

# VOLKSWIRTSCHAFT KOMPAKT

Wirtschaftspolitik, Finanzmärkte, Konjunktur

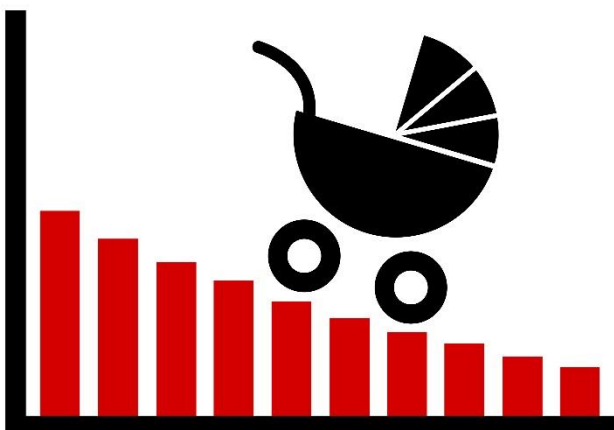
Herausgeber: Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken · BVR · Volkswirtschaft/Mittelstandspolitik  
 Verantwortlich: Dr. Andreas Bley · Schellingstraße 4 · 10785 Berlin · Telefon: 030 2021-15 00 · Telefax 030 2021-1904  
 Internet: <http://www.bvr.de> · E-Mail: [volkswirtschaft@bvr.de](mailto:volkswirtschaft@bvr.de)

## Niedrigzinsen und demografischer Wandel als Belastungsfaktoren für das Bankgeschäft in Deutschland

Weltweit befinden sich viele Volkswirtschaften in einem Umfeld anhaltend niedriger Zinsen. Für das traditionelle Bankgeschäft ist das Zinsumfeld sehr herausfordernd, da die Einnahmen aus der Fristentransformation immer weniger zum Ergebnis beitragen können. In Japan sind die Zinsen schon seit rund 25 Jahren extrem niedrig. Eine aktuelle Analyse des Internationalen Währungsfonds (IWF) kommt zu dem Schluss, dass neben den Niedrigzinsen, in Kombination mit einem schwachen Wirtschaftswachstum, insbesondere der zugrundeliegende demografische Wandel das japanische Finanzsystem merklich belastet.

Ausgehend von der Analyse des IWF werden im vorliegenden Beitrag die Auswirkungen der demografischen Entwicklung für das Kredit- und Einlagengeschäft in Deutschland untersucht. Modellbasierte Schätzungen signalisieren, dass der demografische Wandel von 2001 bis 2018 das Kreditwachstum hierzulande jährlich um durchschnittlich 5,4 Prozentpunkte vermindert hat und das Einlagenwachstum um 3,6 Prozentpunkte. Für die kommenden beiden Jahrzehnte lassen die Schätzungen erwarten, dass der demografische Gegenwind zwar etwas nachlassen aber spürbar bleiben wird.

Der demografische Wandel verstärkt den Druck auf die deutsche Kreditwirtschaft. Vom Bevölkerungsrückgang und der Veränderung der Altersstruktur sind die regionalen Kreditinstitute vielfach besonders stark betroffen. Sie sollten wegen ihrer hohen Bedeutung für ein flächendeckendes Angebot an Finanzdienstleistungen entlastet werden. Ansatzpunkte hierfür liefern beispielsweise das Anzeige- und das Meldewesen. Hier sollte der Proportionalitäts-Gedanke stärker Beachtung finden.



### Inhalt

<b>Niedrigzinsen und demografischer Wandel als Belastungsfaktoren für das Bankgeschäft in Deutschland</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. Kai Wohlfarth E-Mail: <a href="mailto:k.wohlfarth@bvr.de">k.wohlfarth@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>	

## Niedrigzinsen und demografischer Wandel als Belastungsfaktoren für das Bankgeschäft in Deutschland

### Ertragslage der Kreditwirtschaft weltweit durch Niedrigzinsen belastet

Aktuell befinden sich weltweit viele Volkswirtschaften in einem Umfeld anhaltend niedriger Zinsen. Verantwortlich für die niedrigen Zinsen sind nicht zuletzt die Notenbanken, die vielfach einen sehr expansiven Kurs verfolgen. Aber auch Faktoren wie die global betrachtete schwache Investitionstätigkeit bei zunehmender Sparneigung und das allgemein nachlassendem Wirtschaftswachstum tragen zu den niedrigen Zinsen bei. Besonders interessant ist die Lage in Japan. Die Leitzinsen der japanischen Notenbank sind angesichts eines verhaltenen Wirtschaftswachstums und eines sehr geringen Preisanstiegs nämlich schon seit rund 25 Jahren extrem niedrig.

Für das Bankgeschäft stellen die persistenten Niedrigzinsen eine enorme Herausforderung dar. Das traditionelle Einlagen- und Kreditgeschäft beruht auf der sogenannten Fristentransformation, also auf der Hereinnahme kurzfristig verfügbarer Gelder und der Herausgabe von Krediten mit meist langer Laufzeit. Die mit der Fristentransformation generierten Zinseinnahmen sind auch in Deutschland eine wesentliche Ertragsquelle der Kreditinstitute, vor allem für die Kreditgenossenschaften und die Sparkassen. Diese Ertragsquelle kann angesichts des extrem expansiv ausgerichteten Kurses der Europäischen Zentralbank (EZB) aber immer weniger zum Ergebnis beitragen. Nun stellt sich die Frage, ob aus den langjährigen Erfahrungen, die in Japan bereits mit den Niedrigzinsen gesammelt wurden, auch Rückschlüsse für die Entwicklung hierzulande getroffen werden können.

### Entwicklung in Japan besonders schwierig

Eine im Jahr 2017 veröffentlichte Analyse des Internationalen Währungsfonds (IWF) zum japanischen Finanzsektor kommt zu dem Schluss, dass neben den niedrigen Zinsen, in Kombination mit dem schwachen Wirtschaftswachstum, insbesondere der zugrundeliegende demografische Wandel die inländischen Banken vor große Herausforderungen stellt. Die japanische Kreditwirtschaft erfährt bereits seit einiger Zeit wegen der Bevölkerungsschrumpfung und –Alterung einen Ge-

genwind, der in anderen Volkswirtschaften erst in Zukunft voll zum Tragen kommen dürfte. So nimmt in Japan die Bevölkerungszahl seit 2010 ab und der Anteil der Bevölkerung im Alter von 70 und mehr Lebensjahren an allen erwachsenen Menschen ist deutlich gestiegen (von 13 % in 1995 auf 24 % in 2015). Ferner ist davon auszugehen, dass sich der demografische Gegenwind in den nächsten Jahrzehnten noch deutlich intensivieren wird.

Gemäß der Analyse zeigt der demografische Wandel in Japan sowohl beim Einlagen- als auch beim Kreditgeschäft merkliche Auswirkungen. Schätzungen des IWF legen nahe, dass die zunehmende Alterung der Bevölkerung das Kreditwachstum in den vergangenen Jahrzehnten stärker dämpfte als das Einlagenwachstum. Dies dürfte sich in den kommenden Jahren fortsetzen. Die Schätzungen signalisieren, dass das Kreditwachstum bis zum Jahr 2035 jährlich um 1 bis 1,5 Prozentpunkte niedriger ausfallen wird als das Wachstum der Einlagen. Dies belastet die Ertragslage der Banken, da sich angesichts der flachen Zinsstruktur nur geringe Margen im Einlagegeschäft erzielen lassen. Wegen des demografischen Gegenwinds stehen viele japanische Banken unter Druck, ihr Geschäftsmodell zu verändern, weg vom traditionellen Kredit- und Einlagengeschäft und hin zu mehr provisionsbasierten Bankdienstleistungen; ein Trend der künftig anhalten dürfte.

### Demografischer Wandel auch in Deutschland

Deutschland befindet sich ebenfalls in einem Niedrigzinsumfeld, dessen Ende für die kommenden Jahre nicht absehbar ist. Zudem vollzieht sich auch hierzulande ein demografischer Wandel. Zwar ist die Bevölkerungszahl Deutschlands infolge der ungewöhnlich starken Zuwanderung aus dem Ausland in den vergangenen Jahren gestiegen. Sie legte nach Angaben des Statistischen Bundesamtes seit 2010 um gut 1 Mio. auf aktuell rund 83 Mio. Menschen zu. Die Bevölkerungsstruktur veränderte sich jedoch bereits nachhaltig.

Die Auswirkungen des demografischen Wandels auf die Struktur der erwachsenen Bevölkerung Deutschlands werden in Abbildung 1 gezeigt. Gemäß den amtlichen Daten gewannen die älteren Bevölkerungsgrup-

pen in den vergangenen Jahrzehnten zulasten der jüngeren Gruppen merklich an Bedeutung. Besonders sichtbar ist dies bei den Menschen in der Altersgruppe 70plus, deren Anteil an der Gesamtzahl der Menschen im Alter von 20 Lebensjahren und mehr von rund 12 % zu Beginn der 1970er Jahre auf gut 19 % im Jahr 2018 gestiegen ist. Im Gegensatz dazu hat sich der Anteil der Menschen in der Altersgruppe der 20 bis 29jährigen von gut 18 % im Jahr 1970 auf etwa 14 % in 2018 vermindert. Für die kommenden Jahrzehnte legen die Ergebnisse der im Sommer 2019 veröffentlichten amtlichen Bevölkerungsvorausberechnung eine Fortsetzung dieser Trends nahe. Gemäß den Ergebnissen der hier dargestellten Variante, die eine moderate Entwicklung der Geburtenhäufigkeit, der Lebenserwartung und des Wanderungssaldos (+220.000 Menschen im Jahr) unterstellt, ist bis zum Jahr 2040 mit einem weiteren Anstieg des 70plus-Anteils auf fast 28 % zu rechnen. Die Gesamtzahl der Bevölkerung wird in dieser Variante bis 2040 um rund 1 Mio. auf etwa 82 Mio. Menschen zurückgehen.

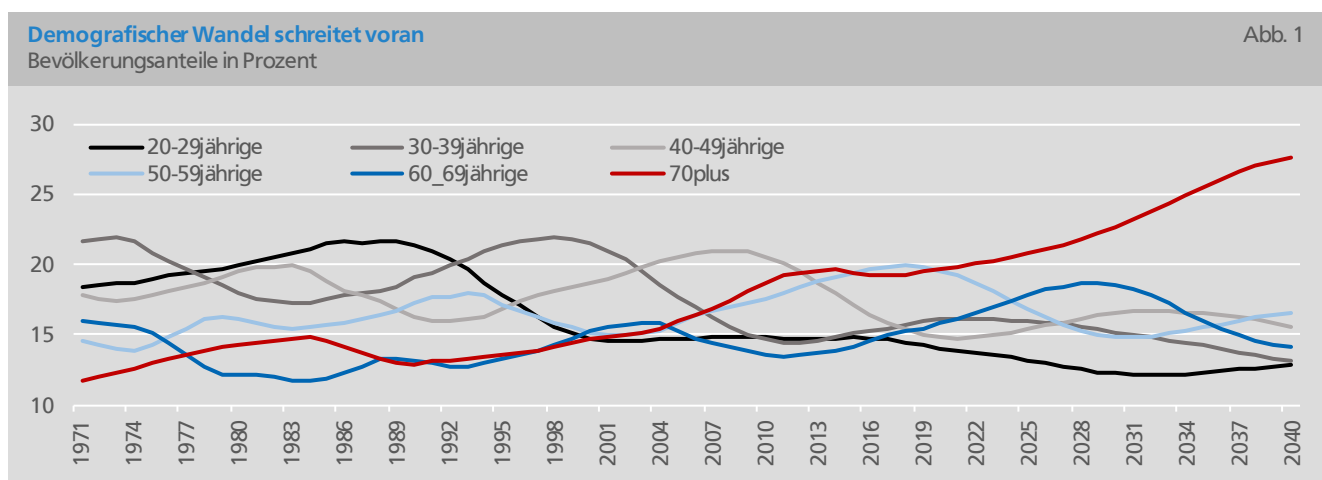
### Analyse der Auswirkungen auf das Bankgeschäft

Eine alternde und schrumpfende Bevölkerung kann das Arbeitskräftepotenzial und die Produktivität der Wirtschaft vermindern, die Investitionstätigkeit und die Kreditnachfrage schmälern und damit einen Abwärtsdruck auf das Wirtschaftswachstum und die Zinsen ausüben. Ein Anstieg der älteren Bevölkerungskohor-

ten kann die Einlagenentwicklung dämpfen, wenn die Ersparnisse – der Lebenszyklus-Hypothese folgend – während des Ruhestands aufgelöst werden. Denkbar ist aber auch, dass Pensionäre ihre Nachfrage nach sicheren Anlagen generell erhöhen, was sich steigernd auf das Einlagenwachstum auswirken könnte. Diese wenigen Erläuterungen verdeutlichen, dass die Folgen des demografischen Wandels auf das Kredit- und Einlagengeschäft sehr komplex sind und einer ergänzenden und vertiefenden empirischen Analyse bedürfen.

Grundlage für die hier vorgenommene Untersuchung ist ein vom IWF in seiner jüngsten Analyse zum japanischen Finanzsektor verwendete Schätzansatz, der mit Daten für Deutschland repliziert wird. In Ermangelung entsprechender Angaben wird allerdings nicht wie in der Analyse des IWF mit Einzelbankdaten gearbeitet, sondern mit den aggregierten Kredit- und Einlagendaten aller Bankengruppen Deutschlands, aus der Bankenstatistik der Deutschen Bundesbank.

Konkret werden die jährlichen Veränderungsrate der Kundenkredite und Kundeneinlagen im Zeitraum der Jahre 1970 bis 2018 jeweils auf die Veränderungsrate der erwachsenen Bevölkerung (pop20plus) und die Veränderung des Bevölkerungsanteils verschiedener Altersgruppen (dps\_20\_29 bis dps\_70plus) regressiert (Modelle 1 und 3 in den Spalten 2 und 4 der Tab. 1). Da sich die Anteile aller Altersgruppe zu 1 summieren, wird zur Vermeidung perfekter Kollinearität



Quelle: Destatis, BVR, ab 2018: Ergebnisse der 14. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung, Variante: G2L2W2

die Gruppe der 40- bis 49jährigen nicht in die Regressionsgleichung eingefügt. Ergänzend werden die Schätzergebnisse mit einigen makroökonomischen Variablen kontrolliert (Modelle 2 und 4). Hier werden analog zur IWF-Analyse die Veränderungsrate des Verbraucherpreisindex (cpi) und des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts (gdp) einbezogen (Quelle wie bei den demografischen Variablen: Statistisches Bundesamt).

### Modellschätzungen bestätigen japanische Erfahrungen

Im Ergebnis zeigen sich für Deutschland ähnliche Schätzergebnisse wie die, welche vom IWF für Japan ermittelt wurden. Die demografischen Variablen scheinen insgesamt einen bedeutsamen Beitrag zur Erklärung der Variationen der Kredit- und Einlagenveränderungsraten zu leisten. Wie in der letzten Zeile der Tabelle 1 gezeigt, liegt das Bestimmtheitsmaß R-Quadrat der Modelle 1 und 3 bei hohen 0,62 bzw. 0,39. Ferner erweisen sich die Koeffizienten dieser Variable bei Hinzunahme der makroökonomischen Variablen generell als robust und bestätigen die Ergebnisse der Japan-Analyse.

- Die in der vierten Zeile der Tabelle dokumentierten Koeffizienten der Veränderung der erwachsenen Gesamtbevölkerung sind in allen

Modellen insignifikant und variieren im Vorzeichen. Sie signalisieren somit, dass die Entwicklung der Bevölkerungszahl für sich betrachtet keinen systematischen Einfluss auf das Kredit- und Einlagengeschäft ausübt.

- Im Gegensatz dazu sind die in der fünften bis neunten Zeile aufgeführten Koeffizienten, welche die Veränderungen in der Altersstruktur erfassen, vielfach hoch signifikant und scheinen damit einen systematischen Einfluss zu haben. Sie weisen zudem die auch für Japan ermittelte umgedrehte U-Form auf: Zunehmende Anteilswerte der jüngeren Kohorte (20 bis 29jährige) führen demnach ebenso wie zunehmende Anteilswerte der älteren Kohorten (50 bis 59jährige, 60 bis 69jährige, 70plus) allgemein zu einem schwächeren Kredit- und Einlagenwachstum. Demgegenüber gehen höhere Anteilswerte der mittleren Kohorte (30 bis 39jährige) im Allgemeinen mit einem höheren Kredit- und Einlagenwachstum einher, obgleich die entsprechenden Koeffizienten statistisch nicht signifikant sind.
- Analog zu den Resultaten der Japan-Analyse scheinen sich die Veränderungen in der Altersstruktur stärker auf die Kredit- als auf das Einlagengeschäft auszuwirken. Die absoluten

Modelle zum demografischen Wandel bestätigen japanische Erfahrungen

Tab. 1

	Kundenkredite		Kundeneinlagen	
	Modell 1	Modell 2	Modell 3	Modell 4
<b>Demographische Variablen</b>				
pop20plus	0,68	-1,2	-0,89	-1,8
dps_20_29	-2,69	-3,44**	-0,84	-1,35
dps_30_39	1,94	0,33	0,96	0,06
dps_50_59	-11,34***	-8,28***	-5,94***	-4,00***
dps_60_69	-15,72***	-10,98***	-9,29***	-6,45***
dps_70plus	-10,29**	-10,74***	-7,23**	-7,36***
<b>Makroökonomische Variablen</b>				
cpi		0,84***		0,52**
gdp		0,66**		0,31**
Beobachtungen	48	48	48	48
Adj. R-Quadrat	0,62	0,74	0,39	0,46

Anmerkungen: Die Ergebnisse beruhen auf OLS-Regressionen mit einer Konstanten sowie HAC Standardfehlern und Kovarianzen, Schätzzeitraum: 1970-2018, alle Variablen in Veränderungen zum Vorjahr

\*\*\* und \*\* signalisieren Signifikanz auf dem 1 und 5 Prozent-Niveau

Quelle: Schätzungen des BVR

Werte der Altersstruktur-Koeffizienten der beiden Kredit-Modelle 1 bzw. 2 sind durchweg höher als die entsprechenden Koeffizienten der Einlagen-Modelle 3 bzw. 4. Gleiches gilt auch für die makroökonomischen Variablen: Die Koeffizienten des Verbraucherpreisindex und des Bruttoinlandsprodukts sind im Kredit-Modell 2 höher als in Einlagen-Modell 4. Dies deutet darauf hin, dass die Kreditentwicklung stärker durch Veränderungen des makroökonomischen Umfelds beeinflusst wird als die Einlagenentwicklung.

Die Schätzergebnisse der Modelle 2 und 4 können auch dazu beitragen, den in den vergangenen Jahren beobachtbaren Überschuss der Einlagen über die Kredite zu erklären. So ist die Relation aus Kundenkrediten und Kundeneinlagen zu Beginn der 2010er Jahre unter die 100-Prozent-Marke gesunken und verharrt seitdem dort (siehe Abb. 2).

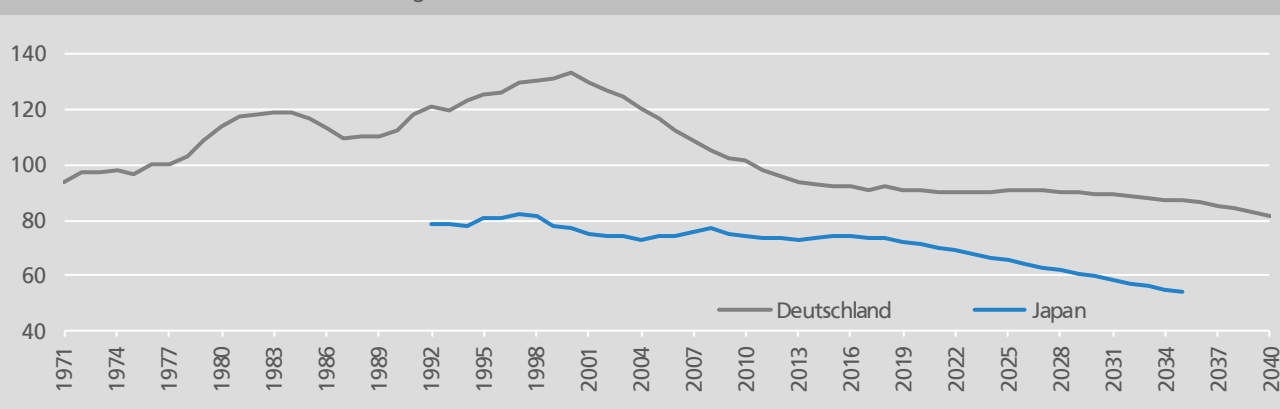
Grundsätzlich lässt sich die Entwicklung der Kredite-Einlagen-Relation seit Beginn der 1970er Jahre in vier Phasen unterscheiden. Während der ersten Phase von 1971 bis 1983 übertraf das Kredit- zumeist das Einlagenwachstum, die Relation legte dementsprechend zu. Treibender Faktor war damals die Preisentwicklung mit Inflationsraten, die vielfach die 5-Prozent-Marke überschritten, sowie das merkliche Wachstum des

preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts von durchschnittlich mehr als 2 % pro Jahr. Anschließend legten von 1984 bis 1987 die Einlagen stärker als die Kredite zu, im Zuge des Aufkommens eines demografischen Gegenwinds. Den Schätzungen zufolge dämpfte in diesen Jahren insbesondere der Anstieg der Bevölkerungsanteile der 50 bis 59jährigen und der 60 bis 69jährigen Menschen das Kreditwachstum spürbar. Von 1988 bis zum Jahr 2000 übertraf dann das Kredit- zumeist wieder das Einlagenwachstum, befördert zunächst durch den Wiedervereinigungsboom, der mit hohen Wirtschaftswachstums- und Inflationsraten einherging. Mitte der 1990er Jahre wirkte sich dann die demografische Entwicklung günstig aus und zum Ende des Jahrzehnts lieferte das wieder anziehende Wirtschaftswachstum Impulse für das Kreditgeschäft. Seit 2001 tritt verstärkt ein demografischer Gegenwind in den Vordergrund, der einen andauernden Abwärtsdruck auf die Kredit-Einlagen-Relation ausübt. Den Modellschätzungen zufolge hat der demografische Wandel im Zeitraum der Jahre 2001 bis 2018 das Kreditwachstum jährlich um durchschnittlich 5,4 Prozentpunkte vermindert und das Einlagenwachstum um 3,6 Prozentpunkte, jeweils im Vergleich zu einem Szenario ohne den demografischen Wandel. Verantwortlich hierfür war in erster Linie die zunehmenden Bevölkerungsanteile der 50 bis 59jährigen Menschen und der Menschen der 70plus-Altersgruppe.

**Demografischer Wandel zementiert Einlagenüberschuss der deutschen Banken**

Abb. 2

Kundenkredite, in Prozent der Kundeneinlagen



Quelle: Angaben für Deutschland: Deutsche Bundesbank, ab 2018: Schätzungen des BVR; Angaben für Japan: IWF, ab 2015: Schätzungen des IWF

## Einlageüberschuss dürfte langfristig bestehen bleiben

Welche Schlüsse lassen sich aus den Modellschätzungen für die Zukunft treffen? Auf Basis der Modelle 2 bzw. 4 und der Angaben der amtlichen Bevölkerungsvorausberechnung können Prognosen zur Kredit- und Einlagenentwicklung bis zum Jahr 2040 erstellt werden. In Hinblick auf das Bruttoinlandsprodukt und die Verbraucherpreise wird die Annahme getroffen, dass diese langfristig um 0,7 % bzw. 1,5 % steigen werden.

Im Ergebnis ist damit zu rechnen, dass der langfristige Wachstumstrend sowohl bei den Kundenkrediten als auch die Kundeneinlagen anhalten wird. Der demografische Gegenwind dürfte in den 2020er und 2030er Jahren gegenüber den 2000er und 2010er Jahren zwar etwas nachlassen, jedoch spürbar bleiben. Durch die voranschreitende demografische Entwicklung wird die Kreditdynamik voraussichtlich weiterhin stärker beeinträchtigt werden als die Einlagendynamik. Gemäß den Modellschätzungen vermindert der demografische Wandel das Kreditwachstum von 2019 bis 2040 jährlich um 2,0 Prozentpunkte, während das Einlagenwachstum lediglich um 1,7 Prozentpunkte reduziert wird. Der bestehende Überschuss der Einlagen über die Kredite dürfte daher langfristig zementiert werden und sich im Prognosezeitraum sogar noch vergrößern. Die Relation aus Kundenkrediten und –Einlagen wird den Modellschätzungen zufolge von rund 92 % in 2018 auf etwa 82 % in 2040 sinken (siehe Abb. 2).

Jedoch sind den Modellschätzungen zufolge die Auswirkungen des demografischen Wandels auf das hiesige Kredit- und Einlagengeschäft deutlich weniger gravierend wie in Japan. Die für Japan ermittelte Kundenkredite-Kundeneinlagen-Relation liegt bereits seit längerem deutlich unter der Relation für Deutschland. Gemäß den Schätzungen des IWF wird sie von rund 75 % im Jahr 2015 auf unter 55 % im Jahr 2035 sinken. Der Rückgang der Relation würde mit über 20 Prozentpunkte in etwa viermal so stark ausfallen wie in Deutschland für das im genannten Zeitraum eine Abnahme der Relation um rund 5 Prozentpunkte prognostiziert wird.

## Regulierung mit Augenmaß geboten

Die Kreditwirtschaft steht derzeit aus mehreren Richtungen unter Druck. Neben den anhaltend niedrigen Zinsen stellt vor allem die voranschreitende Digitalisierung, die hohe Wettbewerbsintensität in Deutschland und die zunehmende Regulierung die Banken und Sparkassen vor große Herausforderungen. Der demografische Wandel verstärkt den Druck noch, durch ein schwächeres Wachstum der Kredit- und Einlagenmärkte. Vom Bevölkerungsrückgang und der Veränderung der Altersstruktur sind die regionalen Kreditinstitute vielfach besonders stark betroffen. Diese sind aber sehr wichtig für ein flächendeckendes Angebot an Finanzdienstleistungen. Insbesondere im Bereich der Mittelstandsfinanzierung kommt den regional verwurzelten Kreditinstituten eine hohe Bedeutung zu. Ohne das Engagement dieser Institute würden in den Regionen zusätzliche Disparitäten entstehen.

Vor diesem Hintergrund sollte die Kreditwirtschaft und hier besonders die kleinen und mittelgroßen Institute entlastet werden. Ansatzpunkte hierfür liefern beispielsweise das Anzeige- und das Meldewesen. So ist die Kreditwirtschaft wie kaum ein anderer Wirtschaftszweig von umfangreichen Anzeige- und Meldepflichten betroffen. Dabei ist die Ressourcenbelastung für kleine und mittlere Banken im Meldewesen und im Anlegerschutz weitaus höher als bei großen Instituten. Bei sehr kleinen Banken übersteigen die für Dokumentationen im Kontext des Anlegerschutzes geschätzten Kosten sogar den Rohertrag aus dem Wertpapierberatungsgeschäft. Durch die Aufsichtsfunktion der EZB sind weitere Meldeanforderungen und zahlreiche Änderungen und Erweiterungen hinzugekommen und weitere absehbar. Hinzu kommen zusätzliche Ad-hoc-Erhebungen (z. B. Stresstests, Niedrigzinsumfrage) der Aufsicht und damit weitere Belastungen. Hier sollte der Proportionalitäts-Gedanke stärker beachtet werden. Die Regulierer müssen prüfen, inwieweit Vereinfachungsmöglichkeiten, Abstufungen und Ausnahmeregelungen im Meldeumfang für Institute unterhalb einer kritischen Größe festgelegt werden können. ■

## Finanzmärkte

### Kreditwachstum bleibt intakt

Das Kreditwachstum im Euroraum stieg im August weiter an. Bereinigt um Kreditverbriefungen erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen auf 4,3 %, von 4,0 % im Vormonat. Die Ausleihungen an die privaten Haushalte expandierten mit 3,4 % auf dem Juli-Niveau. Die konjunkturellen Unsicherheiten spiegeln sich somit weiterhin kaum in der Nachfrage nach Krediten wider.

### Geldmengenwachstum etwas niedriger

Das Wachstum des breit abgegrenzten Geldmengenaggregats M3 erhöhte sich im August 2019 nochmals von 5,1 % auf 5,7 %. Unter den Komponenten von M3 stieg auch der Zuwachs bei den täglich fälligen Einlagen mit 8,4 % nach 7,8 % im Juli. Auch die Termin- und Spareinlagen erhöhten sich um 1,0 % nach 0,1 % im Juli und einem Rückgang von -0,1 % im Juni. Der Abbau der marktfähigen Finanzinstrumente hat sich von -1,6 % auf -2,9 % beschleunigt.

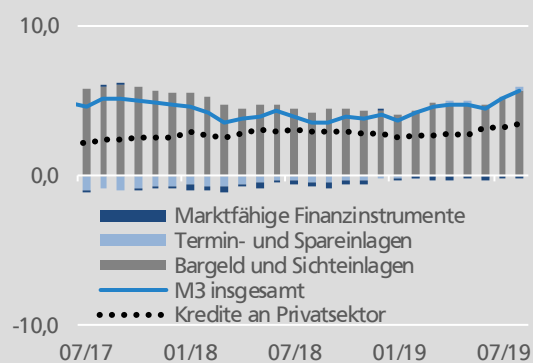
### Moderater Preisauftrieb im Euroraum

Der BVR Zins-Tacho signalisiert im Oktober mit 44 Punkten geringe Inflationsrisiken für den Euroraum. Der fortlaufende Rückgang ist vor allem getrieben durch die schwachen Daten der Industrieproduktion und der Auftragseingänge, welche die Konjunkturkomponente belasten. Infolgedessen sinkt auch die Kostenkomponente weiter deutlich. Somit zeigt sich der wirtschaftliche Abschwung immer klarer in den verringerten Inflationsrisiken. Auch von dem Indikator für die Kreditdynamik geht mit 46 Punkten kein deutlicher Inflationsimpuls aus.

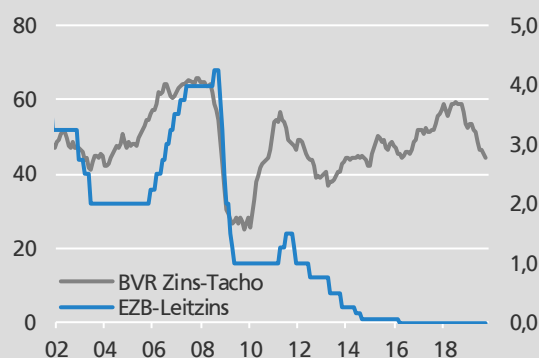
### Geldmarktzinsen etwas niedriger

Die Geldmarktzinsen haben sich nach der Senkung des Einlagezinssatzes durch die EZB am 12. September nochmals verringert. Der EONIA notiert seitdem auf dem Niveau von etwa -0,46 %. Der 3-Monats-Euribor sank Anfang Oktober zunächst leicht auf -0,428 %, um dann wieder auf dem Niveau von etwa -0,41 % einzupendeln.

Beiträge zum M3-Wachstum  
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



BVR Zins-Tacho  
in Punkten



	Aug. 19	Sep. 19	Okt. 19
<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>46</b>	<b>45</b>	<b>44</b>
Konjunktur (50 %)	50	47	45
Preise/Kosten (40 %)	43	44	43
Kreditdynamik (10 %)	45	45	46

Der BVR Zins-Tacho ist ein Indikator für die Inflationsrisiken im Euroraum. Ein Anstieg des BVR Zins-Tachos zeigt steigende, eine Abnahme sinkende Inflationsrisiken an. Hinweise zur Berechnung finden sich im BVR Volkswirtschaft Kompakt vom Februar 2018.

Quelle: Refinitiv Datastream

### Brexit: And the winner is, Boris Johnson...

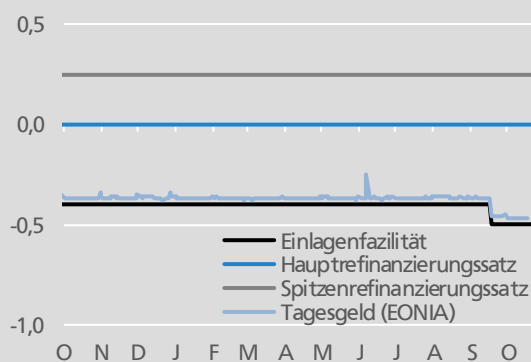
Boris Johnson hat es geschafft, sich in eine Ausgangslage für anstehende Parlamentswahlen zu bringen, die überaus komfortabel ist. Alle erdenklichen Optionen, Ablehnung des neuen Vertrages durch das Parlament, Zustimmung durch das Parlament, Verschiebung des Brexits und auch eine Volksabstimmung zum Vertrag bringen Vorteile im anstehenden Wahlkampf. Dass dieser Wahlkampf stattfindet, steht außer Frage, da Johnson im Parlament seine Mehrheit verloren hat.

Es bleibt abzuwarten, wie eine anstehende Neuwahl ausgeht. Boris Johnson hätte als möglicher Gewinner der Wahl allerdings ein schweres Erbe seiner eigenen Brexit-Politik zu bewältigen. Auch wenn es ihm gelingen sollte Vertrauen in die Politik und ökonomische Entwicklung von Großbritannien zu erzeugen, blieben bereits entstandene Schäden bestehen. Die Abwanderung von Unternehmen ist in vollem Gange. Neue Investitionen und Unternehmen ins Land zu holen bedarf vieler Anreize, die – sollte ein Abkommen mit der EU zustande kommen – nur begrenzt fiskalisch bewältigt werden können. Nachhaltiges Wachstum in Großbritannien zu generieren wird eines der Hauptaufgaben der neuen Regierung sein und ein anspruchsvolles Unterfangen. Der aktuelle Zustand der Weltwirtschaft würde weiterhin durch die protektionistische Haltung des US-Präsidenten geprägt sein, was einem angemessenen Wirtschaftswachstum im Weg steht. Politisch wird die neue Regierung dazu gezwungen sein, Wohltaten zu verteilen. Der Zustand des britischen Staatshaushaltes wird die Finanzmärkte nach dem Brexit weiterhin beschäftigen. Das Pfund sollte in der Folge eher schwächer notieren und die Bank of England versucht sein, durch Zinsanhebungen dem Währungseffekt und der Inflation entgegen zu wirken.

Viel wahrscheinlicher ist aktuell allerdings, dass die EU dem Verlängerungsantrag von Boris Johnson zustimmt. Die 27 verbleibenden Staaten werden sicherlich nicht daran interessiert sein, als diejenigen dargestellt zu werden, die den harten Brexit durchgesetzt und die britische Wirtschaft in Chaos gestürzt und möglicherweise den Frieden in Nordirland gefährdet zu haben.

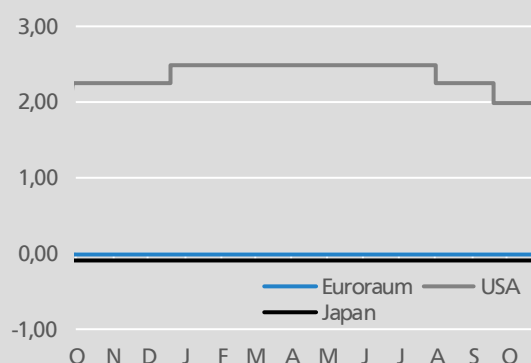
#### Wichtige Zinsen im Euroraum

in Prozent



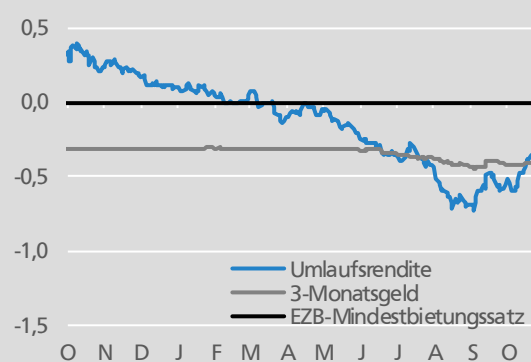
#### Notenbankzinsen international

in Prozent



#### Geld- und Kapitalmarktzinsen

in Prozent



Quelle: Refinitiv Datastream



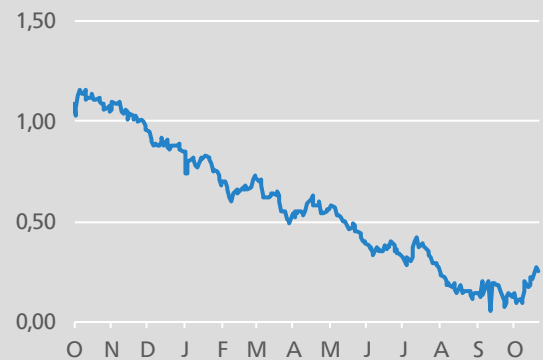
## Anleihen: Renditen steigen wieder

Seit der Zinsentscheidung der EZB am 12. September sind die Renditen von Anleihen volatil gestiegen. Ursächlich sind insbesondere Hoffnungen auf die Beilegung des us-chinesischen Handelsstreits sowie eines geordneten Brexits. Das Renditeniveau bewegt sich für deutsche Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit weiterhin tief im negativen Bereich, bei -0,36 % (22. Oktober 2019). Allerdings haben Anleihen mit einer Restlaufzeit von 30 Jahren den Bereich negativer Renditen verlassen und rentierten zuletzt bei etwa 0,17 %. Auch die Kurse von US-Treasuries waren im Oktober volatil. Zwar waren die Papiere mit zehnjähriger Restlaufzeit zunächst gefragt, was die Renditen auf rund 1,51 % fallen ließ, jedoch sorgten die mit einem Ende des Handelskonfliktes verbundenen Konjunkturoffnungen für ein Steigen der Renditen auf 1,76 % am 22. Oktober 2019. Insbesondere die Meldungen sowohl von der chinesischen als auch von der US-amerikanischen Seite, dass ein Teilabkommen möglich sei, sorgten für einen Risk-on-Modus und damit für das Steigen der Renditen. In diesem Marktumfeld stiegen auch die Renditen von Euroländern wie Frankreich, Spanien und Italien. So rentierten französische Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit mit -0,05 % gerade noch im negativen Bereich. Spanische Anleihen mit der gleichen Restlaufzeit ermöglichten eine Rendite von 0,28 % und italienische Papiere 1,08 %. Zwar sind die Renditen für alle Länder wieder deutlich gestiegen, dennoch bewegen sie sich weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau.

Das Enttäuschungspotential ist in den kommenden Wochen allerdings sehr hoch. Ein Scheitern des geordneten Brexits ist weiterhin möglich. Zudem können sowohl China als auch die USA höchstens einem halbherzigen Deal zustimmen. Lediglich der enorme Druck, der auf Donald Trump – wegen des möglichen Impeachment-Verfahrens – lastet, hat das Potential die US-Seite zum Einlenken zu bringen. Mit einer vorübergehenden Vereinbarung mit China könnte er einen ressourcenaufwändigen Streit beenden und sich der Innenpolitik zuwenden. Dies wiederum würde die Renditen – aufgrund der Konjunkturoffnungen – weiter steigen lassen.

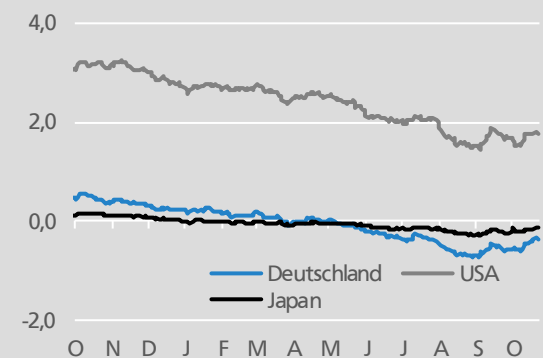
### Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



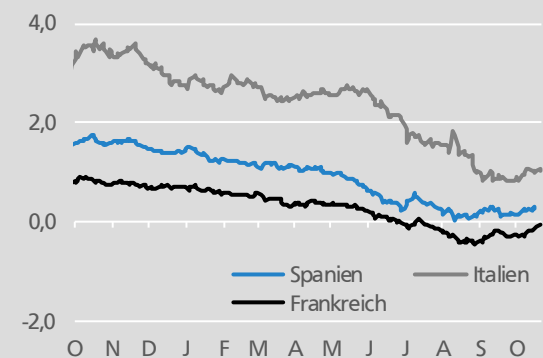
### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Quelle: Refinitiv Datastream

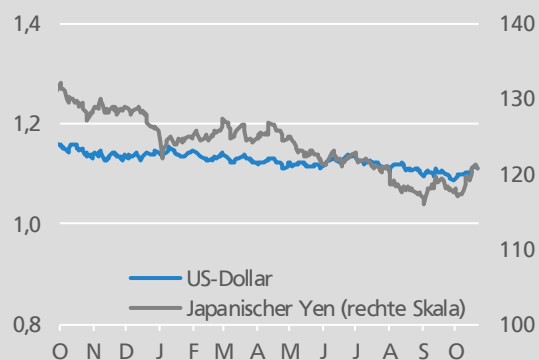
## Was macht die Fed?

Diese Frage scheint für den Markt bereits beantwortet. Eine Zinssenkung im Zuge der Notenbanksitzung am 29. und 30. Oktober ist bereits eingepreist. Der Blick auf die Futures zeigt eine Markterwartung von -25 Basispunkten auf dann 1,5 bis 1,75 % an. Aber mehr noch, auch der US-Dollar notiert seit Anfang Oktober wieder deutlich schwächer. Die geopolitischen Risiken schlagen durch und die konjunkturellen Warnzeichen in den USA werden lauter. In dieser Gemengelage erscheint eine Zinssenkung angebracht. Die US-Notenbank sieht diese Markterwartungen natürlich. Die Tatsache, dass in den üblichen Stellungnahmen oder Reden nicht gegen die Markterwartungen argumentiert wird, deutet darauf hin, dass die Fed damit konform ist – Notenbanken versuchen Überraschungen am Markt zu vermeiden. Der im Oktober erwartete Zinsschritt ist dann allerdings bereits die dritte Senkung in Folge. Das entspricht nicht mehr der leichten Anpassung des Leitzinsniveaus von dem Jerome Powell zu Beginn des nun ausgewachsenen Zinssenkungszyklusses gesprochen hat. Mit diesen Vorzeichen lässt sich auch der Blick in die Zukunft wagen und für Dezember eine weitere Zinssenkung prognostizieren. Die Fed stemmt sich gegen den konjunkturellen Abschwung. Für den US-Dollar bedeutet dies weiteres Abwertungspotenzial gegenüber dem Euro. Wurden für einen Euro Anfang Oktober noch weniger als 1,09 US-Dollar gezahlt, sind es am 22. Oktober bereits 1,11 Dollar.

Das britische Pfund hingegen spielt aktuell in einer eigenen Liga. Es erscheint weiterhin nicht ersichtlich, warum der Markt von einer Einigung im Parlament und in der Folge von einem weichen Brexit ausgeht. Die Vorschusslorbeeren der letzten Wochen waren nicht verdient. Auch wenn zumindest bis Samstag, dem 19. Oktober, ein hoffnungsvolles Szenario durch den Verhandlungserfolg zwischen der EU und der britischen Regierung vorherrschte, konnte doch erwartet werden, dass das Parlament zumindest Zweifel anmeldet. Mit einem Kurs von 0,86 Pfund pro Euro am 22. Oktober ist der harte Brexit am Markt nicht eingepreist. Die vorherrschenden Erwartungen laufen wohl zurecht auf eine erneute Verlängerung hinaus.

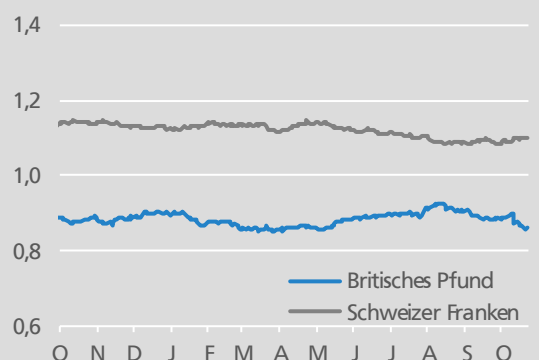
### Euro-Wechselkurs (I)

Ausländerwährung pro Euro



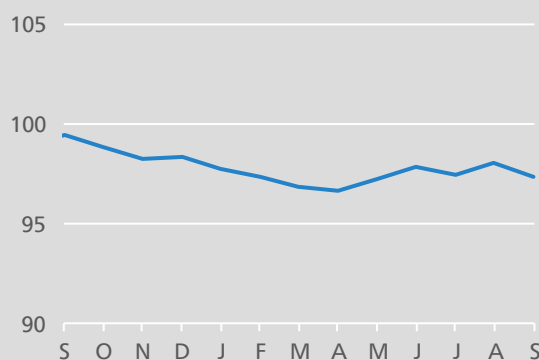
### Euro-Wechselkurs (II)

Ausländerwährung pro Euro



### Effektiver Wechselkurs des Euro

in Euro, Quartal 1, 1999=100



Quelle: Refinitiv Datastream

## Auf und ab im Oktober

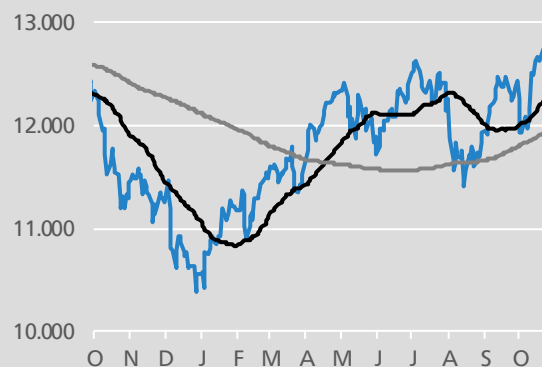
Konjunktursorgen waren Anlass für einen deutlichen Kursrutsch in der ersten Oktoberwoche. So sank der Deutsche Aktienindex etwa 600 Punkte bis auf 11.884 Punkte zwischen dem 1. und dem 4. Oktober ab. Anschließend steigerte sich der DAX zunächst volatil wieder deutlich um mit rund 12.800 Punkten am 17. Oktober den höchsten Stand seit Juli 2018 zu erreichen. Neben den Hoffnungen auf die Streitbeilegung zwischen den USA und China und einem vertraglich geregeltem Brexit konnte auch die Berichtssaison Impulse setzen. So überraschte beispielsweise SAP vorab mit über Erwartung liegenden Zahlen. Der Aktienkurs sprang am 11. Oktober um rund 10 % nach oben. Belastend auf die Aktienkurse wirkte sich das überraschend schlechte Wirtschaftswachstum Chinas im dritten Quartal aus. Der Handelskonflikt wird zunehmend sichtbar, was auch die gesteigerte Verhandlungsbereitschaft Chinas im Streit mit den USA erklärt. Der deutsche Leitindex notierte am 22. Oktober mit 12.754 Punkten nahe an der Höchstmarke der letzten Wochen.

Die geopolitischen Vorgaben gelten auch für die US-Märkte. Auch die Berichtssaison für das 3. Quartal ist in den USA in vollem Gange. Unter dem Eindruck der konjunkturbelastenden Handelskonflikte verläuft diese bisher recht gut – auch, weil die Marktteilnehmer ihre Erwartungen bereits im Vorfeld zurückgenommen hatten. Aus dieser Perspektive sorgt die Berichtsaison bis dato für positive Überraschungen. Im Fokus liegen bei den verbleibenden Quartalsmeldungen die Gewinnsschätzungen der Unternehmen für das Gesamtjahr. Sollten diese umfangreich und in der Breite revidiert werden, würde dies negative Effekte auf dem Markt haben. Allerdings ist trotz der schwächelnden Konjunktur nicht von zu negativen Überraschungen auszugehen.

Der Dow Jones notierte am 22. Oktober bei 26.788 Punkten und somit etwa 600 Punkte unterhalb des Allzeithochs von rund 27.400 Punkten. ■

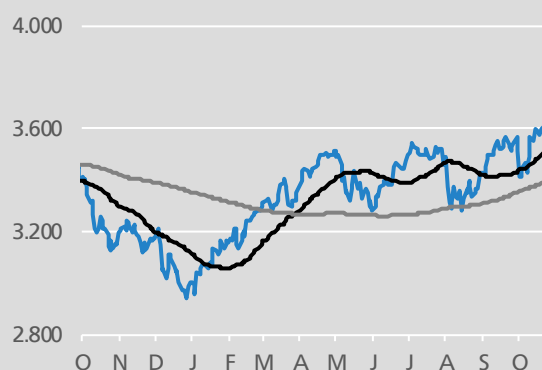
### Deutscher Aktienmarkt

DAX, 40-/200-Tagesschnitt



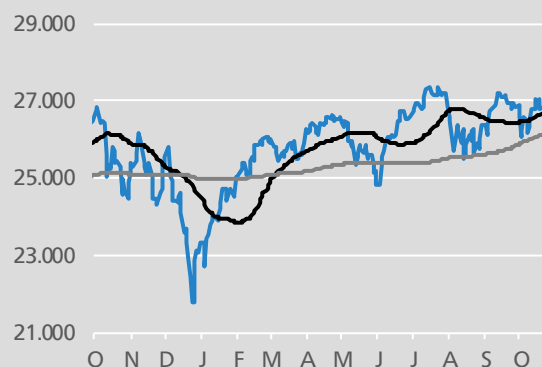
### Aktienmarkt im Euroraum

Euro-Stoxx 50, 40-/200-Tagesschnitt



### Aktienmarkt USA

Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Refinitiv Datastream

## Konjunktur Euroraum

### Wirtschaftsklima gibt nach

Im Euroraum hat sich die wirtschaftliche Stimmung im September verschlechtert. Der von der EU-Kommission anhand einer Umfrage unter Unternehmen und Verbrauchern berechnete Wirtschaftsklimaindex ist im Vormonatsvergleich um 1,4 Punkte gesunken. Er befindet sich mit 101,7 Punkten aber weiterhin über seinem langjährigen Mittelwert von 100 Punkten und signalisiert, dass sich das gesamtwirtschaftliche Wachstum im 3. Quartal fortgesetzt hat. Für das gesamte Jahr 2019 und für 2020 rechnen die an der Gemeinschaftsdiagnose teilnehmenden Wirtschaftsforschungsinstitute aktuell mit einem Anstieg des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts des Euroraums um jeweils 1,2 %.

### Etwas höhere Industrieproduktion

Im August legte die Industrieproduktion im Währungsraum gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 0,4 % zu. Damit konnte der Rückgang vom Juli in gleicher Größenordnung ausgeglichen werden. In den kommenden Monaten dürfte die Industriekonjunktur zunächst gedämpft bleiben. Hierauf deutet zumindest die jüngste Entwicklung des Order-Indikators hin, der im September um deutliche 4,6 Punkte auf -16,8 Punkte gesunken ist und sich damit erstmals seit 2014 unter seinem langfristigen Mittelwert von -15,5 Punkten befindet.

### Inflationsrate auf 0,8 % gesunken

Die Inflationsrate des Euroraums, gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) sank zuletzt von 1,0 % im August auf 0,8 % im September. Maßgeblich für den Rückgang waren vor allem die stärker fallenden Energiepreise. Diese sind im Zuge niedrigerer Rohölnotierung im September um 1,8 % zurückgegangen, nachdem sie sich im August um 0,6 % verbilligt hatten. In den kommenden Monaten dürfte der Preisauftrieb verhalten bleiben. Darauf lässt zumindest die Entwicklung der Industrie-Erzeugerpreise schließen, die in den letzten Monaten einer deutlichen Abwärtsbewegung folgten.

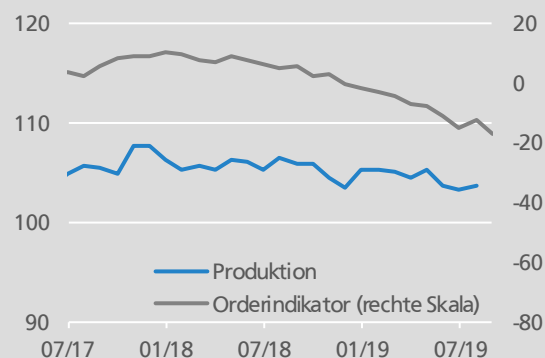
#### Wirtschaftsklima Euroraum

Durchschnittswert (1999-2015)=100, saisonbereinigt



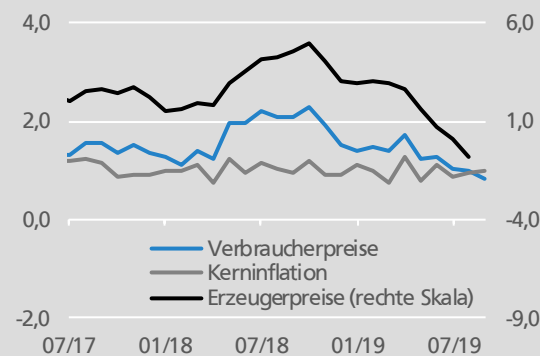
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Refinitiv Datastream

## Konjunktur Deutschland

### Forschungsinstitute vermindern Wachstumsprognose

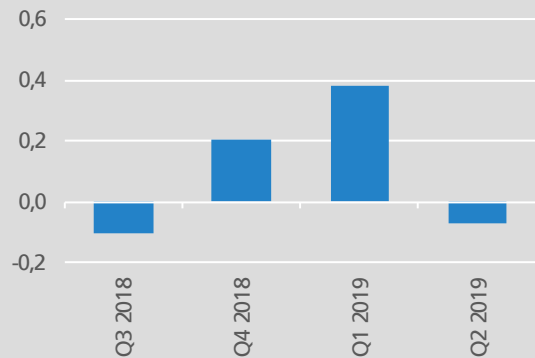
Die an der Gemeinschaftsdiagnose teilnehmenden Wirtschaftsforschungsinstitute haben Anfang Oktober ihr neues Herbstgutachten veröffentlicht. Gemäß dem Gutachten, das den Titel „Industrie in der Rezession – Wachstumskräfte schwinden“ trägt, hat sich die Konjunktur in Deutschland im laufenden Jahr weiter abgekühlt. Nach Einschätzung der Wirtschaftsforscher ist das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) sowohl im 2. Quartal, als auch im 3. Quartal gegenüber dem entsprechenden Vorquartal zurückgegangen. Die Überauslastung der Produktionskapazitäten sei inzwischen größtenteils abgebaut. Hauptgrund für die konjunkturelle Abkühlung sei vor allem die Industrie, deren Produktion angesichts einer weltweit schwächeren Investitionsgüternachfrage seit Mitte letzten Jahres rückläufig ist. Zudem strahle die Industrierezession allmählich auch auf die unternehmensnahen Dienstleister aus.

Vor dem Hintergrund der aktuellen Datenlage mit einem schwächer als zuvor erwarteten Welthandel korrigieren die Wirtschaftsforscher ihre Wachstumseinschätzung für Deutschland merklich nach unten. Die Forschungsinstitute gehen nunmehr davon aus, dass das preisbereinigte BIP Deutschlands 2019 um 0,5 % und 2020 um 1,1 % expandieren wird. In ihrem Frühjahrsgutachten hatte sie noch mit Wachstumsraten von 0,8 % bzw. 1,8 % gerechnet.

Der BVR teilt das in der Gemeinschaftsdiagnose skizzierte Konjunkturbild im Wesentlichen, geht aber für 2019 und 2020 weiterhin von einem etwas höheren Wirtschaftswachstum (+0,7 % bzw. +1,3 %) aus. Trotz des weltwirtschaftlichen Gegenwinds und der hartnäckigen Industrieschwäche ist ein Abgleiten der deutschen Wirtschaft in eine Rezession derzeit wenig wahrscheinlich. Gegen das Eintreten eines starken, breit angelegten und dauerhaften Rückgangs der wirtschaftlichen Aktivitäten spricht nicht zuletzt der anhaltende Bauboom und der weiter voranschreitende Beschäftigungsaufbau.

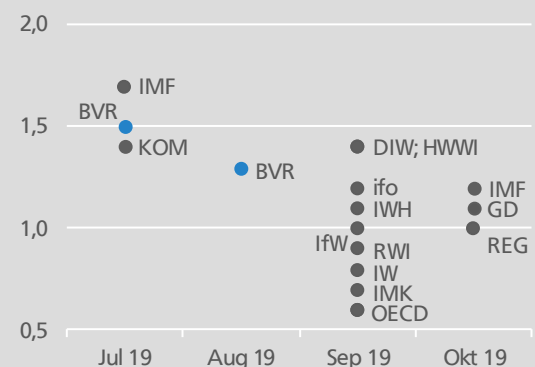
### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschland

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



### Konjunktur 2020 - 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: Refinitiv Datastream, BVR

### Konjunkturerwartungen verharren auf niedrigem Niveau

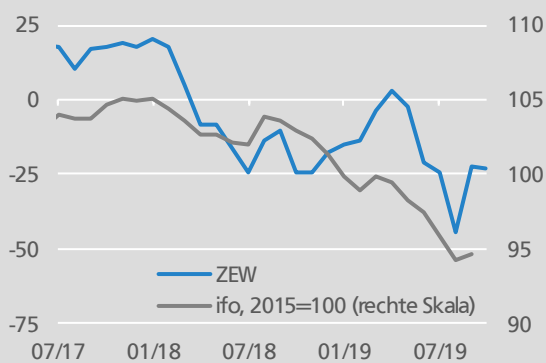
Die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland blieben im Oktober nahezu unverändert. Der auf einer Umfrage unter Finanzmarktfachleuten beruhende Frühindikator gab gegenüber September geringfügig um 0,3 Punkte auf -22,8 Punkte nach. Er befindet sich damit weiterhin deutlich unter seinem langjährigen Mittelwert von 21,4 Punkten, was angesichts der anhaltend hohen Unsicherheiten, insbesondere über den Fortgang der Handelskonflikte und des EU-Austritts des Vereinigten Königreichs, nicht verwundert. Angaben zur Entwicklung des ifo Geschäftsklimas im Oktober werden am 25. Oktober veröffentlicht.

### Industrieproduktion zeigt Stabilisierungstendenz

Im August erfuhr die deutsche Industrieproduktion eine gewisse Stabilisierung. Die preis-, kalender- und saisonbereinigte Erzeugung des Verarbeitenden Gewerbes stieg gegenüber Juli leicht um 0,7 %. In den Vormonaten war die Produktion von der Tendenz her merklich zurückgegangen. In dem von kurzfristigen Schwankungen weniger stark beeinflussten Zweimonatsvergleich Juli/August gegenüber Mai/Juni gab der Ausstoß nochmals nach (-0,9 %). Im Baugewerbe ist die Produktion im August um 1,5 % gesunken. Im Zweimonatsvergleich war jedoch ein Zuwachs um 0,5 % zu verzeichnen, was auf eine weiterhin florierende Baukonjunktur schließen lässt. Die Neuaufträge der hiesigen Industriebetriebe sind im August um 0,6 % zurückgegangen. Verantwortlich für den Rückgang waren alleine die inländischen Aufträge, die um 2,6 % abnahmen. Demgegenüber legten die Orders aus dem Euroraum und dem Nicht-Euroraum um 1,5 % bzw. 0,4 % zu, trotz der nach wie vor schwierigen weltwirtschaftlichen Situation. Insgesamt scheinen die Neuaufträge zuletzt auf dem zu Jahresbeginn erreichten niedrigeren Niveau seitwärts zu tendieren.

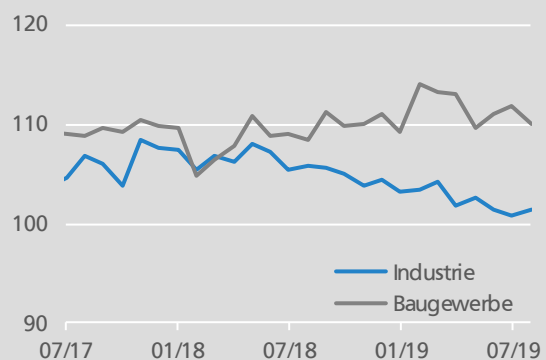
#### Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland

Saldenwerte, saisonbereinigt



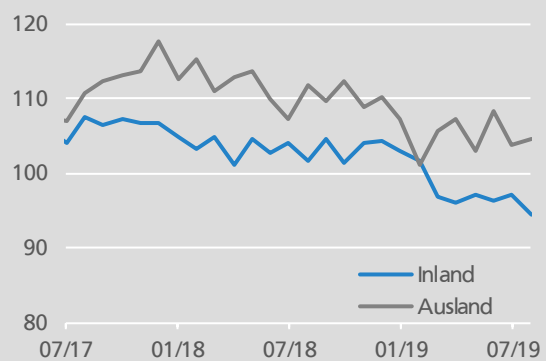
#### Produktion Deutschland

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Aufträge Deutschland

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



Quelle: Refinitiv Datastream

### Schwächerer Preisanstieg

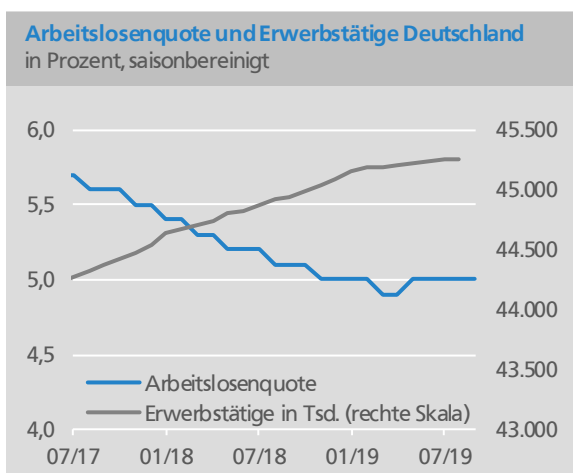
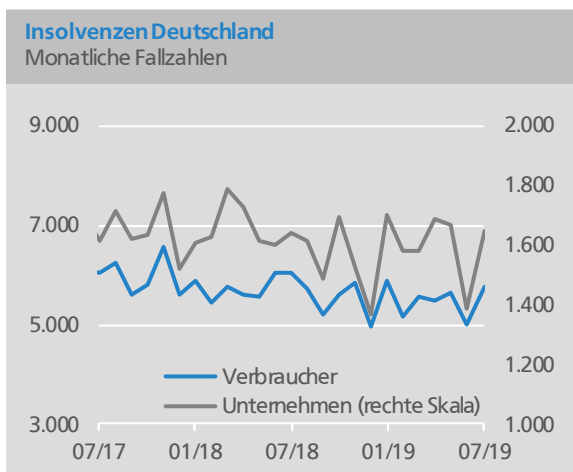
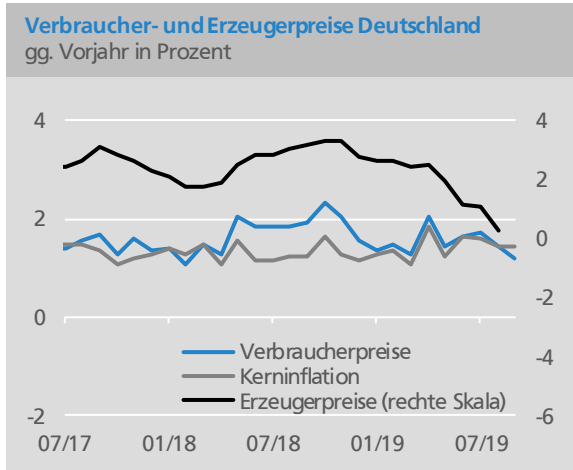
In Deutschland ist die Inflationsrate, basierend auf dem Verbraucherpreisindex (VPI), von 1,4 % im August auf 1,2 % im September gesunken. Analog zur Entwicklung im Euroraum als Ganzes waren für den Rückgang der Inflationsrate vor allem die Energiepreise verantwortlich, die im Zuge niedrigerer Rohölnotierungen sanken. Die Energiepreise gingen im September um 1,1 % zurück, nachdem sie im August noch leicht um 0,6 % zugelegt hatten.

### Nahezu stagnierende Unternehmensinsolvenzen

Der langjährige Abwärtstrend bei den Unternehmensinsolvenzen hat sich im Juli zunächst nicht fortgesetzt. Von den Amtsgerichten wurden 1.644 Firmenpleiten gemeldet. Die Zahl der Insolvenzfälle stagnierte damit gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat (+0,2 %) im Wesentlichen. Wie bereits zuvor waren die meisten Insolvenzen in den überwiegend binnenwirtschaftlich orientierten Bereichen Baugewerbe (295 Fälle), Handel einschließlich Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen (253) sowie Gastgewerbe (185) zu verzeichnen. Das vielfach stärker außenhandelsorientierte Verarbeitende Gewerbe (121 Fälle) trug demgegenüber weiterhin weniger deutlich zum gesamten Insolvenzgeschehen bei, trotz des schwierigen weltwirtschaftlichen Umfelds.

### Weiterer Beschäftigungsaufbau

Amtliche Angaben zur Arbeitsmarktentwicklung im Oktober (Arbeitslosigkeit) bzw. September (Erwerbstätigkeit) liegen derzeit noch nicht vor. Diese werden 30. Oktober veröffentlicht. Zuletzt, im August, war saisonbereinigte Erwerbstätigenzahl gegenüber dem Vormonat um 10.000 Personen gestiegen, nachdem sie im Juli etwas deutlicher um 14.000 zugenommen hatte. Im Vergleich zum August 2018 legte die Erwerbstätigenzahl um 330.000 auf 45,3 Mio. Menschen zu. Maßgeblich für den Anstieg ist weiterhin das Beschäftigungswachstum. Für die nächsten Monate zeichnet sich ein weiterer Beschäftigungsaufbau ab. Hierauf deutet auch der BA-Stellenindex BA-X hin, der im September zwar um 3 Punkte nachgab. Der BA-X befindet sich mit 238 Punkte aber noch immer auf hohem Niveau. ■



Quelle: Refinitiv Datastream