

# DIGITALES ARCHIV

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft  
*ZBW – Leibniz Information Centre for Economics*

## Periodical Part

## Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2015

### Provided in Cooperation with:

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, Berlin

*Reference:* Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2015 (2018).

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/11159/2994>

### 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)

## Kritik am deutschen Leistungsbilanzüberschuss – mehr Investitionen auch im Interesse Deutschlands

Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss bleibt ein Stein des Anstoßes. So hält ihn der Internationale Währungsfonds (IWF) für eine mittelfristige Gefahr für die internationale Finanzstabilität. Der deutsche Beitrag zu den weltweiten Leistungsbilanzüberschüssen liegt bei ungefähr einem Fünftel. Deutschland wird ebenfalls vorgeworfen, mit seinem hohen Leistungsbilanzüberschuss dem Protektionismus Vorschub zu leisten.

In Deutschland wird der hohe Leistungsbilanzüberschuss demgegenüber überwiegend als Zeichen der hohen Wettbewerbsfähigkeit interpretiert. Doch ist die Leistungsbilanz kein guter Wettbewerbsindikator. Dies zeigt auch die deutsche Historie. Bis zur Wiedervereinigung wurde nur einmal kurzzeitig ein Leistungsbilanzüberschuss über 4 % des Bruttoinlandsprodukts erzielt, aktuell liege der Überschuss oberhalb der Marke von 4 %.

Die Forderung der Kritiker, Deutschland solle mehr investieren, um den Leistungsbilanzüberschuss zurückzuführen, sollte von der Wirtschaftspolitik aufgegriffen werden. Mehr öffentliche Investitionen und die Beseitigung von Hindernissen für private Investitionen würden die Wachstumskräfte stärken, was gerade auch mit Blick auf die demographische Alterung sinnvoll wäre. Demgegenüber sind die Forderungen nach höheren Löhnen in Deutschland realitätsfern. Das Lohnwachstum hat bereits an Fahrt aufgenommen. Der Lohnauftrieb dürfte aufgrund der zunehmenden Fachkräfteknappheit in den kommenden Jahren ohnehin eher zunehmen.



### Inhalt

<b>Kritik am deutschen Leistungsbilanz- überschuss</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>6</b>
Dr. Jan Philip Weber E-Mail: <a href="mailto:j.weber@bvr.de">j.weber@bvr.de</a>	
<b>Konjunktur</b>	<b>11</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	

## Kritik am deutschen Leistungsbilanzüberschuss – mehr Investitionen auch im Interesse Deutschlands

Der hohe und anhaltende Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands bleibt ein Stein des Anstoßes. Der Internationale Währungsfonds (IWF) sieht ihn in seiner jährlichen Analyse der weltweiten Leistungsbilanzen als mittelfristige Gefahr für die internationale Finanzstabilität. So äußerte sich auch sein Chefvolkswirt Maurice Obstfeld Anfang August, der ansonsten nicht für laute Töne bekannt ist. Im vergangenen Jahr hatte der „Economist“ bereits eine Ausgabe mit dem Bundesadler betitelt als: „The German problem. Why its surplus is damaging the world economy“.

Nach Ansicht des IWF ist der Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands und anderer Länder Europas und Asiens, wie etwa die Niederlande, China, Südkorea oder Singapur, unverhältnismäßig groß. Sorgen macht sich der IWF nicht über die Überschuss- sondern die Defizitländer, denn jedem Überschuss steht ein Defizit in einem anderen Staat gegenüber. Der deutsche Beitrag zu den weltweiten Überschüssen liegt mit knapp 300 Mrd. Dollar immerhin bei rund einem Fünftel der gesamten Überschüsse von knapp 1.500 Mrd. Dollar.

### Wasser auf die Mühlen der Protektionisten

Im Fall einer plötzlichen Veränderung des Zinsumfelds oder anderer Schocks könnten sich die Defizite mancher Länder als nicht mehr finanzierbar erweisen und zu krisenhaften Anpassungen mit spürbaren Rückwirkungen auf die Weltwirtschaft führen. Der IWF argumentiert auch, dass die hohen Leistungsbilanzüberschüsse Wasser auf die Mühlen der Protektionisten seien und damit indirekt zu einer Gefährdung des Freihandels beitragen.

In Deutschland wird der Überschuss der Leistungsbilanz meist als Zeichen der Wettbewerbsstärke gesehen und Kritik daran zurückgewiesen. Kritiker werden auch darauf hingewiesen, dass das Problem alleine von den Defizitländern zu lösen sei, bei denen ja auch die unmittelbaren Risiken bestehen. Zudem sei die Leistungsbilanz keine von der Regierung zu steuernde Größe und stelle letztlich nur das Ergebnis von Marktprozessen dar.

Doch greifen die Reaktionen zu kurz. Zum einen ist die Leistungsbilanz alleine kein guter Indikator der Wettbewerbsstärke. Beispielsweise kann den USA in den vergangenen Jahrzehnten kaum ihre hohe Wettbewerbsstärke in vielen Wirtschaftssektoren abgesprochen werden. Dennoch wiesen die USA seit 1980 fast durchgängig ein Leistungsbilanzdefizit auf. Zum anderen kann die Wirtschaftspolitik indirekt durchaus Einfluss auf die Leistungsbilanz nehmen, auch wenn sie

keine übertriebenen Erwartungen über die Steuerbarkeit der Leistungsbilanz wecken sollte. Auch sollte sich die Wirtschaftspolitik auf Maßnahmen beschränken, die für eine nachhaltige Wirtschaftsentwicklung förderlich sind. Unbenommen davon bleibt es natürlich vor allem die Aufgabe der Defizitländer, Risiken durch eine übermäßige Auslandsverschuldung in Form eines Leistungsbilanzdefizits zu vermeiden.

### Mehr Investitionen sinnvoll

Kritiker der deutschen Leistungsbilanz regen vor allem an, Deutschland solle mehr investieren und die Löhne erhöhen. Buchhalterisch entspricht ein Leistungsbilanzüberschuss einer Situation, in der das Sparen in der Volkswirtschaft höher ausfällt als die Investitionen, insofern sind höhere Inlandsinvestitionen ein natürlicher Ansatzpunkt, um ein Leistungsbilanzdefizit zu vermindern. Höhere Investitionen sind darüber hinaus potentiell geeignet, um die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit Deutschlands langfristig zu stärken. Dies könnte zum einen erreicht werden, indem die staatlichen Investitionen in die Digitalisierung, Verkehrsnetze und Bildungseinrichtungen dauerhaft erhöht werden. Hier hat sich in den vergangenen Jahren bereits einiges bewegt. So wurden die Investitionen im Bundeshaushalt deutlich erhöht, gleichzeitig wurden Länder und Kommunen finanziell deutlich entlastet und so neue Investitionsspielräume geschaffen. Die Anstrengungen zur Erhöhung der öffentlichen Investitionen könnten in den kommenden Jahren aber noch ausgeweitet werden. Dies wäre allemal eine bessere Strategie als mit den reichlich fließenden Steuermitteln zusätzliche Rentenausgaben zu finanzieren.

Doch sollte eine Stärkung der Investitionen nicht alleine auf staatliche Ausgaben abzielen. Die staatlichen Investitionen machen nur ein Zehntel der gesamten Investitionen in der deutschen Volkswirtschaft aus. Die Wirtschaftspolitik sollte stattdessen auch Investitionshindernisse für private Investoren beseitigen, beispielsweise durch einen weiteren Bürokratieabbau. Für den Wohnungsbau in den großen Metropolen, die auch künftig weitere Bevölkerungszuwächse zu erwarten haben, wäre eine stärkere Ausweitung der Bauflächen eine wichtige Voraussetzung für zusätzliche Investitionen.

Kurzfristig sind allerdings die Möglichkeiten zur Ausweitung der Investitionen begrenzt, da insbesondere in Wirtschaftszweigen wie dem Handwerk oder der Bauwirtschaft schon jetzt die Kapazitäten weitgehend ausgelastet sind. Eine hohe zusätzliche Nachfrage nach

Investitionsgütern würde sich mehr und mehr preissteigernd auswirken und in immer geringerem Umfang reale Investitionssteigerungen bewirken. Wichtig ist auch, dass möglichst bald das von der Bundesregierung geplante Fachkräfte-Einwanderungsgesetz auf den Weg gebracht wird, damit qualifizierte, arbeitssuchende Zuwanderer möglichst einfach Zugang zum deutschen Arbeitsmarkt erhalten können. Denn die Fachkräfteknappheit stellt aktuell ein wichtiges Investitionshemmnis dar.

Ein festes Ziel für die Investitionsquote sollte die Politik auf keinen Fall setzen. Wie viele zusätzliche Investitionen in einer Volkswirtschaft noch sinnvoll sind, lässt sich pauschal nicht sagen. Hilfsgrößen, wie etwa die Investitionsquote, also die Investitionen im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt, stellen weder im historischen noch im Ländervergleich eine belastbare „Benchmark“ dar. Auch verschiebt sich im Zeitverlauf die Zusammensetzung zwischen Wohnungsbau, Gewerbebau, Ausrüstungsinvestitionen und Sonstigen Anlagen, wobei letztere Komponente aufgrund steigender Softwareinvestitionen kontinuierlich an Bedeutung gewinnt.

### Forderung nach höheren Löhnen realitätsfern

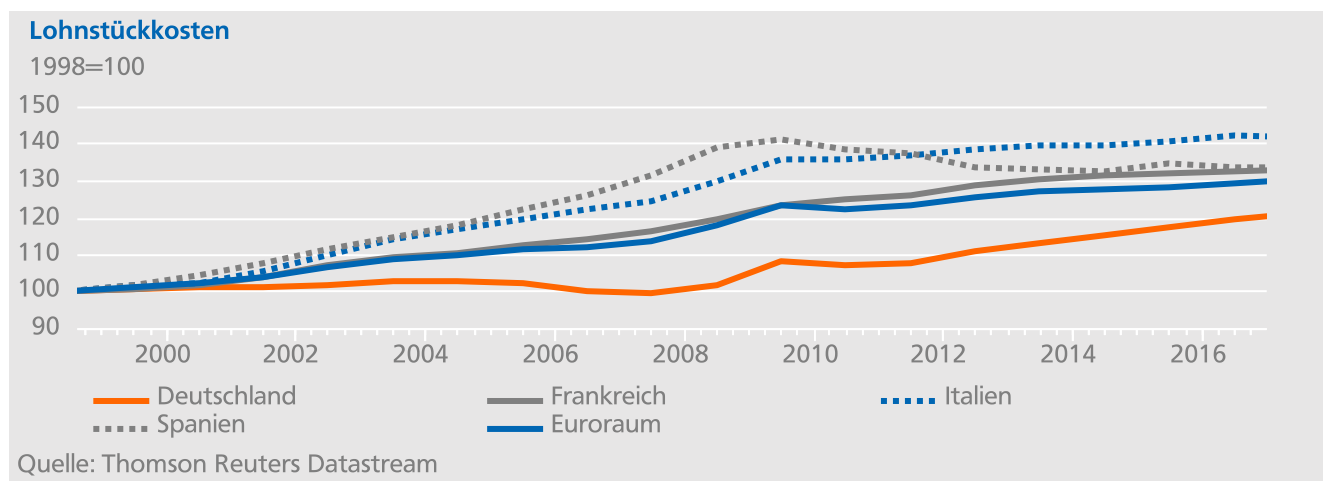
Die Forderung nach höheren Löhnen zur Verminderung des Leistungsbilanzüberschusses geht an den Realitäten der Lohnfindung in Deutschland vorbei. Diese wird durch die Tarifparteien wahrgenommen und ist keine Aufgabe der staatlichen Wirtschaftspolitik. Auch hat sich die Lohnentwicklung in Deutschland in den vergangenen Jahren verändert. Hatten die Löhne in Deutschland nach dem Jahrtausendwechsel deutlich langsamer zugenommen als im Euroraum insgesamt

und damit die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen unterstützt, wachsen die Löhne – gemessen an den um die Arbeitsproduktivität bereinigten Lohnstückkosten – seit einigen Jahren stärker als im Euroraum insgesamt. Insofern befindet sich Deutschland, wenn auch in moderaten Schritten, in die von Kritikern des Leistungsbilanzüberschusses vorgeschlagene Richtung. Höhere Löhne führen – sofern sie für die Unternehmen noch tragfähig sind und somit keinen Arbeitsplatzabbau zur Folge haben – zu einer Stärkung der Binnennachfrage und verringern über zusätzliche Importe den Leistungsbilanzüberschuss.

### Hoher Leistungsbilanzüberschuss historische Ausnahme

Wie ungewöhnlich der aktuelle Leistungsbilanzüberschuss für Deutschland ist, lässt sich in einer historischen Betrachtung veranschaulichen. Dies ist auch deshalb von Interesse, weil hohe Überschüsse in Deutschland oft reflexhaft als Zeichen der wirtschaftlichen Stärke interpretiert werden. Mit einem Überschuss der Leistungsbilanz ist ein Überschuss der Exporte über die Importe verbunden, was als Ausdruck einer hohen internationalen Wettbewerbsfähigkeit interpretiert wird. Aktuell liegt er, nach den saisonbereinigten Zahlen für das erste Quartal 2018, bei 8,5 % des Bruttoinlandsprodukts. Kurzzeitig hatte er in 2015 auch schon oberhalb von 9 % gelegen.

Doch ist Deutschland bereits über viele Jahrzehnte hinweg auf den internationalen Märkten als Exportnation erfolgreich. Einen Leistungsbilanzüberschuss in der aktuellen Größenordnung hat es in der Nachkriegshistorie aber früher nicht gegeben. Meist lag der deutsche Leistungsbilanzüberschuss unter der Marke von 3 %



der Wirtschaftsleistung. In den Aufschwungjahren der 1980er Jahre überstieg er erstmals die 4 %. Auf die deutsche Wiedervereinigung folgten dann gut zehn Jahre mit einem moderaten Leistungsbilanzdefizit. Erst Mitte des vergangenen Jahrzehnts stieg der Überschuss in der Leistungsbilanz substantiell an und erreichte dann das aktuelle Hoch. Unterstützt wurden die deutschen Exporterfolge von der starken Wettbewerbsposition im Bereich der Investitionsgüter, die besonders stark von den schnell wachsenden Schwellenländern insbesondere in Asien nachgefragt werden.

### Anatomie des Überschusses

Die Leistungsbilanz ist wie eine Unternehmensbilanz ein komplexes Rechenwerk, das sorgfältig analysiert werden muss. Eine Aufgliederung zeigt, dass sich der deutsche Überschuss im Handel mit Waren nach dem Jahrtausendwechsel deutlich erhöht hat. Dies ist einerseits auf die hohe internationale Nachfrage nach deutschen Exportgütern zurückzuführen, in den vergangenen Jahren aber andererseits auch auf die gesunkenen Energiepreise. Der Wert der deutschen Energieimporte liegt aktuell bei rund 2,5 % des Bruttoinlandsprodukts, vor fünf Jahren lag der Wert bei deutlich höheren Rohölpreisen noch bei 4,5 %. Damit lassen sich alleine rund 2 Prozentpunkte des Leistungsbilanzüberschusses auf den Rückgang der Energiepreise zurückführen.

Der hohe Überschuss der Leistungsbilanz ist aber nicht nur allein das Ergebnis des deutschen Exportüberschusses im Warenhandel. Hinzu kommt noch der Beitrag der Einkommensbilanzen. Im Zuge der sich fortsetzenden Ausfuhrüberschüsse sind die Forderungen Deutschlands gegenüber dem Ausland gestiegen. Die sich daraus ergebenden Vermögenseinkommen

sind Teil der so genannten Primäreinkommen, die einen wachsenden Beitrag zum deutschen Leistungsbilanzüberschuss leisten. Nach dem Jahrtausendwechsel war dieser noch leicht negativ, heute macht er alleine rund 2 Prozentpunkte und damit etwa ein Viertel des Leistungsbilanzüberschusses aus. Demgegenüber hat sich der (negative) Beitrag der Sekundäreinkommen im Zeitverlauf nicht fundamental verändert. Dieser Posten wird durch die Netto-Transferzahlungen ans Ausland geprägt, wie beispielsweise in Form von Entwicklungshilfe und Zahlungen an die Europäische Union und andere internationale Organisationen oder auch Rücküberweisungen ausländischer Arbeitnehmer an Familienangehörige im Ausland.

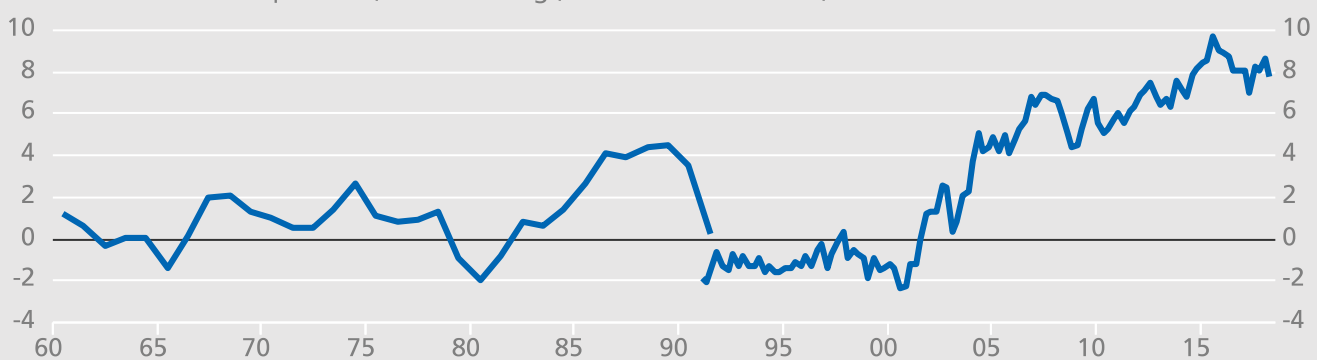
Verglichen mit dem Warenhandel und der Einkommensbilanz hat der Dienstleistungshandel einen deutlich geringeren Einfluss auf das Anwachsen des Leistungsbilanzüberschusses, dessen Defizit sich leicht verringert hat. Ein prägender Faktor im Dienstleistungshandel die große Bedeutung des Auslandstourismus für die Bundesbürger. In den vergangenen Jahren dürfte Deutschland aber auch als Reiseziel für Ausländer ab Bedeutung gewonnen haben. Gleichzeitig dürften deutsche Unternehmen auch bei der Ausfuhr von Unternehmensdienstleistungen Zuwächse erzielt haben.

### Überschuss forever?

Dass der deutsche Leistungsbilanzüberschuss bereits sehr lange sehr hoch ist, ist nicht unmittelbar ein Problem für die deutsche Volkswirtschaft. Eine wichtige Folge dieser Situation ist jedoch, dass Deutschland in beträchtlichem Umfang Auslandsforderungen an-

### Deutscher Leistungsbilanzüberschuss

in % des Bruttoinlandsprodukts, saisonbereinigt, vor 1991: Jahreswerte, alte Bundesländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream

häuft. Dies macht sich auch im deutschen Auslandsvermögensstatus bemerkbar, der Summe aller deutschen Netto-Forderungen gegenüber dem Ausland. Diese belaufen sich aktuell auf rund 2.000 Milliarden Euro oder rund 60 % der jährlichen Wirtschaftsleistung. Im Jahr 2002 war der Saldo aus Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland noch ausgeglichen gewesen.

Das Ansammeln von Auslandsforderungen kann in dem Umfang problematisch sein, indem in Auslandsanlagen mit hohen Risiken investiert wird. Dies lässt sich anhand der vorhandenen Statistiken aber nicht ohne Weiteres beurteilen. Doch auch wenn eine hohe Sicherheit der Anlagen angenommen wird, stellt sich die Frage, in welchem Umfang es für eine Volkswirtschaft generell sinnvoll ist, Auslandsvermögen aufzubauen. In begrenztem Umfang kann dies beispielsweise im Zuge des demographischen Wandels angezeigt sein. Doch ist unklar, in welchem Umfang Rentenbezieher in dem Zeitraum profitieren werden, in dem die Zahl der Beitragszahler in die sozialen Sicherungssysteme stark zurückgehen wird. Unmittelbar dürften nur vergleichsweise wenige Private Haushalte über größere ausländische Investments verfügen.

Ein Dauerzustand sollte ein hoher Leistungsbilanzüberschuss in jedem Fall nicht sein. Zweck des Wirtschaftens ist es, den Bürgerinnen und Bürgern ausreichende Möglichkeiten die Inanspruchnahme von Gütern und Dienstleistungen im weitesten Sinn zu ermöglichen, beispielsweise für Wohnen, Nahrungsmittel, Mobilität und Gesundheitsdienstleistungen. Wenn jede Generation der Folgegeneration steigende Auslandsforderungen hinterlässt, werden die Konsummöglichkeiten un-

nötig vermindert. Insofern sollten Zeiträume anhaltend hoher Leistungsbilanzüberschüsse historisch begrenzter Episoden bleiben.

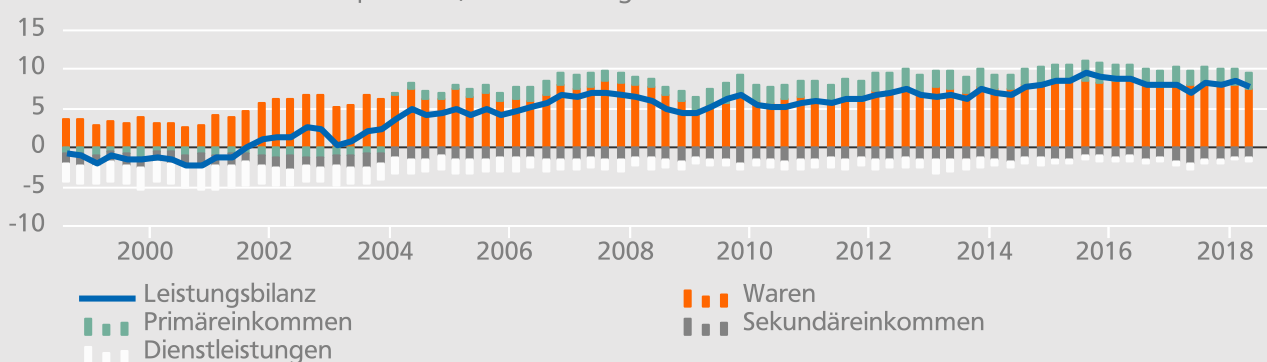
### Perspektive: Überschuss dürfte längerfristig tendenziell zurückgehen

Für einen allmählichen Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses gibt es zwar in Deutschland noch keine belastbaren Vorzeichen. Doch spricht Einiges dafür, dass der Leistungsbilanzüberschuss perspektivisch sinken wird. Dies gilt zumindest unter der Voraussetzung, dass sich der aktuelle Aufschwung fortsetzt und sowohl ein solides Einkommenswachstum als auch eine stärkere Investitionstätigkeit mit sich bringt. Gleichzeitig dürften die höheren Energiepreise den Überschuss vermindern. Für eine schwächere Leistungsbilanz spricht auch der zunehmende Protektionismus, der den globalen Welthandel schwächen und die Exportmöglichkeiten deutscher Unternehmen beeinträchtigen dürfte.

Auf längere Sicht dürfte auch die demografische Alterung der Gesellschaft den Leistungsbilanzüberschuss vermindern. So werden die Exporte ihr Wachstum nicht beibehalten können, wenn die Anzahl der Erwerbstätigen zurückgeht. Gleichzeitig dürfte sich auch die Sparquote spürbar verringern, wenn die großen Alterskohorten der Baby-Boomer Schritt für Schritt den Ruhestand erreichen. In den kommenden Jahren dürfte sich der Leistungsbilanzüberschuss noch auf einem hohen Niveau bewegen und die internationale Kritik an Deutschland voraussichtlich anhalten.

### Deutsche Leistungsbilanz

Salden in % des Bruttoinlandsprodukts, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream



## Finanzmärkte

### Anhaltend hohes Kreditwachstum

Im Juli ist das Wachstum der Kredite an Unternehmen im Euroraum unverändert hoch geblieben. Begünstigt durch die nach wie vor gute Konjunktur sowie die niedrigen Zinsen expandierte die um Verkäufe und Verbriefungen bereinigte Kreditsumme an Unternehmen wie bereits im Juni mit einer Jahreswachstumsrate von 4,1 %. Die Wachstumsrate befindet sich damit weiterhin auf den höchsten Stand seit Mai 2009. Gegenüber Juni legte die Kreditvergabe um 22 Mrd. Euro zu. Die Jahreswachstumsrate der um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Kredite an die Privaten Haushalte im Euroraum blieb im Juli ebenfalls konstant auf ihrem Vormonatsniveau von 3,0 %. Im Vergleich zu Juni nahm die Kreditvergabe an die Privaten Haushalte um 17 Mrd. Euro zu.

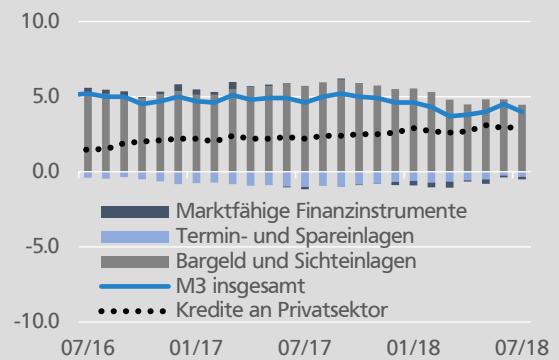
### Weniger dynamisches Geldmengenwachstum

Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 ist von 4,5 % im Juni auf 4,0 % im Juli gesunken. Maßgeblich für den leichten Rückgang war die besonders liquide Geldmenge M1. Ihr Wachstumsbeitrag hat sich von 4,8 Prozentpunkten im Juni auf 4,5 Prozentpunkte vermindert. Demgegenüber dämpften weniger liquiden Spareinlagen das Geldmengenwachstum unverändert mit 0,3 Prozentpunkten. Der Beitrag der marktfähigen Finanzinstrumente ist leicht von -0,1 auf -0,2 Prozentpunkten zurückgegangen.

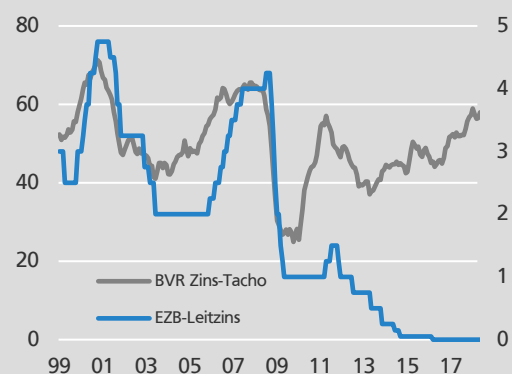
### Inflationsrisiko weiterhin moderat

Mit 56 von 100 möglichen Punkten signalisiert der BVR Zins-Tacho im August nach wie vor ein moderates mittelfristiges Inflationsrisiko für den Euroraum. Der Unterindikator Konjunktur ist gegenüber dem Vormonat leicht um 1 Punkt auf 70 Punkt gesunken. Auch der Einfluss des Unterindicators Preise und Kosten gab um 1 Punkt nach. Von Seiten der Kreditdynamiken blieb der Inflationsdruck aber unverändert.

Beiträge zum M3-Wachstum  
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



BVR Zins-Tacho  
in Punkten



	Jun. 18	Jul. 18	Aug. 18
<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>58</b>	<b>57</b>	<b>56</b>
Konjunktur (50 %)	72	71	70
Preise/Kosten (40 %)	44	43	42
Kreditdynamik (10 %)	43	42	42

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. Hinweise zur Berechnung finden sich im BVR Volkswirtschaft Kompakt vom Februar 2018.

Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Nichts Neues von der EZB

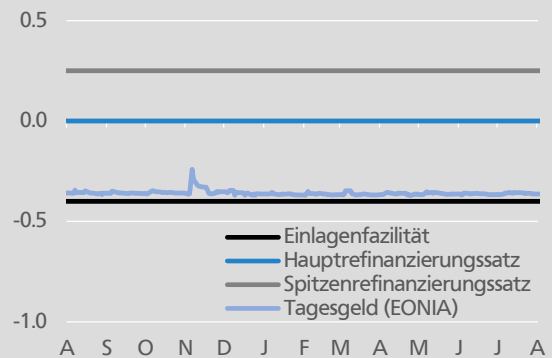
Die Europäische Zentralbank EZB hält an ihrem Ausstieg aus der ultra-lockeren Geldpolitik fest. EZB-Präsident Mario Draghi erklärte am Donnerstag, den 26. Juli, im Anschluss an die EZB-Ratssitzung, dass es keine Änderung des aktuellen geldpolitischen Kurses gäbe. Nach wie vor sei die EZB bereit, die milliarden schweren Anleihekäufe zum Jahresende 2018 einzustellen. Draghi betonte erneut, dass auslaufende Anleihen und Zinserträge weiter reinvestiert werden.

Die Leitzinsen beließen die europäischen Notenbanker unverändert. So notiert der Hauptrefinanzierungssatz für den Euroraum weiterhin bei 0 %. Auch der Einlagensatz blieb bei -0,4 %. Mario Draghi erklärte, dass sich die EZB mit der Zinswende bis über den Sommer 2019 hinaus Zeit lassen werde. Die wirtschaftliche Entwicklung und den Preisdruck in der Eurozone bewertete Mario Draghi positiv. Das Wachstum sei weiterhin solide und die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums zu Jahresbeginn in erster Linie auf eine Abschwächung des Handelswachstums und eine erhöhte Unsicherheit zurückführen. In diesem Zusammenhang wertete er die Annäherung im Handelsstreit zwischen den USA und der EU als ein gutes Zeichen.

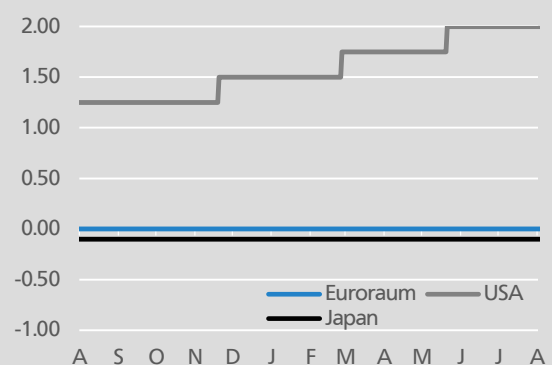
### Kaum Bewegung am Geldmarkt

Die Geldmarktzinsen im Euroraum haben sich im August kaum von der Stelle bewegt. Der 3-Monats-Euribor notierte am 28. Juli auf seinem Vormonatsultimo von -0,32 %. Der 12-Monats-Euribor stieg leicht um 1 Basispunkt auf -0,17 %. Der Tagesgeldsatz notierte im Monatsschnitt weiterhin bei -0,36 %.

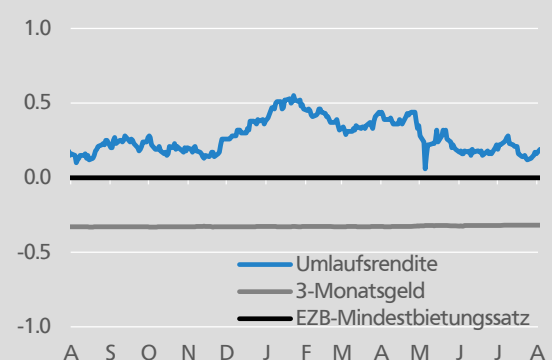
Wichtige Zinsen im Euroraum  
in Prozent



Notenbankzinsen international  
in Prozent



Geld- und Kapitalmarktzinsen  
in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream



## Bundesanleihen im August gefragt

Bundesanleihen waren im August etwas stärker gefragt. Das sorgte auf Monatssicht für einen leichten Rückgang der Renditen. Die Umlaufrendite börsennotierter Bundeswertpapiere sank bis zum 29. August um 5 Basispunkte auf 0,20 %. Die Rendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit gab um 4 Basispunkte auf 0,41 % nach. In den USA kam es im Vergleich zum Vormonatsultimo zu einem Renditerückgang in Höhe von 8 Basispunkten auf 2,88 %.

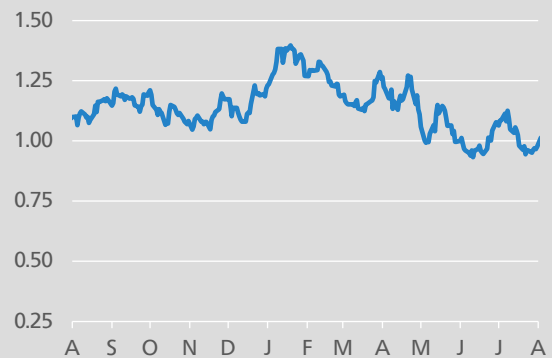
In der ersten Monathälfte hatten Bundesanleihen von der Krise der türkischen Währung profitiert. Die Nachfrage nach Bundesanleihen stieg im Zuge einer allgemeinen Verunsicherung. Die türkische Lira war in einen Abwärtsstrudel geraten, nachdem sich der Konflikt der Türkei mit den USA verschärft hatte. So verdoppelten die USA unter anderem die Zölle auf türkischen Stahl und Aluminium. Grund für die Sanktionen ist ein Streit über die Inhaftierung mehrerer US-Bürger in der Türkei aus mutmaßlich politischen Gründen. An den Märkten wurde bereits die Zahlungsunfähigkeit der Türkei durchgespielt. In diesem Zusammenhang stiegen die Prämien der Kreditausfallversicherungen (CDS) zwischenzeitlich auf mehrjährige Höchststände. Auch die Renditen türkischer Staatspapiere legten deutlich zu.

Auch verzeichneten die Renditen von Staatsanleihen aus Südeuropa deutliche Aufschläge. Bei italienischen Staatspapieren fiel der Renditeanstieg am höchsten im Währungsraum aus. Grund hierfür war die gestiegene globale Risikoaversion aber auch Unsicherheiten über die italienische Fiskalpolitik. Im Fahrwasser der Wirtschafts- und Währungskrise in der Türkei zeigten sich viele Investoren mit Blick auf weniger stabile Volkswirtschaften verunsichert. Darunter hatten auch einige südeuropäischen Staaten zu leiden.

Zum Ende des Monats ging die Nachfrage nach Bundesanleihen wieder leicht zurück. Ein Grund hierfür war, dass sich die USA und Mexiko auf ein neues Freihandelsabkommen einigten, dem später auch Kanada beitreten kann. Dies nährte die Hoffnung auf eine Entspannung der globalen Handelskonflikte.

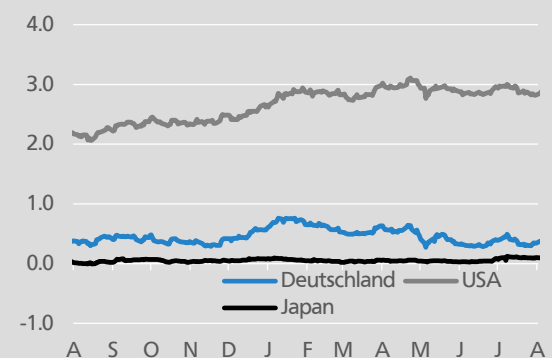
### Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



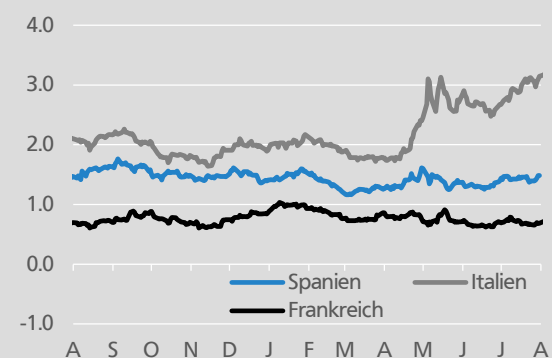
### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Euro zeitweise unter Druck

Der Euro ist im August gegenüber dem US-Dollar zeitweise merklich unter Druck geraten. Insbesondere in den ersten zwei Wochen zeigte sich der Euro im Zuge der Krise in der Türkei schwach. Innerhalb weniger Tage hatte die türkische Lira gegenüber dem US-Dollar um über 25 % auf 6,80 Lira pro US-Dollar nachgegeben. Mit dem Kursverfall der türkischen Lira stieg die Furcht vor einer substantiellen Schwächung einiger europäischer Banken mit einem großen Türkei-Geschäft, wie z.B. die spanische Bank BBVA.

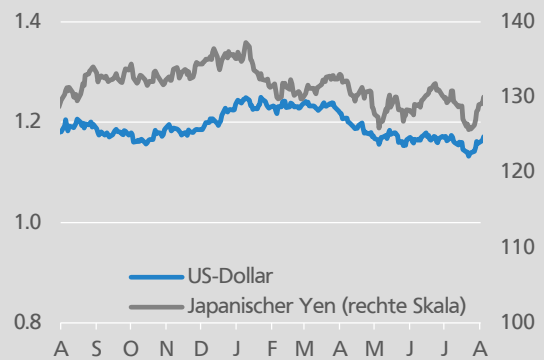
Vor diesem Hintergrund wurde der US-Dollar erneut verstärkt von vielen Anlegern als sicherer Hafen angestrebt. Andere Devisen setzte dies unter Druck. Im weiteren Monatsverlauf entspannte sich die Lage jedoch etwas und die Verunsicherung ließ leicht nach. Die Lira konnte sich daraufhin etwas von ihren massiven Kursverlusten erholen.

Für Entspannung am Devisenmarkt sorgte neben der Einigung der USA und Mexikos auf ein neues Freihandelsabkommen auch die Ankündigung der USA und Chinas, noch in diesem Monat neue Handelsgespräche führen zu wollen. Ende August wird eine chinesische Delegation für Gespräche in die USA reisen. In einem Umfeld nachlassender Verunsicherung war die Weltreservewährung US-Dollar daraufhin weniger stark gefragt.

Vor dem Hintergrund der nachlassenden Unsicherheit stieg der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar gegen Ende des Monats wieder an. Die Gemeinschaftswährung konnte die Verluste der ersten Monathälfte wieder ausgleichen. Der Euro lag am 29. August bei knapp 1,17 US-Dollar und blieb damit im Vergleich zum Vormonatsultimo nahezu unverändert.

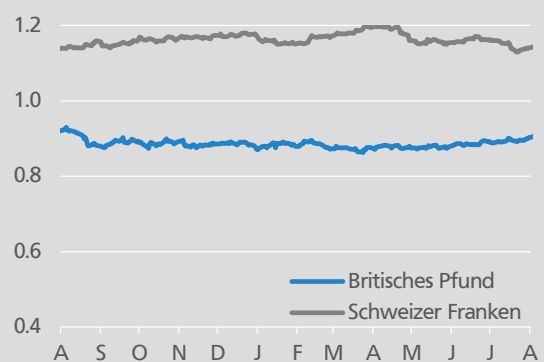
#### Euro-Wechselkurs (I)

Ausländerwährung pro Euro



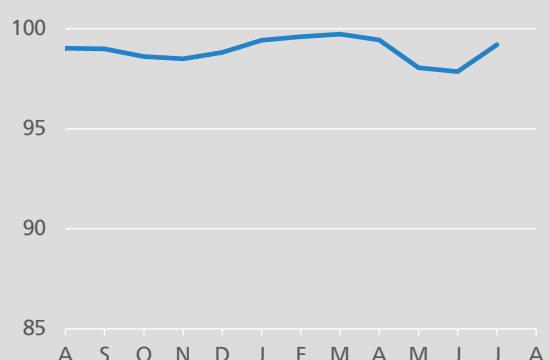
#### Euro-Wechselkurs (II)

Ausländerwährung pro Euro



#### Effektiver Wechselkurs des Euro

in Euro, Quartal 1, 1999=100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

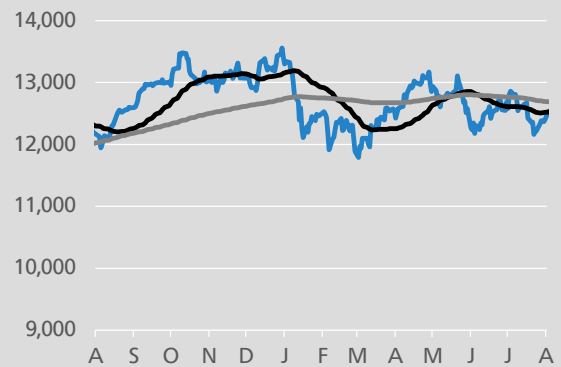
### DAX mit schwacher Performance

Der DAX konnte im August nicht überzeugen. Im Vergleich zum Vormonatsultimo sank der deutsche Leitindex bis zum 29. August um 1,9 % auf 12.561 Punkte. Der Dow Jones kletterte im gleichen Zeitraum um 2,8 % auf 26.124 Zähler.

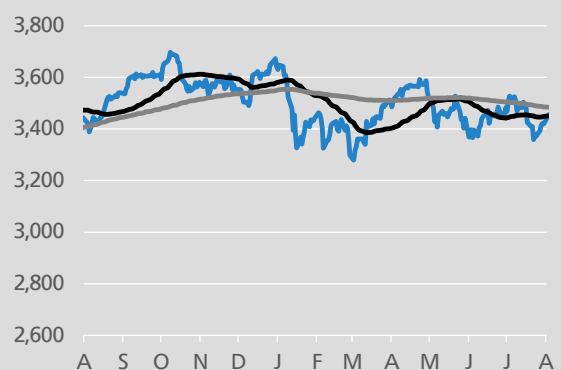
Die Aktienmärkte haben in den ersten August-Wochen unter dem politischen Streit zwischen den USA und der Türkei gelitten. Viele Anleger stießen Anleihen wie auch Aktien aus der Türkei ab und investierten ihre Gelder außerhalb des Landes. Die Gegenmaßnahmen der türkischen Zentralbank konnten die Lage etwas stabilisieren. Der politische Streit und seine ökonomischen Folgen sorgten auch in Europa für Verunsicherung. Viele europäische Unternehmen und Banken sind wirtschaftlich in der Türkei engagiert. Ein starker Einbruch der türkischen Wirtschaft dürfte daher auch zu Verlusten bei vielen europäischen Unternehmen führen. Zudem führte die Furcht vor einem Überspringen der Krise in der Türkei auf andere Schwellenländer zu Kursverlusten.

Im weiteren Monatsverlauf kam jedoch auch wieder verstärkt Hoffnung auf eine Stabilisierung der Lage in der Türkei und in einigen unter Druck geratenen Schwellenländern auf. Für Entspannung sorgte auch das in Aussicht stehende Gespräch zwischen den USA und China, bei dem sich die USA und China eine Deeskalation des Handelskonfliktes zum Ziel gesetzt haben. Zudem wirkten die bilateralen Vereinbarungen zwischen den USA und Mexiko für ein neues Freihandelsabkommen stimulierend. Ende des Monats wurden in Washington zudem auch mit Kanada Gespräche zur Einbeziehung in das Abkommen aufgenommen, dass damit das nordamerikanische Freihandelsabkommen Nafta ersetzen könnte. Sollte es hier zu einer Einigung kommen, dürfte dies die Aktienkurse weiter befördern. ■

**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

### Euroraum unverändert auf Wachstumskurs

Das merkliche Wirtschaftswachstum hält im Euroraum an. Gemäß aktuellen Angaben von Eurostat ist das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) im 2. Quartal um 0,4 % gestiegen, nachdem es bereits im 1. Quartal um 0,4 % zugelegt hatte. Unter den großen Volkswirtschaften des Euroraums wiesen Deutschland (+0,5 %) und Spanien (+0,6 %) einen überdurchschnittlichen Zuwachs auf. In Frankreich und Italien (jeweils +0,2 %) expandierte das BIP hingegen weniger deutlich. Angesichts der nach wie vor günstigen Wirtschaftsstimmung ist in naher Zukunft mit einem weiteren Voranschreiten des Konjunkturaufschwungs im Euroraum zu rechnen. Dies setzt jedoch voraus, dass sich das globale Umfeld im Zuge der Handelskonflikte nicht gravierend verschlechtert.

### Geringere Industrieproduktion

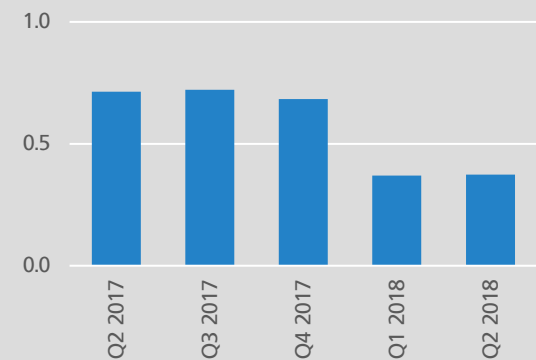
Zur Jahresmitte haben die Industriebetriebe des Währungsraums ihre Erzeugung leicht zurückgefahren. Der Ausstoß ist im Juni gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 0,7 % gesunken. Zuvor, im Mai, hatte die Produktion noch spürbar zugelegt (+1,4 %). In den kommenden Monaten dürfte sie wieder etwas an Fahrt aufnehmen. Hierauf lässt zumindest die Auftragsentwicklung schließen. Zwar ist der Order-Indikator jüngst, im Juli, um 1,6 Punkte auf 6,0 Punkte gefallen. Er befindet sich aber nach wie vor über dem entsprechenden Vorjahreswert.

### Etwas stärkerer Preisauftrieb

Im Juli ist die Inflationsrate des Euroraums, auf Basis des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), leicht von 2,0 % im Vormonat auf 2,1 % gestiegen. Zwar hat der Preisanstieg bei Nahrungsmitteln nachgelassen (+2,5 % gegenüber +2,7 % im Juni). Der schwächere Preisauftrieb dieser Komponente wurde jedoch durch stärkere Anstiege bei anderen Komponenten überkompensiert. Insbesondere die Energiepreise legten im Juli deutlicher zu als zuvor (+9,5 % gegenüber +8,0 %). Die Dienstleistungspreise stiegen um 1,4 %, nachdem sie sich im Juni um 1,3 % verteuert hatten.

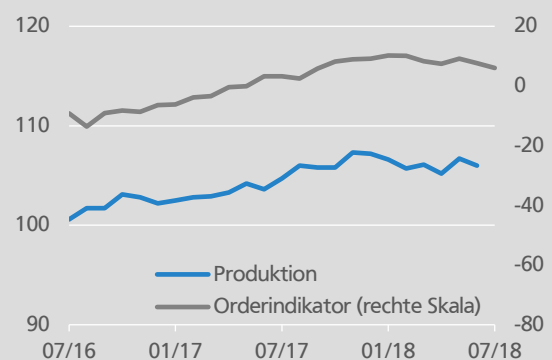
#### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

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



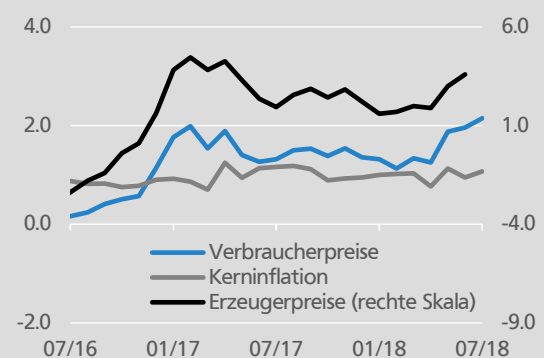
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## 0,5 % BIP-Wachstum in Deutschland

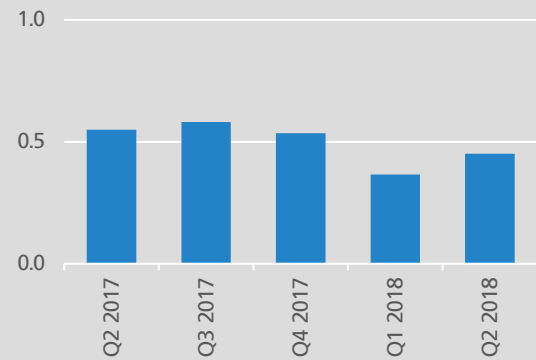
Nicht nur im Euroraum als Ganzes, auch in Deutschland ist die gesamtwirtschaftliche Entwicklung weiterhin aufwärtsgerichtet. Hierzulande hat sich das Wirtschaftswachstum im 2. Quartal wie erwartet sogar leicht beschleunigt. Den jüngsten Schätzungen des Statistischen Bundesamtes zufolge stieg die BIP-Verlaufsrate von (minimal aufwärtsrevidierten) 0,4 % im Jahresauftaktquartal auf 0,5 % im Frühjahrsquartal. In der Sommerprognose des BVR wurde ein Anstieg von 0,3 % auf 0,4 % prognostiziert.

Die Wachstumsimpulse gingen im 2. Quartal weiterhin in erster Linie von der Binnennachfrage aus. Die privaten Haushalte und der Staat haben ihre Konsumausgaben erhöht (um +0,3 % bzw. +0,6 %). Die Investitionen legten ebenfalls zu. Sowohl in Ausrüstungen (+0,3 %) als auch in Bauten (+0,6 %) und sonstige Anlagen (+0,3 %) wurde mehr investiert. Der Außenhandel verminderte den BIP-Anstieg dagegen rechnerisch. Zwar nahmen die Exporte trotz des schwieriger gewordenen globalen Umfelds zu (+0,7 %). Die Importe expandierten jedoch stärker (+1,7 %).

Trotz der hohen weltwirtschaftlichen Risiken (Stichworte: Handelskonflikte, Brexit, Verfall der türkischen Lira) legen jüngste Schätzungen des BVR für das zweite Halbjahr eine Fortsetzung des Wirtschaftswachstums nahe. Der Rückgang wichtiger Frühindikatoren, wie der des Industrie-Auftragseingangs, lassen jedoch eine Abschwächung der Wachstumsdynamik erwarten.

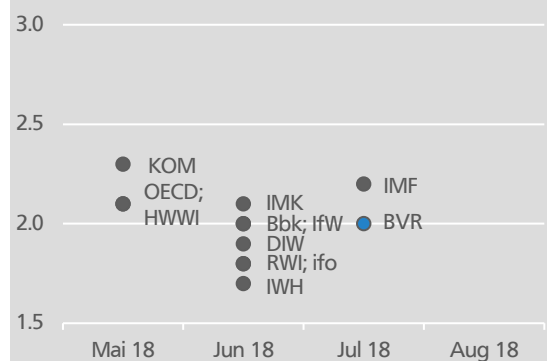
### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschland

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



### Konjunktur 2018 - 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

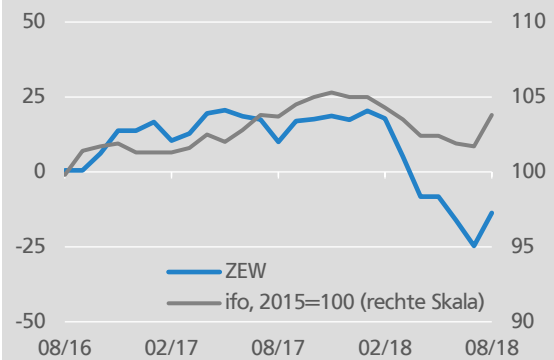
## Etwas verbesserte Konjunkturerwartungen

Die seit Jahresbeginn andauernde Talfahrt der ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland schritt zuletzt nicht weiter voran. Im Gegenteil: Der auf einer monatlichen Umfrage unter Finanzmarktexperten beruhende Indikator ist merklich von -24,7 Punkten im Juli auf -13,7 Punkte im August gestiegen. Der ifo Geschäftsklimaindex für Deutschland ist im August ebenfalls gestiegen, um 2,1 auf 103,8 Punkte. Maßgeblich für die Aufhellung der Stimmungsindikatoren dürfte die sich abzeichnende Entspannung im Handelskonflikt zwischen den USA und der EU gewesen sein. So haben die Präsidenten der EU-Kommission und der USA Ende Juli beschlossen, Verhandlungen über den Abbau von bilateralen Handelsbarrieren aufzunehmen. Während dieser Verhandlungen sollen keine neuen Zölle erhoben werden.

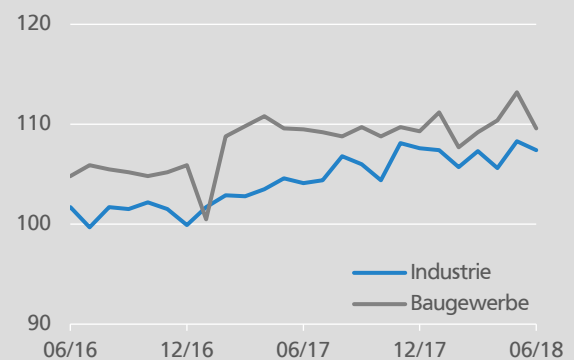
## Schwache Industriedaten

Im Juni zeigten die amtlichen Verlaufsdaten zur Industrieproduktion in Deutschland ein leicht eingetrübtes Bild. Über das gesamte 2. Quartal betrachtet fiel die Entwicklung aber günstiger aus. Wie das Statistische Bundesamt anhand vorläufiger Berechnungen mitteilte, ist die industrielle Erzeugung im Juni preis-, kalender- und saisonbereinigt um 0,8 % zurückgegangen. Im Mai hatte der Ausstoß allerdings sehr deutlich zugenommen (+3,0 %), sodass es auch im gesamten 2. Quartal zu einem Anstieg kam (+0,3 %). Im Baugewerbe gab die Produktion im Juni ebenfalls nach (-3,2 %); im Quartalsvergleich legte die Erzeugung jedoch sehr kräftig zu (+1,6 %). Im Gegensatz zur Produktion entwickelte sich der Auftragseingang der deutschen Industrie zuletzt überwiegend schwach. Gemäß den aktuellen amtlichen Daten sind die Bestellungen im Juni um deutliche 4,0 % gesunken. Verantwortlich hierfür war vor allem ein spürbarer Auftragschwund aus dem Ausland (-4,7 %). Insbesondere die Bestellungen aus den Partnerländern außerhalb des Euroraums gaben vor dem Hintergrund der zunehmenden Verunsicherung in der Handelspolitik merklich nach (-5,9 %). Im gesamten 2. Quartal ist der Auftragszugang um 1,6 % gesunken.

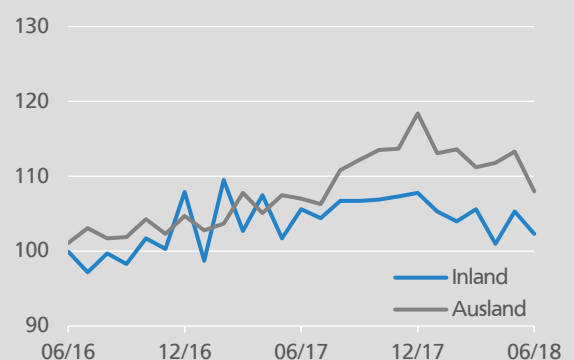
**Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland**  
Saldenwerte, saisonbereinigt



**Produktion Deutschland**  
2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



**Aufträge Deutschland**  
2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BVR

### Inflationsrate auf 2,0 % gesunken

Der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe hat sich in Deutschland etwas abgeschwächt. Der Verbraucherpreisindex lag im Juli um 2,0 % über seinem Vorjahreswert. Im Juni waren die Verbraucherpreise um 2,1 % gestiegen. Für den leichten Rückgang der Inflationsrate waren in erster Linie die Nahrungsmittelpreise verantwortlich, die sich im Juli weniger stark verteuerten als zuvor (+2,6 % nach +3,4 % im Juni). Von den Erzeugerpreisen geht nach wie vor ein spürbarer Druck auf die Verbraucherpreise aus. Die Erzeugerpreise sind im Juli um 3,0 % gestiegen.

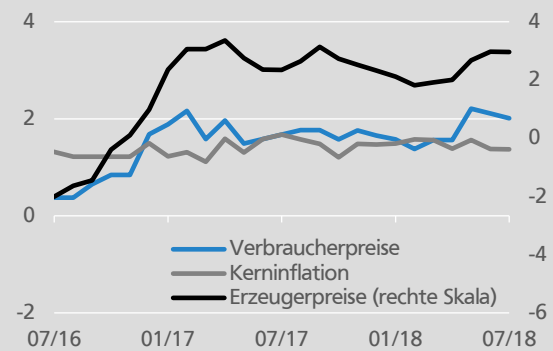
### Deutlich weniger Insolvenzen

Das Insolvenzgeschehen hat sich in Deutschland weiter entspannt. Von den Amtsgerichten im Mai 1.616 Unternehmens- und 5.574 Verbraucherinsolvenzen gemeldet. Gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat ist die Zahl der Firmenpleiten um 8,4 % gesunken; die Zahl der Verbraucherpleiten gab sogar um 11,9 % nach. Zum kräftigen Rückgang der Insolvenzzahlen trug neben den anhaltend günstigen konjunkturellen und strukturellen Rahmenbedingungen auch ein Sondereffekt bei: Den Gerichten standen im April wegen der Lage des Osterfests mehr Arbeitstage zur Verfügung als im Vorjahr. Der Kalendereffekt dürfte die Insolvenzen im April erhöht und im Folgemonat Mai vermindert haben.

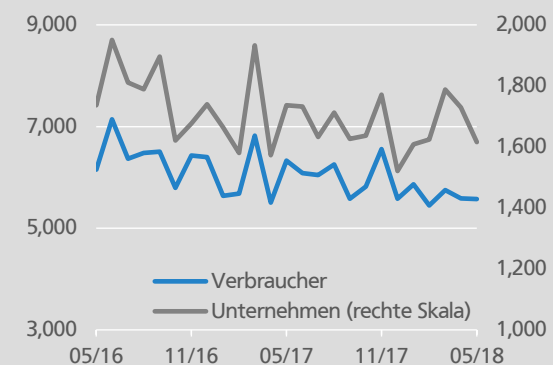
### Arbeitsmarkt entwickelt sich weiterhin günstig

Am deutschen Arbeitsmarkt setzen sich die günstigen Trends fort. Zwar ist die Arbeitslosenzahl im Juli gegenüber dem Vormonat zwar um 49.000 auf 2,325 Millionen Menschen gestiegen. Der Anstieg resultierte jedoch allein aus saisonalen Gründen. In der um die jahreszeitlich üblichen Einflüsse bereinigten Rechnung ist die Arbeitslosenzahl aber um 6.000 Menschen gesunken. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote blieb im Vormonatsvergleich unverändert bei 5,2 %. Im Gegensatz zur Arbeitslosigkeit sind Beschäftigung und Erwerbstätigkeit vom langfristigen Trend her nach wie vor aufwärtsgerichtet. ■

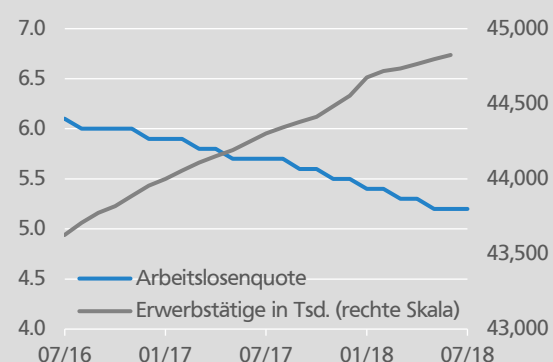
**Verbraucher- und Erzeugerpreise Deutschland**  
gg. Vorjahr in Prozent



**Insolvenzen Deutschland**  
Monatliche Fallzahlen



**Arbeitslosenquote und Erwerbstätige Deutschland**  
in Prozent, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BVR