

# 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)

## Lohnwachstum: nicht mehr viel Luft nach oben

In Deutschland sind die Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmerstunde im ersten Halbjahr 2017 gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum saisonbereinigt um 2,3 % gestiegen. Modellbasierte Schätzungen des BVR legen nahe, dass die gute Arbeitsmarktlage mit 0,2 Prozentpunkten zu diesem Lohnwachstum beitrug.

Die Schätzungen signalisieren darüber hinaus, dass der Anstieg der Arbeitnehmerentgelte im Einklang mit den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen erfolgte. Demnach scheint momentan das Potenzial für ein höheres Lohnwachstum begrenzt zu sein, da sonst das Beschäftigungswachstum gedämpft wird oder sogar Beschäftigungsverluste drohen.

Grundlage für die Schätzungen ist ein Lohn-Phillips-Kurven-Modell, das bereits von den Ökonomen der Deutschen Bundesbank für eine Analyse der Lohndynamik im Euroraum verwendet wurde. Gemäß dem gewählten Modellrahmen bewegen sich die Löhne langfristig im Gleichklang mit der Arbeitsproduktivität und den Preisen. Darüber hinaus hängt das Lohnwachstum in der kurzen bis mittleren Frist von der Arbeitsmarktlage ab.

Das Lohn-Phillips-Kurve-Modell verdeutlicht, dass auf Dauer nur dann ein höheres Reallohnwachstum möglich ist, wenn die Arbeitsproduktivität stärker steigt. Dies wiederum setzt Innovationen und höhere Investitionen voraus. Die wirtschaftspolitischen Akteure sollten daher auch nach der Bundestagswahl in ihren Bestrebungen nicht nachlassen, auf mehr Innovationen und höhere Investitionen hinzuwirken.



### Inhalt

<b>Lohnwachstum:</b> <b>nicht mehr viel Luft nach oben</b>	<b>2</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	
<b>Finanzmärkte</b>	<b>7</b>
Dr. 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>	

## Lohnwachstum: nicht mehr viel Luft nach oben

Modellbasierte Schätzungen des BVR signalisieren, dass die Lohnentwicklung in Deutschland zuletzt im Einklang mit den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen erfolgte. Demnach scheint momentan das Potenzial für ein höheres Lohnwachstum begrenzt zu sein, da sonst Beschäftigungsverluste drohen. Die Schätzungen legen zudem nahe, dass die derzeit gute Arbeitsmarktlage die Jahreswachstumsrate der Arbeitnehmerentgelte um etwa 0,2 Prozentpunkten höher ausfallen lässt.

### Ist die Lohndynamik aktuell zu gering?

Die Lohnentwicklung ist eines der am meisten diskutierten wirtschaftspolitischen Themen. Arbeitgeber warnen häufig vor zu hohen Lohnabschlüssen, die den Beschäftigtenbestand in den Unternehmen gefährden könnten. Gewerkschaften vertreten hingegen vielfach die Auffassung, dass die Löhne stärker angehoben werden müssten, um etwa verteilungspolitisch motivierte Ziele zu erreichen. In die Diskussion speziell um die Lohnentwicklung hierzulande hat das Gewerkschaftslager in der Vergangenheit von ungewohnter Seite Hilfe erhalten. So plädierte der Chefvolkswirt der Europäischen Zentralbank, Peter Praet, für höhere Verdienststeigerungen in Ländern wie Deutschland, deren Inflationsrate niedrig und deren Arbeitsmarkt in guter Verfassung seien. Seiner Ansicht nach könnten höhere Lohnabschlüsse in Deutschland einerseits auf einen besseren Ausgleich der Handels- und Kapitalströme im Euroraum hinwirken und andererseits die durchschnittliche Lohnentwicklung im Währungsraum mit dem Inflationsziel der Notenbank von annähernd 2 % in Einklang bringen. Auch der Chefökonom des Internationalen Währungsfonds, Maurice Obstfeld, sprach sich dafür aus, dass die Löhne in Deutschland etwas stärker steigen sollten.

Adressaten dieser Appelle sind neben den staatlichen Akteuren vor allem auch die unabhängigen Tarifparteien, welche die Lohnentwicklung hierzulande maßgeblich beeinflussen. Als Grundlage für die Lohnverhandlungen zwischen Arbeitnehmern und Arbeitgebern wird im Allgemeinen die goldene Lohnregel verwendet, die besagt, dass der Lohnzuwachs dem Pro-

duktivitätszuwachs zuzüglich der Inflationsrate entsprechen sollte. Nun stellt sich die Frage, ob die aktuelle Lohnentwicklung in Deutschland im Einklang mit den genannten wirtschaftlichen Faktoren steht. Dieser Frage wird nachfolgend mit einer empirischen Analyse nachgegangen.

### Schätzung eines Lohn-Phillips-Kurven-Modells

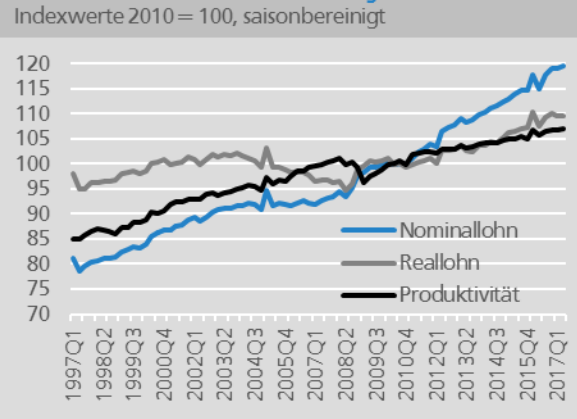
Den methodischen Ansatzpunkt der Analyse liefert die nach dem britischen Wirtschaftswissenschaftler A. W. Phillips benannte Phillips-Kurve. Phillips beobachtete einen negativen Zusammenhang zwischen der Arbeitslosenquote und der Lohnsteigerungsrate im Vereinigten Königreich (*Economica*, November 1958), der sich stilisiert in Form einer Kurve darstellen lässt. In modernen Versionen der Phillips-Kurve wird die Lohnsteigerungsrate häufig durch die allgemeine Inflationsrate ersetzt und zudem um die Inflationserwartungen erweitert. Einige Ökonomen sind allerdings der Meinung, dass der Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation nicht stabil ist und die Phillips-Kurve somit obsolet sei.

Die Analyse der Lohnentwicklung in Deutschland wird konkret anhand eines Lohn-Phillips-Kurven-Modells vorgenommen, das die Phillips-Kurve mit den theoretischen Konzepten der Lohn-Kurve kombiniert. Das Modell orientiert sich an einer Spezifikation der Ökonomen Olivier Blanchard und Lawrence F. Katz (*AER Papers and Proceedings*, Mai 1999) und wurde im vergangenen Jahr auch von den Ökonomen der Deutschen Bundesbank mit Paneldaten für den Euroraum geschätzt (*Monatsbericht*, Dezember 2016). Gemäß dem gewählten Modellrahmen bewegen sich die Löhne langfristig im Gleichklang mit der Arbeitsproduktivität und den Preisen. Darüber hinaus hängt das Lohnwachstum in der kurzen bis mittleren Frist von der Arbeitsmarktlage ab.

Einen ersten Eindruck über die Entwicklung der genannten Variablen liefern die Abbildungen 1 und 2. Den Angaben des Statistischen Bundesamtes zufolge sind die Nominallöhne von der Tendenz her deutlich aufwärtsgerichtet. Die durchschnittlichen Arbeitnehmerentgelte legten in den vergangenen zwanzig Jahren von 21,41 Euro je Arbeitnehmerstunde im Jahresdurchschnitt 1997 auf 31,46 Euro in 2016 zu, was im Mittel einer jährlichen Zuwachsrate von 2,0 % entspricht. Zuletzt, im ersten Halbjahr 2017, ist der Index der Arbeitnehmerentgelte gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum saisonbereinigt um 2,3 % gestiegen. Im längeren Zeitraum vom ersten Quartal 1997 bis zum zweiten Quartal 2017 kletterten der Index um rund 47 %. Unter Berücksichtigung der allgemeinen Teuerung verlief der Lohnentwicklung weniger dynamisch. So legten die Reallohne, berechnet als Quotient des Nominallohnindex und des Verbraucherpreisindex (VPI), vom ersten Quartal 1997 bis zum zweiten Quartal 2017 um etwa 12 % zu. Die Arbeitsproduktivität, gemessen am preisbereinigten Bruttoinlandsprodukt je geleisteter Erwerbstätigenstunde, expandierte demgegenüber zeitgleich mehr als doppelt so stark. Sie klettert in saisonbereinigter Rechnung um rund 26 %.

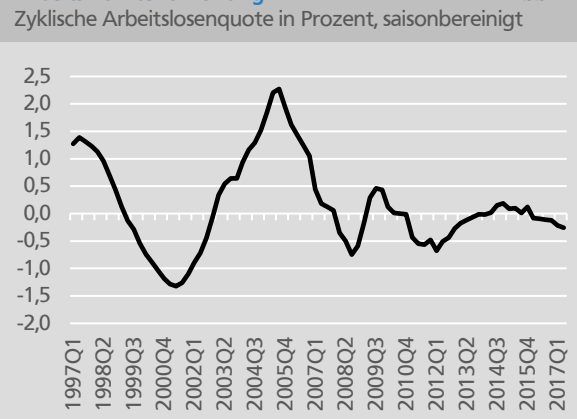
Als Indikator für die Arbeitsmarktlage wird analog zur Schätzung der Deutschen Bundesbank eine zyklische Arbeitslosenquote einbezogen (siehe Abb. 2). Sie wird als Differenz aus der tatsächlichen Arbeitslosenquote und einer geschätzten strukturellen Arbeitslosenquote berechnet. Als Maß für die strukturelle Arbeitslosenquote werden die von der EU-Kommission ermittelten Angaben zur NAWRU verwendet, der Arbeitslosenquote also, bei welcher durch Lohnerhöhungen kein Inflationsschub ausgelöst wird. Gemäß der zyklischen Arbeitslosenquote hat die Auslastung des Arbeitsmarktes in den zurückliegenden zwanzig Jahren teilweise recht deutliche Schwankungen erfahren. Besonders niedrig war die zyklische Arbeitslosigkeit zu Beginn des Jahres 2001, besonders hoch zur Jahresmitte 2005. Zuletzt, im ersten Halbjahr 2017, lag die tatsächliche Arbeitslosenquote um etwa 0,2 % unter der strukturellen Quote.

Lohn- und Produktivitätsentwicklung Abb. 1



Quelle: Destatis, Berechnungen des BVR

Arbeitsmarktentwicklung Abb. 2



Quelle: Eurostat, EU-Kommission, Berechnungen des BVR

Lohn-Philips-Kurve-Modell Abb. 3

$$\Delta w_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta p_{t-1} + \alpha_2 \Delta y_t + \alpha_3 (w_{t-1} - p_{t-1} - y_{t-1}) + \alpha_4 CU_t + \varepsilon_t$$

Koeffizienten (t-Werte)

- $\alpha_0 = 0,006 (3,795)^{***}$
- $\alpha_1 = -0,450 (-1,535)$
- $\alpha_2 = 0,765 (6,003)^{***}$
- $\alpha_3 = -0,041 (-2,056)^{**}$
- $\alpha_4 = -0,003 (-2,430)^{**}$

$R^2 = 0,362$ ,  $N = 82$ ,  $***$ ,  $**$  und  $*$  zeigen Signifikanz auf dem 1%-, 5%- und 10%-Signifikanzniveau.

Quelle: Schätzungen des BVR

Mit den genannten Reihen wird nun das Lohn-Phillips-Kurven-Modell geschätzt. Die Ergebnisse der Modellschätzung werden in Abbildung 3 gezeigt. In diesem Modell wird die Veränderung des logarithmierten Nominallohnindex zum Vorquartal ( $\Delta w$ ) durch die entsprechenden Quartalsveränderungsraten des Verbraucherpreisindex ( $\Delta p$ ) und des logarithmierten Produktivitätsindex ( $\Delta y$ ) sowie die zyklische Arbeitslosenquote (CU) bestimmt. Die Veränderungsrate des Verbraucherpreisindex geht mit einer Verzögerung von einem Quartal in die Schätzgleichung ein, was die erwartete Inflationsrate approximieren soll. In die Gleichung ist zudem ein um ein Quartal verzögerter Fehlerkorrekturterm eingefügt ( $w-p-y$ ), der den langfristigen Zusammenhang zwischen der logarithmierten Lohnentwicklung, den logarithmierten Preisen und der logarithmierten Produktivität reflektiert.

#### Modell-Zusammenhänge weitgehend bestätigt

Alles in allem bestätigen die in Abbildung 3 gezeigten Schätzergebnisse die im Lohn-Phillips-Kurven-Modell erwarteten Zusammenhänge. Hierbei ist allerdings eine Einschränkung zu machen. Zwar besitzt der Koeffizient der zyklischen Arbeitslosenquote in der Schätzgleichung mit  $-0,003$  wie erwartet ein negatives Vorzeichen und ist zudem auf einem Signifikanzniveau von 5 % als statistisch bedeutsam anzusehen. Der Koeffizient der Preisentwicklung scheint jedoch statistisch insignifikant zu sein und weist zudem entgegen der ökonomischen Intuition mit  $-0,450$  ein negatives Vorzeichen auf. Die Ursache für diesen Befund dürfte darin liegen, dass die Inflationserwartungen hierzulande offenbar sehr stabil verankert sind. Ihr Einfluss auf das kurz- und mittelfristige Lohnwachstum scheint daher nicht systematisch zu sein. Dies unterscheidet Deutschland vom Euroraum als Ganzes, für den die Fachleute der Deutschen Bundesbank in ihren Schätzungen der Lohn-Phillips-Kurve durchweg positive und teilweise signifikant von Null verschiedene Preis-Koeffizienten ermittelten. Neben der zyklischen Arbeitslosenquote scheint auch die Produktivität für die Lohnentwicklung sehr bedeutsam zu sein. Der Produktivitäts-Koeffizient liegt bei  $0,765$  und ist als hochgradig signifikant anzusehen.

Auch der Fehlerkorrekturterm kann offenbar einen Teil der Schwankungen in der Lohnentwicklung erklären. Den Schätzungen zufolge liegt der Koeffizient des Fehlerkorrekturterms bei  $-0,041$  und ist auf einem Signifikanzniveau von 5 % bedeutsam. Dies signalisiert, dass sich eventuell bestehenden Abweichungen der Lohn- von der Preis- und Produktivitätsentwicklung vom Vorquartal im laufenden Quartal um 4,1 % abbauen. Die Werte des Fehlerkorrekturterms ergeben sich als Quotient aus dem Reallohnindex und dem Produktivitätsindex und sind damit auch als reale Lohnstückkosten interpretierbar. Sie können einen Beitrag zur Beantwortung der Frage leisten, inwieweit die Lohnentwicklung im Einklang mit der Preis- und Produktivitätsentwicklung steht und sollen daher etwas genauer betrachtet werden. Vorab ist allerdings drauf hinzuweisen, dass die Skalierung des Fehlerkorrekturterms stark von der gewählten Indexierung der einbezogenen Reihen abhängt (hier  $2010 = 100$ , denkbar wäre aber auch beispielsweise  $1997 = 100$ ). Aussagen über mögliche Abweichungen von einem Gleichgewicht kann der Term daher nicht liefern. Hierzu wäre eine Kointegrationsanalyse notwendig, die jedoch den Umfang dieser Untersuchung sprengen würde.

Die realen Lohnstückkosten befanden sich Ende der 1990er Jahre auf einem vergleichsweise hohen Niveau (siehe Abb. 4). Deutschland galt damals in Hinblick auf die Wachstums- und Arbeitsmarktentwicklung als kranker Mann Europas, was unter anderem von dem Ökonomen Hans-Werner Sinn in seinem Buch „Ist Deutschland noch zu retten?“ eingehend beschrieben wurde. In der ersten Hälfte der 2000er Jahre sind die Lohnstückkosten dann aber sichtlich zurückgegangen. Grund hierfür dürften die strukturellen Anpassungen gewesen sein, die in Reaktion auf das schwache Wirtschaftswachstum und die hohe Arbeitslosigkeit vorgenommen wurden. Zu nennen sind hier etwa die Hartz-Reformen, die nachweislich zu einem besseren Ausgleich zwischen Arbeitsangebot und -nachfrage führten. Im Zuge der strukturellen Anpassungen ging der Reallohn von der Tendenz her über einen längeren Zeitraum zurück, während die Produktivitätsentwicklung tendenziell weiter aufwärtsgerichtet blieb (siehe Abb. 1). Der Rückgang der realen Lohnstückkosten

kam erst mit dem Einsetzen der globalen Rezession im Jahr 2008 zum Stillstand. Der konjunkturelle Einbruch führte zu einem spürbaren Einschnitt in der Produktivität, da einem massiven Rückgang des Bruttoinlandsprodukts eine weniger starke Anpassung des Arbeitsvolumens gegenüberstand. Vor diesem Hintergrund sind die realen Lohnstückkosten im Winterhalbjahr 2008/2009 spürbar gestiegen. In den darauffolgenden Quartalen kam es dann angesichts der einsetzenden wirtschaftlichen Erholung zu einer Gegenbewegung.

Spätestens seit 2013 sind die realen Lohnstückkosten vom Trend her wieder aufwärtsgerichtet. Ihr Anstieg verlief jedoch seitdem moderat und ihr Niveau lag zuletzt, im zweiten Quartal 2017, noch immer merklich unter den Ständen, die Ende der 1990er Jahre ausgewiesen wurden. Die realen Lohnstückkosten befanden sich zuletzt in etwa auf ihrem Durchschnittswert der vergangenen zwanzig Jahre, was nahelegt, dass sich die Lohnentwicklung aktuell im Einklang mit der Preis- und Produktivitätsentwicklung vollzieht. Darauf deutet auch die Tatsache hin, dass die vom Modell bestimmte Lohnentwicklung gegenüber der tatsächlichen Lohnentwicklung zuletzt weder noch oben noch nach unten Hinweise auf Verzerrungen zeigte.

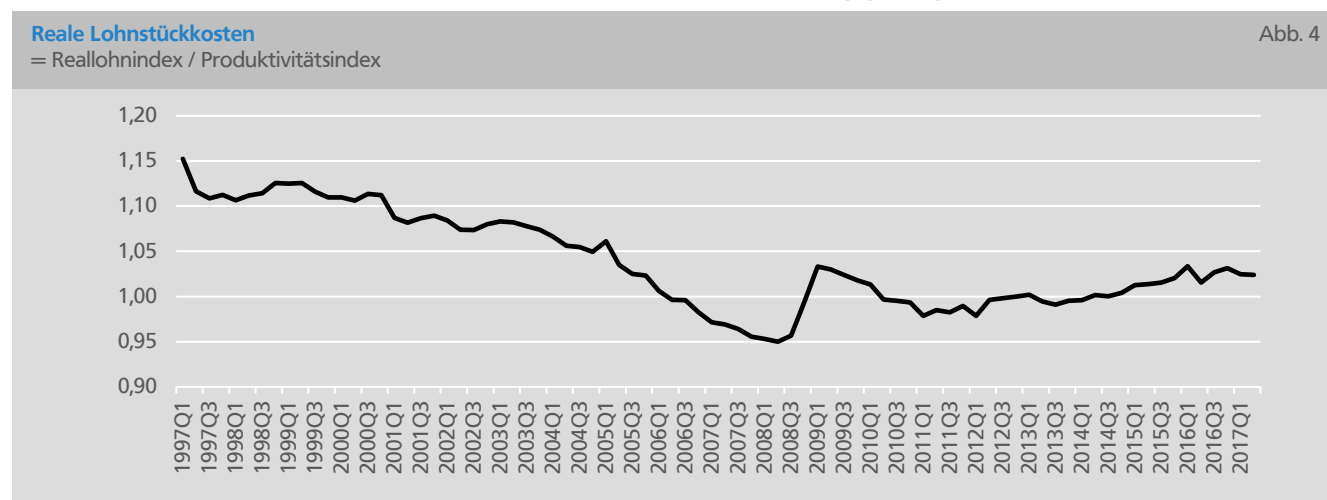
Von Seiten des Arbeitsmarkts, der sich derzeit in einer vergleichsweise guten Lage befindet, scheinen momentan nur wenige Impulse für die Lohnentwicklung auszugehen. So liegt die tatsächliche Arbeitslosen-

quote wie bereits erwähnt nur leicht unter der strukturellen Arbeitslosenquote (siehe Abb. 2). Die Modellschätzungen signalisieren, dass die niedrige zyklische Arbeitslosenquote für sich betrachtet im ersten Halbjahr 2017 mit etwa 0,2 Prozentpunkten zum Wachstum der Nominallöhne von 2,3 % beitrug. Damit wäre rund ein Zehntel des Lohnwachstums auf die gute Arbeitsmarktlage zurückzuführen.

### Fazit

Wie sind die Schätzergebnisse einzuordnen? Zunächst einmal ist festzustellen, dass die Ergebnisse nicht rein empirisch, sondern auch durch die Theorie getrieben sind. Wie bei allen empirischen Arbeiten präjudiziert der gewählte Modellrahmen zumindest teilweise die Ergebnisse. Dies erfolgt hier aber vor dem Hintergrund eines breiten theoretischen Fundaments.

Eine Erkenntnis die sich aus den Schätzungen ergibt ist, dass der Phillips-Kurven-Zusammenhang offenbar nicht obsolet ist, wie einige Ökonomen denken. Im Gegenteil: in den vergangenen zwanzig Jahren bestimmte in Deutschland offenbar auch die Arbeitsmarktlage die Lohnentwicklung. Ein Anstieg (bzw. Rückgang) der zyklischen Arbeitslosenquote ging in der kurzen und mittleren Sicht im Allgemeinen mit einem Rückgang (bzw. Anstieg) des Lohnwachstums einher. Längerfristig scheint die Lohnentwicklung hingegen vor allem durch die Preis- und Produktivitätsentwicklung geprägt zu werden.



Quelle: Berechnungen des BVR

Darüber hinaus legen die Schätzungen nahe, dass das Lohnwachstum zuletzt weitgehend im Einklang mit der wirtschaftlichen Entwicklung erfolgte. Die Forderungen nach deutlich höheren Lohnabschlüssen sind daher eher kritisch zu sehen. Vielmehr scheint das Potenzial für ein höheres Lohnwachstum aktuell begrenzt zu sein, da sonst Beschäftigungsverluste drohen. Das Lohn-Phillips-Kurve-Modell verdeutlicht zudem, dass auf Dauer nur dann ein höheres Reallohnwachstum möglich ist, wenn die Arbeitsproduktivität stärker steigt. Dies wiederum setzt Innovationen und höhere Investitionen voraus. Die wirtschaftspolitischen Akteure sollten daher auch nach der Bundestagswahl in ihren Bestrebungen nicht nachlassen, auf mehr Innovationen und höhere Investitionen hinzuwirken.



## Finanzmärkte

### Kreditdynamik bleibt nahezu konstant

Das Kreditwachstum an Haushalte und Unternehmen im Euroraum blieb im August nahezu unverändert zu den Vormonaten. Das Volumenwachstum der um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten ausgegebenen Kredite an Haushalte belief sich auf 2,7 % p.a. wie auch im Vormonat. Kredite an Unternehmen zeigten mit einem Jahreswachstum von 2,5 % eine leicht höhere Dynamik als im Juli (+0,1 Prozentpunkte). Damit setzt sich der langsame aber trendmäßige Anstieg der Kreditdynamik im Euroraum der letzten Monate fort.

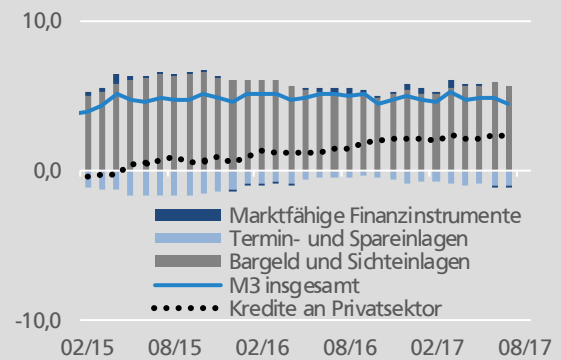
### Geldmengenwachstum erholt sich im August

Das Geldmengenwachstum hat sich im August wieder erholt, nachdem die Wachstumsrate im Juli rückläufig war. Das jährliche Wachstum von M3 belief sich bei 5,0 %. Weiterhin prägend für das Wachstum blieb die eng gefasste Geldmenge M1, die eine Wachstumsrate von 9,5 % p.a. im August aufwies (Wachstumsbeitrag: 5,9 Prozentpunkte). Die weniger liquiden Spareinlagen trugen mit einer Jahreswachstumsrate von -2,7 % -0,9 Prozentpunkte zum Geldmengenwachstum von M3 bei. Nahezu neutral für das Wachstum von M3 zeigte sich das Wachstum der marktfähigen Finanzinstrumente mit einem Beitrag von lediglich -0,1 Prozentpunkten.

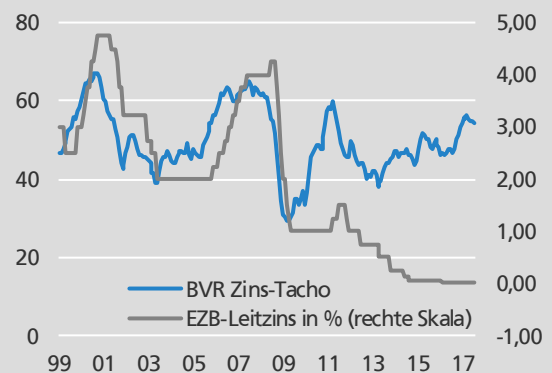
### Inflationsdruck moderat

Der BVR-Zinstacho, der den Inflationsdruck im Euroraum misst, zeigte auch im September weiterhin nur einen moderaten Druck auf die Teuerungsraten an. Der Index stieg zum Vormonat leicht um einen Punkt auf 55 Punkte. Preisimpulse sind derzeit lediglich von der guten Konjunktorentwicklung zu erwarten. Da jedoch die Lohnentwicklung bisher noch eher moderat geblieben ist, ist mit einer Teuerungsspirale nicht zu rechnen. Zudem drückt der stärkere Euro zusätzlich auf die Preisentwicklung.

Beiträge zum M3-Wachstum  
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



BVR Zins-Tacho  
in Punkten



	Jul. 17	Aug. 17	Sep. 17
<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>55</b>	<b>54</b>	<b>55</b>
Konjunktur (50 %)	70	70	72
Preise/Kosten (40 %)	36	35	35
Liquidität (10 %)	52	52	52

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

### EZB wartet weiter ab

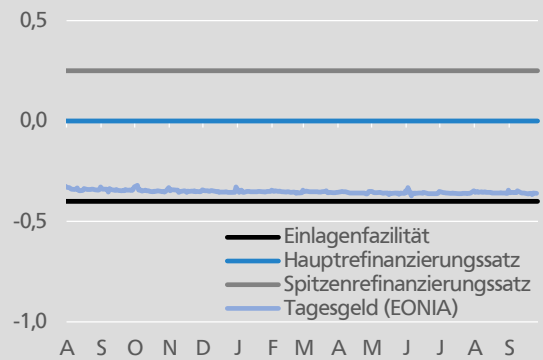
Auch auf der ersten geldpolitischen Sitzung der EZB nach der Sommerpause im September wurden keine Beschlüsse zum Ausstieg aus der noch immer ultralockeren Geldpolitik gefasst. Jedoch kündigte Mario Draghi an, dass er damit rechne, dass auf der Oktober-Sitzung des EZB-Rates Details bzgl. einer Verlängerung des Anleihekaufprogramms beschlossen würden. Der EZB-Rat beließ damit alles unverändert. Allerdings verließ die EZB ihrer Sorge um die zunehmende Stärke des Euro erneuten Ausdruck. Ihrer Meinung nach könnte der stärkere Euro die Teuerung im Euroraum wie auch die zuletzt breite Wachstumsdynamik dämpfen. Die Erwartung der EZB, dass die Inflationsraten bereits zum Ende des Jahres wieder leicht sinken könnten, liegt allerdings eher in einem absehbaren Basiseffekt bei den Energiepreisen begründet. Erst in mittlerer Frist ist ein Einwirken des Wechselkurses zu erwarten. Deshalb korrigierte die EZB ihre Inflationsprognosen für die beiden kommenden Jahre leicht, um 0,1 Prozentpunkte, nach unten auf jetzt 1,2 bzw. 1,5 % für 2018 und 2019.

Während die EZB noch an ihrem Ausstiegskurs feilt, hat die Fed auf ihrer September-Sitzung nachdrücklich bestätigt, dass sie auf ihrem geldpolitisch straffenden Kurs bleiben wird. Dabei beginnt sie im Oktober damit, ihre Bilanz langsam zu reduzieren, die sie durch die QE-Programme auf 4,5 Mio. US-Dollar aufgebläht hat. Beginnend mit einem Volumen von monatlich 10 Mrd. US-Dollar plant sie in jedem Quartal die nicht wieder reinvestierte Summe um jeweils 10 Mrd. US-Dollar auf bis zu 50 Mrd. US-Dollar zu erhöhen. Zudem zeigte sich Fed-Chefin Janet Yellen davon überzeugt, dass die US-Konjunktur weiter auf einem dynamischen Kurs bleibe, weshalb noch im laufenden Jahr mit einem weiteren Zinsschritt zu rechnen sein wird.

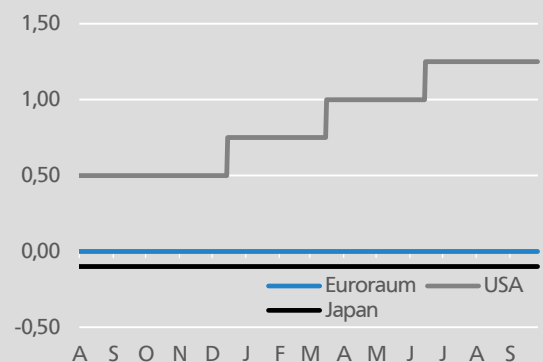
### Keine Änderungen am Geldmarkt

Auch im September zeigte der Geldmarkt nahezu keine Bewegung. Der Tagesgeldsatz EONIA verharrte auf Monatsicht auf einem Stand von -0,36 %, der 3-Monats-Euribor bei -0,33 %. Lediglich der 12-Monats-Euribor zeigte eine leicht rückläufige Tendenz. Er notierte am 26. September bei -0,17 % einen Basispunkt unter seinem Stand von Ende August.

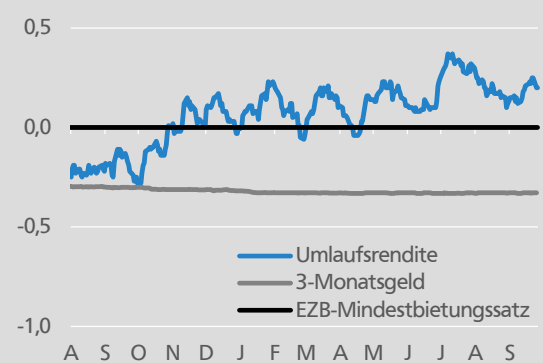
Wichtige Zinsen im Euroraum  
in Prozent



Notenbankzinsen international  
in Prozent



Geld- und Kapitalmarktzinsen  
in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream



### Renditeanstiege an den Bondmärkten

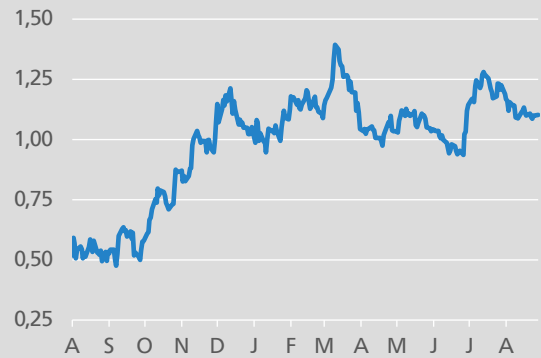
Wenn auch in nicht allzu großem Umfang, so zeigten sich seit Ende August nahezu in allen Volkswirtschaften des Euroraums wie auch in Großbritannien und den USA Renditeanstiege bei Staatspapieren. Deutsche Anleihen zehnjähriger Laufzeit verzeichneten einen Renditeanstieg bis zum 26. August von 4 Basispunkten auf zuletzt 0,41 % (Umlaufrendite: +5 Basispunkte auf 0,20 %). Ausgeprägter Anstieg wird bedacht, dass die Renditen bis zur EZB-Ratssitzung am 07. September noch gefallen waren. Dabei ist der Anstieg im Nachgang zur letzten EZB-Ratssitzung erklärungsbedürftig, da die Märkte sich eher enttäuscht davon zeigten, dass keine Informationen zum Fortgang des Anleihekaufprogramms verkündet wurden und dies damit eher auf einen sehr langsamen Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik hindeuten lässt.

Gegen den Trend steigender Renditen zeigten portugiesische Anleihen einen ausgeprägten Renditerückgang von 45 Basispunkten (2,41 %) auf Monatssicht. Dabei profitierte Portugal von der Heraufstufung des Ratings des Landes durch Standard & Poor's, womit portugiesische Anleihen nun wieder als anlagewürdig gelten.

Außerhalb des Euroraums stiegen die Renditen in Großbritannien auf Monatssicht deutlich an. Diese lagen für zehnjährige Anleihen am 26. September 28 Basispunkte (1,33 %) über ihrem Stand von Ende August. Die Bank of England (BoE) hat auf ihrer monatlichen geldpolitischen Sitzung Mitte September eine schneller als erwartete Straffung ihrer Geldpolitik in Aussicht gestellt. Damit scheint ein erster Zinsanstieg in Großbritannien noch in diesem Jahr anzustehen. Die Märkte reagierten entsprechend mit einem Anziehen der Renditen. In den USA war der Renditeanstieg bei zehnjährigen Anleihen des Staates mit 7 Basispunkten (2,23 %) geringer ausgeprägt als im Vereinigten Königreich. Jedoch stützte auch hier die Fed mit dem Plan, weiter an einer geldpolitischen Normalisierung festzuhalten, die Renditeentwicklung.

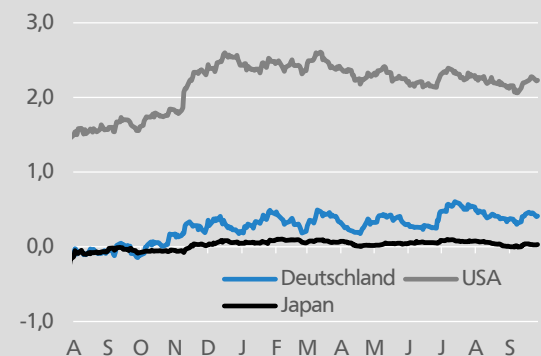
#### Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



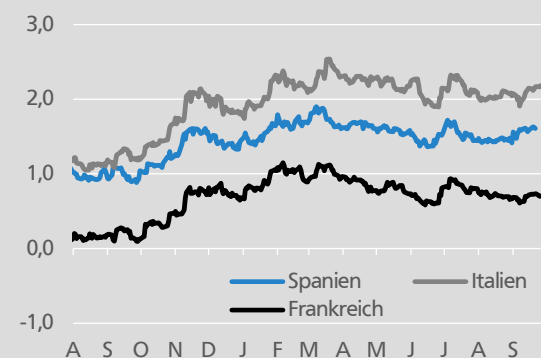
#### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



#### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Euro pendelt sich bei einem Kurs von 1,20 ein

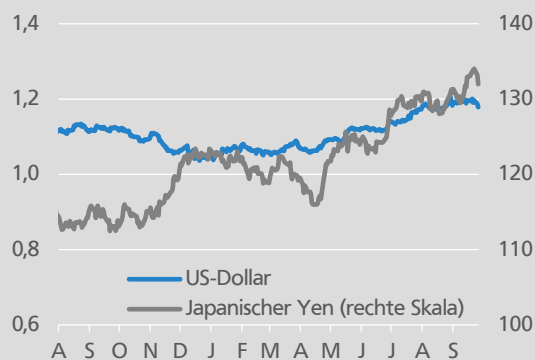
Nachdem der Euro seit Ende April nahezu in jedem Monat gegenüber dem US-Dollar zugelegt hatte, pendelte sich der Kurs in den vergangenen Wochen bei ca. 1,20 US-Dollar je Euro ein. Zu Beginn dieser Woche gab der Eurokurs jedoch signifikant nach. So kostete ein Euro am 26. September im Vergleich zum Stand von Ende August mit 1,18 US-Dollar je Euro 1 Cent weniger. Insbesondere die noch immer große Unsicherheit um einen Ausstieg der EZB aus ihrer ultralockeren Geldpolitik sorgte zuletzt für einen dämpfenden Effekt auf den Eurokurs. Weiterhin stützend auf den Kurs der Gemeinschaftswährung wirkt hingegen die anhaltende Wachstumsdynamik im Euroraum.

Während der Euro seit dem Sommer an Wert zulegte, hat das Britische Pfund hingegen in den vergangenen Monaten Kursverluste erlitten. Diese konnte die britische Währung zuletzt aber aufholen. Wesentlich hierfür waren Ankündigungen der BoE, die einen ersten Leitzinsanstieg seit Beginn der Finanzkrise noch in diesem Jahr erahnen lassen. Wesentlich für die weitere Kursentwicklung des Pfund sollte auch der Fortgang der Austritts-Gespräche des Vereinigten Königreichs aus der EU sein. Nachdem die Verhandlungen lange festgefahren schienen, könnten durch erste Signale der Kompromissbereitschaft von Seiten der britischen Premierministerin May vergangene Woche neue Initiativen ausgehen. May hatte in Aussicht gestellt, rund 20 Mrd. Euro der EU nach dem Austritt zur Verfügung zu stellen. Dafür verlangte sie jedoch eine längere Übergangsphase nach dem Austritt, in der der Zugang Großbritanniens zum europäischen Binnenmarkt sichergestellt wäre.

Deutlich an Wert verloren zum Euro hat zuletzt der Japanische Yen. Auf Monatsicht betrug der Kursverlust 1,3 %. Zwischenzeitlich hatte der Verlust sogar bei knapp 3 % gelegen. Ursächlich hierfür dürfte die anhaltende expansive Geldpolitik der japanischen Zentralbank sein, die im Unterschied zur EZB aber noch länger an ihrer ultralockeren Geldpolitik festhalten möchte. Diese Woche angekündigte vorgezogene Neuwahlen des Parlaments könnten durch zusätzliche politische Unsicherheiten den Yen weiter unter Druck setzen.

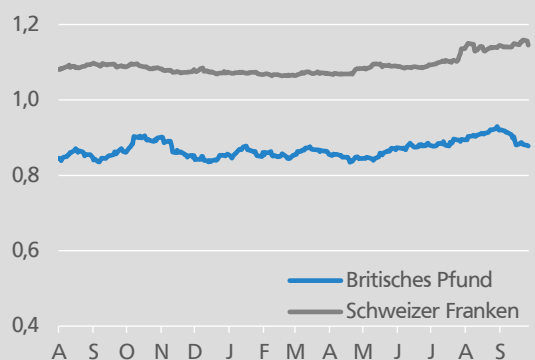
### Euro-Wechselkurs (I)

Ausländerwährung pro Euro



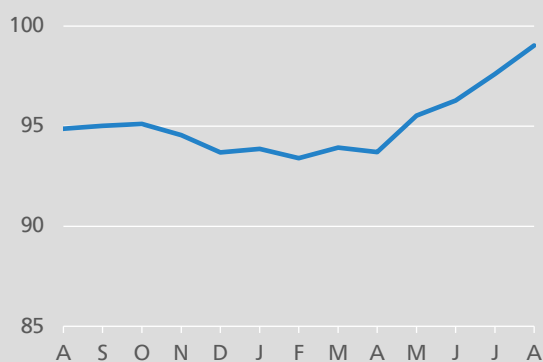
### Euro-Wechselkurs (II)

Ausländerwährung pro Euro



### Effektiver Wechselkurs des Euro

in Euro, Quartal 1, 1999=100



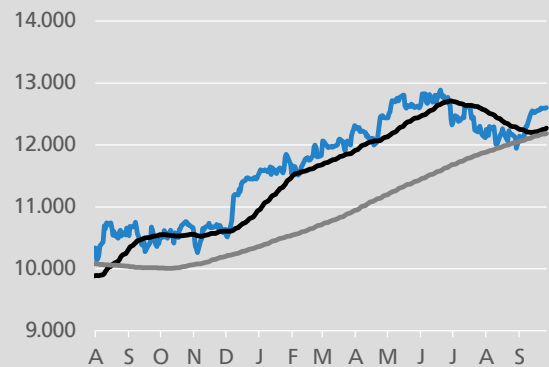
Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Börsen global im Aufwind

Die Börsen weltweit konnten im September deutliche Kursgewinne verbuchen. Dabei zeigten sich vor allem die positiven Konjunktur- und Stimmungsindikatoren für die Hinzugewinne ursächlich. Auf dem deutschen Börsenparkett konnte der Leitindex DAX auf Monats-sicht bis zum 26. September bis auf 12.605 Punkte zu-legen. Das entsprach einem Plus von 4,0 %. In den bei-den Vormonaten hatte der DAX noch jeweils spürbare Kursrückgänge zu verkraften, die in Zusammenhang mit der Aufwertung des Euro standen. Der Aufwärtstrend schien zuletzt aber gestoppt. Wichtige Konjunkturindikatoren wie der ifo-Geschäftsklimaindex hatten ohnehin keine Stimmungseintrübung in den Vormonaten feststellen können. Auch der Ausgang der Bundes-tagswahl hat zu keinen nennenswerten Ausschlägen bei Aktien geführt. Dies dürfte aber im Wesentlichen darauf beruhen, dass bereits vor der Wahl nahezu Einigkeit darüber herrschte, dass mit Angela Merkel und der CDU viele vorherige Verantwortungsträger auch nach der Wahl im Amt verbleiben würden.

Positive Konjunkturdaten kamen auch aus dem restli-chen Euroraum, weshalb auch der Eurostoxx 50 auf Monatssicht deutliche Gewinne einfuhr. Der Index ge-wann 3,4 % seit Ende August und lag am 26. August bei 3.536 Punkten. Neben positiven Nachrichten über das derzeitige Wachstum dürften auch zuletzt ange-gangene Strukturreformen, wie bspw. die Arbeits-marktreform in Frankreich, zu mehr Zuversicht bei In-vestoren geführt haben. Außerhalb des Euroraums markierte die US-Börse in den vergangenen Wochen nahezu jede Woche ein neues Allzeithoch. Zuletzt lag der Leitindex Dow Jones bei 22.284 Punkten, was ein Plus von 2,2 % gegenüber Ende August bedeutete. Da-bei schien die US-Börse zuletzt vor allem durch die gu-ten Nachrichten vom Arbeitsmarkt und der robusten Konjunkturentwicklung geleitet worden zu sein. Risi-ken wie die Zuspitzung des Streits der USA mit Nord-korea oder die Folgen der Wirbelstürme Harvey und Irma hatten kaum negative Wirkung auf die Aktien-kurse. Auch die innenpolitischen Auseinandersetzun-gen um die Anhebung der Schuldengrenze hinterlie-ßen keine Spuren an den Börsen. ■

**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

### Wachstumsdaten bestätigt

Anfang September hat Eurostat detaillierte Angaben zum Wirtschaftswachstum des Euroraums für das zweite Quartal veröffentlicht und dabei das zentrale Ergebnis seiner Schnellschätzung von Mitte August bestätigt. Demnach hat sich die BIP-Verlaufsrate von 0,5 % im ersten Quartal auf 0,6 % erhöht. Ein wichtiger Wachstumstreiber waren im Frühjahr erneut die Konsumausgaben, die im Zuge der besseren Arbeitsmarkt- und Einkommensperspektiven um 0,5 % ausgeweitet wurden und mit 0,4 Prozentpunkten zum BIP-Anstieg beitrugen. Auch die Anlageinvestitionen legten merklich zu (Verkaufsrate +0,9 % nach -0,3 % im Vorquartal). Die Nettoexporte steuerten mit 0,1 Prozentpunkten zum BIP-Wachstum bei.

### Geringfügiger Produktionsanstieg

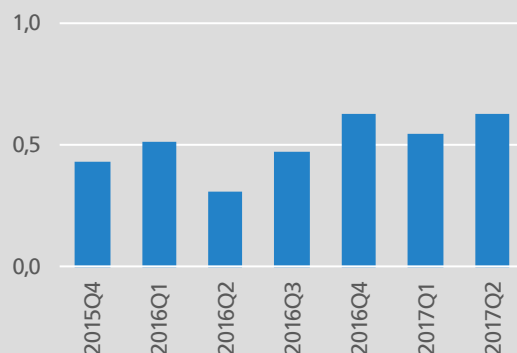
Im Juli ist die Industrieproduktion wieder auf ihren Expansionspfad eingeschwenkt. Der Ausstoß ist gegenüber dem Vormonat kalender- und saisonbereinigt um 0,1 % gestiegen. Zuvor hatte die Produktion – nach drei Monaten Wachstum in Folge – im Juni moderat nachgegeben (-0,6 %). In naher Zukunft ist mit einer weiter steigenden Erzeugung zu rechnen. Darauf deutet zumindest der Order-Indikator hin. Zwar ist der Indikator jüngst, im August, gegenüber dem Vormonat leicht um 0,6 Punkte auf 1,6 Punkte gesunken. Er befindet sich aber weiterhin auf einem sehr hohen Niveau.

### Verbraucherpreise legen etwas stärker zu

Die Inflationsrate des Euroraums, gemessen am Harmonisierten Verbrauchspreisindex (HVPI), ist jüngst leicht von 1,3 % im Juli auf 1,5 % im August gestiegen. Maßgeblich hierfür waren die Energiepreise, die sich stärker verteuerten als zuvor (+4,0 % gegenüber +2,2 %). Auf der Erzeugerstufe hat sich die Preisdynamik zuletzt allerdings weiter vermindert. Die industriellen Erzeugerpreise kletterten im Juli um 2,0 %, nachdem sie im Mai und Juni noch um 3,4 % bzw. 2,4 % zugelegt hatten.

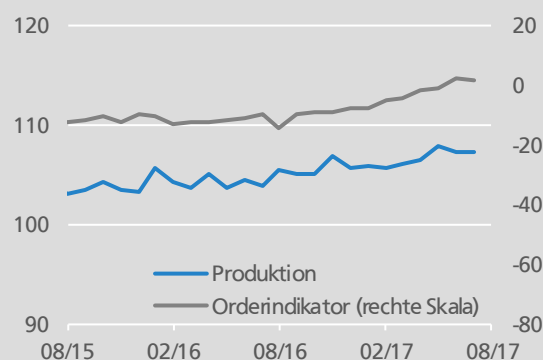
#### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

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



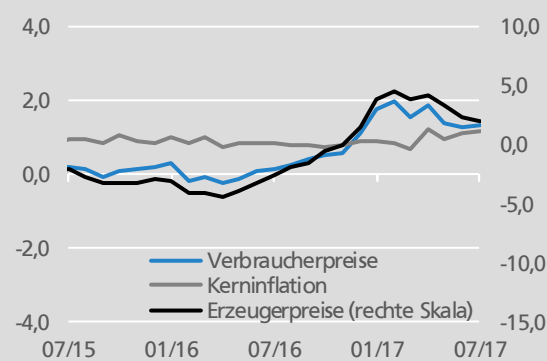
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

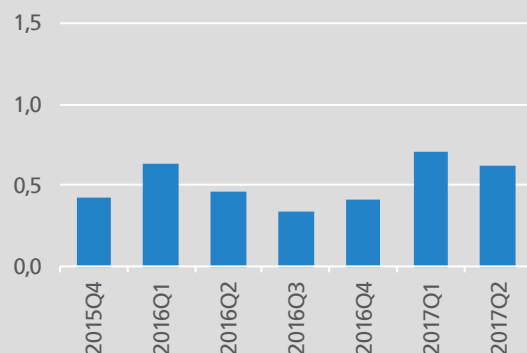
## Forscher heben BIP-Prognosewerte an

In den zurückliegenden Wochen haben viele Wirtschaftsforschungsinstitute ihre Herbst-Konjunkturprognose vorgelegt. Die Einschätzungen zum preisbereinigten BIP-Wachstum Deutschlands in 2017 wurden dabei zumeist nach oben korrigiert. So gehen beispielsweise die Fachleute des Rheinisch-Westfälischen Instituts für Wirtschaftsforschung (RWI) davon aus, dass das BIP nicht um 1,6 % wie im Sommer erwartet, sondern um 1,9 % expandieren wird. Als Grund für die Aufwärtskorrektur werden die jüngst vom Statistischen Bundesamt vorgenommenen Revisionen genannt. Demnach ist die deutsche Wirtschaft mit einem etwas höheren statistischen Überhang in das Jahr 2017 gestartet als zuvor gedacht (+0,6 % statt +0,5 %) und das Wachstum im ersten Quartal ist leicht stärker ausgefallen (+0,7 % gegenüber +0,6 %). Zudem sorgte eine statistische Umstellung im Baugewerbe dafür, dass hier für das Jahr 2017 mit einem deutlich höheren Investitionswachstum gerechnet wird. Das grundsätzliche Konjunkturbild hat sich nach Einschätzung der RWI-Experten durch die Revisionen aber nicht verändert.

Insgesamt streuen die BIP-Prognosewerte für 2017 derzeit nur wenig. Sie befinden sich vielfach bei knapp 2 %. In Hinblick auf die Perspektiven für das kommende Jahr ist demgegenüber eine deutlich höhere Schwankungsbreite zu verzeichnen. So gehen die Konjunkturforscher des Hamburgischen WeltWirtschaftsinstituts (HWWI) davon aus, dass die Dynamik des Aufschwungs etwas nachlassen wird. Sie erwarten, dass die Beschäftigung und damit auch die Einkommen und der private Konsum mit verringerten Tempo zunehmen wird und rechnen vor diesem Hintergrund mit einem preisbereinigten BIP-Anstieg um 1,6 %. Deutlich optimistischer sind hingegen die Experten des Instituts für Weltwirtschaft (IfW). Nach ihrer Einschätzung nähert sich die deutsche Wirtschaft der Hochkonjunktur was 2018 zu einer Wachstumsbeschleunigung auf 2,2 % führen dürfte. Der BVR befindet sich mit seiner BIP-Prognosewert von 1,7 % weiterhin im Mittelfeld des aktuellen Prognosespektrums.

### 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

### Perspektiven werden weiter optimistisch gesehen

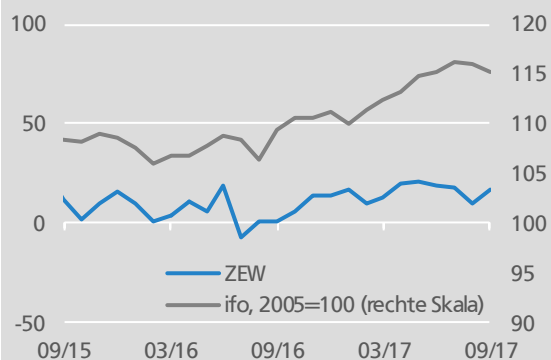
Ausgehend von einem sehr hohen Niveau hat sich die Stimmung in den Unternehmen der gewerblichen Wirtschaft Deutschlands im September leicht verschlechtert. Der ifo Geschäftsklimaindex ist gegenüber dem Vormonat um 0,7 Punkte auf 115,2 Punkte gesunken, nachdem er bereits im August etwas nachgegeben hatte. Für den Rückgang des Frühindikators waren sowohl die aktuelle Lage als auch die Zukunftserwartungen verantwortlich, die von den befragten Unternehmen insgesamt weniger positiv bewertet wurden. Zur leichten Eintrübung der Perspektiven dürften unter anderem die jüngste Aufwertung des Euro-Wechselkurses beigetragen haben. Im Gegensatz zu den Einschätzungen in den Unternehmen, hat der Optimismus unter Finanzmarktexperten deutlich zugenommen. Die auf einer monatlichen Expertenumfrage beruhenden ZEW-Konjunkturerwartungen sind im September um 7 Punkte auf 17 Punkte gestiegen.

### Industrie: höhere Produktion aber weniger Aufträge

Die deutsche Industrie hat im Juli ihren Ausstoß etwas erhöht. Bei den Aufträgen musste sie jedoch einen leichten Dämpfer hinnehmen. Die Industrieproduktion ist gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 0,3 % gestiegen. Damit konnte der Rückgang vom Juni (-1,0 %) teilweise ausgeglichen werden. Auch im Baugewerbe legte die Produktion wieder zu (+0,5 %), nachdem sie im Juni zurückgegangen war. Der industrielle Auftragseingang ist im Juli um 0,7 % gesunken. Ausschlaggebend hierfür waren die inländischen Bestellungen, die nach einem sehr kräftigen Anstieg im Vormonat (+4,8 %) im Juli um 1,6 % nachgaben, während die ausländischen Bestellungen stagnierten. In dem von kurzfristigen Schwankungen weniger stark betroffenen Zweimonatsbereich April/Mai gegenüber Juni/Juli legten die Aufträge aber insgesamt um 1,1 % zu. Alles in allem lässt die Entwicklung des Auftragseingangs zusammen mit dem nach wie vor hohe Niveau wichtiger Stimmungsindikatoren ein Andauern der günstigen Industriekonjunktur erwarten.

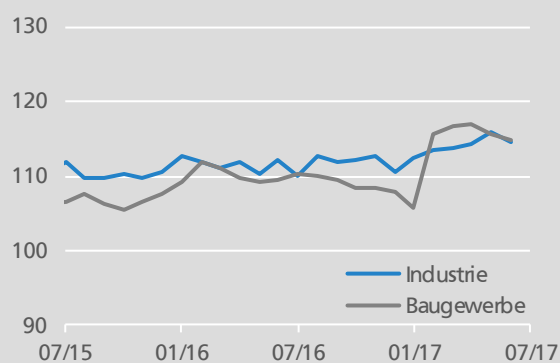
#### Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland

Saldenwerte, saisonbereinigt



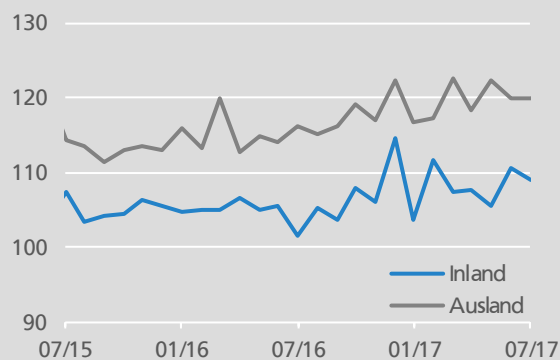
#### Produktion Deutschland

2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Aufträge Deutschland

2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt

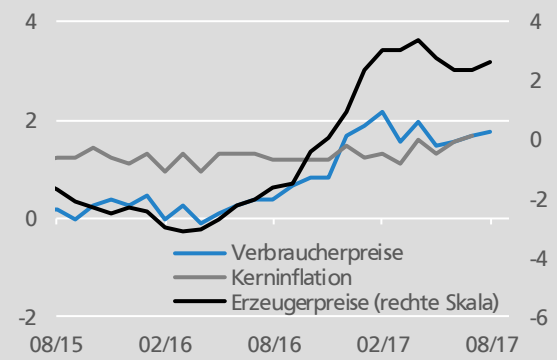


Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Inflationsrate auf 1,8 % gestiegen

Nicht nur im Euroraum als Ganzes, auch in Deutschland hat sich der Anstieg der Verbraucherpreise etwas beschleunigt. Gemäß dem Verbraucherpreisindex (VPI) kletterte die Inflationsrate von 1,7 % im Juli auf 1,8 % im August. Für den Anstieg waren auch hierzulande in erster Linie die Energiepreise verantwortlich, die sich im Vormonatsvergleich stärker verteuerten (+2,3 % gegenüber +0,9 %). Auch für Nahrungsmittel mussten die Verbraucher mehr Geld aufwenden (+3,0 % nach +2,7 %). Die Erzeugerpreise sind im August um 2,6 % gestiegen, nachdem sie im Juli um 2,3 % zugelegt hatten.

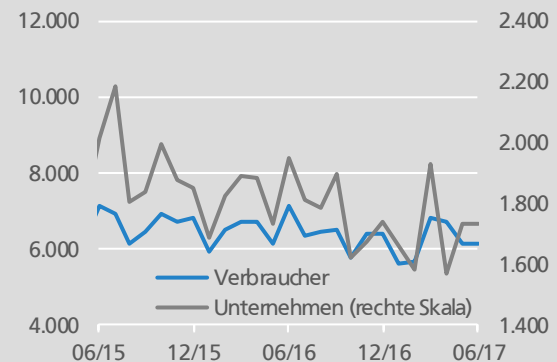
Verbraucher- und Erzeugerpreise Deutschland gg. Vorjahr in Prozent



### Weniger Insolvenzen im ersten Halbjahr

In Deutschland hat sich das Insolvenzgeschehen im ersten Halbjahr weiter entspannt. Von den Amtsgerichten wurden 10.246 Unternehmens- und 36.123 Verbraucherinsolvenzen erfasst. Die Zahl der Firmenpleiten ist damit gegenüber den ersten sechs Monaten des Vorjahres um 6,7 % zurückgegangen. Bei den Verbraucherinsolvenzen fiel der Rückgang mit einer Rate von -8,0 % noch stärker aus. Zuletzt, im Juni, sind die Unternehmens- bzw. Verbraucherinsolvenzen im Vergleich zum Vorjahresmonat um deutliche 11,2 % bzw. 13,9 % gesunken.

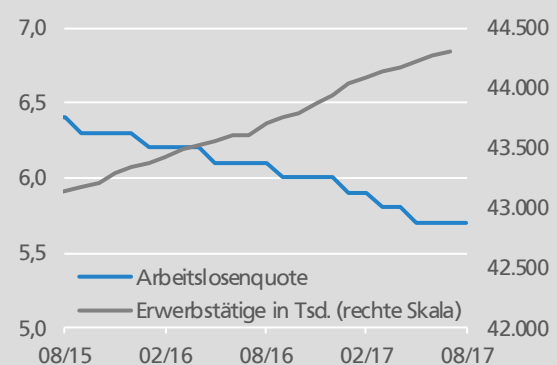
Insolvenzen Deutschland Monatliche Fallzahlen



### Arbeitsmarktaufschwung hält an

Am Arbeitsmarkt haben sich die günstigen Trends fortgesetzt. Die Zahl der Arbeitslosen nahm im August gegenüber dem Vormonat zwar um 27.000 Menschen auf 2,545 Mio. zu. Dies resultierte jedoch allein aus saisonalen Gründen. In der um die üblichen saisonalen Faktoren bereinigten Rechnung ist die Arbeitslosenzahl um 5.000 Personen gesunken. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote verharrte bei 5,7 %. Beschäftigung und Erwerbstätigkeit blieben aufwärtsgerichtet. Die Erwerbstätigenzahl kletterte jüngst, im Juli, saisonbereinigt um 42.000 Menschen.

Arbeitslosenquote und Erwerbstätige Deutschland in Prozent, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream