

Volkswirtschaft special

Meinungen, Analysen, Fakten

Geldpolitik sollte auf niedrige Inflation gelassen agieren

- Der erneute Rückgang der Rohölpreise und die langsame Gangart der Weltwirtschaft haben zu erneuten Forderungen nach weiteren expansiven geldpolitischen Schritten geführt. Diesem Drängen sollte die Europäische Zentralbank (EZB) nicht folgen. Stattdessen sollte die Geldpolitik in den kommenden Monaten gelassen bleiben und das temporäre Verfehlen ihres mittelfristigen Inflationsziels hinnehmen. Die Ausrichtung der Geldpolitik ist bereits expansiv genug. Die Belebung der europäischen Wirtschaft ist in Gang gekommen. Nach den Prognosen der Europäischen Kommission dürfte die Wirtschaft des Euroraums im kommenden Jahr wieder annähernd die Normalauslastung erreichen. Dann dürfte auch der Preisauftrieb wieder stärker ausfallen.
- Generell ist die Geldpolitik effektiver im Bremsen einer anziehenden Inflation als in der Belebung niedriger Teuerungsraten. Entscheidend für die Wirtschaft des Euroraums ist, dass die Konjunktur wieder Tritt fasst, nicht dass sich die Inflation möglichst schnell wieder normalisiert. So dürfte beispielsweise der Teuerungsdruck aus der Lohnentwicklung tendenziell gering bleiben, solange die Beschäftigungssituation im Euroraum insgesamt noch schwierig bleibt.
- Neben der aktuellen Talfahrt des Ölpreises wird die Inflation auch durch strukturelle Trends gedämpft. In Deutschland haben sowohl die Senkung der Sockelarbeitslosigkeit durch die Arbeitsmarktreformen des vergangenen Jahrzehnts als auch die Dezentralisierung und Flexibilisierung der Lohnfindung in der Industrie die Wettbewerbsfähigkeit erhöht und den Lohndruck vermindert. Auch dürften internationale Trends, wie etwa der steigende Anteil der erwerbstätigen Bevölkerung und die tendenzielle Zunahme der Ungleichverteilung der Einkommen den Preisauftrieb gebremst haben.

Meinung

Geldpolitik sollte auf niedrige Inflation gelassen agieren

Die Geldpolitik kommt im Euroraum nicht zur Ruhe. Die Inflation bewegt sich im Euroraum knapp über der Marke von Null. Sie ist damit weit entfernt von ihrem Inflationsziel von unter, aber nahe der 2-Prozentmarke. Nachdem die Geldpolitik im Dezember noch einmal gelockert worden war, hat angesichts des erneuten Rückgangs der Rohölpreise und der langsamen Gangart der Weltwirtschaft eine erneute Debatte über die Notwendigkeit weiterer expansiver geldpolitischer Schritte begonnen. EZB-Präsident Mario Draghi hat seine grundsätzliche Bereitschaft zu weiteren Lockerungsschritten auf der jüngsten Ratssitzung am 21. Januar bekräftigt. Die nächste Ratssitzung, auf der auch die Prognosen der EZB zu Wirtschaftswachstum und Inflation aktualisiert werden, findet am 10. März statt.

Diesem Drängen auf eine weitere Lockerung sollte der EZB-Rat nicht folgen. Die Ausrichtung der Geldpolitik ist bereits expansiv genug. Die Belebung der europäischen Wirtschaft ist in Gang gekommen, alle Länder mit Ausnahme Griechenlands haben die Rezessionszone verlassen. Nach den Prognosen der Europäischen Kommission dürfte die Wirtschaft des Euroraums im kommenden Jahr wieder annähernd die Normalauslastung erreichen. Dann dürfte auch der Preisauftrieb wieder stärker ausfallen. Allmählich steigt auch die Kreditvergabe an Unternehmen und Privathaushalte wieder an, wenn auch noch langsam.

Die Geldpolitik sollte in den kommenden Monaten gelassen bleiben und das temporäre Verfehlen ihres mittelfristigen Inflationsziels hinnehmen. Generell ist die Geldpolitik effektiver im Bremsen einer anziehenden Inflation als in der Belebung niedriger Teuerungsraten. Entscheidend für die Wirtschaft des Euroraums ist, dass die Konjunktur wieder Tritt fasst, nicht dass sich die Inflation möglichst schnell wieder normalisiert. So dürfte beispielsweise der Teuerungsdruck aus der Lohnentwicklung tendenziell gering bleiben, solange die Beschäftigungssituation im Euroraum insgesamt noch schwierig bleibt. Statt neuer monetärer Impulse benötigen die geschwächten europäischen Volkswirtschaften weitere Reformen zur Erhöhung ihrer internationalen Wettbewerbsfähigkeit.

Ein unmittelbarer geldpolitischer Handlungsbedarf wäre nur gegeben, wenn der Abwärtsdruck auf die Preise von einer breit angelegten Nachfrageschwäche ausgehen würde, der sich zu einer deflatorischen Abwärtsspirale auszuwachsen droht. Hiervon kann aber nicht die Rede sein; das billige Öl erhöht die Kaufkraft der Einkommen der Privathaushalte und auch die Erlösentwicklung der Unternehmen wird gestärkt. Das positive Wirtschaftsklima im Euroraum wird daher vor allem vom Einzelhandels- und vom Verbrauchervertrauen getrieben.

Wie lange die niedrigen Ölpreise anhalten werden, ist aktuell schwer zu beantworten. Vieles spricht dafür, dass der Abwärtsdruck auf die Preise zumindest in den kommenden Monaten noch anhalten wird. Denn der Preisdruck ist nur zum Teil eine

Meinung

Folge der Abschwächung der Wirtschaft in den Schwellenländern. Gleichzeitig spiegelt er die Bereitschaft wichtiger Förderländer wider, das hohe Angebot auch auf einem schwachen Markt aufrechtzuerhalten. Offenbar aus Sorge vor weiteren Einnahmeausfällen sind große Förderländer, wie etwa Saudi-Arabien und der Iran, nicht bereit, die Produktion zu drosseln.

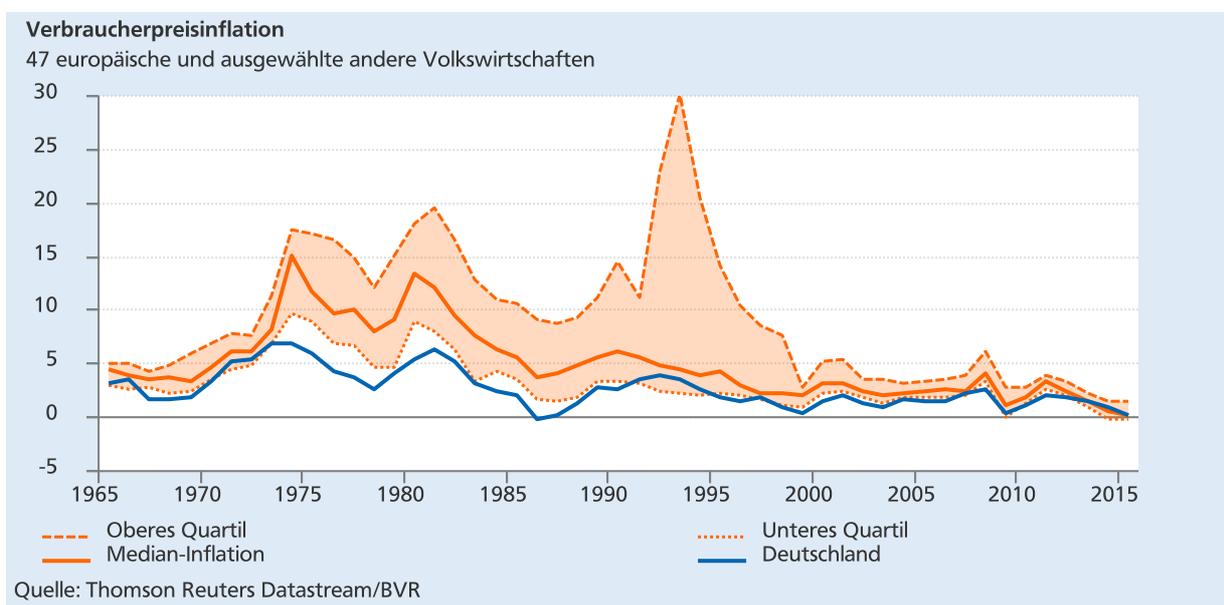
Die Debatte um eine neue Zielsetzung für die Geldpolitik, wie sie in Fachkreisen angesichts der aktuell sehr niedrigen Inflation immer wieder aufgegriffen wird, ist unnötig. Die EZB verfolgt ihr vertraglich festgelegtes Ziel der Preisstabilität mittelfristig, wobei Zielverfehlungen in Zeiträumen von mehreren Jahren durchaus hingenommen werden können. Preisstabilität hat sie bei der Aufnahme ihrer Tätigkeit im Oktober 1998 als einen Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex von bis zu 2 % definiert, wobei das Wort Anstieg indirekt eine Untergrenze von Null festlegt. Im Mai 2003 spezifizierte sie zusätzlich einen Zielwert von

unter, aber nahe 2 %, wobei sie die ursprüngliche Definition von Preisstabilität nicht aufgegeben hat. Die aktuelle, ölpreisbedingte Niedrigpreisinflation ist mit dem Stabilitätsziel vereinbar und erfordert weder eine erneute geldpolitische Lockerung noch eine Rekalibrierung des geldpolitischen Ziels.

Niedrige Inflation schon vor Ölpreisrückgang

Die aktuell sehr niedrige Inflation in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist überwiegend eine Folge des billigen Öls, doch ist dies nicht der einzige dämpfende Faktor auf die Teuerung. Schon lange bevor der Ölpreis im Spätsommer 2014 einbrach, hatte ein Abwärtsdruck auf die Inflation eingesetzt, auch wenn der Rückgang natürlich durch die Ölpreisentwicklung verstärkt wurde.

Im historischen Vergleich ist die Inflation spätestens seit dem Millennium niedrig. Dies zeigt die Betrachtung einer größeren Gruppe von Ländern über die vergangenen fünfzig Jahre. Eingeschlossen sind die



Meinung

meisten europäischen Länder, aber auch außereuropäische Volkswirtschaften, wie etwa die USA und Australien. Die mittleren 50 % der Inflationsraten sind in der Abbildung schraffiert dargestellt. Sie geben einen guten Eindruck des Inflationstrends einer größeren Gruppe von Ländern ohne Verzerrungen durch Ausreißer. Erkennbar ist, dass der Schwankungsbereich der Inflationsraten seit den 1990er Jahren abgenommen hat und gleichzeitig die mittlere Inflationsrate (Median) ebenfalls zurückgegangen ist.

Der Rückgang der Inflationsraten, der je nach Land bis in die 1980er Jahre zurückreicht, war zunächst ganz wesentlich eine Erfolgsgeschichte der Geldpolitik. Diese hatte die Lektionen der inflationären 1970er Jahre gelernt und fokussiert sich seitdem in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften auf die Preisstabilität. Dadurch konnten die Inflationserwartungen auf einem moderaten Niveau stabilisiert werden. Deutschland hat mit seiner im internationalen Vergleich konservativen Geldpolitik bereits vor der Einführung des Euro meist einen unterdurchschnittlichen Preisanstieg aufgewiesen.

In den vergangenen sieben Jahren wurde die Wirtschaftsentwicklung im Euroraum vor allem durch die Auswirkungen der Finanz- sowie der europäischen Staatsschuldenkrise geprägt. Das Bruttoinlandsprodukt hat erst im vergangenen Jahr wieder den Stand vor der Krise erreicht. Die Arbeitslosigkeit ist weiterhin sehr hoch und die Kapazitäten sind noch nicht wieder voll ausgelastet. Die Schulden der öffentlichen Hand, aber auch der Unternehmen und Privathaushalte sind in einigen Län-

dern des Euroraums immer noch sehr hoch. In einem solchen Umfeld ist eher mit einem niedrigen binnenwirtschaftlichen Inflationsdruck zu rechnen.

Preisauftrieb in Deutschland ungewöhnlich schwach

Ungewöhnlich ist hingegen, dass auch in Deutschland kaum ein Preisauftrieb festzustellen ist, obwohl sich die Wirtschaft robust entwickelt hat und die Arbeitslosenquote deutlich zurückgegangen ist. Waren im Jahr 2005 noch 11,7 % der zivilen Erwerbspersonen arbeitslos gemeldet, lag der Anteil in 2015 mit 6,4 % fast nur noch halb so hoch. Im Süden und Westen Deutschlands ist inzwischen Vollbeschäftigung erreicht. Die Arbeitslosenquote liegt weit unter dem Bundesdurchschnitt und zeigt mit Raten von teilweise unter 3 % eine spürbare Verknappung insbesondere von qualifizierter Arbeit an.

Der Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation kann anhand der so genannten Phillips-Kurve dargestellt werden, die erstmals Ende der 1950er Jahre untersucht wurde. Kurzfristig ist aus theoretischen Gründen im Konjunkturzyklus ein negativer Zusammenhang zu vermuten. Bei einer günstigen Konjunkturlage und einer niedrigen Arbeitslosigkeit steigt die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer und damit der Lohndruck und in dessen Folge erhöhen sich auch die Preise, umgekehrt sinkt bei einer schlechteren Konjunkturlage der Preisauftrieb.

Der Optimismus der 1960er Jahre, einen statistisch

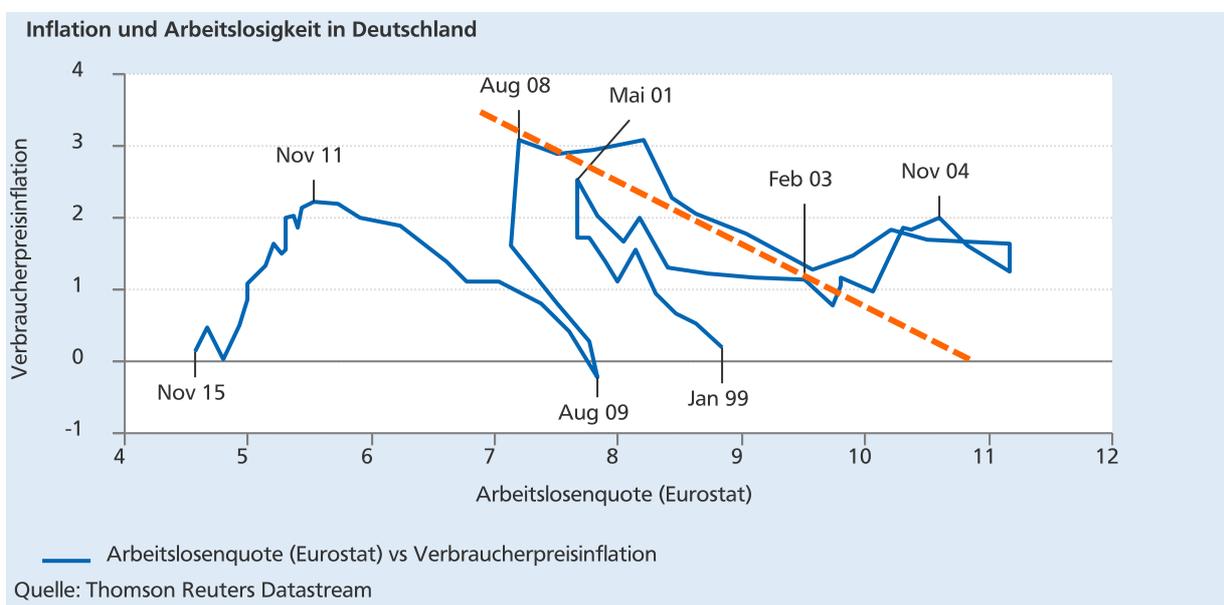
Meinung

stabilen Zusammenhang zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit über einen ausgedehnten Zeitraum hinweg zu finden, ist schon lange verfliegen. Hierfür waren in den 1970er Jahren vor allem Anpassungen der Inflationserwartungen verantwortlich. Denn die Lohnabschlüsse orientieren sich am erwarteten Reallohn, und nicht an den nominalen Lohnzuwächsen. In Deutschland spielte spätestens ab den 1980er Jahren aber auch die steigende Sozialarbeitslosigkeit eine zunehmende Rolle, die sich von Konjunkturzyklus zu Konjunkturzyklus aufschaukelte. Dieser Trend wurde erst in der Mitte des vergangenen Jahrzehnts unterbrochen, kurz nach der Implementierung der so genannten Hartz-Reformen.

In den Jahren seit dem Millennium lässt sich zunächst grob ein negativer Zusammenhang zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit erkennen, der in der Abbildung unten freihändig eingezeichnet ist. Im Rezessionsjahr 2003 und in 2004 machte die Arbeitslosenquote noch einen „Ausflug“ nach

rechts und bewegte sich dann zunächst wieder entlang der eingezeichneten Linie. Ab 2008 ist demgegenüber ein ungewöhnlicher Trend einer rückläufigen Arbeitslosigkeit festzustellen, ohne dass die Inflation signifikant nach oben weist. Hierzu haben mehrere Faktoren beigetragen:

Kurzfristig ist der prägende Einfluss der Rückgang der Rohstoff- und insbesondere der Energiepreise, der im Spätsommer 2014 eingesetzt hat. Sinkende Energiepreise wirken zunächst unmittelbar auf den Verbraucherpreisindex, ihr Anteil am Gesamtindex beträgt gut 10 %. Der Rückgang der Energiepreise beim Verbraucher im vergangenen Jahr um 7 % hat also den Verbraucherpreisindex um rund einen dreiviertel Prozentpunkt gesenkt. Hinzu kommen die indirekten Wirkungen über die Preise anderer energieabhängiger Güter. Doch bleibt die Teuerung mit 1,1 % auch vergleichsweise niedrig, wenn der Rückgang der Energiepreise aus dem Verbraucherpreisindex herausgerechnet wird (Kerninflation im Jahresdurchschnitt 2015).



Meinung

Maßgeblich wird die Inflation längerfristig auch durch strukturelle Faktoren geprägt. So haben die Arbeitsmarktreformen des vergangenen Jahres die Sockelarbeitslosigkeit gesenkt, also die Quote, die längerfristig mit einer stabilen Inflation einhergeht. Vor den Reformen hatten die Arbeitsmarktinstitutionen eine Verfestigung von Langzeitarbeitslosigkeit begünstigt, beispielsweise durch die Gewährung einer zeitlich unbefristeten Arbeitslosenhilfe. Deutschland kann daher heute eine geringere Arbeitslosenquote verkraften, ohne dass es zu einer lohninduzierten Inflation kommt. Schätzungen der inflationsstabilen Arbeitslosenquote durch die Europäische Kommission lassen (zwischen 2003 und 2013) auf einen Rückgang um 3 Prozentpunkte schließen. Solche Berechnungen sind allerdings ähnlich wie Schätzungen des Potentialwachstums mit einer erheblichen Unsicherheit verbunden.

Neben den Arbeitsmarktreformen haben sich seit den späten 1990er Jahren auch die industriellen Beziehungen verändert. Die Lohnfindung ist wesentlich flexibler und dezentraler geworden und infolge dessen hat sich die Wettbewerbsfähigkeit der Industrie deutlich erhöht. Eine einflussreiche Studie (Christian Dustmann et al., From Sick Man of Europe to Economic Superstar: Germany's Resurgent Economy, in: Journal of Economic Perspectives, Winter 2014) sieht diese Veränderung als noch viel bedeutsamer an als die Arbeitsmarktreformen der Agenda 2010.

Diese nationalen Trends dürften die Teuerung in Deutschland in den vergangenen Jahren merklich

gedämpft haben. Wie lange diese Trends in die Zukunft fortgeschrieben werden können, ist allerdings unsicher. Denn bei der Tariflohnentwicklung ist inzwischen wieder ein sichtbarer Aufwärtstrend festzustellen. So steigen die Tariflöhne auf Stundenbasis aktuell (November) um 2,5 %, angesichts der Verbraucherpreisentwicklung ein stattlicher Zuwachs. So hohe oder noch deutlich stärkere Zuwächse sind längerfristig angesichts eines gesamtwirtschaftlichen Produktivitätsanstiegs pro Arbeitsstunde von 0,5 % nicht ohne Einbußen an internationaler preislicher Wettbewerbsfähigkeit zu erreichen.

Globale Megatrends dämpfen Preisauftrieb

Neben nationalen Entwicklungen dürften auch internationale Trends zu dem verhaltenen Preisauftrieb in Deutschland, aber auch in anderen Staaten beigetragen haben. Eine aktuelle Studie der Bank of England (Lukasz Rachel et al., Secular Drivers of the Global Real Interest Rate, December 2015) versucht, die wichtigsten Trends zu identifizieren und grob ihre Größenordnung einzuschätzen. Dabei liegt der Fokus nicht direkt auf der Inflationsrate, sondern auf dem rückläufigen Trend des globalen realen langfristigen Zinssatzes, der auf der durchschnittlichen Rendite der zehnjährigen Staatsanleihen der führenden Industriestaaten basiert. Nach den Berechnungen der Studie hat sich der weltweite Realzins seit 1980 um 4,5 Prozentpunkte verringert.

Der rückläufige globale Zins lässt sich größtenteils auf drei Ursachen zurückführen: eine zunehmende

Meinung

Spar- und eine abnehmende Investitionsneigung sowie eine weniger optimistische Einschätzung des künftigen Weltwirtschaftswachstums. Im Ergebnis sinkt der Zins, ohne dass dies zu einem erhöhten Teuerungsdruck an den Märkten für Güter und Dienstleistungen führt. Beispielsweise hat sich in den vergangenen Jahrzehnten weltweit der Anteil der erwerbstätigen Bevölkerung deutlich erhöht, was positiv auf die Ersparnis wirkt und den Zins tendenziell verringert. Falls dieser Trend künftig aufgrund der demografischen Alterung ausläuft, dann nur allmählich. Weltweit kommt die demographische Alterung nicht so stark zum Tragen wie in Deutschland und wird zum Teil durch die Erhöhung des Rentenzugangsalters kompensiert.

Auch wirkt sich der tendenzielle Anstieg der Ungleichverteilung der Einkommen in wichtigen Industriestaaten im Verlauf der letzten Jahrzehnte tendenziell in Richtung einer höheren Sparneigung aus. In Deutschland hat sich dieser Trend allerdings nicht fortgesetzt. Infolge des „Arbeitsmarktwunders“ der letzten Dekade ist die Einkommensungleichheit seit 2005 praktisch unverändert geblieben.

Gleichzeitig hat sich die Investitionsneigung verringert. Eine Ursache sind die im langjährigen Trend rückläufigen Investitionen der öffentlichen Hand. Investitionsdämpfend hat sich auch ausgewirkt, dass sich die Investitionsgüter im Vergleich zu anderen Gütern verbilligt haben, wodurch für die gleichen Maschinen und Ausrüstungen weniger Finanzmittel benötigt werden.

Schließlich mag sich auch die Perspektive eines niedrigeren Wachstumstrends der Weltwirtschaft dämpfend auf den Zinssatz auswirken, wie es von vielen Marktteilnehmern und Sachverständigen erwartet wird. Die Chancen des technischen Fortschritts werden sehr kontrovers beurteilt. Es ist bislang nicht sicher, dass die digitale Revolution in der Zukunft ähnliche Produktivitätsschübe auslösen wie die technischen Neuerungen der Vergangenheit. Auch ist fraglich, ob sich die Bildungsrevolution des 20. Jahrhunderts mit dem starken Anstieg der Schul- und Ausbildungszeiten wiederholen lässt oder ob nicht bei der Entwicklung des Humankapitals eher von einer Plateaubildung auszugehen ist.

Zusammengenommen sprechen diese Trends für einen nur moderaten globalen Inflationsdruck, nicht aber für ein deflatorisches Umfeld. Die EZB sollte angesichts der sich fortsetzenden Erholung im Euroraum abwarten. Immer neue Lockerungsmaßnahmen führen angesichts des erreichten Lockerungsgrades eher zur Verunsicherung, als dass sie das Vertrauen in die Geldpolitik unterstützen.

Autor:

Dr. Andreas Bley

Mail: a.bley@bvr.de

Geldmenge

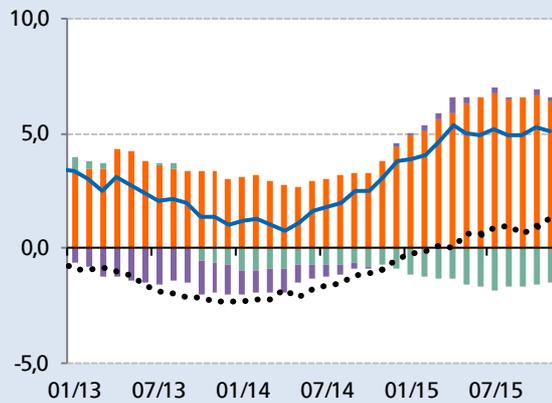
Kreditwachstum legt zu

Die Kreditvergabe der Banken im Währungsraum an den privaten Sektor hat im November des vergangenen Jahres spürbar zugelegt. Insgesamt stieg der Bestand an Krediten an Unternehmen und private Haushalte im Vergleich zum Vorjahresmonat um 1,3 %. Im Oktober hatte der Bestand an Krediten noch 1,0 % über seinem Vorjahresniveau gelegen. Die Kreditvergabe an Firmen im Euroraum stieg binnen Monatsfrist um 13 Mrd. Euro. Das entsprach einer Jahreswachstumsrate in Höhe von 0,9 %. Die Kreditvergabe an private Haushalte stieg im Monatsvergleich um 8 Mrd. Euro. Damit lag der Bestand der Kredite an die privaten Haushalte um 1,9 % höher als im November 2014.

Geldmengenwachstum bleibt kräftig

Das Geldmengenwachstum im Euroraum fiel hingegen im November 2015 etwas schwächer aus als im Vormonat. Mit einer saisonbereinigten Jahreswachstumsrate von 5,1 % blieb die Expansion des breit abgegrenzten Geldmengenaggregats M3 ausgeprägt. Im Oktober hatte die Jahreswachstumsrate von M3 noch bei 5,3 % gelegen. Wie auch schon in den Monaten zuvor wurde das Wachstum maßgeblich von der besonders liquiden Geldmenge M1 getrieben. Ihr Wachstumsbeitrag lag bei 6,4 Prozentpunkten und damit 0,3 Prozentpunkte unter ihrem Vormonatswert. Der Wachstumsbeitrag der Termin- und Spareinlagen fiel mit -1,5 Prozentpunkten hingegen 0,1 Prozentpunkte höher aus als im Oktober. Der Beitrag der marktfähigen Finanzinstrumente trug im November mit

Beiträge zum M3-Wachstum
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



■ Marktfähige Finanzinstrumente (M3-M2)
■ Termin- und Spareinlagen (M2-M1)
■ Bargeld und Sichteinlagen (M1)
— M3 insgesamt
●●●● Kredite an Privatsektor

Quelle: Thomson Reuters Datastream, BVR

0,2 Prozentpunkten positiv zum Geldmengenwachstum bei.

EZB lässt Geldpolitik unverändert

Die Geldpolitik im europäischen Währungsraum bleibt unverändert expansiv. Der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) bestätigte auf seiner Sitzung vom 21. Januar seinen aktuellen geldpolitischen Kurs. Leitzinsen und der Umfang des Anleiheaufkaufprogramms blieben unverändert. Der Rat kündigte an, dass die Leitzinsen im Währungsraum für einen längeren Zeitraum auf dem aktuellen Niveau oder darunter bleiben werden. EZB-Präsident Mario Draghi betonte zudem den positiven Einfluss des aktuellen Wertpapieraufkaufprogramms der EZB auf das aktuelle Wirtschaftsgeschehen. Nach Einschätzung des EZB-Rates haben

Geldpolitik und Geldmarkt

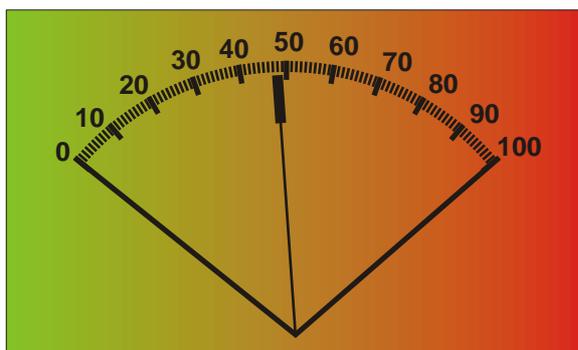
sich die Konjunktur sowie die Kredit- und Finanzierungsbedingungen im Währungsraum in den vergangenen Monaten sichtbar gebessert. Die konjunkturelle Erholung werde sich im kommenden Jahr fortsetzen. Draghi räumte allerdings ein, dass sich die makroökonomischen Abwärtsrisiken im Zuge der konjunkturellen Probleme in den Schwellenländern und der damit einhergehenden Verunsicherung an den Finanzmärkten zuletzt erhöht hätten. Zudem falle die Inflationsentwicklung angesichts des deutlich nachlassenden Ölpreises geringer aus als erwartet. In den kommenden Monaten werde die Inflation im Euroraum niedrig bleiben. Vor diesem Hintergrund sei es nach Ansicht des EZB-Präsidenten Mario Draghi notwendig, die aktuelle Geldpolitik auf der kommenden Sitzung im März noch einmal zu überprüfen und, wenn nötig, den niedrigeren Inflationserwartungen anzupassen. Gleichwohl wies der EZB-Präsident auf die Notwendigkeit von schnell und effektiv umgesetzten strukturellen Reformen in den einzelnen Euro-

Staaten hin. Draghi forderte dabei eine wachstumsfreundlichere Wirtschaftspolitik von den Mitgliedsländern.

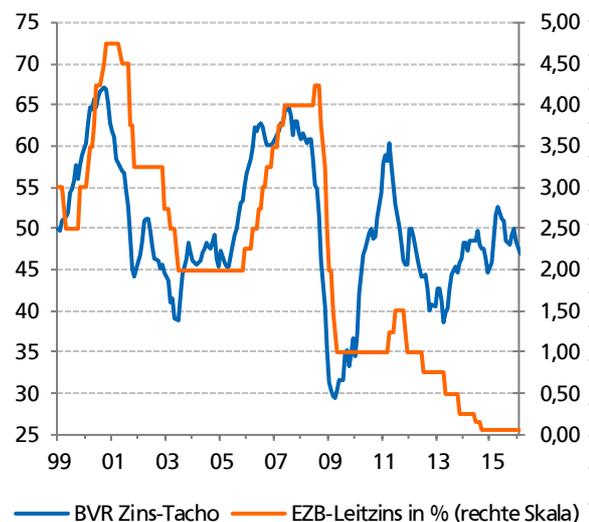
Inflationsdruck im Euroraum bleibt moderat

Der BVR Zins-Tacho ist ein Barometer zur Messung des mittelfristigen Inflationsrisikos im europäischen Währungsraum. Aktuell weist der Zins-Tacho mit 48 von 100 möglichen Punkten einen moderaten Inflationsdruck für den Euroraum aus. Weder ein erhöhtes Inflations- noch ein erhöhtes Deflationsrisiko zeigt das Barometer momentan an. Gleichwohl ist der Tacho seit November 2015 leicht um 2 Zähler zurückgegangen. In dem Rückgang spiegelt sich in erster Linie der scharfe Rückgang der Preise für Rohöl wider. Der Preisverfall am Ölmarkt senkte den Subindikator Preise/Kosten erheblich. Die Subindizes Konjunktur und Liquidität blieben hingegen weitestgehend unverändert.

BVR Zins-Tacho



	Nov 15	Dez 15	Jan 16
BVR Zins-Tacho	50	49	48
Konjunktur (50 %)	58	59	58
Preise/Kosten (40 %)	40	36	34
Liquidität (10 %)	49	48	48



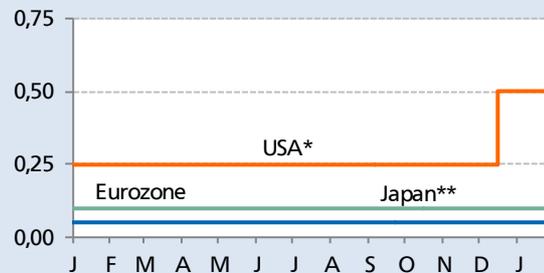
Der BVR Zins-Tacho ist ein Indikator für die Inflationsrisiken im Euroraum. Ein Anstieg des BVR Zins-Tachos zeigt steigende, eine Abnahme sinkende Inflationsrisiken an. Eine detaillierte Beschreibung des BVR Zinstachos befindet sich im BVR Volkswirtschaft special Nr. 13/2007

Geldpolitik und Geldmarkt

Zinsrückgang am Geldmarkt setzt sich fort

Die Zinsen für Termingeschäfte auf dem europäischen Geldmarkt sind im Januar erneut sichtbar zurückgegangen. Während zu Beginn des Monats die geldpolitische Lockerung der EZB vom Dezember negativ auf die Geldmarktzinsen ausstrahlte, drückte ab der zweiten Monathälfte die Ankündigung des EZB-Präsidenten Mario Draghi, der Rat werde im März seine geldpolitische Linie noch einmal neu bewerten und, wenn es nötig sein sollte, weitergehende geldpolitische Maßnahmen zur Lockerung der Geldpolitik beschließen, die Zinsen. Der 3-Monats-Euribor notierte zum Ende des Monats 2 Basispunkte tiefer bei -0,16 %. Der Zins für Jahresgelder fiel binnen Wochenfrist um 3 Basispunkte auf 0,03 %. Der Tagesgeldsatz notierte im Januar im Schnitt bei -0,23 %. Das waren ebenfalls 3 Basispunkte weniger als im Dezember.

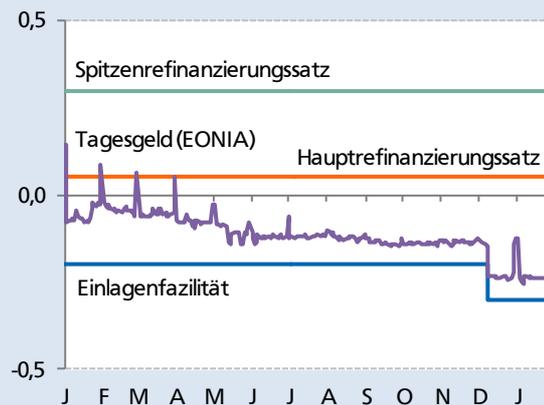
Notenbankzinsen international
in %



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

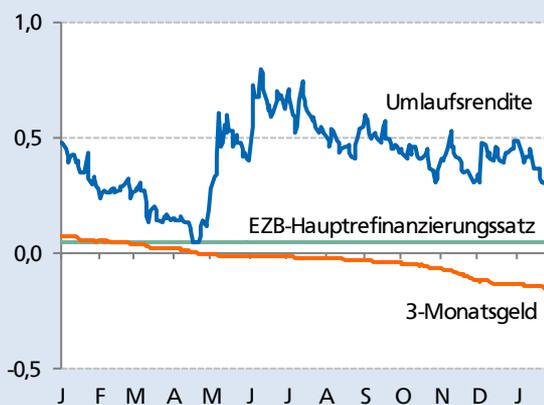
Wichtige Zinsen im Euroraum

Zinssätze in %



Geld- und Kapitalmarkt

Zinssätze in %



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Rentenmarkt

Renditerückgang bei Bundesanleihen

Anleger bevorzugten im Januar besonders sichere Anlageformen. Angesichts der Turbulenzen an den chinesischen Finanzmärkten waren Staatspapiere mit guter Bonität gefragt. Zudem drückten im weiteren Monatsverlauf die Andeutungen des EZB-Präsidenten einer weiteren möglichen Lockerung der Geldpolitik im März die Renditen. Die Umlaufrendite fiel bis zum 26. Januar auf 0,28 %. Sie lag damit 21 Basispunkte unter ihrem Vormonatsultimo. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen fiel im gleichen Zeitraum um 19 Basispunkte auf 0,44 %. Auch im übrigen Euroraum fielen die Renditen von Staatspapieren. Ausnahmen bildeten allein portugiesische und griechische Staatsanleihen. Angesichts der gestiegenen Unsicherheit über die Reformwilligkeit in den beiden Ländern wurden deren Staatspapiere unterm Strich weniger stark zur Geldanlage genutzt. Insbesondere in Griechenland erscheint vielen Anlegern das makroökonomische Risiko noch zu hoch. Während die Rendite von zehnjährigen portugiesischen Staatspapieren um 25 Basispunkte auf 2,78 % anstieg, kletterte die Rendite zehnjähriger griechischer Staatsanleihen bis zum 26. Januar um 131 Basispunkte auf 9,65 %. Jenseits des Atlantiks kam es im Januar zu einem eindeutigen Renditerückgang. Die Renditen von zehnjährigen US-Treasuries fielen im Vergleich zum Vormonatsultimo um 26 Basispunkte auf 1,99 %. Ausschlaggebend hierfür waren ebenfalls die wirtschaftlichen Probleme in China wie auch die Hoffnung vieler Anleger auf eine weniger starke Zinsanhebung durch die Fed.

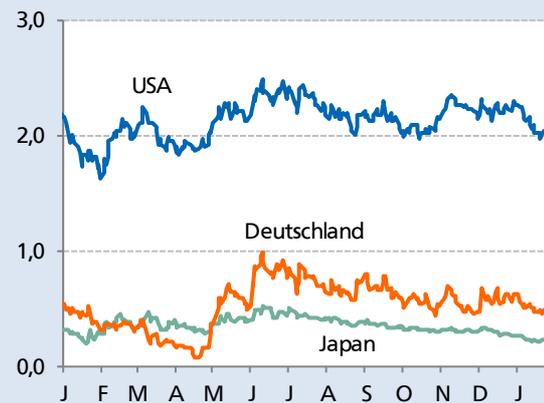
Zinsstruktur am Rentenmarkt

Spread Bundesanleihen mit Restlaufzeiten 10/1 Jahr, in %



Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



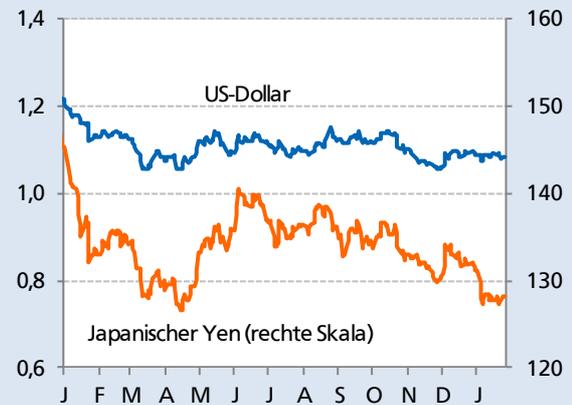
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Devisenmarkt

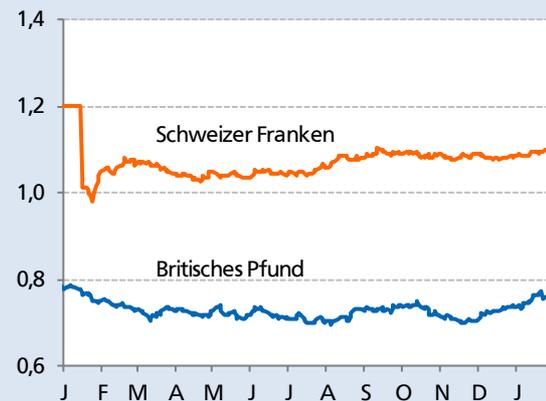
Euro tendiert seitwärts

Stärkende und schwächende Faktoren hielten sich im Januar am Devisenmarkt die Waage. Angesichts der Turbulenzen in China sowie der niedrig bleibenden Verbraucherpreise in den USA äußerten Vertreter der Fed Zweifel, dass der Leitzins in diesem Jahr um 1 Prozentpunkt ansteigen werde. Der Anstieg dürfe wohl weniger progressiv ausfallen. Erwartungsgemäß beließ die Federal Reserve den US-Leitzins auf ihrer geldpolitischen Sitzung vom 27. Januar unverändert. Zwar versprach Fed-Chefin Janet Yellen angesichts des niedrigen Ölpreises und der wirtschaftlichen Probleme in China behutsame Zinsanhebungen. An den Finanzmärkten war aber ein noch vorsichtigerer Tenor seitens der Fed erwartet worden. Das schwächte den US-Dollar und stärkte den Euro. In eine gegensätzliche Richtung wirkten die geldpolitischen Erwartungen im Währungsraum. Nach der letzten Sitzung des EZB-Rates belasteten Aussagen des EZB-Präsidenten Mario Draghi zum zukünftigen geldpolitischen Kurs der europäischen Notenbank den Euro. Dabei beflügelte Mario Draghi, der als Notenbankpräsident stellvertretend für den gesamten EZB-Rat sprach, neue Lockerungsphantasien an den Finanzmärkten. So kamen Spekulationen auf, die EZB werde im März eine weitere Senkung des Einlagesatzes beschließen. Das Sitzungsprotokoll zum EZB-Zinsentscheid vom Dezember hatte zuvor gezeigt, dass einige Ratsmitglieder eine Absenkung des Einlagesatzes um 0,2 Prozentpunkte auf -0,4 % befürwortet hatten. Der Euro-Dollar Kurs lag zum Ende des Monats bei 1,09 US-Dollar und damit ähnlich hoch wie Ende 2015.

Euro-Wechselkurs (I)
Ausländerwährung pro Euro



Euro-Wechselkurs (II)
Auslandswährung pro Euro



Effektiver Wechselkurs des Euro*
in EUR, Quartal 1, 1999 = 100



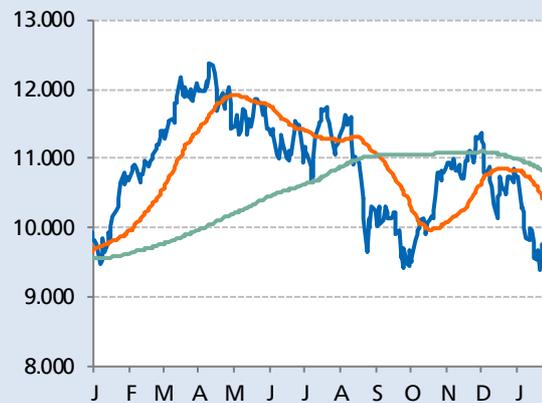
*Nominale Wertentwicklung des Euro gegenüber den 19 wichtigsten Handelspartnern des Euroraums. Eine Bewegung nach oben entspricht einer Aufwertung des Euro
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Aktienmarkt

DAX unter 10.000 Punkten

Die Stimmung an den Aktienmärkten fiel im Januar unterm Strich schlecht aus. Die Kursverluste an den chinesischen Börsen hinterließen ihre Spuren im Anlageverhalten der Investoren in Europa und den USA. Viele schichteten im Januar ihre Gelder in sichere Anlageformen um. Aktien wurden dabei gemieden. Infolge dessen kam es dies- wie jenseits des Atlantiks zu deutlichen Kursverlusten. Auch der sinkende Ölpreis belastete die Stimmung. Für viele Anleger ist er ein Indikator für das Einknicken der Weltkonjunktur. Die Nervosität der Anleger war vor allem in der ersten Monatshälfte ausgeprägt. In der zweiten Monatshälfte besserte sich die Stimmung an den Aktienmärkten. Insbesondere in Europa blickten die Anleger etwas optimistischer in die Zukunft. Während zunächst ein steigender Ölpreis sowie positive Konjunkturdaten aus Europa die Kurse nach oben getrieben hatten, profitierte der DAX in der zweiten Wochenhälfte von der Hoffnung der Anleger auf eine weitere Lockerung der EZB-Geldpolitik im März. Darüber hinaus kamen in Japan nach einem Bericht des Wirtschaftsblattes "Nikkei" Spekulationen über eine weitere Lockerung der japanischen Geldpolitik auf. Die Kurskorrektur zum Monatsende konnte aber die Verluste nicht annähernd ausgleichen. So lag der DAX am 26. Januar bei 9.823 Punkten. Das waren 8,6 % weniger als zum Vormonatsultimo. Der US-Leitindex verlor im gleichen Zeitraum 12,2 % seines Vormonatsultimos und notierte zum Ende des Monats bei 16.709 Punkten.

Deutscher Aktienmarkt
Dax, 40-/200-Tagesschnitt



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



Aktienmarkt USA
Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Eurokonjunktur

Wachstum dürfte sich fortsetzen

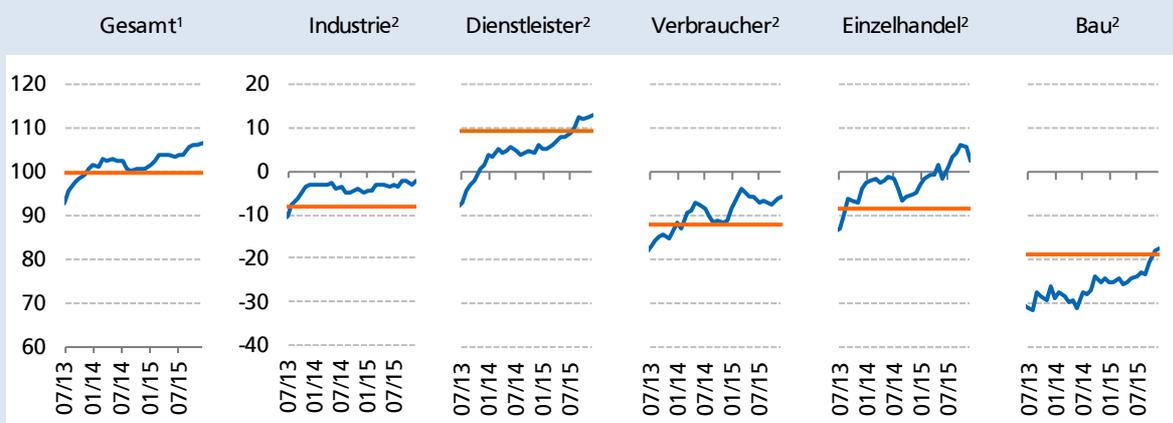
Gemäß dem jüngsten gemeinsamen Wirtschaftsausblick des ifo Instituts sowie den statistischen Ämtern Frankreichs und Italiens, Insee bzw. Istat zeichnet sich eine Fortsetzung des verhaltenen Konjunkturaufschwungs im Euroraum ab. Nach Einschätzung der Institute wird das preis- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) im laufenden ersten Quartal und im kommenden zweiten Quartal um jeweils 0,4 % gegenüber dem Vorquartal zunehmen. Haupttreiber des Wachstums werden demnach die Konsumausgaben der privaten Haushalte sein, die vom abermaligen Rückgang des Ölpreises und der aufwärtsgerichteten Einkommensentwicklung profitieren. Zudem wird davon ausgegangen, dass die Unternehmen ihre Investitionen wegen der niedrigen Zinsen und einer gestiegenen Kapazitätsauslastung stärker ausweiten werden. Der Wirtschaftsausblick sei jedoch mit erheblichen Abwärtsrisiken behaftet. So sei beispielsweise

denkbar, dass sich die Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern verstärkt, was die BIP-Entwicklung im Euroraum spürbar dämpfen würde. Für das vergangene Jahr 2015 prognostizieren die Institute einen preisbereinigten BIP-Zuwachs um 1,5 %. Erste amtliche Daten zum Wirtschaftswachstum in 2015 werden zusammen mit den ersten Angaben zum vierten Quartal voraussichtlich am 12. Februar veröffentlicht.

Verbessertes Wirtschaftsklima

Ein Voranschreiten des Konjunkturaufschwungs im Euroraum legt auch der Verlauf des Wirtschaftsklimaindexes nahe. Der Stimmungsindikator kletterte im Dezember gegenüber November um 0,7 Punkte auf 106,8 Punkte, nachdem er in den Vormonaten im Wesentlichen stagniert hatte. Maßgeblich für den Anstieg des Gesamtindex war in erster Linie die Stimmungsverbesserung bei den Industrieunternehmen.

Wirtschaftsklima im Euroraum



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

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

Quelle: Thomson Reuters Datastream

Eurokonjunktur

Rückläufige Industrieproduktion

Im November hat sich die leichte Belebung der Industriekonjunktur zunächst nicht fortgesetzt. Nach vorläufigen amtlichen Angaben ist die industrielle Produktion gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um 0,7 % zurückgegangen, nachdem sie im Oktober noch um 0,8 % zugelegt hatte. Im Dezember dürfte die Industrieproduktion aber wieder an Fahrt aufgenommen haben. Darauf deutet zumindest der Order-Indikator hin, der im Dezember um deutliche 2,8 Punkte auf einen Stand von -9,2 Punkten gestiegen ist.

Inflationsrate weiterhin niedrig

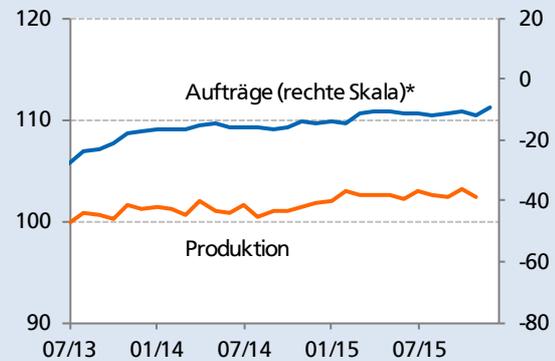
Zum Jahresende ist die Inflationsrate im Euroraum auf niedrigem Niveau nahezu unverändert geblieben. Basierend auf dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) legte sie geringfügig von 0,1 % im November auf 0,2 % im Dezember zu. Ausschlaggebend für den niedrigen Stand waren abermals die Energiepreise, die im Vorjahresvergleich um 5,8 % nachgaben. Auf Jahressicht ist die Inflationsrate von 0,4 % in 2014 auf 0,0 % in 2015 gesunken.

Weniger Arbeitslosigkeit

Die Arbeitsmarktlage hat sich weiter entspannt. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote ist zuletzt von 10,6 % im Oktober auf 10,5 % im November gesunken. Im November 2014 lag die Arbeitslosenquote mit 11,5 % noch um einen Prozentpunkt höher als aktuell.

Aufträge und Produktion

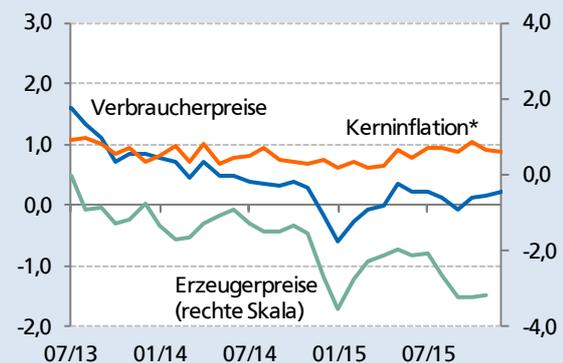
Euroraum, saisonbereinigt



*Order-Indikator der EU-Kommission

Verbraucher- und Erzeugerpreise

Euroraum, in % gg. Vorjahr



*ohne Energie und unbearbeitete Lebensmittel

Arbeitslosenquote

Euroraum, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Deutsche Konjunktur

BIP expandierte 2015 um 1,7 %

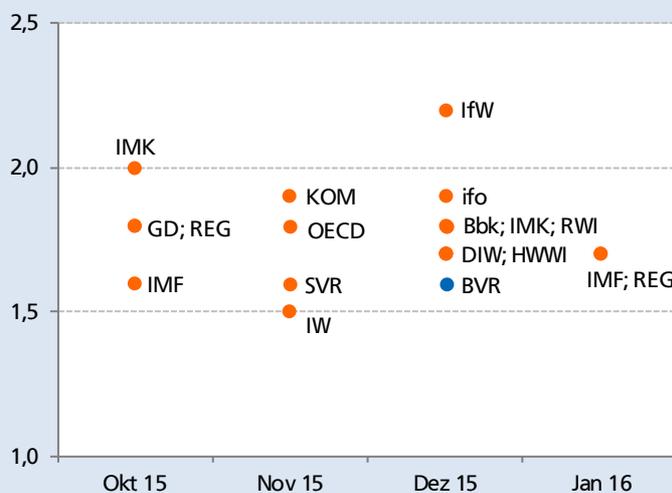
Das Statistische Bundesamt hat am 14. Januar erste Angaben zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung Deutschlands für das Jahr 2015 vorgelegt. Den Angaben zufolge ist das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP), wie vom BVR im Dezember prognostiziert, um 1,7 % gestiegen. Der Zuwachs fiel damit geringfügig höher aus als im Vorjahr (+1,6 %) und deutlich stärker als in den Jahren 2012 und 2013 (+0,4 % bzw. +0,3 %).

Wichtigster Wachstumsmotor war erneut der Konsum. Die Konsumausgaben der privaten Haushalte legten angesichts der weiterhin günstigen Einkommens- und Beschäftigungsentwicklung um spürbare 1,9 % zu. Beim Staatskonsum fiel der Zuwachs mit 2,8 % noch höher aus, auch wegen der zusätzlichen Ausgaben für die nach Deutschland geflüchteten Migranten. Die Investitionen haben

hingegen das Wirtschaftswachstum rechnerisch leicht gedämpft. Zwar wurde mehr in Ausrüstungen (+3,6 %) und Bauten (+0,2 %) investiert. Dem stand jedoch ein deutlicher Abbau von Vorräten gegenüber. Der deutsche Außenhandel gewann in 2015 trotz der schwächeren Entwicklung in den Schwellenländern an Schwung. Da die Importe (+5,7 %) aber ähnlich stark expandierten wie die Exporte (+5,4 %), lieferte der grenzüberschreitenden Güter- und Dienstleistungsverkehr nur wenig Impulse für das gesamtwirtschaftliche Wachstum.

Für 2016 geht der BVR weiterhin davon aus, dass das preisbereinigte BIP um 1,6 % steigen wird. Allerdings haben sich die Abwärtsrisiken aufgrund der Abschwächung der Wirtschaft in den Schwellenländern (insbesondere Brasilien, Russland und China) erhöht.

Konjunktur 2016 - Prognosen für Deutschland
preisbereinigt, Jahreswachstumsrate des BIP in %



Quelle: BVR

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

Deutsche Konjunktur

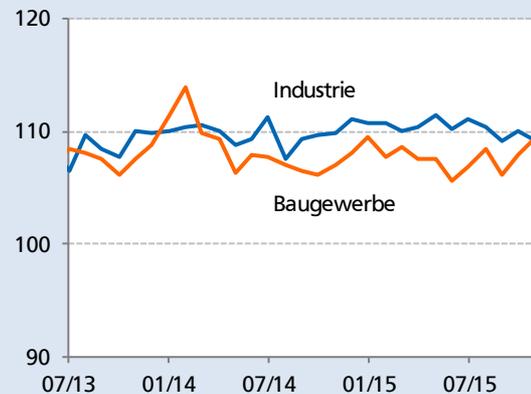
Überwiegend positive Industrie- und Außenhandelsdaten

Im November haben die deutschen Industriebetriebe ihre Produktion zwar etwas vermindert. Der Auftragseingang ist jedoch deutlich gestiegen. Nach vorläufigen Angaben des Statistischen Bundesamtes ist die Industrieproduktion im Vergleich zum Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 0,8 % gesunken. Auch in dem für konjunkturelle Analysezwecke aussagekräftigeren Zweimonatsvergleich Oktober/November gegenüber August/September gab der Ausstoß leicht nach (-0,2 %). Im Baugewerbe konnte die Produktion hingegen im November ausgeweitet werden (+1,6 %). Der Auftragseingang der Industriebetriebe ist jüngst mit einer Verlaufsrate von 1,5 % gestiegen, nachdem er bereits im Oktober merklich zugelegt hatte (+1,7 %). Für den Anstieg waren in erster Linie die Orders aus dem Inland (+2,6 %) verantwortlich, die stärker stiegen als die Auslandsorders (+0,6 %). Positiv stimmen auch die jüngsten Monatsdaten zum Außenhandel. So konnte die deutsche Wirtschaft im November ihre Ausfuhren gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt leicht um 0,4 % ausweiten; die Einfuhren legten um 1,6 % zu.

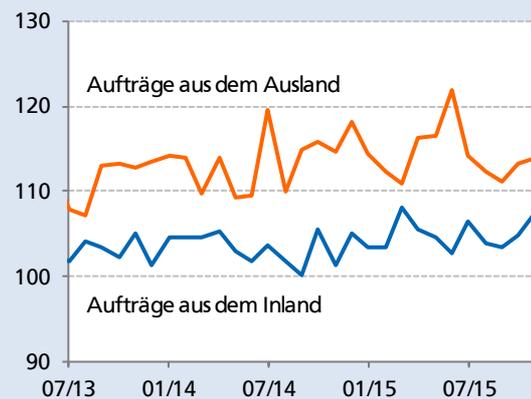
Weniger positive Konjunkturerwartungen

Angesichts der Sorgen um die wirtschaftliche Entwicklung in den Schwellenländern und der Kursverluste an den internationalen Aktienmärkten hat sich die Stimmung in den Unternehmen der gewerblichen Wirtschaft Deutschlands im Januar

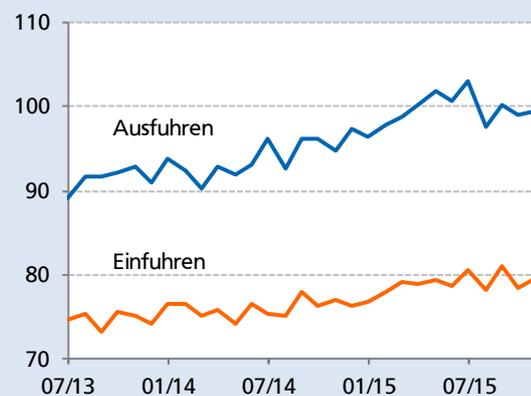
Produktion
2010=100, preis- und saisonbereinigt



Aufträge
2010=100, preis- und saisonbereinigt



Außenhandel
in Mrd. Euro, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

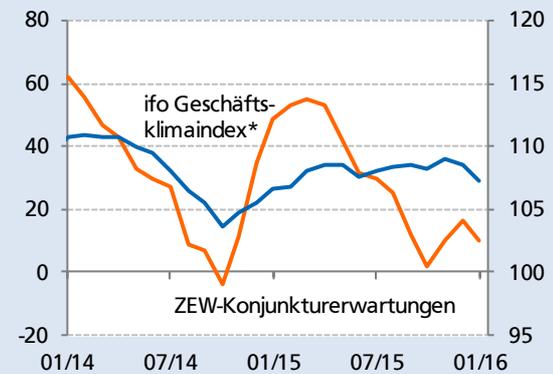
Deutsche Konjunktur

spürbar eingetrübt. Der ifo Geschäftsklimaindex ist im Vormonatsvergleich um 1,1 Punkte auf 107,3 Punkte gesunken, nachdem er bereits im Dezember zurückgegangen war. Besonders deutlich hat sich die Stimmung in exportabhängigen Branchen wie dem Maschinen- und dem Fahrzeugbau verschlechtert. Die Komponenten des Geschäftsklimas haben sich unterschiedlich entwickelt. Während die aktuelle Lage von den befragten Unternehmen per Saldo nur geringfügig weniger häufig mit „gut“ bewertet wurde als zuvor, war bei den Einschätzungen zu künftigen Geschäftsentwicklung eine deutliche Verschlechterung zu verzeichnen. Die ZEW-Konjunkturerwartungen sind im Januar ebenfalls zurückgegangen. Der anhand einer regelmäßigen Umfrage unter Finanzmarktexperten ermittelte Frühindikator gab gegenüber Dezember um 5,9 Punkte auf 10,2 Punkte nach. Zuvor war der Indikator zwei Monate in Folge gestiegen.

Verbraucherpreise stiegen 2015 nur leicht

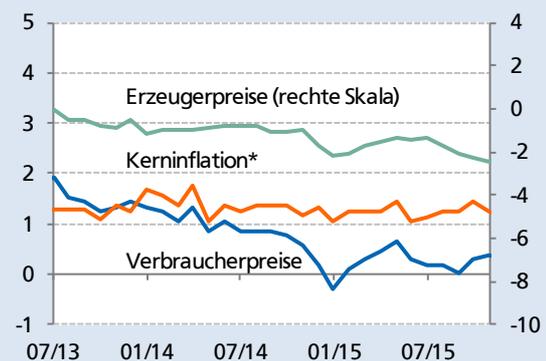
In Deutschland ist die Inflationsrate, basierend auf dem Verbraucherpreisindex (VPI), von 0,9 % im Jahresdurchschnitt 2014 auf 0,3 % in 2015 gesunken. Ausschlaggebend für den niedrigen Wert der Teuerungsrate waren die Energiepreise die sich um deutliche 7,0 % verbilligten und für sich genommen die Gesamtrate um 0,7 Prozentpunkte verminderten. Zuletzt, im Dezember, waren die Verbraucherpreise ebenfalls um 0,3 % gestiegen. Der Erzeugerpreiseindex gewerblicher Produkte lag im Jahresdurchschnitt 2015 um 1,8 % unter seinem Vorjahresniveau. Auch auf der Erzeuger-

Wirtschaftliche Einschätzung
saisonbereinigt



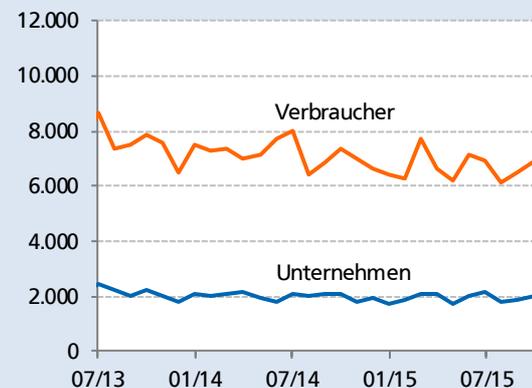
*rechte Skala, 2010=100

Verbraucher- und Erzeugerpreise
gg. Vorjahr in %



*ohne Energie und Lebensmittel

Insolvenzen
Monatliche Fallzahlen



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Deutsche Konjunktur

stufe wurde die Gesamtentwicklung vor allem durch die Energiepreise (-5,4 %) gedämpft. Im Dezember sind die Erzeugerpreise um 2,3 % zurückgegangen.

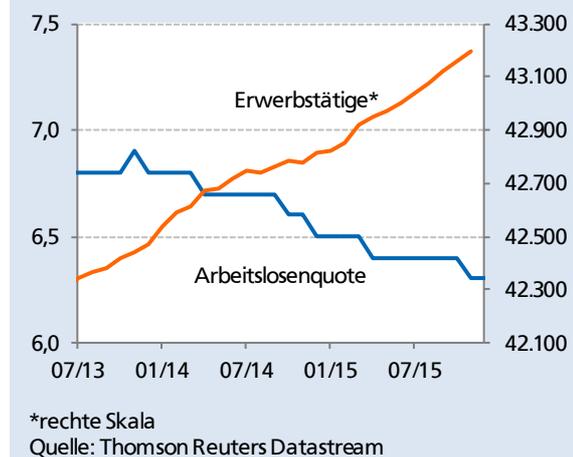
Erneut weniger Insolvenzen

Im Oktober hat sich das Insolvenzgeschehen in Deutschland weiter entspannt. Von den Amtsgerichten wurden 1.996 Unternehmens- und 6.918 Verbraucherinsolvenzen registriert. Die Anzahl der Firmenpleiten ist damit gegenüber dem Vorjahresmonat um 6,1 % gesunken; die Zahl der Verbraucherinsolvenzen war mit einer Jahresrate von -5,9 % ähnlich stark rückläufig. Nach Wirtschaftszweigen differenziert gab es erneut im Handel mit 384 Fällen sowie im Baugewerbe mit 339 Fällen die meisten Unternehmensinsolvenzen. In den Bereichen Wasserversorgung; Abwasser- und Abfallentsorgung und Beseitigung von Umweltverschmutzungen (7 Fällen) sowie Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden (1 Fall) waren hingegen die wenigsten Insolvenzen zu verzeichnen.

Beschäftigungsaufbau hält an

Angesichts der nach wie vor soliden Konjunkturentwicklung haben sich am deutschen Arbeitsmarkt die günstigen Trends fortgesetzt. Zwar ist die Arbeitslosenzahl zuletzt, im Dezember, gegenüber dem Vormonat um 48.000 auf 2,681 Mio. Menschen gestiegen. Für die Zunahme waren jedoch allein jahreszeitliche Faktoren verantwortlich. Unter Berücksichtigung der saisonal üblichen

Erwerbstätige u. Arbeitslosenquote
in Tsd., saisonbereinigt



Effekte ist die Arbeitslosenzahl um 14.000 zurückgegangen, nachdem sie bereits im November im selben Umfang nachgegeben hatte. Die Arbeitslosenquote blieb im Dezember in saisonbereinigter Rechnung unverändert bei 6,3 %.

Im Gegensatz zur Arbeitslosigkeit ist die Erwerbstätigkeit weiter gewachsen. Die Zahl der Erwerbstätigen legte jüngst, im November, gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um 423.000 Personen zu. Im Vergleich zum Vorjahresmonat war ein Anstieg um 423.000 auf 43,49 Mio. Menschen zu verzeichnen. Noch stärker fiel der Zuwachs bei den aktuellen Daten zur sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung aus. Die Beschäftigtenzahl stieg im Oktober im Vorjahresvergleich um kräftige 713.000 auf 31,39 Mio. Menschen. Für die kommenden Monate lassen Frühindikatoren wie der BA-X einen weiteren Stellenaufbau erwarten. Der BA-X legte im Dezember um 1 Punkt auf einen Stand von 206 Punkten zu.