

# 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)

## Gute Konjunktur überdeckt ungenutzte Wachstumsreserven

In Deutschland bleiben erhebliche Wachstumschancen ungenutzt. Bei den Unternehmen hat sich der Abstand zwischen den Produktivitätsführern und den Nachzüglern in den vergangenen Jahren ausgeweitet. Dies deutet darauf hin, dass das gesamtwirtschaftliche Produktivitätswachstum und damit auch die Wirtschaftsleistung durch den verstärkten Einsatz fortgeschrittener Technologien und Geschäftspraktiken deutlich gestärkt werden könnte.

Vor allen Dingen sind die Manager in den Unternehmen gefordert, vorhandene Produktivitätspotentiale zu heben. Doch kann auch die Wirtschaftspolitik einen Beitrag zur Steigerung des Produktivitätswachstums leisten, wenn der technische Fortschritt durch eine geringe Markteffizienz gebremst wird oder die öffentliche Infrastruktur unzureichend ist. Besonders förderlich für die Diffusion von Innovationen ist ein wettbewerbsintensives Marktumfeld. Hierauf hat die Wirtschaftspolitik durch die Regulierung der Produktmärkte einen prägenden Einfluss.

Die Themen Digitalisierung, Innovationen und Investitionen sollten daher eine zentrale Rolle in der wirtschaftspolitischen Agenda der Bundesregierung einnehmen. Aus Sicht der mittelständischen Unternehmen ist die Verbesserung der digitalen Infrastruktur besonders dringend. Eine Daueraufgabe stellt zudem die Modernisierung und der Ausbau der Verkehrsinfrastruktur dar.



### Inhalt

<b>Gute Konjunktur überdeckt ungenutzte Wachstumsreserven</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>
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>	

## Gute Konjunktur überdeckt ungenutzte Wachstumsreserven

### Wachstum oberhalb des Trends...

Der deutschen Wirtschaft geht es gut. Seit dem Jahr 2013 befindet sich die Wirtschaft im Aufschwung und wächst aktuell im vierten Jahr in Folge schneller als im langjährigen Trend. Die im Inland erwirtschafteten Einkommen dürften gemessen am preisbereinigten Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr und dem kommenden Jahr um bis zu 2 % ansteigen. Gleichzeitig werden am Arbeitsmarkt immer neue Beschäftigungsrekorde verzeichnet und sowohl Unternehmen als auch Verbraucher zeigen sich gleichermaßen optimistisch über die Wirtschaftslage und die Aussichten.

Doch ist, Voltaire folgend, das Bessere der Feind des Guten. Gelingt es, vorhandene Wachstumshemmnisse zu beseitigen, könnte das Wirtschaftswachstum über den Konjunkturzyklus hinweg höher ausfallen. Statt des aktuellen Trendwachstums von rund 1,5 % wäre auch eine Zuwachsrate von 2 % durchaus vorstellbar, entsprechend wäre dann in Aufschwungsphasen ein noch höherer Einkommensanstieg möglich. Eine neu beginnende Legislaturperiode ist ein guter Anlass, solche Schwachstellen zu identifizieren und nach Verbesserungsmöglichkeiten zu suchen. Dies ist allemal besser, als solche Diskussionen bis zur nächsten Rezession zu verschieben.

### ... hohe internationale Wettbewerbsfähigkeit...

Deutschlands Stärken, aber auch manche Problemzonen lassen sich anhand von Indikatoren der internationalen Wettbewerbsfähigkeit illustrieren. Beim Global Competitiveness Index (GCI) des für die jährlichen, prominent besetzten Treffen in Davos bekannten World Economic Forum (WEF) befindet sich Deutschland nach den jüngsten, Ende September veröffentlichten Berechnungen, weit oben auf Platz 5 im Vergleich von 178 Ländern. Nur der Schweiz, Singapur, den USA und Finnland wird eine höhere Wettbewerbsstärke attestiert.

Bei breiten, auf einer Vielzahl von Indikatoren basierenden Vergleichen lässt eine so prominente Position nicht nur Ausdruck einer besonderen Stärke bei den Einzelindikatoren erkennen, sondern ist auch ein Zeichen dafür, dass es im Vergleich zu anderen

Top-Performern wenige gravierende Schwachstellen gibt.

Dies zeigt sich beispielsweise auch beim ZEW Innovationsindikator, bei dem sich Deutschland auf Platz 4 von 35 Ländern und damit ebenfalls weit oben behauptet. Allerdings landet Deutschland bei keinem der 5 Bereiche auf einer Topplatzierung, im aktuell so wichtigen Bereich der Digitalisierung, der vom ZEW gesondert ermittelt wurde, bewegt sich Deutschland mit Platz 17 sogar nur im Mittelfeld.

Andere Wettbewerbsindikatoren, die nicht so umfassend sind als der GCI, lassen ebenfalls in Teilbereichen eine weniger herausragende Position Deutschlands erkennen. So schneidet beim „Ease of Doing Business“-Indikator der Weltbank, Deutschland mit Platz 17 von 190 für eine fortgeschrittene Volkswirtschaft nur durchschnittlich ab. Der Ease of Doing Business-Indikator misst, wie unternehmerfreundlich die staatliche Regulierung und der Schutz der Eigentumsrechte ausgestaltet ist.

### ... Produktivitätswachstum bleibt aber bescheiden

Dies sind Hinweise darauf, dass beim Thema Unternehmertum und Innovation in Deutschland noch mehr zu erreichen ist. Diese Hinweise bestätigen sich bei einer Betrachtung der Produktivitätsentwicklung. In Abbildung 1 ist die Entwicklung der Arbeitsproduktivität in Deutschland abgetragen, gemessen als die Wirtschaftsleistung pro Erwerbstätigem bzw. pro Erwerbstätigenstunde jeweils als durchschnittliche Zunahme in 5-Jahresfenstern ab 1971.

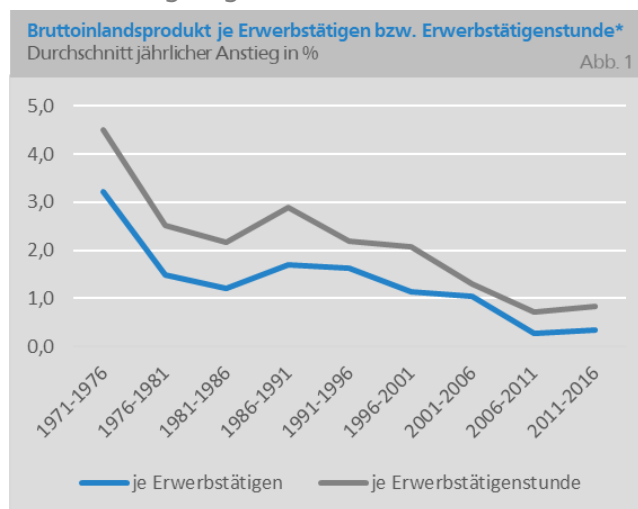
In den vergangenen fünf Jahren lag das durchschnittliche Produktivitätswachstum pro Erwerbstätigenstunde bei 0,8 % und pro Erwerbstätigem bei 0,3 %. In den 1990er Jahren hinein waren Wachstumsraten oberhalb von 2 % bzw. 1 % noch die Regel, davor waren die Zuwachsraten sogar noch merklich höher. Dass der Produktivitätsanstieg pro Erwerbstätigem noch niedriger lag als pro Erwerbstätigenstunde, ist insbesondere auf die wachsende Bedeutung der Teilzeitbeschäftigung zurückzuführen.

Während es unstrittig erscheint, dass das aktuelle Produktivitätswachstum als schwach einzuschätzen ist, gibt Abbildung 1 nicht unmittelbar einen Hinweis darauf, dass die höheren Produktivitätswachstumsraten der Vergangenheit auch heute noch erreichbar wären.

### Auswirkungen der Digitalisierung auf künftiges Wachstum unsicher

Manche Experten argumentieren, dass die guten Zeiten eben vorbei seien. Während viele Ökonomen und Zukunftsforscher in der Digitalisierung eine neue industrielle Revolution erwarten, sind andere Forscher skeptisch. In seinem Opus Magnum „The Rise and Fall of American Growth“ hat der US-amerikanische Konjunktur- und Wachstumsforscher Robert J. Gordon im vergangenen Jahr die Behauptung vertreten, dass von der Digitalisierung deutlich geringere Produktivitätsfortschritte zu erwarten seien, als von früheren Innovationen, wie etwa der Erfindung des Verbrennungsmotors oder der flächendeckenden Versorgung mit Strom.

Andere Experten, wie etwa die MIT-Forscher Erik Brynjolfsson und Andrew McAfee („The Second Machine Age: Wie die nächste digitale Revolution unser aller Leben verändern wird“, 2014) erwarten demgegenüber von der Digitalisierung massive positive Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum, die nur durch unsere begrenzten Fähigkeiten zurückgehalten werden, neue Ideen schnell genug zu verarbeiten.

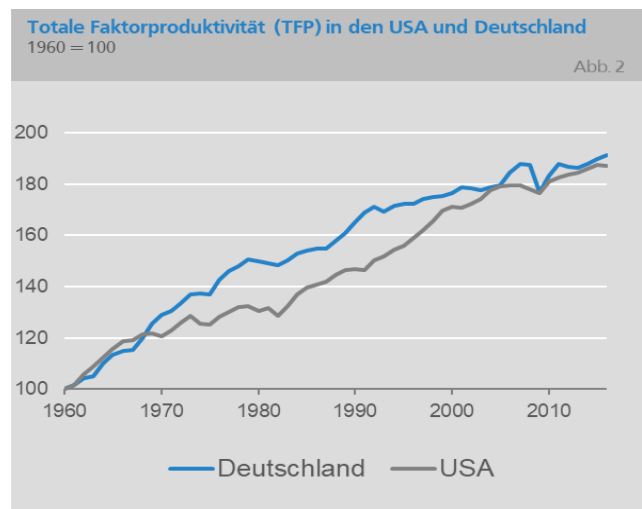


\*bis 1991 führendes Bundesgebiet  
Quelle: Destatis

### Bestehende Potentiale noch lange nicht ausgeschöpft

Die Frage, ob die Techno-Optimisten oder die Techno-Pessimisten recht haben, lässt sich bislang noch nicht beantworten. Doch bestehen auch jenseits der Frage, ob der hohe Optimismus gegenüber der Digitalisierung sich in der Zukunft bewahrheiten wird, für Deutschland auch auf der Basis der bereits vorhandenen Technologien große ungenutzte Produktivitätsreserven.

Einen Hinweis hierauf gibt ein internationaler Vergleich der Produktivitätsentwicklung. Hierzu ist in Abbildung 2 der Verlauf der so genannten Totalen Faktorproduktivität (TFP) in den USA und Deutschland dargestellt. Ein Anstieg der TFP beschreibt den Teil des Wirtschaftswachstums, der nicht durch den Einsatz zusätzlicher Ressourcen (Arbeit, Kapital) erklärt werden kann und lässt sich als Indikator des technischen Fortschritts interpretieren. Ein Vergleich der Niveaus der TFP zwischen mehreren Ländern ist nur schwerlich möglich, daher wurden die Produktivitätsniveaus am Anfang des betrachteten Zeitraums (1960) für die USA und Deutschland auf das gleiche Niveau gesetzt. Bei der Interpretation sollte im Hinterkopf behalten werden, dass die Produktivität in dieser Zeit beim Technologieführer USA spürbar höher gewesen sein dürfte als in Deutschland.



Quelle: Europäische Kommission

Im Zuge des deutschen Wirtschaftswunders und auch danach, bis etwa 1990, kam es zu einem Aufholen Deutschlands, zu erkennen an dem steileren Verlauf der Kurve. Von Anfang der 1990er Jahre bis etwa 2005 ist hingegen die Produktivität in den USA stärker gestiegen als in Deutschland. Seitdem war der Produktivitätsanstieg in beiden Ländern im Trend vergleichbar. Über den gesamten mehr als 50-jährigen Zeitraum ist der Produktivitätsunterschied zwischen den USA und Deutschland mit einem Produktivitätsanstieg um rund 90 % praktisch gleichgeblieben. Dies deutet darauf hin, dass es immer noch merkliche ungehobene Produktivitätspotentiale in Deutschland gibt.

### Produktivitätsführer entfernen sich zunehmend vom Mittelfeld

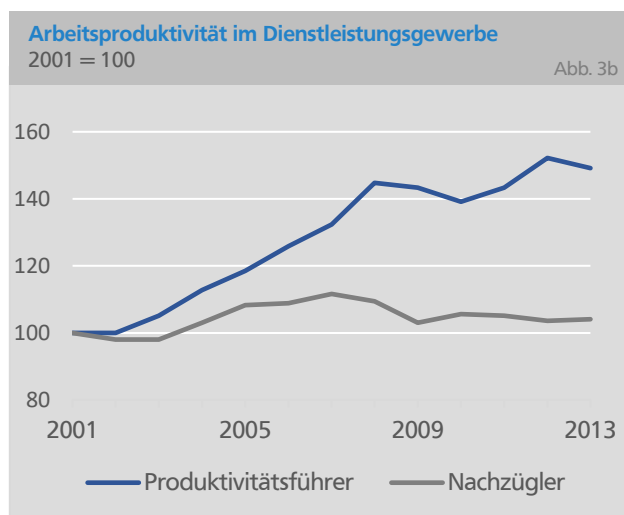
Erhebliche ungenutzte Produktivitätsreserven lassen sich nicht nur anhand makroökonomischer Kennzahlen, sondern auch auf der Grundlage von Unternehmensdaten nachweisen. Die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) hat in den vergangenen Jahren hierzu richtungweisende Arbeiten auf der Basis von Unternehmensdaten durchgeführt (z. B. Dan Andrews et al., *The Best versus the Rest: The Global Productivity Slowdown, Divergence across Firms and the Role of Public Policy*, November 2016).

Die Untersuchungen zeigen, dass die Produktivitätsun-

terschiede zwischen den einzelnen Unternehmen beträchtlich sind. Die Produktivitätsführer sind drei- bis viermal so produktiv wie die Nachzügler. Als Produktivitätsführer werden hierbei die Top-5 % der Unternehmen bezeichnet („the best“), als Nachzügler wird ihnen die Entwicklung der Durchschnittsproduktivität der übrigen 95 % der Unternehmen gegenübergestellt („the rest“). Doch sind Produktivitätsunterschied in einem solchen Umfang nicht ungewöhnlich innerhalb der einzelnen Wirtschaftszweige.

Bemerkenswert ist hingegen, dass sich der Abstand zwischen den Produktivitätsführern und den Nachzüglern beträchtlich ausweitet (Abbildungen 3a und 3b). In den gut zehn Jahren nach dem Millennium hat sich die Produktivität im verarbeitenden Gewerbe bei den Produktivitätsführern um rund ein Drittel erhöht, während sie bei den übrigen Unternehmen im Schnitt nur um weniger als 10 % gestiegen ist. Bei den Dienstleistern war der Produktivitätsanstieg der Top-Firmen mit über 40 % noch größer, während der Zuwachs bei den übrigen Unternehmen ebenfalls in der Größenordnung von unter 10 % lag.

Die Studie der OECD verwendet Unternehmensdaten aus 24 fortgeschrittenen Volkswirtschaften für eine Vielzahl von Wirtschaftszweigen. Die globalen Produktivitätsführer zeichnen sich in der Regel durch überdurchschnittliche Umsätze und eine hohe Kapitalintensität aus und zahlen auch überdurchschnittliche Löhne.



Sie sind darüber hinaus überdurchschnittlich oft Teil eines multinationalen Konzerns. Im Bereich der Industrie haben sie auch an der Beschäftigung gemessen eine überdurchschnittliche Größe.

Ein weiterer wichtiger Befund ist, dass Produktivitätsführer unter den Unternehmen in vielen Ländern zu finden sind, also nicht nur beispielsweise in den USA, sondern auch in Deutschland, Frankreich oder auch Italien. Die sich weitende Produktivitätslücke ist somit ein starker Hinweis dafür, dass die Diffusion des Produktivitätsfortschritts nicht nur zwischen, sondern auch innerhalb der Volkswirtschaften sehr unvollkommen ist und die damit verbundenen Produktivitätspotentiale bei Weitem nicht genutzt werden.

### **Ansatzpunkte für die Wirtschaftspolitik**

Überraschend groß ist das Ausmaß, in dem sich die Produktivität zwischen den Unternehmen auseinanderentwickelt. Normalerweise wäre in einer Marktwirtschaft zu erwarten, dass sich die Produktivitätsniveaus der Unternehmen tendenziell annähern, wenn die Nachzügler von den Vorreitern lernen, denn mit einer steigenden Produktivität sind auch steigende Gewinnaussichten verbunden. Dies lässt vermuten, dass neben unzureichenden unternehmerischen Anstrengungen zur Erhöhung der Produktivität auch institutionelle Hemmnisse zur Divergenz der Produktivitätsentwicklung zwischen den Unternehmen beitragen.

Aus Sicht der Wirtschaftspolitik sollte die bessere Nutzung der Produktivitätspotentiale eine hohe Priorität einnehmen. Denn ohne zusätzlichen Ressourcenverbrauch, also ohne den Einsatz von wertvoller Arbeitszeit oder den Verzehr natürlicher Ressourcen, könnte das materielle Wohlstandsniveau auf diesem Weg erhöht werden. Aber auch mit Blick auf die Tendenzen einer zunehmenden Ungleichverteilung von Einkommen in zahlreichen fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist die Divergenz der Produktivität zwischen den Unternehmen bedenklich. Wachsenden Produktivitätsunterschiede spiegeln sich auch in auseinanderlaufenden Löhnen und Gehältern wider. Eine Konvergenz der Produktivität der Nachzügler in Richtung der Produktivitätsführer würde demgegenüber zu einer Verringerung der Ungleichheit beitragen.

Zum einen sind daher die Manager in den Unternehmen gefordert, diese Verbesserungspotentiale auf der betrieblichen Ebene zu heben. Zum anderen dürften Hemmnis für höhere Produktivitätssteigerungen auf der Ebene der volkswirtschaftlichen Institutionen liegen. So kann eine geringe Markteffizienz die Diffusion des technischen Fortschritts bremsen.

### **Erhöhung der Wettbewerbsintensität**

Die Untersuchungen der OECD zeigen, dass die Produktivitätsdivergenz in Wirtschaftszweigen größer ist, die durch Produktmarktregulierungen stärker vor Wettbewerbsdruck geschützt sind. Umgekehrt ist die Produktivität dort weniger stark auseinandergelaufen, in denen Reformen der Produktmarktregulierung stärker dereguliert wurden. Schätzungen der OECD-Forscher lassen vermuten, dass durch eine umfassende Liberalisierung der Produktmärkte bis zur Hälfte der Produktivitätsdivergenz hätte vermieden werden können.

Eine höhere Wettbewerbsintensität ist für die Unternehmen ein Anreiz, fortgeschrittene Technologien und Geschäftspraktiken einzusetzen und kann Impulse für die gesamtwirtschaftliche Investitionstätigkeit auslösen. Gleichzeitig wird die durchschnittliche Produktivität durch den Austritt der am wenigsten produktiven Unternehmen erhöht. Dies wird entweder durch den Markteintritt neuer Unternehmen ausgeglichen, die oft neueste Technologien einsetzen und damit deren Diffusion voranbringen, oder durch das Wachstum innovationsstarker etablierter Unternehmen.

Ebenso ist es ein Problem, wenn die am wenigsten produktiven und nicht mehr profitablen Unternehmen zu selten aus dem Markt ausscheiden. Insofern ist ein wettbewerbsförderndes regulatorisches Umfeld eine wichtige Grundlage zur Unterstützung des Produktivitätswachstums, damit hochproduktive Unternehmen ausreichende Chancen haben, sich am Markt durchzusetzen.

### Durchlässige Arbeitsmärkte

Doch sind es nicht alleine Fragen des Wettbewerbs auf den Produktmärkten, die einer Diffusion von Innovationen entgegenstehen. In mehreren europäischen Ländern, wie z.B. in Italien, sind die Arbeitsmärkte stark segmentiert. Neue Arbeitsplätze entstehen oft im ungeschützten, flexiblen Segment des Arbeitsmarktes, während langjährig Beschäftigte eine staatlich garantierte, hohe Arbeitsplatzsicherheit genießen. Hierdurch wird es junge, wachsende Unternehmen erschwert, qualifiziertes Personal aus etablierten Unternehmen abzuwerben, da die Beschäftigten die deutlich höheren Beschäftigungsrisiken fürchten. Im Ergebnis wird die Ressource Arbeitskraft nicht optimal eingesetzt. Auch in Deutschland besteht eine Segmentierung des Arbeitsmarktes, diese ist aber nicht so ausgeprägt wie in anderen Ländern.

Die Forschung zu den Ursachen der hohen Produktivitätsunterschiede auch innerhalb einzelner Länder und Wirtschaftszeige steht noch am Anfang, die Ergebnisse dürfen deshalb nicht überinterpretiert werden. Von daher sollte kein Geheimrezept erwartet werden, wie sich das Produktivitätswachstum durch unternehmerische Entscheidungen oder durch eine zielgerichtete Wirtschaftspolitik beleben lässt. Das Ziel sollte jedoch klar sein: Allein auf der Basis der vorhandenen Technologien gibt es noch erhebliche Wachstumsreserven, die wir nutzen sollten!

### Engagement der Bundesregierung verstärken

Die Bundesregierung kann durch eine zielgerichtete Wirtschaftspolitik Einfluss auf die Innovationstätigkeit in Deutschland, und die Gewährleistung hinreichend wettbewerbsintensiver und flexibler Märkte nehmen. Damit könnte sie nicht nur dem Produktivitätswachstum Impulse geben, auch würde die immer noch ausbaufähige Investitionstätigkeit in Deutschland gestärkt werden. Hierzu ist es wichtig, dass die Themen Digitalisierung, Innovationen und Investitionen eine zentrale Rolle in der wirtschaftspolitischen Agenda der neuen Bundesregierung erhalten.

Neben der direkten Unterstützung des Mittelstands bei Innovationen und Investitionen sollte in der Politik der Bundesregierung auch nach Wegen gesucht werden, wie die Innovationstätigkeit indirekt durch strukturelle Reformen gefördert werden kann. Aber auch durch verstärkte eigene Investitionen in die öffentliche Infrastruktur kann die Bundesregierung der Innovationstätigkeit Impulse geben. Besonders dringend ist für mittelständische Unternehmen in den Regionen eine Verbesserung der digitalen Infrastruktur und gleichzeitig bleibt die Verbesserung der Verkehrsinfrastruktur eine Daueraufgabe.



## Finanzmärkte

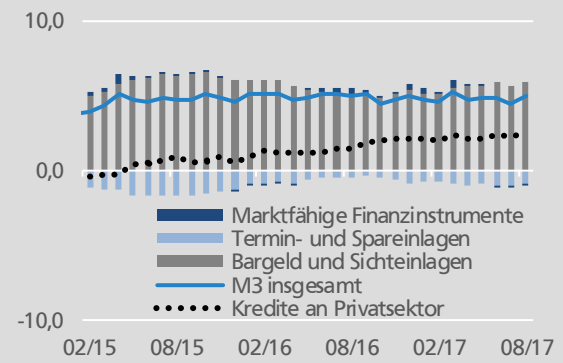
### Inflationsdruck bleibt weiter moderat

Einen nur moderaten Inflationsdruck für die kommenden Monate zeigt der vom BVR konzipierte Zinstacho für den Oktober an. Der Index blieb im Vergleich zum Vormonat mit 56 Punkten unverändert. Damit klettert der Index zwar auf einen Wert, der zuletzt vor Ausbruch der Euroschuldenkrise im Jahr 2011 gemessen werden konnte. Im Vergleich zu den Jahren vor der Finanzkrise spiegelt der derzeitige Wert aber noch immer einen eher moderaten Inflationsdruck wider.

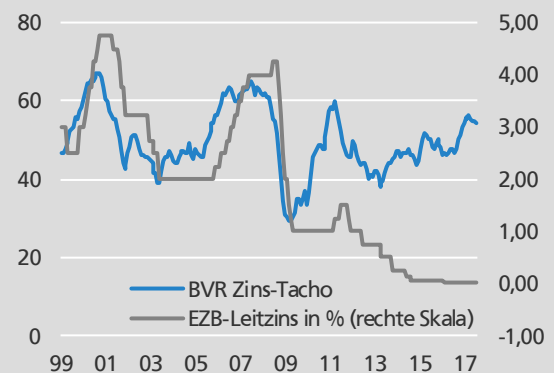
Vor allem auf der Kostenseite bleibt der Inflationsdruck eher schwach. Dazu tragen einerseits verhältnismäßig geringe Energiepreise sowie eine noch eher schwache Lohndynamik bei. Ein Ansteigen des Ölpreises, der nachhaltig die Energiepreise anheben würde, ist derzeit nicht absehbar, da die USA die zuletzt höhere Nachfrage durch das Anziehen der Weltwirtschaft durch größere Produktionsausweitungen kompensieren konnte. Zwar lassen die jüngsten Tarifverhandlungen in Deutschland auf stärker steigende Löhne im kommenden Jahr schließen, allerdings bleibt ein kollektiver Lohndruck in der Währungsunion durch eine noch immer hohe Arbeitslosigkeit in einigen Mitgliedsstaaten eher aus. Zudem hat die Stärkung des Euro im Frühjahr und Sommer Importe verbilligt und damit den Preiswettbewerb mit Anbietern aus Drittstaaten erhöht. Dies wirkt ebenfalls negativ auf die Preisdynamik ein.

Inflationstreibend wirkt derzeit nur die Konjunktur, die in Deutschland das vierte Jahr in Folge an Fahrt zunimmt. Prognosen sehen das Wachstum in Deutschland in 2017 mittlerweile bei 2 Prozent. Auch für das kommende Jahr wird ein ähnlich hohes Wachstum erwartet. Bei einem solch starken Wachstum dürfte das BIP stärker steigen als das Potentialwachstum, wodurch Impulse auf das Preisniveau zu erwarten sind.

**Beiträge zum M3-Wachstum**  
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



**BVR Zins-Tacho**  
in Punkten



	Aug. 17	Sep. 17	Okt. 17
<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>55</b>	<b>56</b>	<b>56</b>
Konjunktur (50 %)	70	73	72
Preise/Kosten (40 %)	35	36	36
Liquidität (10 %)	54	53	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

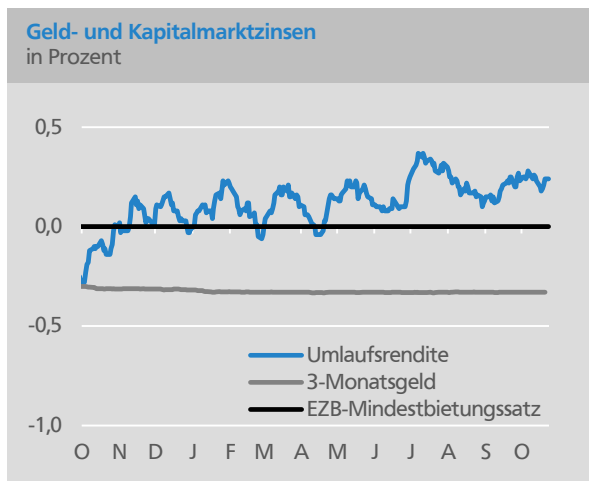
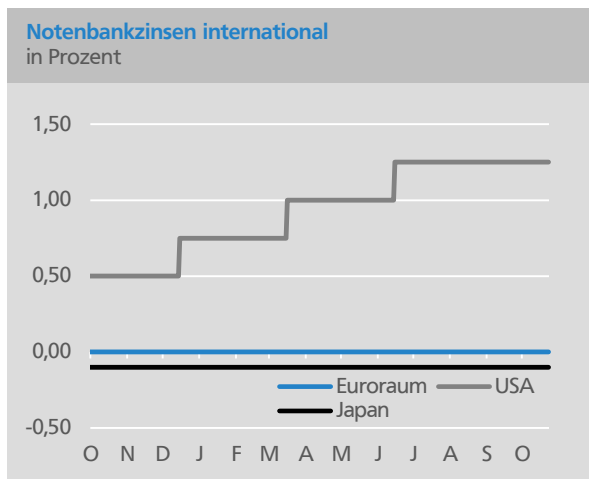
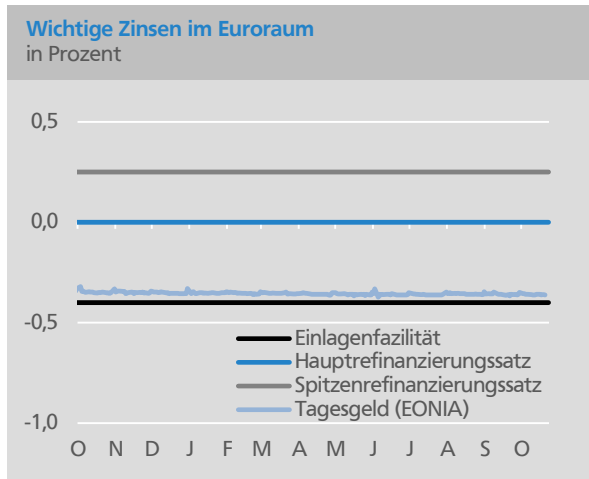
### Langsamer Kurswechsel der EZB zu erwarten

Am morgigen Donnerstag kommt der Offenmarktausschuss der EZB zu seiner monatlichen geldpolitischen Sitzung zusammen. Mario Draghi hatte sich im September noch in Schweigen über die Fortführung des Anleihekaufprogramms gehüllt, diesbezügliche Entscheidungen aber für die Oktober-Sitzung angekündigt. An den Finanzmärkten wurden zuletzt vor allem zwei Szenarien diskutiert. Zum einen wurde lange damit gerechnet, dass die EZB das Volumen ihrer Ankäufe ab Januar 2018 zunächst um 20 Mrd. Euro reduziert und damit nur noch Anleihen im Wert von 40 Mrd. Euro monatlich ankauft und diesen Betrag im Jahresverlauf schrittweise weiter senkt. Zuletzt wurde aber auch die Strategie „lower for longer“ intensiver betrachtet. Dabei würde die EZB das Volumen deutlicher reduzieren, bspw. um 30 Mrd. Euro, dafür dieses aber länger aufrechterhalten. Unabhängig der gewählten Strategie hat Mario Draghi zuletzt noch einmal darauf hingewiesen, dass die EZB Zinsanhebungen erst nach Ende des Anleihekaufprogramms in Betracht zieht.

In den USA wurde zuletzt darüber spekuliert, wer nach dem Ende der Amtszeit von Janet Yellen die Stelle des Präsidenten der Fed einnehmen wird. Donald Trump hatte verkündet, dass er seine Entscheidung hierüber in Kürze fällen möchte. Neben Janet Yellen, die für eine zweite Amtszeit bereitstehen würde, galt zuletzt aber Jerome Powell als Favorit des US-Präsidenten. Als langjähriges Mitglied des geldpolitischen Ausschusses wären bei seiner Ernennung hinsichtlich der Geldpolitik wohl keine nennenswerten Änderungen zum Kurs von Yellen zu erwarten.

### Geldmarktzinsen fallen am langen Ende

Im Oktober setzte sich der Trend eines langsamen aber trendmäßigen Fallens der Geldmarktzinsen am langen Ende der Zinsstrukturkurve fort. Der 12-Monats-Euribor verlor bis zum 24. Oktober einen Basispunkt und lag zuletzt bei -0,18 %. Damit fiel der Zinssatz am Geldmarkt für Ausleihungen von einem Jahr auf ein Allzeit-tief. Der 3-Monats-Euribor sowie der Tagesgeldsatz EONIA blieben mit -0,33 bzw. 0,36 % auf Monatsicht unverändert.



Quelle: Thomson Reuters Datastream



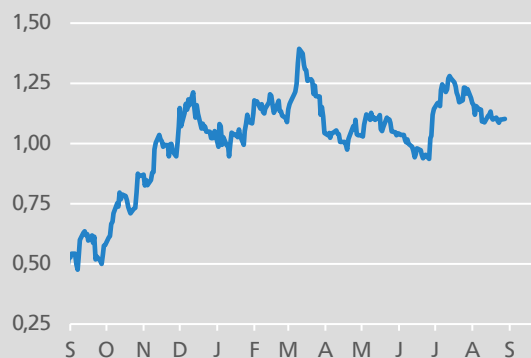
## Uneinheitliche Renditebewegungen an den europäischen Bondmärkten

Auf dem Markt für deutsche Staatsanleihen herrschte im Oktober nur wenig Bewegung. Auf Monatsicht stiegen die Renditen zehnjähriger Anleihen des deutschen Staates bis zum 24. Oktober um 6 Basispunkte auf 0,47 %. Die Umlaufrendite bewegt sich mit einem Anstieg um 7 Basispunkte ebenfalls nur moderat (0,27 %). Deutlich stärker stiegen die Renditen bei französischen Anleihen zehnjähriger Laufzeit. Diese rentierten zuletzt 18 Basispunkte über ihrem Vormonatsstand bei 0,88 %. Einen Grund hierfür auszumachen scheint schwierig, da zuletzt mit der Verabschiedung der Arbeitsmarktreform Emmanuel Macron sein erstes wichtiges Politikvorhaben auf den Weg bringen konnte. Spanische Anleihen verzeichneten trotz der politischen Spannungen um die Unabhängigkeitsbestrebungen Kataloniens nur einen Anstieg bei zehnjährigen Staatspapieren von 5 Basispunkten. Dem entgegen fielen die Renditen italienischer Anleihen seit Ende September deutlich um 12 Basispunkte. Mehrere erfolgreiche Emission staatlicher Anleihen im Volumen von 7,5 Mrd. Euro sowie positive Nachrichten über eine anziehende Dynamik der Wirtschaft, die in den vergangenen Jahrzehnten nahezu stagnierte, dürften ursächlich gewesen sein. Zudem stärkte die Forcierung des Vorhabens das Wahlsystem zu reformieren das Vertrauen der Investoren in Italien.

Angezogen haben im Oktober auch die Renditen zehnjähriger Staatspapiere der USA. Im Vergleich zu Ende September lagen die Renditen bei zehnjährigen Anleihen zuletzt 18 Basispunkte höher bei 2,41 %. Der Grund des Anstiegs ist in der US-Geldpolitik zu sehen. Auch wenn die Inflation im September wie in den Vormonaten bei 1,7 % verharrte, mehren sich die Anzeichen, dass die Fed im Dezember noch einen weiteren Zinsschritt beschließen wird. Sorgen über den nur aufgeschobenen Haushaltsstreit sowie eine Steuerreform, die noch größere Löcher in den US-Haushalt bringen könnte, scheinen derzeit kaum einen Anleger zu beruhigen.

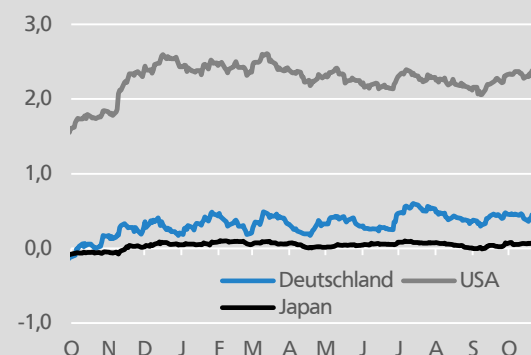
### Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



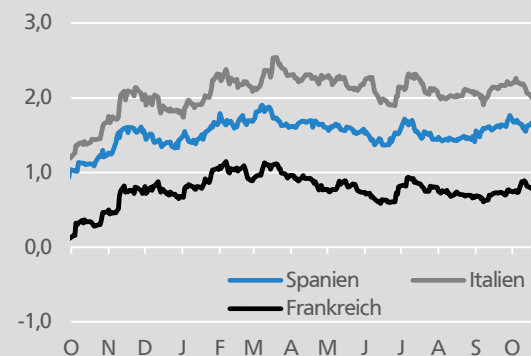
### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

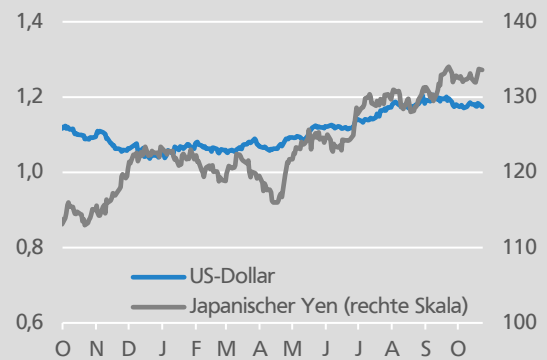
### Euro-Dollar Kurs auf Monatsicht unverändert

Wie Ende September betrug der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar am 24. Oktober 1,18 US-Dollar je Euro. Die Gemeinschaftswährung tendierte somit seitwärts. Zuletzt waren geldpolitische Impulse auf den Euro wie auch auf den US-Dollar ausgeblieben. Mit der Entscheidung der EZB über die Fortführung des Anleihekaufprogramms am morgigen Donnerstag wie auch der nächsten geldpolitischen Sitzung der Fed in der nächsten Woche könnte zumindest kurzzeitig Bewegung auf die Devisenmärkte zurückkehren.

Sowohl gegenüber dem Euro wie auch dem US-Dollar verzeichneten die meisten anderen Währungen seit Ende September Einbußen. Am stärksten musste das britische Pfund an Wert abgeben. Am 24. Oktober kostete ein Euro 89 Pence. Das war ein Cent mehr als noch einen Monat zuvor. Je stärker die Brexit-Gespräche in Verzug geraten, desto mehr nimmt die Wahrscheinlichkeit zu, dass am Ende die Briten die EU ohne einen neuen Vertrag verlassen werden. Daher hatte sich zuletzt auch Premierministerin Theresa May persönlich wieder in die Gespräche eingeschaltet, um die Verhandlungen wieder in Gang zu bringen. Bisher scheint aber noch immer der Dissens um die von den Briten bei ihrem Austritt zu begleichende „Rechnung“ weitere Fortschritte zu verhindern, auch wenn die Premierministerin auf einer Rede in Florenz zuletzt anbot, Zahlungsverpflichtungen in Höhe von rund 20 Mrd. Euro auch nach dem Austritt nachkommen. Dafür verlangt sie für die britische Wirtschaft jedoch den Zugang zum europäischen Binnenmarkt.

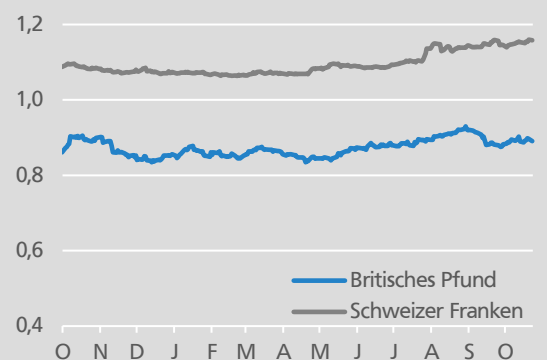
Euro-Wechselkurs (I)

Ausländerwährung pro Euro



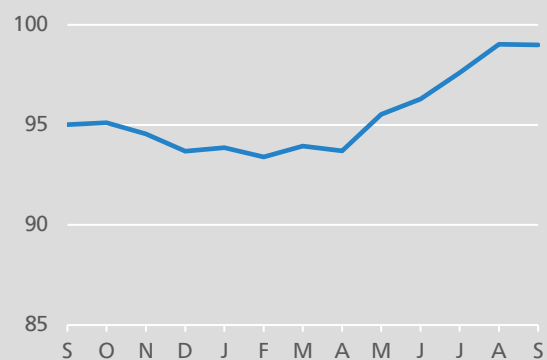
Euro-Wechselkurs (II)

Ausländerwährung pro Euro



Effektiver Wechselkurs des Euro

in Euro, Quartal 1, 1999=100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Goldener Oktober an den weltweiten Börsen

In den Sommermonaten musste der deutsche Leitindex DAX noch spürbare Kursrückgänge bis unter die Marke von 12.000 Punkten hinnehmen. Im Oktober hat sich der Trend wieder gedreht und Anlegern das in diesem Jahr höchste Plus auf Monatsicht beschert. Dabei konnte der DAX kurzzeitig immer wieder die 13.000 Punkte-Grenze durchbrechen. Bis zum 24. Oktober stieg der Leitindex auf 13.013 Punkte (+3,2 %) an. Abzuwarten bleibt, wie die Investoren auf die Ergebnisse der gerade angelaufenen Koalitionsverhandlungen reagieren werden. Auch die europäischen Börsen konnten Kursgewinne einfahren. Der Eurostoxx 50 verzeichnete einen Anstieg von 2,1 % auf 3.611 Punkte. Bremsend wirkten hier lediglich spanische Titel, die aufgrund der politischen Spannungen zwischen Madrid und Katalonien nur unterdurchschnittlich abschnitten.

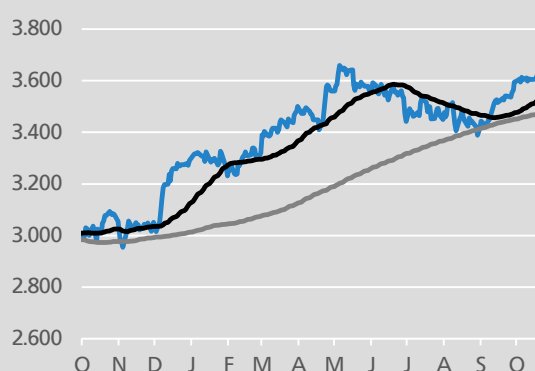
Ein Kursfeuerwerk zeigte sich an den Leitbörsen außerhalb des Euroraums. In den USA konnte im abgelaufenen Monat jede Woche ein neues Allzeithoch vermeldet werden. In der Folge stieg der US-Leitindex Dow Jones seit Ende September um 5,2 % auf 23.442 Punkte. Vor allem das Versprechen Donald Trumps noch in diesem Jahr das US-amerikanische Steuersystem zu reformieren, zeigten sich kurstreibend.

Noch deutlicher war der Anstieg des Nikkei 225 ausgeprägt, der der japanischen Börse ein Kursplus von 7,3 % verschaffte und den Leitindex am 24. Oktober bis auf 21.805 Punkte anschob. Dabei hat unter anderem der Sieg des bisherigen Premierministers Shinzo Abe bei den vorgezogenen Parlamentswahlen kurstreibend gewirkt. Es ist zu erwarten, dass Shinzo Abes Politik der sog. „Abenomics“ auch in den kommenden Monaten eine geld- wie fiskalpolitisch expansive Agenda fördern wird. Zudem sorgten gute realwirtschaftliche Indikatoren, unter anderem ein Ansteigen der Inflation auf für japanische Verhältnisse hohe 0,7 %, für Zuversicht in die wirtschaftliche Dynamik. ■

**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

### Forscher sehen anhaltenden Aufschwung

Gemäß dem aktuellen Herbstgutachten der an der Gemeinschaftsdiagnose teilnehmenden Wirtschaftsforschungsinstitute hat die Konjunktur im Euroraum erkennbar an Fahrt aufgenommen. Die Forscher gehen davon aus, dass das preisbereinigte BIP nach einem Anstieg um 2,0 % in 2017 im Jahr 2018 mit einer Wachstumsrate von 1,8 % ähnlich stark expandieren wird. Auch am Arbeitsmarkt dürfte sich die Erholung fortsetzen und zu einem Rückgang der Arbeitslosenquote von 9,2 % in 2017 auf 8,6 % in 2018 führen. In Hinblick auf die Inflationsrate ist dem Herbstgutachten zufolge mit einem leichten Rückgang von 1,5 % im Durchschnitt des laufenden Jahres auf 1,4 % im kommenden Jahr zu rechnen.

### Industrieproduktion steigt merklich

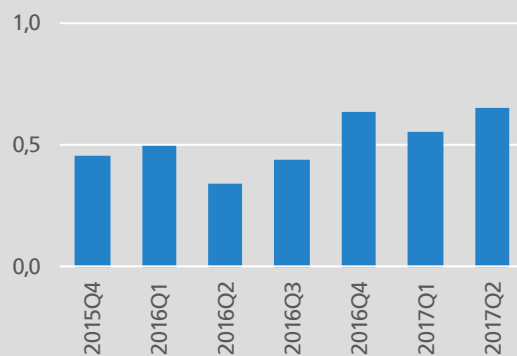
Die Industriebetriebe des Währungsraums haben ihren Ausstoß im August merklich ausgeweitet. Gegenüber dem Vormonat legte die Produktion preis- und saisonbereinigt um 1,4 % zu. Besonders deutlich expandierte die Erzeugung bei den Investitionsgüterproduzenten (3,1 %). Für die nächsten Monate lässt die Auftragsentwicklung ein weiteres Produktionswachstum erwarten. So ist der auf Basis einer monatlichen Umfrage unter Industriebetrieben ermittelte Order-Indikator jüngst, im September, sichtlich um 2,6 auf 4,2 Punkte gestiegen.

### Inflationsrate weiter bei 1,5 %

Der Auftrieb bei den Verbraucherpreisen ist im Euroraum nach wie vor moderat. Die auf Grundlage des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) berechnete Inflationsrate lag im September bei 1,5 %. Sie ist damit gegenüber August unverändert geblieben. Bei den industriellen Erzeugerpreisen hat sich der Anstieg hingegen zuletzt etwas beschleunigt. Die entsprechende Teuerungsrate erhöhte sich von 2,0 % im Juli auf 2,5 % im August, wozu auch die etwas stärker steigenden Energiepreise beitrugen.

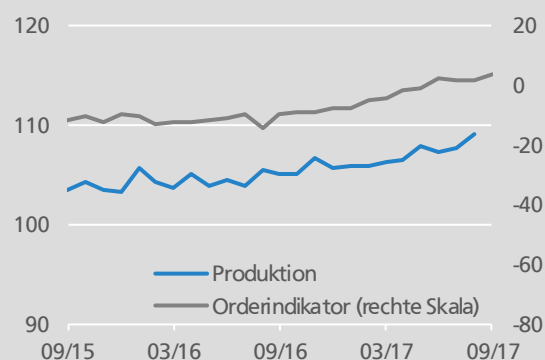
#### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

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



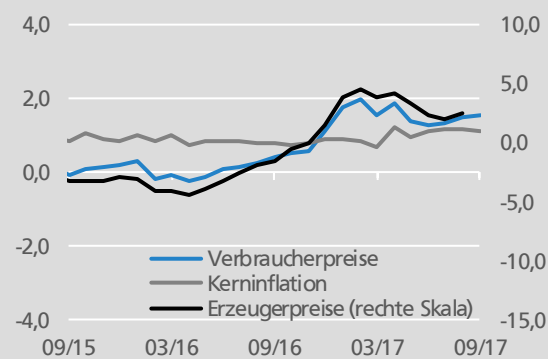
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

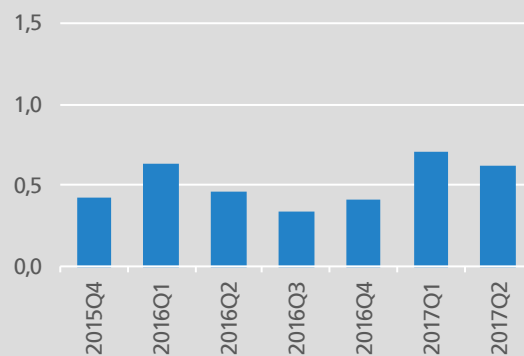
### Herbstgutachten lässt 2 % BIP-Wachstum erwarten

Nach Einschätzung der führenden deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute hat die Konjunktur hierzulande ebenfalls an Stärke gewonnen. Ihrem aktuellen Herbstgutachten zufolge dürfte der Anstieg des preisbereinigten BIP Deutschlands in 2018 mit 2,0 % in ähnlichem Umfang erfolgen wie im laufenden Jahr mit prognostizierten 1,9 %. Demnach werden die Investitionsaktivitäten spürbar in Gang kommen. In Ausrüstungen dürfte im Zuge der steigenden Kapazitätsauslastung und der nach wie vor sehr günstigen Finanzierungsbedingungen in 2018 deutlich mehr investiert werden als im laufenden Jahr. Die Expansion der Bauinvestitionen dürfte allerdings durch die höheren Baukosten gedämpft werden. Auch bei den Konsumausgaben wird die Dynamik, trotz eines weiteren Beschäftigungsaufbaus, voraussichtlich etwas abnehmen, da die Kaufkraft der Haushaltseinkommen durch die stärker steigenden Verbraucherpreise und eine höhere Abgabenbelastung vermindert wird. Bei den Exporten sei mit einem stärkeren Wachstum zu rechnen. Da jedoch auch die heimische Absorption spürbar zunehmen dürfte, werde der Außenhandel als Ganzes rechnerisch nicht zum BIP-Anstieg beitragen.

Der BVR hält das im Herbstgutachten gezeichnete Konjunktur-Bild Deutschlands im Großen und Ganzen für realistisch. Angesichts des kräftigen Wirtschaftswachstums vom ersten Halbjahr, der jüngst sehr günstig ausgefallenen Industriedaten und des hohen Stands wichtiger Stimmungsindikatoren ist für 2017 ein preisbereinigter BIP-Anstieg von rund 2 % wahrscheinlicher geworden. Auch für 2018 scheint ein BIP-Zuwachs in dieser Größenordnung denkbar. Allerdings ist das globale Umfeld weiterhin durch erhebliche Unwägbarkeiten geprägt, bei deren Manifestation es zu einem deutlichen niedrigeren Wachstum kommen würde. Zu nennen sind hier beispielsweise die weiterhin unklaren Folgen des wirtschaftspolitischen Kurswechsels in den USA, der Brexit-Verhandlungen und der separatistischen Tendenzen in einigen europäischen Regionen.

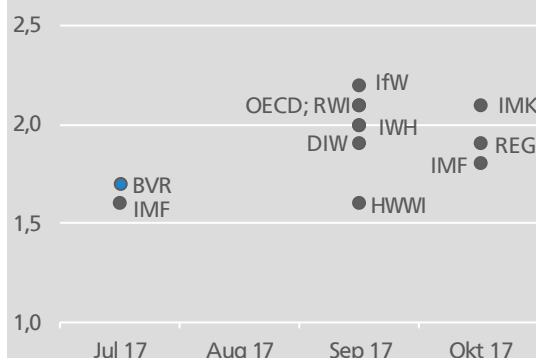
### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschland

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

### Stimmungsindikatoren sehr freundlich

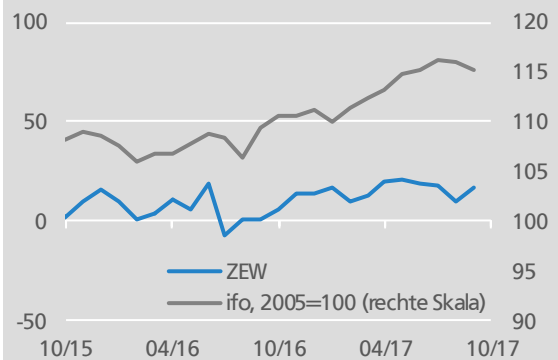
Nicht nur Konjunkturforscher, auch Unternehmer und Kapitalmarktexperten blicken den wirtschaftlichen Perspektiven Deutschlands optimistisch entgegen. Der ifo Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft ist im Oktober um kräftige 1,4 Punkte auf einen neuen Rekordstand von 116,7 Punkten gestiegen. Zuvor war er zwei Monate in Folge leicht gesunken. Maßgeblich für den Anstieg des Frühindikators war sowohl die aktuelle Lage als auch die Erwartungen für die nächsten sechs Monate, die von den befragten Unternehmen insgesamt besser beurteilt wurden. Die auf einer Umfrage unter Finanzmarktexperten beruhenden ZEW-Konjunkturerwartungen kletterte im Oktober leicht um 0,6 auf 17,6 %, nachdem sie bereits im September zugelegt hatten.

### Gute Industriedaten

Die amtlichen Industrie-Verlaufsdaten fielen im August insgesamt günstig aus. Die preis-, kalender- und saisonbereinigte Industrieproduktion ist gegenüber dem Vormonat um 3,2 % gestiegen. Innerhalb der Industrie wurde der Ausstoß bei den Investitionsgüterproduzenten (4,8 %) besonders deutlich ausgeweitet, was auf eine weitere Belebung der Ausrüstungsinvestitionen deutet. Zum kräftigen Anstieg in diesem Bereich dürfte aber auch die Werksferien in der Automobilindustrie beigetragen haben, die in diesem Jahr offenbar eher im Juli als im August waren. In dem von kurzfristigen Schwankungen weniger stark betroffenen Zweimonatsvergleich Juli/August gegenüber Mai/Juni legte die Industrieproduktion um 1,5 % zu. Die Bauproduktion ist demgegenüber, ausgehend von einem hohen Niveau, im Zweimonatsvergleich etwas gesunken (-0,9 %). In naher Zukunft dürfte die Industriekonjunktur günstig bleiben. Darauf deutet unter anderem der industrielle Auftragseingang hin. Die Bestellungen sind jüngst im Zweimonatsvergleich um 1,8% expandiert, wobei die Nachfrageimpulse etwas stärker aus dem Inland (2,2 %) als aus dem Ausland (1,5 %) ausgingen.

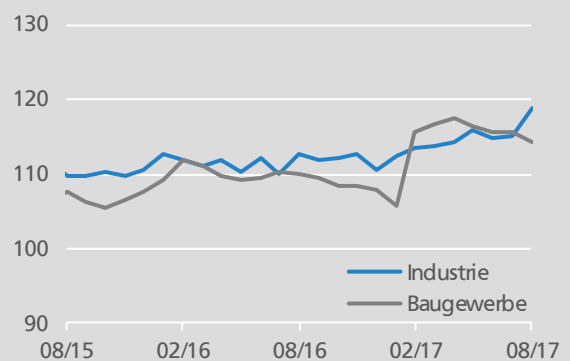
#### Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland

Saldenwerte, saisonbereinigt



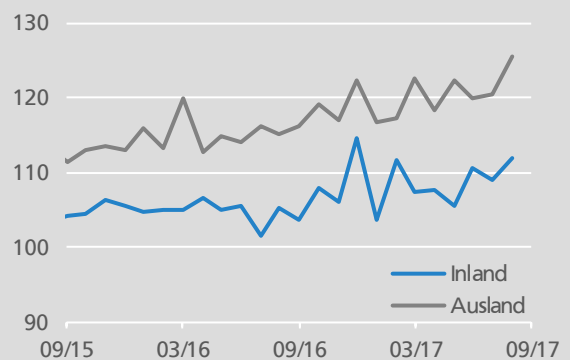
#### Produktion Deutschland

2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Aufträge Deutschland

2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Konstante Inflationsrate

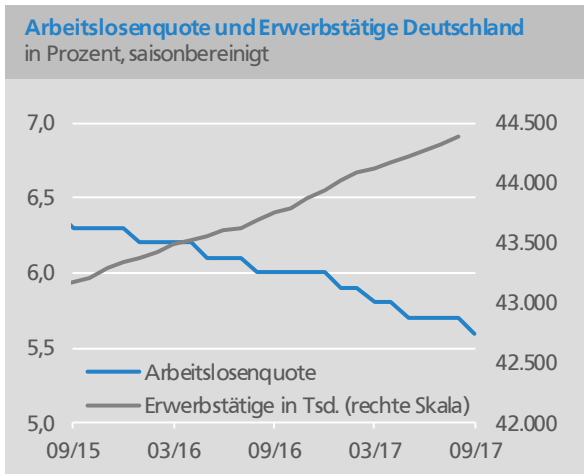
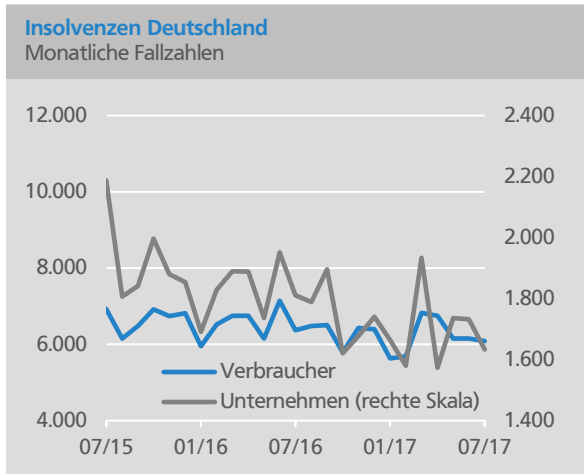
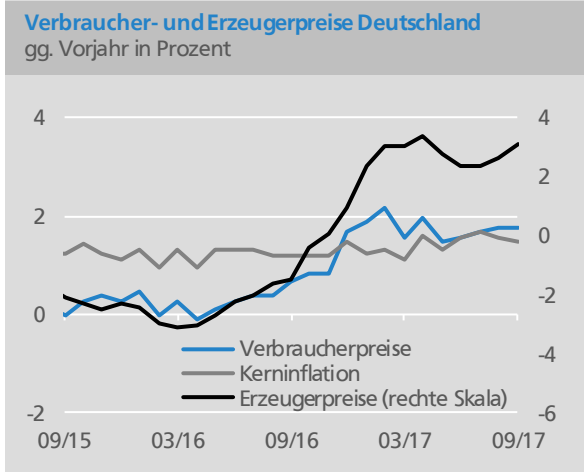
Auch in Deutschland blieb die die Inflationsrate zuletzt unverändert. Der Verbraucherpreisindex (VPI) lag im September, genauso wie bereits im August, um 1,8 % über dem entsprechenden Vorjahreswert. Zwar verteuerten sich die Preise für Energie und Nahrungsmittel etwas stärker als zuvor. Ihr Anstieg fiel aber zu gering aus, um Auswirkungen auf die Gesamtrate nach sich ziehen zu können. Auf der Erzeugerstufe sind die Preise im September um 3,1 % gestiegen. Ihr Anstieg hat sich damit gegenüber August (2,6 %) leicht erhöht.

### Insolvenzen weiterhin abwärtsgerichtet

Im Juli hat sich der Abwärtstrend in den amtlichen Monatsdaten zum Insolvenzgeschehen fortgesetzt. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes wurden von den deutschen Amtsgerichten 1.633 Unternehmens- und 6.086 Verbraucherinsolvenzen gemeldet. Die Anzahl der Firmenpleiten ist binnen Jahresfrist um 9,8 % gesunken, die der Verbraucherinsolvenzen gab um 4,4 % nach. Trotz des erneuten Rückgangs der Fallzahl ist die Summe der voraussichtlichen Gläubigerforderungen aus Unternehmensinsolvenzen gestiegen. Sie legte im Vorjahresvergleich um rund 0,2 auf 1,7 Mrd. Euro zu.

### Herbstbelebung am Arbeitsmarkt

Der Beginn der Herbstbelebung am deutschen Arbeitsmarkt ist in diesem Jahr dynamischer ausgefallen als allgemein üblich. Gemäß den aktuellen Daten der Bundesagentur für Arbeit ist die Arbeitslosenzahl von August auf September um 96.000 auf 2,449 Mio. Menschen zurückgegangen. In der um die üblichen saisonalen Einflüsse bereinigte Rechnung gab sie um deutliche 23.000 nach. Positiv stimmt auch, dass der merkliche Beschäftigungsaufbau anhält. Die saisonbereinigte Erwerbstätigenzahl ist zuletzt, im August, gegenüber dem Vormonat um 64.000 Personen gestiegen.



Quelle: Thomson Reuters Datastream