zum einen ist der aktuelle Wechselkurs von 1,19 Dollar pro Euro im historischen Vergleich nicht sonderlich hoch, zum anderen stellt die Aufwertung einen normalen Reflex auf die verbesserte konjunkturelle Lage und die sich erhöhende Wahrscheinlichkeit einer weniger expansiven Geldpolitik dar.



### Inhalt

<b>Sieben Argumente für den Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik</b>	<b>2</b>
Dr. Andreas Bley E-Mail: <a href="mailto:a.bley@bvr.de">a.bley@bvr.de</a>	
<b>Finanzmärkte</b>	<b>7</b>
Manuel Peter E-Mail: <a href="mailto:m.peter@bvr.de">m.peter@bvr.de</a>	
<b>Konjunktur</b>	<b>12</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	

## Sieben Argumente für den Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik

Der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) wird auf seiner kommenden Sitzung am Donnerstag, dem 7. September, über die Geldpolitik beraten und sich dabei der Frage widmen, wann und wie der Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik eingeleitet wird. Dies ist ein guter Zeitpunkt, um die wichtigsten Gründe für eine baldige Kehrtwende der Geldpolitik zu rekapitulieren.

Zu hoffen ist, dass auch die Währungshüter in Frankfurt zu dem Schluss kommen, dass die Geldpolitik nicht mehr zu der positiven Wirtschaftslage im Euro-Raum passt. Trotz der noch moderaten Inflation sollte die Geldpolitik am besten schon im September erste Schritte zur geldpolitischen Normalisierung einschlagen. Denn der zu beschreitende Weg zur Normalität wird lang sein, wie das Beispiel der Fed zeigt, die seit der ersten Ankündigung des „Tapering“ (Rückführung der Anleihekäufe) im Frühjahr 2013 bis heute den Leitzins erst um einen Prozentpunkt erhöht hat (siehe Abbildung 1)

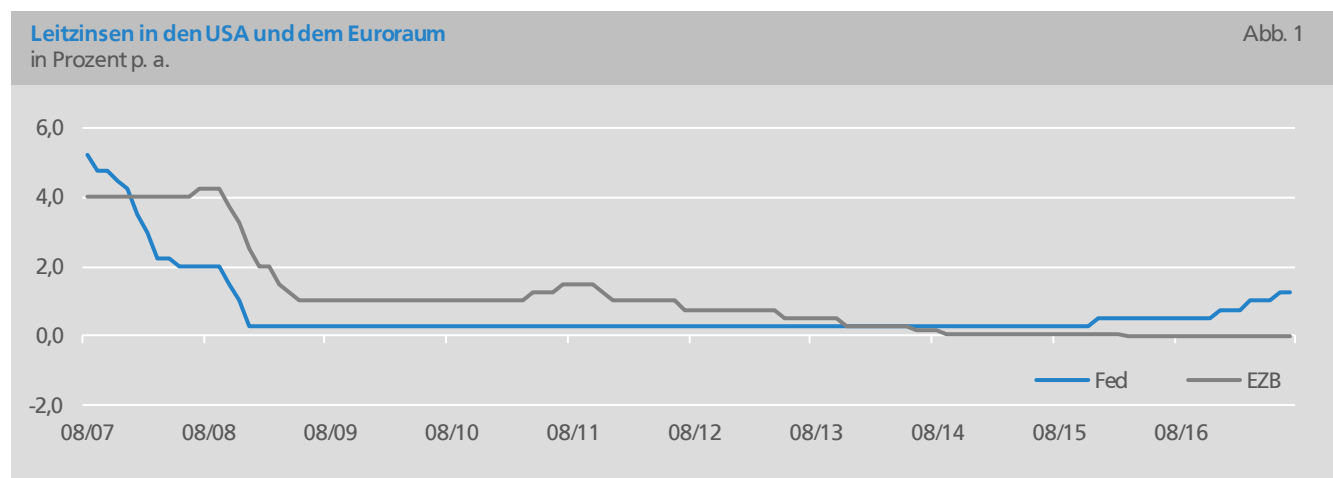
Der EZB-Rat sollte ein zügiges Ende des Anleihekaufprogramms beschließen und bereits im kommenden Jahr auch die Negativzinspolitik beenden. Ein rasches Auslaufen des Anleihekaufprogramms und ein Ende der Negativzinsen in 2018 wäre nicht nur geldpolitisch richtig, sondern auch ein willkommenes psychologisches Signal, dass wir die Krisenjahre hinter uns lassen. Ein solcher Beschluss könnte sich auch positiv

auf die Investitionsbereitschaft im Euroraum auswirken. Trotz des sich festigenden Aufschwungs nehmen die Investitionen bislang noch verhalten zu.

Die EZB würde mit einer Terminierung der Anleihekäufe zudem signalisieren, dass die rechtlich umstrittenen Käufe von Staatsanleihen für sie nur ein Ausnahmeinstrument im Fall beträchtlicher Deflationsrisiken darstellen und sie die Sorgen vor einer Mandatsüberschreitung ernst nimmt. Das Bundesverfassungsgericht hatte Mitte August dieses Jahres die Frage der Rechtmäßigkeit des Anleihekaufprogramms dem Europäischen Gerichtshof vorgelegt. Nach den europäischen Verträgen ist der Geldpolitik die monetäre Staatsfinanzierung untersagt. Ob und in welchem Umfang Staatsanleihekäufe der Notenbank aus geldpolitischen Gründen rechtmäßig sind, ist umstritten.

### Deflationsgefahr passé, Krisenpolitik nicht mehr nötig

Die extrem expansive Geldpolitik der EZB würde allenfalls zu einer kränkelnden Wirtschaft mit dem konkreten Risiko einer beginnenden Deflation passen. Doch besteht im Euroraum aktuell keine Deflationsgefahr. Ganz im Gegenteil: Das Wirtschaftsklima ist sehr gut und der private Verbrauch ist sowohl in Deutschland als auch im gesamten Euroraum solide. In einer Deflation würde der private Verbrauch schwach ausfallen, weil die privaten Haushalte in



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Erwartung sinkender Preise Konsumausgaben in die Zukunft verschieben.

Auch sind die längerfristigen Inflationserwartungen stabil und liegen nach der jüngsten Expertenumfrage der EZB vom Juli (Survey of Professional Forecasters) mit 1,8 % nicht weit vom geldpolitischen Ziel einer Inflation von unter, aber nahe 2 % entfernt (siehe Abbildung 2). Der Rückgang der langfristigen Inflationserwartungen von 2 auf 1,8 % in den Jahren 2013 und 2014 hat sich danach nicht fortgesetzt. Die befragten geldpolitischen Experten gehen somit davon aus, dass die Inflation mittelfristig wieder in die Nähe des EZB-Ziels steigen wird, auch wenn dieses Ziel nicht unbedingt zeitnah oder punktgenau erreicht werden wird.

Die Krisenpolitik der EZB hatte dem Rückgang der Inflationserwartungen Rechnung getragen. Seit sich die Inflation im Euroraum normalisiert und die konjunkturelle Erholung gefestigt hat, passt sie nicht mehr in die Zeit. Die Geldpolitik kann nicht die gleiche bleiben, wenn sich das Konjunkturbild immer weiter verbessert.

### Inflation ist nahe genug am Stabilitätsziel

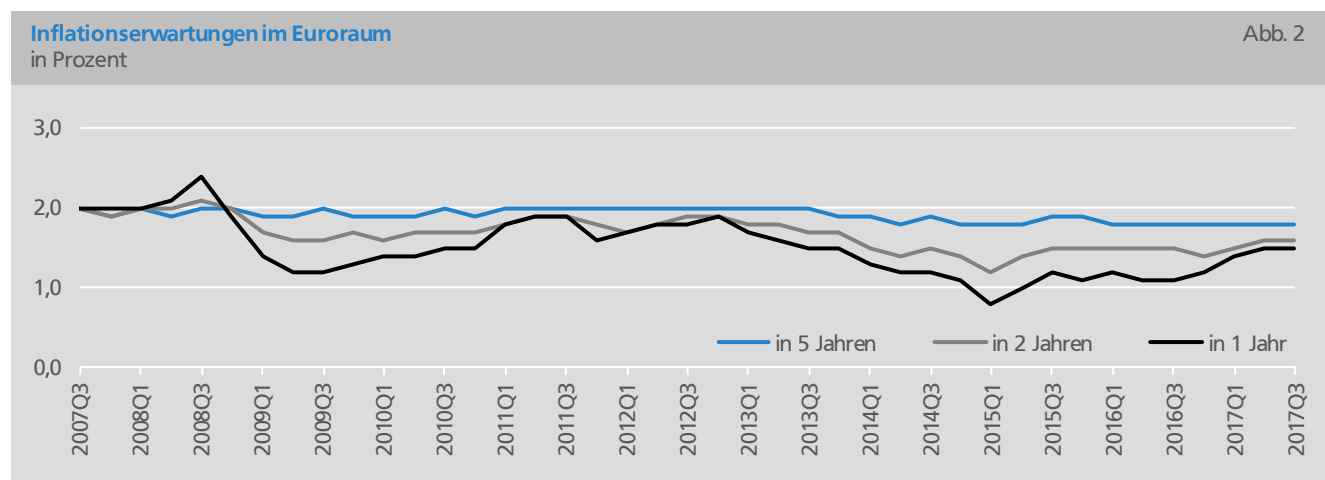
Während die Inflationserwartungen stabil sind, bewegt sich der tatsächliche Preisanstieg mit 1,3 % im Juli noch sichtbar unterhalb der Marke von 2 % und ist damit niedriger als die von der EZB angestrebte

Rate. Doch sollte die Geldpolitik mit dem Kurswechsel nicht warten, bis der Zielbereich von unter, aber nahe 2 % bereits erreicht ist, sondern schon jetzt den Kurswechsel einleiten. Die Inflation ist hoch genug für einen Kurswechsel und die Inflationsprognosen der EZB lassen einen weiteren Anstieg der Teuerung in den kommenden Jahren erwarten.

In den vergangenen Monaten war die Entwicklung der Energie- und Nahrungsmittelpreise die wesentliche Ursache für Schwankungen der Inflationsrate. Die um solche Schwankungen bereinigte Kernrate der Inflation lag zuletzt im Juli bei moderaten 1,2 %. Doch hat sich die Kernrate bereits sichtbar erhöht hat. Im Frühjahr 2016 hatte sie noch bei 0,8 % gelegen.

Immer wieder ist in der geldpolitischen Debatte eine starke Fixierung auf die aktuelle Inflationsrate festzustellen. Doch darf die Geldpolitik nicht nervös auf monatliche Schwankungen der Teuerungsrate reagieren. Preisstabilität kann die Geldpolitik nur im Durchschnitt eines längeren Zeitraums gewährleisten. Ohnehin kann sie die Teuerung nur mit einer beträchtlichen Zeitverzögerung von bis zu zwei Jahren beeinflussen.

Diese Erkenntnis ist alles andere als neu. Daher wurde der EZB mit dem Maastrichter Vertrag das Mandat auf den Weg gegeben, Preisstabilität mittelfristig zu sichern, wobei weder die Definition von Preisstabilität noch von mittelfristig vorab festgelegt wurden.



Quelle: EZB (Survey of professional forecasters)

### Aufwertung kein Hindernis für Kurswechsel

Aus diesem Grund sollte auch die jüngste Aufwertung des Euro die EZB nicht daran hindern, den geldpolitischen Ausstieg einzuleiten. Der Euro hat seit Jahresbeginn gegenüber dem US-Dollar zwar um 15 % auf 1,19 Dollar pro Euro aufgewertet. Auch im Vergleich zu den wichtigsten 18 Handelspartnern hat sich die Gemeinschaftswährung um immerhin 4 % verteuert.

Von der außenwirtschaftlichen Seite her wird dadurch der Preisauftrieb tendenziell gedämpft. Doch liegt der Wechselkurs einerseits im langjährigen Vergleich trotz der Aufwertung noch auf einem normalen Niveau, etwa auf dem Stand bei der Einführung des Euro 1999 und weit von seinem Spitzenwert von 1,60 Dollar entfernt, dass er im Frühjahr 2008 erreicht hatte. Andererseits ist mit der bereits erfolgten Aufwertung des Euro die gute konjunkturelle Entwicklung und der zu erwartende geldpolitische Kurswechsel bereits eingepreist. Eine weitere substantielle Aufwertung ist mit dem konkreten Beschluss zum Abschmelzen des Anleihekaufprogramms nicht zu erwarten.

### Anleihekäufe stoßen an ihre Grenzen

Die umfangreichen Anleihekäufe der Europäischen Zentralbank stoßen an ihre Grenzen. Dies gilt besonders für die Käufe von Staatsanleihen. Die EZB und die nationalen Zentralbanken haben im August Staatsanleihen in Höhe von 1.700 Mrd. Euro gehalten. Diese Bestände erhöhen sich monatlich um jeweils 60 Mrd. Euro. Die vorhandenen Bestände an Staatsanleihen werden nur noch für eine begrenzte Zeit ausreichen, um das Programm fortzusetzen. Denn es gilt die Vorgabe, höchstens 33 % einer Anleihe oder eines Emittenten aufzukaufen.

Eine Lockerung dieser Bedingung ist angesichts der ohnehin schon kontroversen Frage der Rechtmäßigkeit eines großvolumigen Ankaufs staatlicher Papiere schwer vorstellbar. Dies gilt gerade im Anschluss an die jüngste Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts, das Anleihekaufprogramm dem EuGH zur Prüfung vorzulegen. Die Alternative, beim Kauf deutlich von den Kapitalanteilen der Mitgliedstaaten an der

EZB abzuweichen, wäre mindestens genauso heikel, würde sie doch neben der Staatsfinanzierung an sich auch noch eine besondere Begünstigung hochverschuldeter Mitgliedstaaten anzeigen.

### Moderate Kreditvergabe zeigt keinen Finanzierungsengpass an

Als weiteres Argument für eine Fortsetzung der extremen Geldpolitik wird die immer noch maßvolle Kreditvergabe im Euroraum angeführt. Während die breit abgegrenzte Geldmenge M3 durchaus kräftig wächst, im Juli mit einer saisonbereinigten Rate von 4,5 %, nimmt die Buchkreditvergabe an den privaten Sektor lediglich um 2,6 % zu. Doch sollte das moderate Kreditwachstum den geldpolitischen Kurswechsel nicht verzögern. Ein schwaches oder maßvolles Kreditwachstum ist die Kehrseite der insgesamt steigenden Verschuldung im Vorfeld der Finanzkrise, wie sie in einigen der Mitgliedstaaten stattgefunden hat.

Die Erfahrungen Deutschlands nach dem Ende des Wiedervereinigungsbooms und der Internetblase zum Jahrtausendwechsel sind hierfür ein gutes Beispiel. Die Anstrengungen der privaten Haushalte und der Unternehmen zur Verbesserung ihrer Finanzposition sorgten über Jahre hinweg für eine geringe Kreditnachfrage, ohne dass von der Finanzierungsseite die Konjunktur ernsthaft beeinträchtigt wurde. Aktuell wird gerade erst wieder das Kreditvolumen der nicht-finanziellen Unternehmen von Ende 2001 wieder erreicht. Bei den Haushalten ist das Kreditvolumen zwar im Trend gestiegen, aber weniger stark als die Einkommen, sodass die Schuldenquote der Privathaushalte bis heute im Trend gesunken ist.

Auch im Euroraum zeigt das moderate Kreditwachstum keine Finanzierungsengpässe an. Dies zeigt die halbjährliche Umfrage der EZB zur Finanzierung der kleinen und mittleren Unternehmen im Euroraum (SAFE-Study). Der Zugang zur Finanzierung wird von den befragten Unternehmen im Vergleich zum Finden von Kunden und qualifizierten Mitarbeitern, den Produktionskosten, dem Wettbewerbsdruck und den bürokratischen Belastungen als das am wenigsten drängendste Problem bezeichnet.

### Nebenwirkungen nehmen zu

Mit zunehmender Dauer der Niedrigzinsphase und mit der verstärkten Nutzung quantitativer Maßnahmen rücken die unerwünschten Nebenwirkungen der extrem lockeren Geldpolitik immer mehr in den Blickpunkt. Hierzu zählen eine Fehllenkung von Investitionsmitteln aufgrund künstlich geschaffener, extrem niedriger Finanzierungskosten, Anreize zum staatlichen und privaten Schuldenaufbau, das Eingehen übermäßiger Risiken von Anlegern auf der Suche nach auskömmlichen Erträgen, eine unzureichende private Zukunftsvorsorge sowie hohe Belastungen der Unternehmen durch zusätzliche Pensionsrückstellungen.

Je länger die Niedrigzinsphase anhält, umso mehr machen sich diese Nebenwirkungen der Geldpolitik bemerkbar, auch wenn in Deutschland eine hohe Stress-Resistenz vorgeherrscht hat. So haben Banken und Versicherer die anhaltend niedrigen Zinsen bislang noch verkraften können. Mit zunehmender Dauer der Niedrigzinsphase dürften die Belastungen jedoch weiter ansteigen.

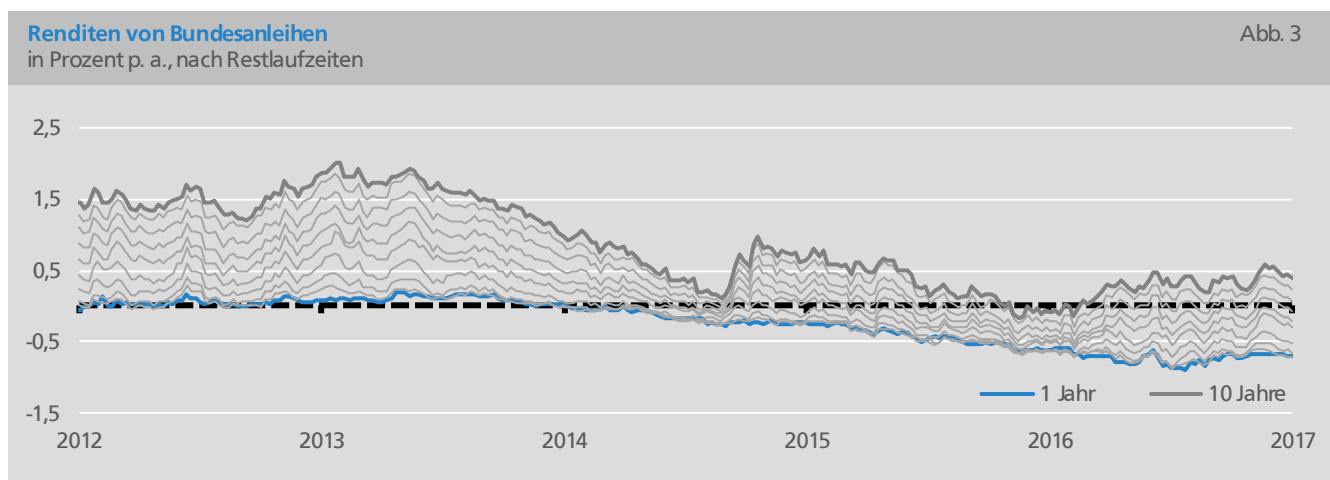
Auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt nehmen die Verspannungen zu, auch wenn die befürchtete flächendeckende Preisblase noch nicht eingetreten ist. Hauptsächlich in den größten Ballungszentren haben sich die Preise weit vom Anstieg der Einkommen ab-

gelöst. Hierfür ist neben den niedrigen Zinsen aber auch eine strukturelle Verschiebung der Nachfrage eine wichtige Ursache (Re-Urbanisierung).

Zum Teil sind die schädlichen Auswirkungen aber auch in den gängigen Statistiken verdeckt. So ist beispielsweise die Sparquote der privaten Haushalte insgesamt trotz des veränderten Zinsumfelds kaum verändert. Allerdings gibt es Hinweise aus Haushaltsbefragungen der Bundesbank darauf, dass gerade Haushalte mit geringeren Einkommen auf das Sparen zugunsten des Konsums verzichten, was durch zusätzliches Sparen bessergestellter Haushalte wieder wettgemacht wird. Mit zunehmender Dauer den Niedrigzinsumfelds dürften sich die Verhaltensänderungen verfestigen und zu strukturell wachsenden Versorgungslücken bei den betroffenen Bevölkerungsgruppen führen.

### Entzug für Finanzpolitik wird noch stärker, wenn Geldpolitik noch länger wartet

Die Finanzminister im Euroraum gehören zu den Hauptprofiteuren der extremen Geldpolitik. Dies ergeben zahlreiche Rechnungen, wie beispielsweise von der Bundesbank im Monatsbericht Juli. Für die öffentlichen Haushalte in Deutschland lag die Zinsersparnis demnach im Jahr 2016 bei 1,5 % des Bruttoinlandsproduktes, also bei rund 45 Mrd. Euro. In



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Deutschland sind aktuell die Renditen von Bundesanleihen bis zu einer Laufzeit von 7 Jahren negativ (Abbildung 3). Aufgrund des Austauschs fällig werdender alter Anleihen mit höheren Kupons durch deutlich niedriger oder sogar negativ rentierende Papiere steigt die Zinersparnis von Jahr zu Jahr an, kumuliert erreicht die Zinersparnis seit dem Jahr 2008 fast 8 % der Wirtschaftsleistung. In anderen Ländern liegt die Zinersparnis noch höher, in Italien summiert sie sich auf rund 10 % des Bruttoinlandsprodukts.

Ein baldiger Ausstieg aus der extremen Geldpolitik würde sowohl über eine Erhöhung der Leitzinsen als auch ein Beenden der Anleihekäufe zu einem Anstieg der kurz- und langfristigen Zinsen führen. Dies würde zu einer allmählich wieder abnehmenden Zinsentlastung der öffentlichen Hand führen. Diese fällt umso moderater aus, je früher sie begonnen wird, da aktuell noch auslaufende Anleihen zum Teil deutlich höher verzinst sind als neu emittierte. Entsprechend dürften auch die politischen Widerstände größer werden, wenn der Ausstieg verzögert wird. Auch in vergleichsweise solide aufgestellten Ländern wie Deutschland ist eine schnelle Gewöhnung an die günstige Finanzierungssituation festzustellen, die mit einer Umschichtung verfügbarer Finanzmittel in staatlichen Konsum und Transferzahlungen einhergehen. ■

## Finanzmärkte

### Kreditdynamik wieder ansteigend

Das im Juli realisierte Kreditwachstum im Euroraum zeigt, dass der Rückgang der Kreditdynamik im Juni nur temporär war. Die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte jährliche Wachstumsrate der Kredite an Unternehmen betrug im Juli 2,4 % nach einem Rückgang auf 2,0 % im Vormonat. Bei den Haushalten blieb die Wachstumsrate mit 2,6 % unverändert. Damit ist die Kreditvergabe zwar robust, jedoch sind die Wachstumsraten vor allem bei Unternehmen, angesichts eines zunehmenden Konjunkturaufschwungs im Eurowährungsgebiet, noch immer eher moderat und lassen eine breite Investitionstätigkeit vermissen. Entgegen der Kreditvergabe an den privaten Sektor ist die Wachstumsrate der Kreditvergabe an staatliche Stellen gesunken und betrug zuletzt noch 7,7 % p. a. nach 8,1 % bzw. 9,5 % in den Monaten zuvor.

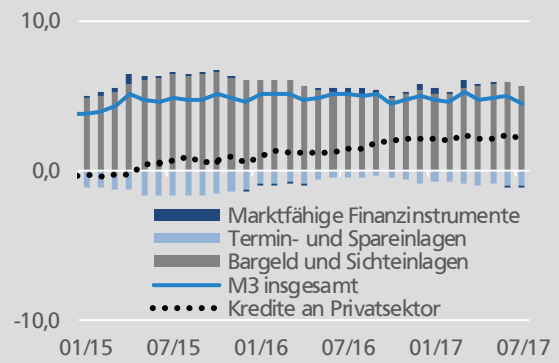
### Geldmengenwachstum sinkt

Im Juli belief sich das Wachstum der weitergefassten Geldmenge M3 im Euroraum auf 4,5 % p. a., nachdem es im Vormonat noch 5,0 % p. a. betragen hatte. Rückläufig war vor allem die enggefasste Geldmenge M1, die von zuvor 9,7 % p. a. auf 9,1 % p. a. zurückging. Der Wachstumsbeitrag sank alleine hierdurch um 0,4 Prozentpunkte auf 5,6 Prozentpunkte. Die weniger liquiden Termin- und Spareinlagen wuchsen ebenfalls in geringem Maße als im Juni (-3,2 % p. a. nach -3,0 %), ebenso die marktfähigen Finanzierungsinstrumente (-2,8 % p. a. nach -0,6 %). Die jeweiligen Wachstumsbeiträge beliefen sich auf -1,0 bzw. -0,2 Prozentpunkte.

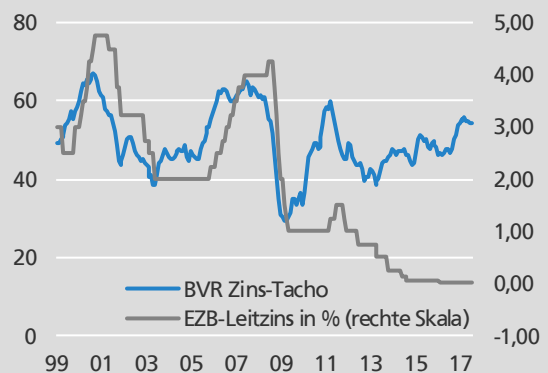
### Inflationsdruck bleibt noch aus

Im August stand der BVR Zins-Tacho, der das Inflationsrisiko im Euroraum misst, unverändert zum Vormonat bei 54 Punkten. Derzeit wird ein potentiell aufkommender Preisdruck durch die hohe Dynamik in der Realwirtschaft von einer nur geringen Preisdynamik bei Rohstoffen sowie dem Aufwertungstrend des Euro, der Importe verbilligt, kompensiert. Auch die monetären Daten lassen noch keinen Druck auf die Preise erahnen.

Beiträge zum M3-Wachstum  
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



BVR Zins-Tacho  
in Punkten



	Jun. 17	Jul. 17	Aug. 17
<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>55</b>	<b>54</b>	<b>54</b>
Konjunktur (50 %)	69	70	70
Preise/Kosten (40 %)	37	35	35
Liquidität (10 %)	53	52	53

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

Quelle: Thomson Reuters Datastream



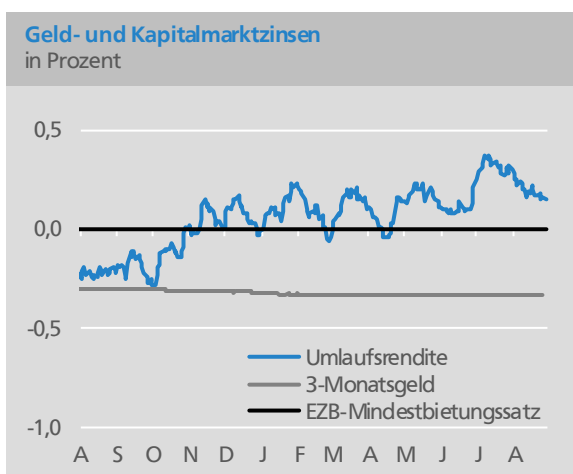
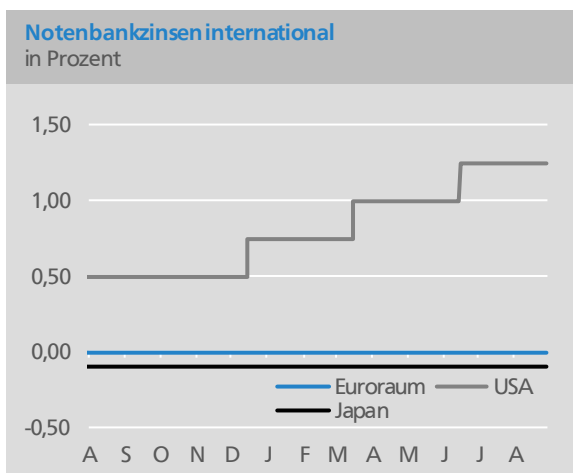
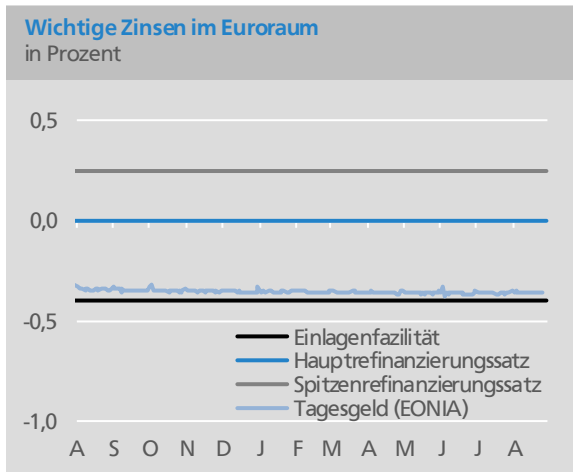
### Geldpolitische Ruhe

Sowohl die europäische wie auch die US-amerikanische Zentralbank vollzogen in ihren letzten Sitzungen vor der Sommerpause Ende Juli keine neuen Schritte. Vielmehr bekräftigten beide Zentralbanken den Status Quo ihrer bisherigen Politiken. Für die EZB kann dieser Status Quo jedoch nur temporär sein. Angesichts des Auslaufens ihres Anleihekaufprogramms im Dezember dieses Jahres muss die EZB in naher Zukunft eine Entscheidung treffen, wie ihr Handeln in der Zeit danach aussehen soll. Mit Spannung wird daher auf die Ergebnisse der kommenden EZB-Ratssitzung vom 7. September gewartet. Die EZB dürfte sich auch vom zuletzt spürbaren Aufwertungstrend des Euro beeinflussen lassen. Aus dem zuletzt veröffentlichten Sitzungsprotokoll geht hervor, dass der starke Euro erste Sorgen unter den EZB-Ratsmitgliedern geweckt hat.

Für die Fed stellte zuletzt die schwächelnde Inflation die Hauptsorge dar. Seit dem Frühjahr hat sich die Preisdynamik abgeflacht. Sowohl der CPI- wie auch der PCE-Index (jeweils ohne Lebensmittel und Energie) zeigten zuletzt jährliche Teuerungsraten von unter 2 % an. Dies führte zuletzt auch zu Skepsis unter den Mitgliedern des FOMC, des geldpolitischen Ausschusses, bezüglich einer weiteren Straffung der Geldpolitik. Mit weiteren Zinserhöhungen ist daher, wenn, dann erst zum Jahresende zu rechnen. Im Vordergrund dürfte in den kommenden Monaten eher der Beginn der Rückführung der Fed-Bilanz stehen, die derzeit noch ein Volumen von rund 4,4 Bio. US-Dollar aufweist. Auf der letzten geldpolitischen Sitzung im Juli wurde beschlossen, dieses Vorhaben in naher Zukunft umzusetzen.

### Fehlende Impulse lassen Geldmarkt unverändert

Das ausbleibende geldpolitische Handeln hat auch im August dazu geführt, dass sich am Geldmarkt die Zinsen nicht veränderten. Am 28. August stand der Tagesgeldsatz EONIA bei -0,36 %, einen Basispunkt niedriger als Ende Juli. Der 3-Monats-Euribor sowie der 12-Monats-Euribor blieben auf Monatsicht mit -0,33 und bzw. -0,16 % unverändert.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

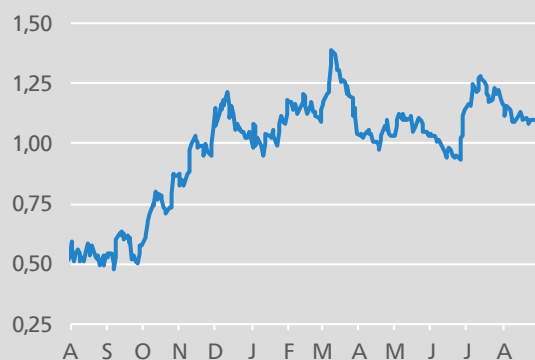
### Renditespreads im Euroraum weiten sich aus

Angesichts des näher rückenden Endes des Anleihekaufprogramms der EZB beginnen die Investoren sich erste Gedanken zu machen, was dies für die Refinanzierung der Eurostaaten bedeuten könnte. Denn mit einem Auslaufen des Kaufprogramms würde sich mit der EZB ein wesentlicher Nachfrager europäischer Anleihen zunehmend vom Markt zurückziehen. Insbesondere bei den südeuropäischen Staaten dürfte die Nachfragerlücke zu einem Ansteigen der Refinanzierungskosten führen. Investoren dürften daher frühzeitig damit beginnen, sich darauf einzustellen und entsprechende Anleihen weniger intensiv nachfragen, um bei Kursanstiegen keine Verluste zu erleiden. Seit Ende Juli haben sich die Renditeunterschiede zwischen deutschen Anleihen und denen südeuropäischer Staaten daher ausgeweitet. Während bei den zehnjährigen Anleihen der Bundesrepublik die Renditen bis zum 28. August um 13 Basispunkte auf 0,37 % (Umlaufrendite -12 Basispunkte auf 0,15 %) zurückgingen, war der Rückgang bei portugiesischen Anleihen geringer ausgeprägt (-4 Basispunkte). Bei spanischen und italienischen Anleihen waren sogar Anstiege zu verzeichnen von einem bzw. 3 Basispunkte.

Zehnjährige Anleihen der USA verzeichneten wie deutsche Anleihen einen Rückgang auf Monatsicht. Der Rückgang betrug hier 9 Basispunkte auf 2,16 %. Jedoch bleibt angesichts eines absehbaren Haushaltsstreits, in dem es auch um eine Anhebung der staatlichen Schuldenobergrenze gehen wird, die Frage, ob bei einer Eskalation des Streits, der eine Schließung aller Bundesbehörden zu Folge haben könnte, nicht bald Risikoaufschläge drohen.

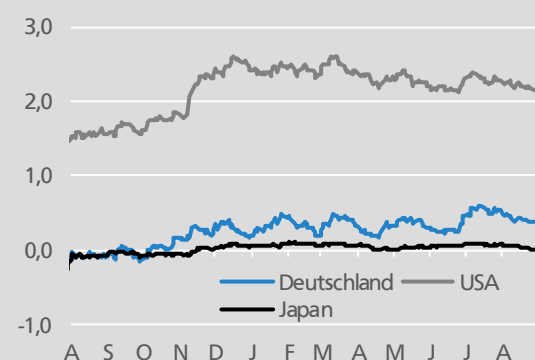
#### Zinsstruktur am Rentenmarkt

Spread Bundesanleihen mit Restlaufz. 10/1 Jahr, in Prozent



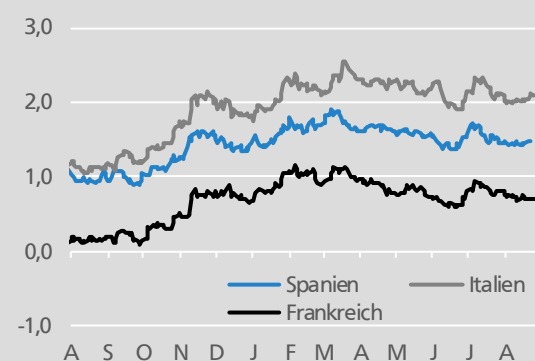
#### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



#### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

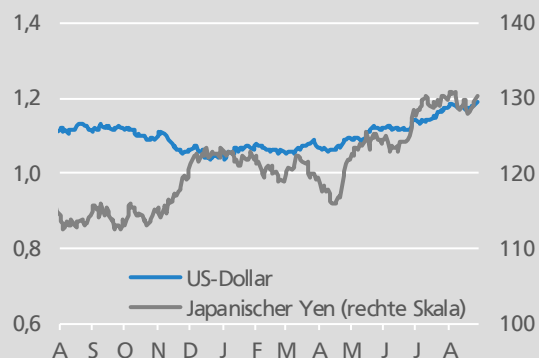
### Euro zunehmend stärker

Der Euro setzte auch im August seinen Aufwertungs-trend gegenüber dem US-Dollar fort. Insgesamt ver-teuerte sich der Euro seit Ende Juli um 3 Cent und kostete am 28. August 1,19 US-Dollar je Euro. Damit war der Euro so teuer wie zuletzt im Januar 2015. Eine Aufwertung des Euro ist jedoch nicht allein ge-genüber dem US-Dollar zu beobachten gewesen. Seit Ende Mai konnte die Gemeinschaftswährung gegen-über allen bedeutenden Währungen an Wert zulegen. Der zunehmend stärkere Euro verweist damit auf die immer breiter werdende konjunkturelle Erholung des Euroraums. Zudem dürfte ein absehbarer Ausstieg aus der noch immer ultralockeren Geldpolitik der EZB auch mittelfristig den Eurokurs stützen. Die stärkste Aufwertung verzeichnete der Euro gegenüber dem Britischen Pfund. Am 28. August kostete ein Euro 92 Pence, 3 Pence mehr als im Vormonat. Neben der Stärke des Euro trugen zuletzt auch die vergleich-weise schwachen britischen BIP-Zahlen des zweiten Quartals 2017 zum Wertverlust des Pfund bei. Diese signalisierten, dass die britische Wirtschaft im Ver-gleich mit dem europäischen Festland zuletzt nur un-terdurchschnittlich wuchs.

Noch stärker als der Euro entwickelten sich im August die skandinavischen Währungen. Sowohl die Schwedi-sche wie auch die Norwegische Krone legten spürbar an Wert zum Euro zu. Ein Euro kostete am 28. August 9,52 SEK (+0,8 %) bzw. 9,26 NOK (+1,0 %). Im August hatte die schwedische Zentralbank einen Anstieg der Kerninflationsrate auf deutlich über 2,0 % veröffent-licht, die die Hoffnung auf eine baldige Straffung der Geldpolitik nährte. Zudem kündigte die Riksbank an, dass sie ihr Inflationsregime ändern möchte und zu-künftig für die Teuerungsrate eine vordefinierte Bandbreite anvisiert statt wie bisher eine konkrete Zielmarke von 2 % p. a. Damit könnte sie ihre Geldpo-litik auch dann straffen, wenn die Inflation temporär unter die 2 % Marke fallen würde. In Norwegen hat hingegen das starke Wachstum die heimische Wäh-rung beflügelt. Ein Quartalswachstum von 1,1 % im zweiten Quartal lässt auch für das Gesamtjahr eine hohe Wachstumsdynamik sowie eine Verfestigung des derzeitigen Währungskurses erwarten.

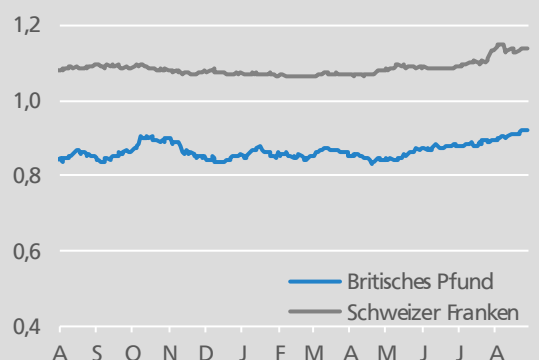
**Euro-Wechselkurs (I)**

Ausländerwährung pro Euro



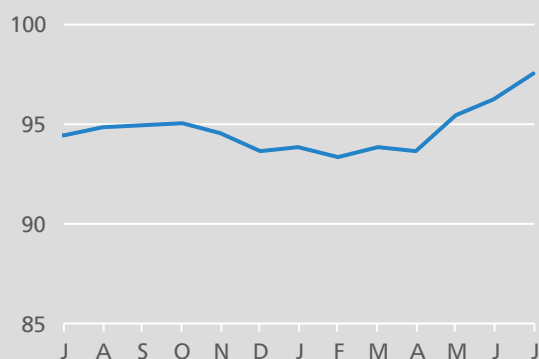
**Euro-Wechselkurs (II)**

Ausländerwährung pro Euro



**Effektiver Wechselkurs des Euro**

in Euro, Quartal 1, 1999=100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Internationale Börsen entwickeln sich uneinheitlich

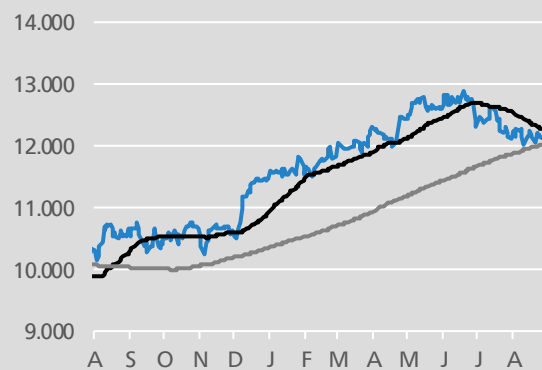
In den vergangenen Wochen sah sich der deutsche Leitindex DAX zahlreichen Widrigkeiten ausgesetzt, die einen nachhaltigen Kursanstieg verhinderten. So versetzten zu Beginn des Augusts Meldungen über jahrelange Kartellabsprachen deutscher Automobilhersteller sowie drohende Fahrverbote für Dieselfahrzeuge Aktien der Automobilbranche einen Dämpfer. Weiter führten außenpolitische Spannungen zwischen den USA und Nordkorea zu einer Zurückhaltung bei Investoren auf den Aktienmärkten. Zusätzlich belasteten die zunehmenden Sorgen um den immer stärker werdenden Euro die exportorientierten Branchen der deutschen Wirtschaft.

Auf der anderen Seite stützte die gute Konjunktur in Deutschland und im Euroraum die Kursentwicklung, so dass der DAX auf Monatssicht weitestgehend seitwärts tendierte und bis zum 28. August 0,7 % an Wert nachgab und zuletzt bei 12.123 Punkten stand. Eine ähnliche Entwicklung zeigten auch die anderen europäischen Börsen. Der Eurostoxx 50 verlor auf Monatssicht ebenfalls, rund 0,9 %, und stand am 28. August bei 3.421 Punkten.

Die US-Börsen konnte hingegen im August weitere Gewinne verzeichnen. Der Leitindex Dow Jones gewann seit Ende Juli 1,4 % (auf zuletzt 21.808 Punkte) und konnte zwischenzeitlich sogar die Marke von 22.000 Punkten durchbrechen, trotz einem Anhalten der politischen Instabilität. So drehte sich im August das Personalkarussell im Weißen Haus weiter, in dem binnen nur zehn Tagen der Kommunikationschef des Präsidenten zwei Mal ausgewechselt wurde und zudem der bisherige Chefstrategie Steve Bannon, der bereits im Wahlkampf am Donald Trumps Seite stand, gehen musste. Auch die noch nicht abgeschlossenen Haushaltsberatungen bergen politischen Sprengstoff und könnten sogar zu einem Shut Down, der Schließung aller Bundesbehörden, führen, wenn nicht in den nächsten Wochen ein Kompromiss zwischen den Republikanern und dem Präsidenten gefunden wird. ■

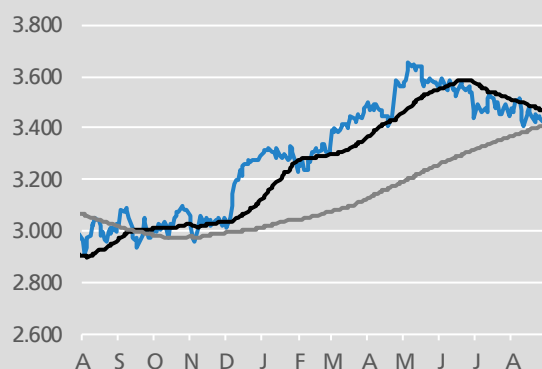
#### Deutscher Aktienmarkt

Dax, 40-/200-Tagesschnitt



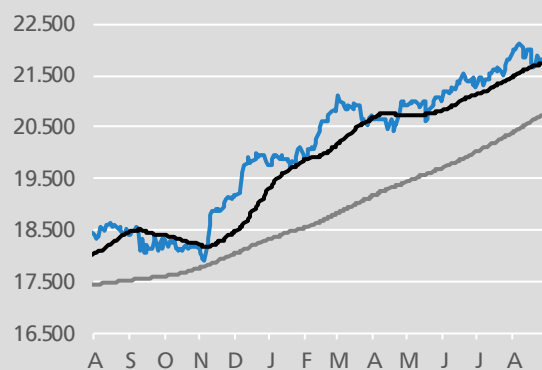
#### Aktienmarkt im Euroraum

Euro-Stoxx 50, 40-/200-Tagesschnitt



#### Aktienmarkt USA

Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Konjunktur

### Leichte Wachstumsbeschleunigung

Eurostat hat inzwischen erste Schätzungen zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung des Euroraums für das Frühjahrsquartal vorgelegt. Den Angaben zufolge legte das Wachstum des preis-, saison- und kalenderbereinigte BIP gegenüber dem Vorquartal von 0,5 % in den ersten drei Monaten des Jahres auf 0,6 % im zweiten Quartal zu. Unter den größten Volkswirtschaften des Währungsraums zeigte Spanien (+0,9 %) erneut den stärksten Zuwachs. In Deutschland (+0,6 %) expandierte die Wirtschaftsleistung hingegen im Gleichschritt mit der Gesamtentwicklung, während in Frankreich (+0,5 %) und Italien (+0,4 %) lediglich unterdurchschnittliche BIP-Steigerungsraten zu verzeichnen waren.

### Rückgang der Industrieproduktion

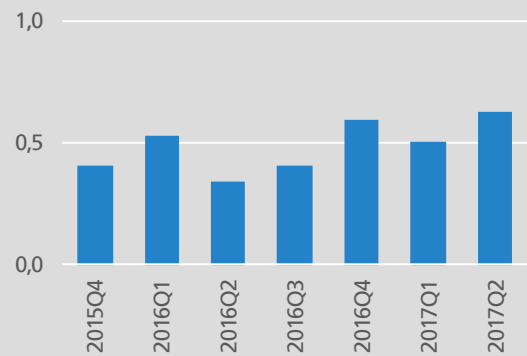
Die Industriebetriebe haben im Juni eine Wachstumspause eingelegt. Die Erzeugung ist gegenüber Mai saisonbereinigt um 0,6 % gesunken, nachdem sie in den Vormonaten teilweise sehr kräftig gestiegen war. In den kommenden Monaten dürfte die Industrieproduktion aber wieder auf ihren Wachstumskurs einschwenken. Dies legt zumindest der Order-Indikator nahe. Der auf Grundlage einer monatlichen Unternehmensumfrage ermittelte Indikator hat zuletzt, im Juli, mit 2,4 Punkten im Wesentlichen sein hohes Vormonatsniveau (2,5 Punkte) gehalten.

### Inflationsrate weiter bei 1,3 %

Im Euroraum ist der allgemeine Preisauftrieb zuletzt unverändert geblieben. Die Jahresrate des Harmonisierten Verbrauchpreisindex (HVPI) lag im Juli bei 1,3 % und damit genauso hoch wie im Vormonat. Dabei standen etwas stärker steigenden Energiepreisen (+2,2 % nach +1,9 % im Vormonat) einer geringeren Teuerung bei unbearbeiteten Lebensmitteln (+0,6 % nach +1,0 %) gegenüber.

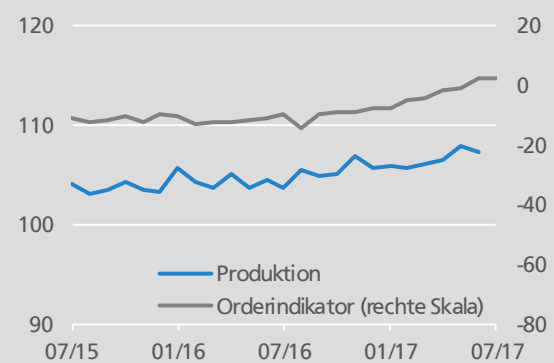
#### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

gg. Vorquartal in Prozent, preis-, kalender- und saisonb.



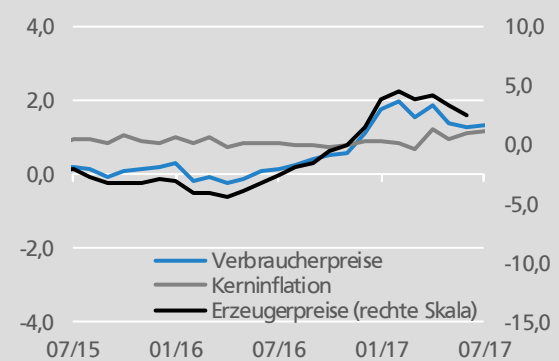
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Kräftiges BIP-Wachstum im Frühjahr

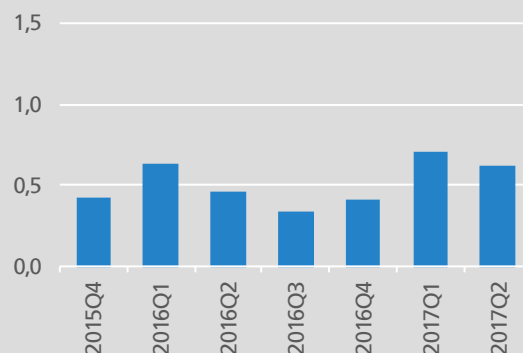
In Deutschland hat sich das solide Wirtschaftswachstum im Frühjahr fortgesetzt. Nach ersten Berechnungen des Statistischen Bundesamtes ist das preis-, kalender- und saisonbereinigte BIP im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0,6 % gestiegen. Das Wachstum fiel damit genauso stark aus, wie in der Sommer-Konjunkturprognose des BVR erwartet worden war und nur geringfügig schwächer, als im ersten Quartal. Für das Jahresauftaktquartal weist die amtliche Statistik nach einer leichten Aufwärtsrevision (um 0,1 Prozentpunkte) aktuell einen Zuwachs von 0,7 % aus.

Wachstumstreiber war im Frühjahrsquartal erneut in erster Linie die Binnennachfrage. Sowohl die privaten (+0,8 %) als auch die staatlichen Konsumausgaben (+0,6 %) wurden merklich ausgeweitet. Zudem trugen die steigenden Investitionen in Ausrüstungen (+1,2 %), Bauten (+0,9 %) und sonstige Anlagen (+0,9 %) zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum bei. Der Außenhandel hat den BIP-Anstieg hingegen rechnerisch abermals gedämpft, da das Exportwachstum (+0,7 %) hinter der deutlichen Expansion der Importe (+1,7 %) zurückblieb.

Die guten Daten zum zweiten Quartal und die leichte Aufwärtsrevision für das erste Quartal signalisieren, dass das preisbereinigte BIP-Wachstum Deutschlands im Durchschnitt des gesamten Jahres 2017 höher ausfallen könnte, als zuvor angenommen. Der BVR hält angesichts der fortbestehenden globalen Unsicherheiten aber weiter an seiner Wachstumseinschätzung vom Juli (+1,7 %) fest. So ist beispielsweise nach wie vor unklar, wie sich der wirtschaftspolitische Kurs der neuen US-Regierung auswirken wird und welche Folgen sich aus dem Brexit-Votum ergeben.

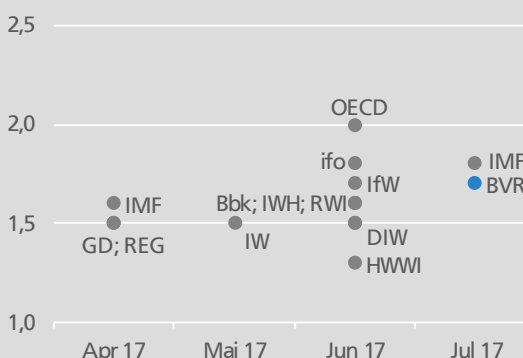
### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschland

gg. Vorquartal in Prozent, preis-, kalender- und saisonb.



### Konjunktur 2017 - Prognosen für Deutschland

BIP gg. Vorjahr in Prozent, preisbereinigt



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

Quelle: Thomson Reuters Datastream, BVR

### Stimmung noch immer auf hohem Niveau

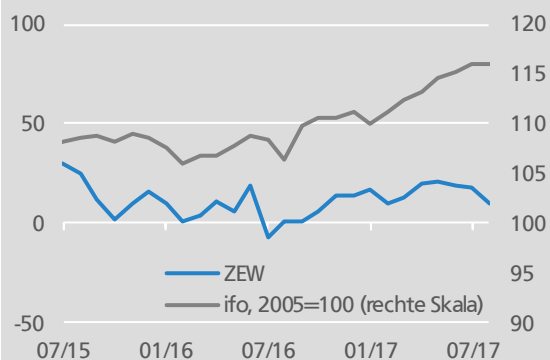
Der ifo Geschäftsklimaindex ist im August minimal um 0,1 Punkte auf 115,9 Punkte zurückgegangen, nachdem er im Juli einen neuen Rekordwert erreicht hatte. Ausschlaggebend hierfür war die aktuelle Lage die von den befragten Unternehmen per Saldo weniger häufig mit „gut“ bewertet wurde als zuvor. Die Geschäftserwartungen wurden hingegen nochmals günstiger beurteilt. Neben dem ifo Geschäftsklimaindex sind auch die ZEW-Konjunkturerwartungen gesunken. Der Indikator gab im August um 7,5 Punkte nach. Er befindet sich mit 10,0 Punkten aber weiterhin im positiven Bereich und deutet ebenso wie der ifo Geschäftsklimaindex auf eine Fortsetzung des wirtschaftlichen Aufschwungs in Deutschland hin. Zum Rückgang des ZEW-Indikators trug offenbar auch der sich ausweitende Skandal um die Schadstoffbelastung von Fahrzeugen deutscher Hersteller bei. Zudem ist die wirtschaftliche Lage offenbar bereits sehr günstig, was eine weitere Verbesserung weniger wahrscheinlich erscheinen lässt.

### Schwächere Industrieproduktion

Im Juni konnte die deutsche Industrie nur bedingt an die günstige Entwicklung der Vormonate anknüpfen. Die Industrieproduktion ist in preis-, kalender- und saisonbereinigter Rechnung gegenüber Mai um 1,4 % gesunken. Auch im Baugewerbe (-1,0 %) ist die Produktion zurückgegangen. Über das gesamte zweite Quartal betrachtet war jedoch sowohl in der Industrie als auch im Baugewerbe ein merkliches Wachstum zu verzeichnen (+1,3 % bzw. +2,7 %). In den kommenden Monaten dürfte die Industrieproduktion wieder auf ihren Wachstumspfad zurückkehren. Dies lässt neben den nach wie vor hohen Stand wichtiger Stimmungsindikatoren auch die Entwicklung der Bestellungen erwarten. Der industrielle Auftragseingang ist im Juni mit einer Verlaufsrate von 1,0 % gestiegen. Im gesamten zweiten Quartal legte er um 0,8 % zu, wobei die Nachfrage aus dem Ausland (+1,0 %) stärker expandierte als die Inlandsnachfrage (+0,5 %).

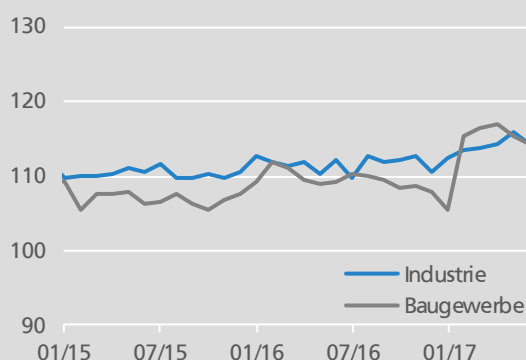
#### Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland

Saldenwerte, saisonbereinigt



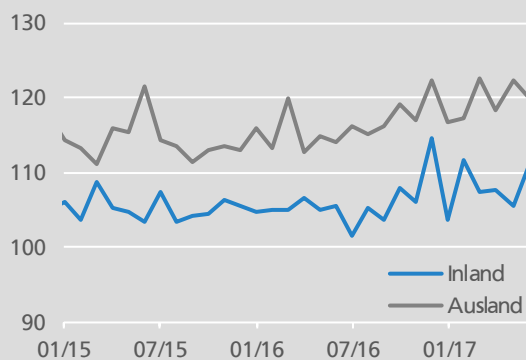
#### Produktion Deutschland

2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Aufträge Deutschland

2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Etwas höhere Inflationsrate

Im Zuge einer Verteuerung der Energiepreise hat die Inflationsrate in Deutschland zuletzt geringfügig an Fahrt aufgenommen. Auf Basis des Verbraucherpreisindex (VPI) legte sie von 1,6 % im Juni auf 1,7 % im Juli zu. Die Preise für Haushaltsenergie und Kraftstoffen sind im Juli um 0,9 % geklettert, nachdem sie im Vormonat noch stagniert hatten. Auf der Erzeugerstufe hat sich der Preisauftrieb aber weiter vermindert. Die Erzeugerpreise gewerblicher Produkte sind im Juli um 2,3 % gestiegen, nach 2,4 % im Juni und 2,8 % im Mai.

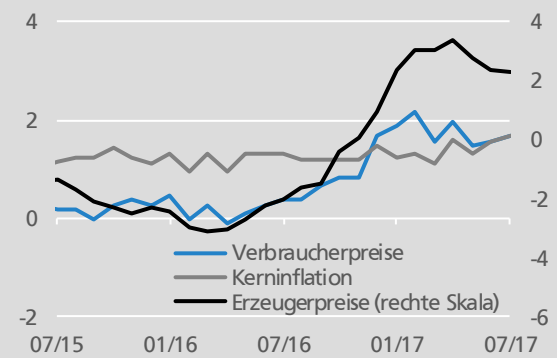
### Leichter Anstieg der Insolvenzen

Die Zahl der Unternehmens- und Verbraucherinsolvenzen hat jüngst, im Mai, gegenüber dem Vorjahr leicht um 1,6 % bzw. 2,9 % zugenommen. Hierbei ist jedoch ein Sondereffekt zu beachten. So wurden im April wegen der späten Lage der Osterfeiertage deutlich weniger Insolvenzen erfasst. Entsprechend dürfte es im Mai zu vielen Nachmeldungen gekommen sein. In naher Zukunft ist angesichts des guten konjunkturellen und strukturellen Umfelds wieder mit rückläufigen Insolvenzzahlen zu rechnen.

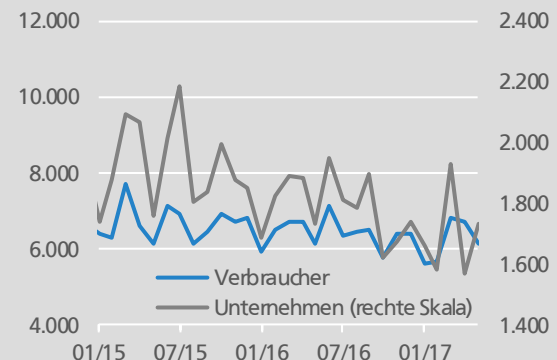
### Saisonbedingt mehr Arbeitslosigkeit

Der Arbeitsmarkt präsentiert sich nach wie vor in einer soliden Grundverfassung. Zwar ist die Zahl der Arbeitslosen von Juni auf Juli um 45.000 auf 2,518 Mio. gestiegen. Der Anstieg war jedoch rein jahreszeitlich bedingt, da sich zu Beginn der allgemeinen Ferienzeit üblicherweise mehr Menschen arbeitslos melden. In saisonbereinigter Rechnung gab die Arbeitslosenzahl um 9.000 Personen nach. In den Daten zur Erwerbstätigkeit setzte sich der Aufwärtstrend fort. Die saisonbereinigte Erwerbstätigenzahl ist zuletzt, im Juni, gegenüber dem Vormonat um 46.000 gestiegen. ■

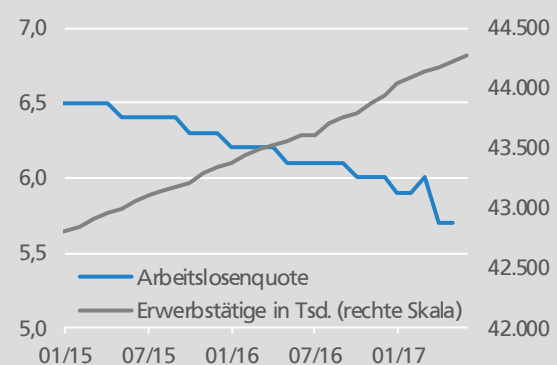
Verbraucher- und Erzeugerpreise Deutschland gg. Vorjahr in Prozent



Insolvenzen Deutschland Monatliche Fallzahlen



Arbeitslosenquote und Erwerbstätige Deutschland in Prozent, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream