

# DIGITALES ARCHIV

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

## Periodical Part

## Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2017

### Provided in Cooperation with:

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, Berlin

*Reference:* Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2017 (2017).

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/11159/2993>

### Kontakt/Contact

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft/Leibniz Information Centre for Economics  
Düsternbrooker Weg 120  
24105 Kiel (Germany)  
E-Mail: [rights\[at\]zbw.eu](mailto:rights[at]zbw.eu)  
<https://www.zbw.eu/>

### Standard-Nutzungsbedingungen:

Dieses Dokument darf zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen. Sofern für das Dokument eine Open-Content-Lizenz verwendet wurde, so gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der Lizenz gewährten Nutzungsrechte. Alle auf diesem Vorblatt angegebenen Informationen einschließlich der Rechteinformationen (z.B. Nennung einer Creative Commons Lizenz) wurden automatisch generiert und müssen durch Nutzer:innen vor einer Nachnutzung sorgfältig überprüft werden. Die Lizenzangaben stammen aus Publikationsmetadaten und können Fehler oder Ungenauigkeiten enthalten.

<https://savearchive.zbw.eu/termsfuse>

### Terms of use:

*This document may be saved and copied for your personal and scholarly purposes. You are not to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public. If the document is made available under a Creative Commons Licence you may exercise further usage rights as specified in the licence. All information provided on this publication cover sheet, including copyright details (e.g. indication of a Creative Commons license), was automatically generated and must be carefully reviewed by users prior to reuse. The license information is derived from publication metadata and may contain errors or inaccuracies.*

# 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)

## Einkommensverteilung in Deutschland stabil

Wahrnehmung und Wirklichkeit liegen bei der Entwicklung der Einkommensverteilung in Deutschland weit auseinander. In den letzten zehn Jahren lässt die Statistik keinen Anstieg der Ungleichheit erkennen. Dies steht in Kontrast zu der in der Bevölkerung verbreiteten Überzeugung, die Ungleichheit nehme spürbar zu. Anders als in anderen Ländern, wie etwa den USA, wo ein Großteil der Zuwächse auf die Einkommensstärksten entfällt, kommt das Wirtschaftswachstum in Deutschland breiten Bevölkerungsschichten zugute. Ausschlaggebend hierfür ist die gute Beschäftigungs- und Lohnentwicklung in den vergangenen Jahren.

Auch in der Zukunft hat Deutschland gute Chancen, die Einkommensverteilung stabil zu halten. Hierfür sollte die hohe Leistungsfähigkeit des Arbeitsmarkts bewahrt und nach Möglichkeit noch ausgebaut werden. Noch immer sind in Deutschland beträchtliche Beschäftigungsreserven mobilisierbar, indem bessere Anreize für mehr Vollzeittätigkeiten geschaffen werden. Dies könne beispielsweise durch weitere Verbesserungen bei der Kinderbetreuung oder durch eine geringere Abgabenlast bei niedrigen und mittleren Einkommen erreicht werden.

International gebräuchliche Maße der Einkommensverteilung lassen erkennen, dass die Einkommensverteilung in Deutschland sogar etwas weniger ungleich ausfällt als im Durchschnitt der fortgeschrittenen Volkswirtschaften. In zahlreichen dieser Volkswirtschaften ist in den vergangenen Jahren eine Zunahme der Einkommensungleichheit zu erkennen gewesen. Hierfür sind vor allem globale Trends verantwortlich, wie etwa die hohe Verfügbarkeit von einfach qualifizierter Arbeit im Zuge der Globalisierung und der steigenden Nachfrage nach hochqualifizierten Arbeitskräften im Zuge des technischen Wandels. Gleichzeitig wird die Einkommensverteilung aber immer auch durch die Ausgestaltung der Steuern und Sozialabgaben beeinflusst.



### Inhalt

#### **Einkommensverteilung in Deutschland stabil** 2

Dr. Andreas Bley  
E-Mail: [a.bley@bvr.de](mailto:a.bley@bvr.de)

#### **Finanzmärkte** 7

Manuel Peter  
E-Mail: [m.peter@bvr.de](mailto:m.peter@bvr.de)

#### **Konjunktur** 12

Dr. Gerit Vogt  
E-Mail: [g.vogt@bvr.de](mailto:g.vogt@bvr.de)

## Einkommensverteilung in Deutschland stabil

Die Verteilung des Wohlstands ist aktuell eine der wichtigsten Fragen in der Wirtschaftspolitik. Regelmäßig finden Meldungen über Veränderung in der Einkommensverteilung oder der Vermögen große Beachtung in den Medien, wobei den Berichten oft die Annahme einer stark zunehmenden Schieflage zugrunde liegt. Befeuert wird die Debatte auch durch zahlreiche Fälle von Managerfehlverhalten, die den Eindruck einer unangemessen hohen Entlohnung ohne ausreichenden Bezug zur Leistung vermitteln, und oft zu einer Trennung mit goldenem Handschlag in Form millionenschwerer Abfindungen geführt haben.

Auch im beginnenden Bundestagswahlkampf wird das Thema Verteilung eine prominente Rolle spielen. Vor einem Gerechtigkeitswahlkampf spricht beispielsweise SPD-Kanzlerkandidat Martin Schulz. Auch ist es kein Zufall, dass die Bundesregierung das Thema im Titel des Ende Januar veröffentlichten Jahreswirtschaftsberichts aufgegriffen hat („Für inklusives Wachstum in Deutschland und Europa“). Der international seit einigen Jahren gebräuchliche Begriff des inklusiven Wachstums nimmt allerdings nicht alleine die Verteilung der vorhandenen Mittel in den Blick, sondern auch die Teilhabe an zusätzlich erwirtschafteten Wohlstand. Als inklusiv wird das Wirtschaftswachstum bezeichnet, wenn von ihm die Bevölkerung und die Wirtschaft möglichst in ihrer ganzen Breite profitieren.

Von den Bürgern wird seit einigen Jahren Deutschland als immer ungleicher wahrgenommen. Eine Umfrage des Instituts für Demoskopie Allensbach im Auftrag der Versicherungswirtschaft vom vergangenen September kommt zu dem Ergebnis, dass etwa zwei Drittel der Befragten (64 %) der „Generation Mitte“ (deutschsprachig, zwischen 30 und 59 Jahren) die Verteilung der Einkommen und Vermögen für nicht gerecht halten. 70 % der Befragten diagnostizieren eine Zunahme der Ungleichheit, nur 7 % gehen von einem Rückgang aus. Bemerkenswert ist, dass diese Ergebnisse mit einer positiven Beurteilung der eigenen Situation einhergehen. Drei Viertel der Befragten (75 %) bezeichnen ihre Lebensqualität als gut oder sehr gut.

Liegen die Befragten mit ihren Einschätzungen richtig? Auskunft hierzu geben nationale und internationale Studien zur Verteilung. Die Datenlage hat sich in den vergangenen Jahrzehnten deutlich verbessert. Es gibt international vergleichbare Statistiken für viele Länder und Studien zur historischen Einkommensverteilung, die für Deutschland 100 Jahre zurückreichen. Aufgrund unterschiedlicher statistischer Messgrößen und Datenquellen müssen Berichte über die Entwicklung der Ungleichheit allerdings immer mit großer Vorsicht interpretiert werden.

### Globale Ungleichheit ist zurückgegangen...

Studien zur weltweiten Verteilung der Einkommen kommen zu dem Ergebnis, dass die globale Ungleichheit sehr hoch ist, aber zumindest seit Anfang der 1980er Jahre nicht mehr wächst und seit den 1990er Jahren zurückgegangen sein dürfte (siehe z.B. Branko Milanovic, *Die ungleiche Welt*, 2016, oder Francois Bourguignon, *The Globalization of Inequality*, 2015). Das nachhaltig hohe Wirtschaftswachstum in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hatte die globale Ungleichheit seit dem „Kick-off“ des Kapitalismus im 19. Jahrhundert im Zuge der technischen Revolutionen steigen lassen. Der aktuelle Rückgang ist vor allem auf das schnelle Wirtschaftswachstum zahlreicher asiatischer Staaten zurückzuführen (insbesondere China und Indien), das die extreme Armut in diesen Ländern deutlich zurückgeführt hat.

Rund drei Viertel der globalen Einkommensungleichheit sind auf die Unterschiede zwischen den Staaten und ein Viertel auf die Ungleichheit innerhalb der Staaten zurückzuführen. Zu diesem Ergebnis kommt man, wenn die Verteilung anhand des Gini-Koeffizienten, der am häufigsten verwendete Messzahl, berechnet wird. Dafür werden die Daten zur persönlichen Einkommenssituation aus Haushaltsbefragungen in einer Vielzahl von Ländern analysiert, vergleichbar gemacht und für die Weltbevölkerung hochgerechnet.

Ein Gini-Koeffizient von 0 bedeutet, dass alle verglichenen Personen genau das gleiche Einkommen verdienen. Ein Wert von 1 bedeutet, dass eine einzige Person das gesamte Einkommen erhält und alle

anderen nichts. In der aktuellen Realität wie auch in der historischen Rückschau sind sowohl Werte für den Gini-Koeffizienten über 0,7 als auch unter 0,2 für die Verteilung des Nettoeinkommens (verfügbares Einkommen) sehr ungewöhnlich.

Für die Welt als ganze lag der Gini-Koeffizient vor der Finanzkrise, gemessen an den Nettoeinkommen, zwischen 0,65 und 0,7. Dies ist ein sehr hoher Wert. Innerhalb einzelner Länder sind Werte in dieser Größenordnung nur selten festzustellen. Nach den Daten der Weltbank (World Development Report) liegt der Gini-Wert bei Schwellenländern wie Südafrika (0,63), Brasilien (0,53) und Mexiko (0,46) besonders hoch. Demgegenüber haben fortgeschrittene Volkswirtschaften generell eine geringere Ungleichheit. Am unteren Ende liegen skandinavische sowie mittel- und osteuropäische Länder in der Nähe der Marke von 0,25.

### ...Ungleichheit in fortgeschrittenen Ländern nimmt aber zu

In den einzelnen Ländern war hingegen kein klarer Trend zu weniger Ungleichheit festzustellen. Im Gegenteil: In der Gruppe der Industriestaaten war in den vergangenen dreißig Jahren ein säkularer Aufwärtstrend der Ungleichheit feststellbar. Ein besonders markantes Beispiel hierfür sind die USA. In den ver-

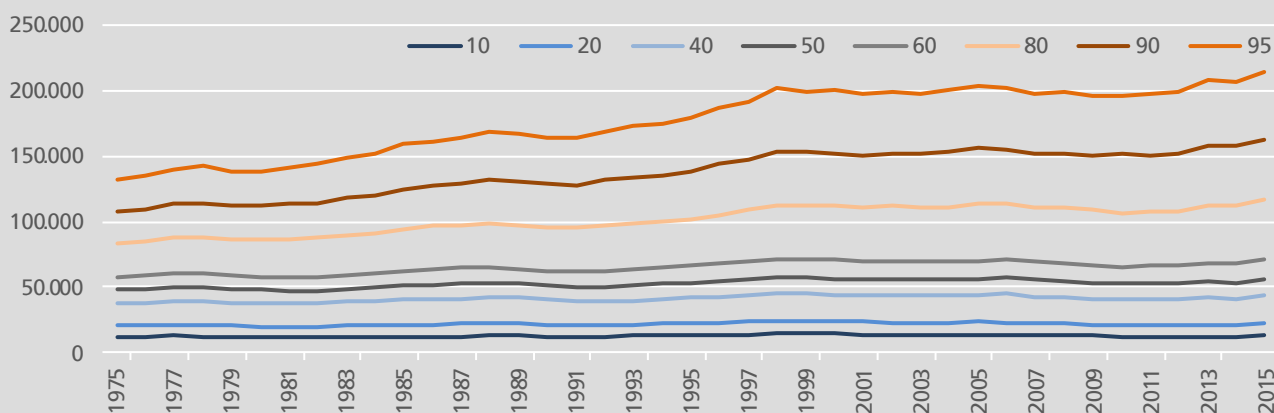
gangenen vierzig Jahren sind die (Brutto-) Einkommen am unteren Ende der Einkommensverteilung kaum gestiegen (siehe Abbildung 1). Sie lagen nach Angaben der U.S.- Statistikbehörde Census Bureau im 10. Perzentil, d. h. bei den Einkommen, die von 10 % der Haushalte unterschritten werden, inflationsbereinigt nur um 8 % höher als 1975. Auf's Jahr gerechnet entspricht dies einem Anstieg um 0,18 %, der unter der Wahrnehmungsschwelle liegen dürfte und in der Abbildung auch kaum zu erkennen ist. Der mittlere Haushalt (Median) verzeichnete einen Anstieg um 18 %.

Deutlich größer fiel der Anstieg am oberen Ende aus. Er lag im 90. Perzentil bei 51 % und im 95. Perzentil bei 62 %, dies entspricht 1,0 bzw. 1,2 % preisbereinigtem Zuwachs pro Jahr (siehe hierzu auch Angus Deaton, *The Great Escape. Health, Wealth, and the Origins of Inequality*, 2013). Einen nochmals deutlich größeren Einkommensanstieg weist das oberste Prozent der Einkommensverteilung aus. Für den Zeitraum 1979 bis 2007 kommt eine Studie des Economic Policy Institute (Estelle Sommeiller et al., *Income Inequality in the U.S. by State, Metropolitan Area, and County*, 2016) für das reichste Prozent der US-Haushalte auf einen Brutto-Einkommensanstieg (also vor der staatlichen Umverteilung durch Steuern und

#### Entwicklung der Bruttoeinkommen in den USA

Nach Perzentilen, bereinigt um den Anstieg der Verbraucherpreise\*

Abb. 1



\*Lesehilfe: das 10. Perzentil bezeichnet das Einkommen, das von 10 % der Haushalte unterschritten wird. Das 50. Perzentil bezeichnet das Median-Einkommen, das von der Hälfte über- bzw. unterschritten wird

Quelle: U.S. Census Bureau

Sozialleistungen) von 200 %. Vom gesamten Anstieg in diesem Zeitraum entfielen 54 % auf das reichste Hundertstel der Haushalte. Seit dem Höhepunkt der Finanzkrise (2009-2013) entfielen sogar 85 % des Einkommensanstiegs auf das reichste Prozent der Haushalte. Für die Netto-Einkommen liegen aus diesen Quellen keine Angaben vor.

### Deutschland ist nicht die USA - Verteilung recht stabil

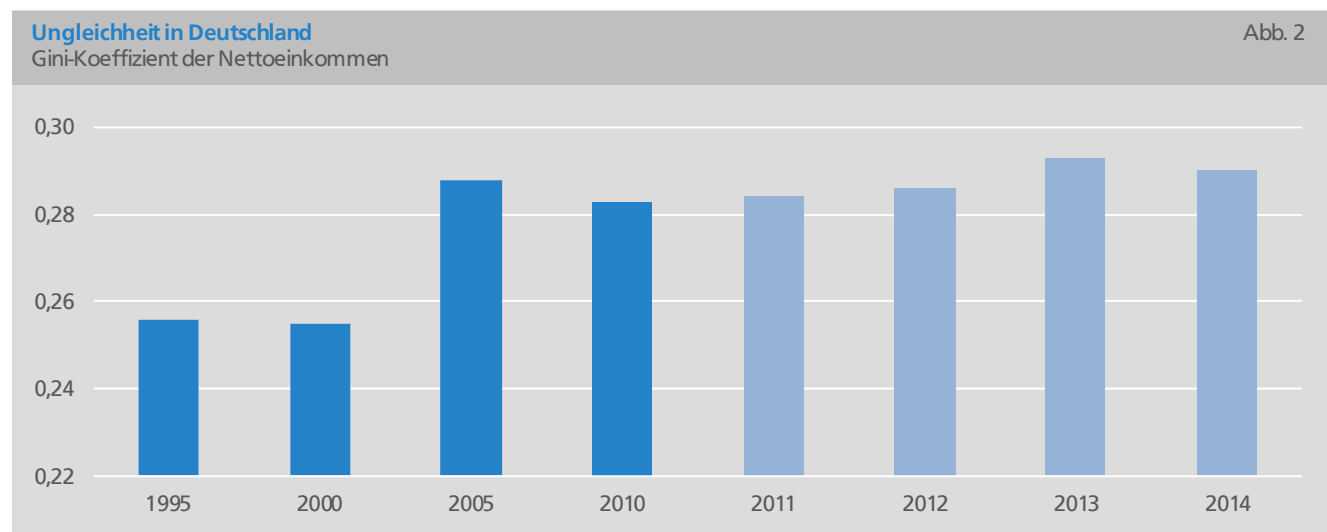
Die Verteilung der Einkommen unterscheidet sich in Deutschland deutlich von der in den USA. Die Inequality-Datenbank der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) zeigt für das Jahr 2013 für die USA einen Gini-Koeffizienten für das Brutto-Einkommen von 0,48, der sich nach Umverteilung durch Steuern, Sozialabgaben und Sozialleistungen auf 0,42 verringert. In Deutschland liegen die entsprechenden Werte bei 0,42 bzw. 0,30.

Der Unterschied ist beträchtlich. In der Liste der 35 von der OECD analysierten Volkswirtschaften liegen die USA vor der Umverteilung auf Platz 6, in Europa sind die Bruttoeinkommen nur in Irland, Griechenland und Portugal noch ungleicher verteilt. Nach der Umverteilung liegen die USA auf Platz 3 bei der Ungleichheit hinter Chile und Mexiko, während sich Deutschland im Mittelfeld auf Platz 19 befindet.

Kurz gesagt: Die Einkommensungleichheit ist in Deutschland als normal einzustufen, sie liegt sogar etwas unter dem Durchschnitt der OECD-Staaten von 0,32. Der Beitrag der Umverteilung zur Verminderung ist im Vergleich zu den betrachteten Ländern in Deutschland auch nicht auffällig hoch, sondern entspricht dem Durchschnitt der OECD-Staaten.

So sieht es auch der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR), der die Ungleichheit in Deutschland in seinem jüngsten Jahresgutachten vom November 2016 als „mäßig“ bezeichnet. Eine solche nüchterne Analyse steht in einem deutlichen Kontrast zu alarmistischen Meldungen, wie etwa durch den Präsidenten des DIW Marcel Fratzscher, Deutschland gehöre zu den „ungerechtesten Industrieländern“ (Gastbeitrag in der „Zeit“ im Juli 2016).

Im Vergleich der vergangenen Jahrzehnte hat sich die Ungleichheit aber auch in Deutschland erhöht. Der Anstieg erfolgte jedoch nicht graduell, sondern beschränkte sich auf den Zeitraum der Jahre 2000 bis 2005. Seit dem Jahr 2005 hat sich die Ungleichheit nur wenig verändert (siehe Abbildung 2). Nach Berechnungen des SVR ist die Erhöhung der Ungleichheit der Haushalte im Wesentlichen auf das schwache Wachstum der Nettoeinkommen der Erwerbstätigen der unteren Einkommenshälfte sowie dem hohen



Quelle: SVR; DIW (SOEPv31, 2014: v32)

Wachstum der einkommensstärksten 5 % zuzurechnen.

Im Unterschied zu den USA ist in Deutschland der Anstieg bei den höchsten Einkommen deutlich weniger stark ausgefallen. Die 1 % mit den höchsten Brutto-Einkommen haben nach Berechnungen des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (Charlotte Bartels et al., Zur Entwicklung der Top-Einkommen seit 2001, DIW-Wochenbericht 1/2016) einen Anteil von 13-14 % an den gesamten Bruttoeinkommen, Mitte der 1970er Jahre waren es nach älteren Studien gut 10 %. In den USA ist der Anteil mit aktuell 20 % nicht nur deutlich höher, auch war der Anstieg angesichts eines Ausgangswerts von 8 % Mitte der 1970er Jahre viel stärker (hierzu auch: Anthony Atkinson et al., Chartbook of Economic Inequality, 2014).

### Gründe für den Anstieg der Ungleichheit

Da in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften ein Anstieg der Einkommensungleichheit festzustellen ist, dürften sowohl rein nationale als auch internationale Faktoren eine Rolle spielen. So haben die Globalisierung und die Öffnung des Eisernen Vorhangs das weltweit effektive Angebot an Arbeitskräften seit Anfang der 1990er Jahre deutlich erhöht. Aufgrund der intensiven Handelsverflechtungen dürfte sich dies in Deutschland besonders stark in Form eines Abwärtsdrucks auf die unteren Lohngruppen bemerkbar gemacht haben. Hinzu kommt, dass der technische Fortschritt die Nachfrage nach hochqualifizierter Arbeit erhöht („demand for brains“). Schließlich war in Deutschland nach der Wiedervereinigung der Sozialstaat erkennbar an seine Finanzierungsgrenzen gestoßen, gerade auch mit Blick auf den sich abzeichnenden demographischen Wandel.

Alle diese Faktoren dürften auch weiterhin ihre Wirkung zeigen. Deutschland hat jedoch gute Chancen, seine maßvolle Ungleichheit der Einkommen auch künftig zu bewahren. Denn mit den Beschäftigungserfolgen seit dem Jahr 2005 ist die Ungleichheit nicht weiter gestiegen. Für die künftige Entwicklung kommt es nun darauf an, die hohe Leistungsfähigkeit des Arbeitsmarktes zu erhalten oder noch auszubauen, die Qualifikation der Erwerbstätigen zu

stärken und insbesondere die steuer- und sozialpolitischen „Schalter“ richtig einzustellen.

### Weitere Beschäftigungspotentiale heben

Denn obwohl der deutsche Arbeitsmarkt seit dem Jahr 2005 um 4 Mio. Erwerbstätige zugelegt hat, sind noch große weitere Potentiale mobilisierbar. Dies lässt sich an der immer noch beträchtlichen Zahl von 2,6 Mio. Arbeitslosen erkennen, aber auch an der vergleichbar niedrigen Zahl von 1.370 Arbeitsstunden pro Jahr, der geringste Wert pro Erwerbstätigem unter den 35 OECD-Ländern (OECD-Durchschnitt: 1.770 Stunden).

Hierzu trägt auch der hohe Anteil der Teilzeitbeschäftigung von 23 % an der gesamten Beschäftigung bei. Ein höheres Arbeitsvolumen würde sowohl über ein Mehr an Beschäftigung als auch ein Mehr an jährlichen Arbeitsstunden zu stärker steigenden Einkommen führen und dürfte einen Beitrag zur Verringerung der Ungleichheit leisten.

### Anstieg der Sozialabgaben begrenzen

Um die Beschäftigung weiter zu erhöhen, sollte sich nach der Wahl im September die neue Bundesregierung auf Reformen der Einkommenssteuer und der Sozialabgaben einigen, sodass sich mehr Arbeit auch stärker lohnt. Ideal wäre eine Senkung der Sozialabgabenquote, die sich schon jetzt an der Marke von 40 % bewegt und im Zuge der demographischen Alterung nach den Rechnungen des Bundesarbeitsministeriums bis 2045 auf rund 45 % zu steigen droht. Weitere Verbesserungen bei der Kinderbetreuung würden ebenfalls das Arbeitsangebot erhöhen.

### Verbesserung der Aufstiegschancen

Verbunden mit der Aktivierung von mehr Erwerbstätigkeit stellt auch die Verbesserung der Aufstiegschancen einen zentralen Ansatz zu einer weniger ungleichen Verteilung der Ressourcen dar. In Deutschland ist der Bildungsstand der Eltern besonders stark für den Bildungserfolg der Kinder verantwortlich, was zu einer Verfestigung der sozialen Schichtung zwischen den Generationen führt. Generell würde sich eine Erhöhung der Leistungsfähigkeit des Bildungssys-

tems positiv auf die Produktivität auswirken und zur Erhöhung der Lohn- und Gehaltseinkommen beitragen. Eine wichtige Rolle spielt hierbei auch die betriebliche Weiterbildung.

### Vermögenssteuer der falsche Weg

Die von Bündnis 90/Die Grünen sowie den Linken angestrebte Reaktivierung der bis 1997 erhobenen Vermögenssteuer ist demgegenüber wenig zweckmäßig. Zum einen handelt es sich um eine reine Umverteilungspolitik, die sich – je nach Ausgestaltung – dämpfend auf die Investitionstätigkeit und negativ auf Standortentscheidungen in Deutschland auswirken würde, anstatt die Erzielung von Markteinkommen durch mehr Beschäftigung zu fördern.

Zum anderen haben die Erfahrungen mit der Vermögenssteuer gezeigt, dass diese Steuer weder besonders ergiebig ist, noch zu moderaten Kosten erhoben werden kann. Sie ist zudem auch nicht mehr in vielen Ländern verbreitet. Nur in Luxemburg, der Schweiz, Norwegen und Ungarn werden auf diesem Weg Aufkommen von mehr als 0,5 % des Bruttoinlandprodukts erzielt. Schätzungen für den Erhebungsaufwand ergeben eine substantielle Belastung von – je nach Schätzung - in der Spitze bis zu 50 % der Steuereinnahmen. Von einer Reaktivierung der Vermögenssteuer ist daher abzuraten. Sollte politisch eine stärkere Belastung der wohlhabenderen Haushalte angestrebt werden, wäre hierfür eine Erhöhung der Einkommensteuersätze der bessere Weg. ■



## Finanzmärkte

### Weitere Forcierung der Kreditvergabe

Auch zum Jahresende hat die ansteigende Dynamik der Kreditvergabe an den Privaten Sektor angehalten. Die um Verbriefungen und Verkäufe bereinigte Jahreswachstumsrate des Kreditbestandes betrug laut EZB im Dezember saisonbereinigt 2,3 % gegenüber 2,2 % im November. Dieser Trend spiegelt sich sowohl in den Krediten an Haushalte (+2,0 % nach 1,9 % im November) wie auch an Nicht-Finanzielle Unternehmen (+2,3 % nach 2,1 % im November) wider. Damit setzt die Kreditvergabe ihren ansteigenden Trend seit Erreichen ihres Tiefpunkts Ende 2013 fort. Jedoch sind die Wachstumsraten noch deutlich geringer als vor dem Ausbrechen der Finanzkrise. Wesentlich höher ist jedoch das derzeitige Bestandswachstum der Kredite an staatliche Institutionen mit einem Zuwachs von 11,7 %.

### Geldmengenwachstum nahezu konstant

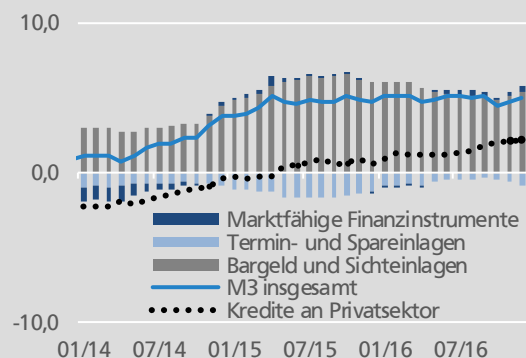
Die Geldmenge M3 wuchs nach 4,8 % p.a. im November im Dezember um 5,0 % und befindet sich damit im Durchschnitt der letzten 12 Monate. Das Geldmengenwachstum war fast ausschließlich auf die Geldmenge M1 zurückzuführen, deren Zuwachsrates sich von 8,5 % auf 8,8 % beschleunigte. Einen geringeren Wachstumsbeitrag lieferten die marktfähigen Finanzinstrumente, der von 0,2 % auf 0,5 % leicht anstieg. Dem entgegen steht der negative Wachstumsbeitrag der Einlagen mit Kündigungsfristen von über drei Monaten und von Termineinlagen mit bis zu zwei Jahren Laufzeit (-0,8 %).

Das Parken der Gelder in jederzeit liquidierbaren Anlagen zeigt ein Anlageverhalten, welches bezweckt, bei Änderungen der Marktsituation, wie bspw. einem Anstieg des Zinsniveaus, möglichst schnell das Portfolio anpassen zu können.

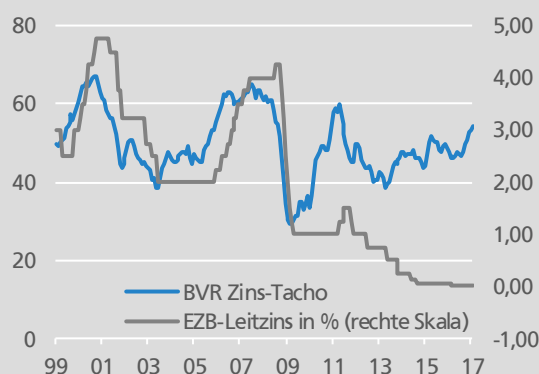
### Konjunkturelles Anziehen

Der BVR Zins-Tacho stieg im Februar um einen Zähler auf 55 Punkte. Der Anstieg geht maßgeblich auf die anziehende konjunkturelle Lage zurück, die durch die derzeit geringen Zinsen noch weiter befeuert wird. Eine Überhitzung ist jedoch noch nicht angezeigt.

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



**BVR Zins-Tacho**  
in Punkten



	Dez. 16	Jan. 17	Feb. 17
<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>53</b>	<b>54</b>	<b>55</b>
Konjunktur (50 %)	62	63	65
Preise/Kosten (40 %)	42	42	42
Liquidität (10 %)	50	51	51

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



### Fed denkt über weitere Zinsschritte nach

Nachdem die Fed den Leitzinskorridor zum Ende des letzten Jahres nach einem Jahr der Stagnation auf 0,5 bis 0,75 % angehoben hat, dürfte sie dieses Mal bis zur nächsten Erhöhung der Zinsen deutlich schneller handeln. Dies kann zum einen der Anhörung der Fed Chefin Janet Yellen vor dem US-amerikanischen Bankenausschuss wie auch dem geldpolitischen Bericht der Fed entnommen werden. Die Mitglieder des Offenmarktausschusses, der für die Festlegung der US-amerikanischen Geldpolitik verantwortlich ist, schätzen die Zinsentwicklung in 2017 als deutlich robuster ein als im Vorjahr. So wird über alle Mitglieder des Ausschusses hinweg erwartet, dass die Zinsen bis Ende 2017 auf im Durchschnitt 1,4 % ansteigen werden. Das würde weitere drei Zinsschritte in diesem Jahr bedeuten. Die Mitglieder sehen nahezu einheitlich die Inflation für das laufende Jahr bei über 2 % wie auch ein Wirtschaftswachstum von mindestens 2 %.

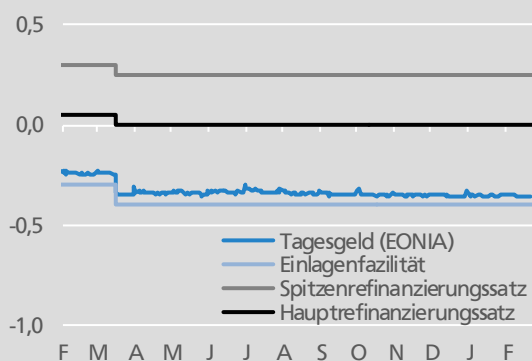
Trotz aufkommender Forderungen der Bundesbank, eine Diskussion über ein Anziehen der geldpolitischen Zügel auch im Euroraum anzustoßen, zeigen die Protokolle der Ratssitzung vom Dezember weiterhin keine Hinweise auf eine restriktivere Geldpolitik in der näheren Zukunft. EZB-Direktionsmitglied Peter Praet sowie weitere Mitglieder des Zentralbankrats äußerten die Ansicht, dass das Anziehen der Inflation zuletzt noch kein Zeichen eines nachhaltigen Presiauftriebs sei, weshalb eine Fortführung der expansiven Geldpolitik nötig sei.

### Geldmarktzinsen unverändert gering

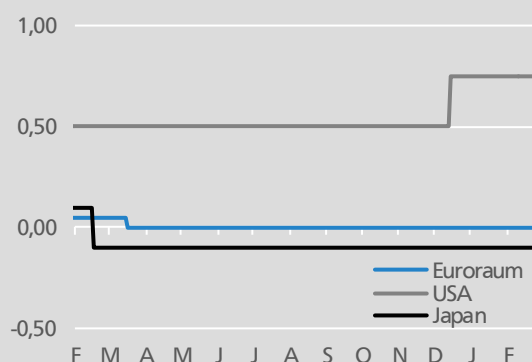
Der Geldmarkt spiegelt weiterhin die extrem lockere Geldpolitik der EZB wider. Der Tagesgeldsatz EONIA (-0,36 %) orientiert sich weiterhin an der Einlagefazilität der EZB (-0,4 %) und zeigt die im Markt vorzufindende große Liquidität.

Der 3-Monats-Euribor verharret seit Januar bei -0,33 % während der 12-Monats-Euribor um noch einen Basispunkt auf -0,11 % nachgab.

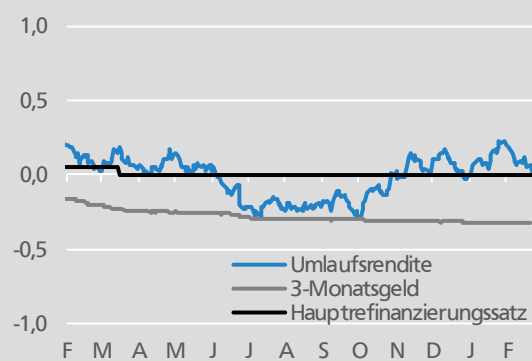
Wichtige Zinsen im Euroraum  
in Prozent



Notenbankzinsen international  
in Prozent



Geld- und Kapitalmarktzinsen  
in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Bundesanleiherenditen legen zu

Der Anleihemarkt griechischer Staatstitel hat auf die wieder sichtbaren Probleme der griechischen Volkswirtschaft mit Kursverlusten reagiert, wodurch die Zinsen für griechische Papiere im Februar deutlich angestiegen sind. Anders als bei vorherigen Phasen der Furcht um ein Ausscheiden Griechenlands aus dem Euroraum kam es dieses Mal allerdings nicht in der Breite zur Flucht der Anleger aus südeuropäischen Staatsanleihen.

Vielmehr zeigte sich ein uneinheitliches Bild der Zinsentwicklung bei den ehemaligen „Sorgenkindern“ der Währungsunion. Portugals und Irlands Zinsen auf zehnjährige Anleihen fielen leicht um 14 bzw. 10 Basispunkte, während in Spanien ein Anstieg um 14 Basispunkte zu verzeichnen war.

Deutsche Anleihen wurden von der Angst um Griechenland verstärkt nachgefragt. Die Renditen sanken von Ende Januar bis zum 22. Februar um 22 Basispunkte und liegen nun bei 0,27 %. Der Anstieg des Zinsniveaus für Bundesanleihen seit Ende Dezember 2016 wurde durch diese Entwicklung wieder umgekehrt.

Die Zinsen am US-amerikanischen Markt für Staatsanleihen zeigte sich im ersten ganzen Monat der Präsidentschaft Trumps wenig beeindruckt von den politischen Kontroversen. 9 Basispunkte sanken die Renditen auf zehnjährige US-Anleihen auf zuletzt 2,42 %.

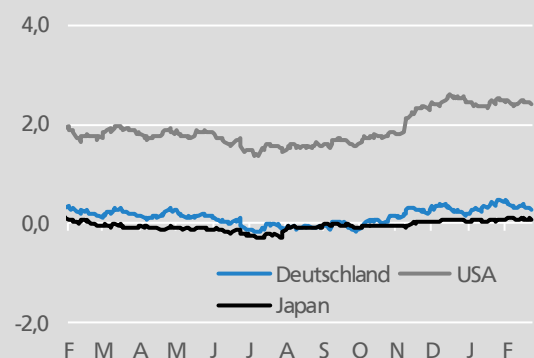
#### Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



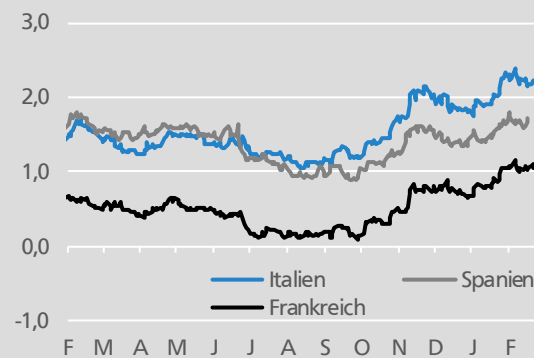
#### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, zehnjährige Staatsanleihen



#### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Euro gibt nach

Seit Anfang des Jahres hatte der Euro nach einer längeren Abwertungsphase wieder an Wert gegenüber dem Dollar gewonnen.

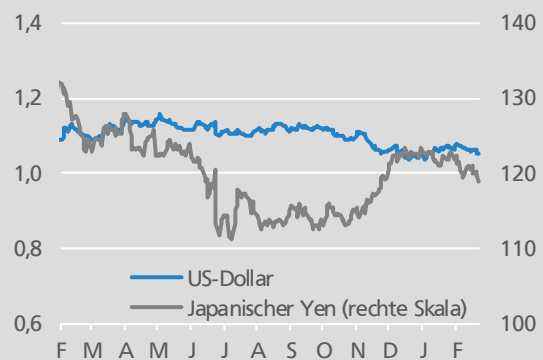
Die Anzeichen einer weiter forcierten Geldpolitik der Fed, die einen weiteren Anstieg des Zinsniveaus in den USA erwarten lässt und zu einer Vergrößerung des Zinsdifferentials zwischen den beiden Währungsräumen führen würde, setzten den Euro wieder unter Druck. Von 1,08 Dollar je Euro fiel er bis zum 22. Februar auf 1,05 Dollar zurück. Setzt die Fed ihren zinspolitischen Kurs in den nächsten Monaten in Handeln um, so dürfte das Erreichen der Parität des Euro mit dem US-Dollar nicht mehr weit entfernt liegen.

Auch gegenüber den nicht im Euro vertretenen Handelspartnern gab der Euro im Laufe des letzten Monats an Wert nach. Selbst das Britische Pfund, welches nach dem Brexit-Votum eine deutliche Abwertung vollzogen hatte, konnte zum Euro zuletzt wieder leicht aufholen.

Keine Änderung ergab sich beim Kurs des Schweizer Franken. Um den Kurs des Franken allerdings zu halten, war die Schweizer Nationalbank zuletzt wieder gefordert, am Devisenmarkt zu intervenieren. Dazu hat sie seit Beginn des Jahres erneut Euro in größeren Mengen aufgekauft. Die Schweizer Zentralbank behält es sich vor, im Rahmen der Sicherung der wirtschaftlichen Entwicklung der Schweiz diese Strategie, wenn notwendig, weiter anzuwenden. Im Dezember hatte sie bereits einen Kurs von 1,08 Franken je Euro als Überbewertung des Franken bezeichnet. Im Januar war der Kurs dann bis auf 1,06 Franken je Euro gestiegen, bei dem er im Februar verharrte. Bereits in der Euro-Schuldenkrise hatte die Schweiz versucht, den Außenwert des Franken gegenüber dem Euro zu fixieren, musste jedoch Anfang 2015 ihre Fixierung aufgeben.

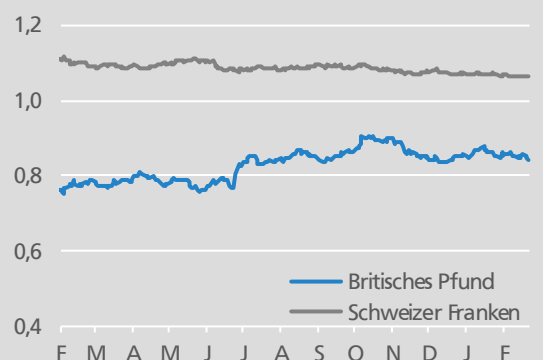
### Euro-Wechselkurs (I)

Auslandswährung je Euro



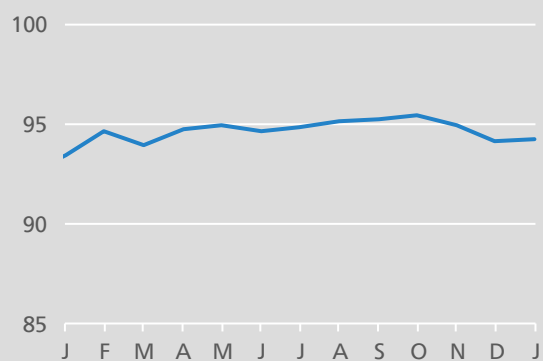
### Euro-Wechselkurs (II)

Auslandswährung je Euro



### Effektiver Wechselkurs des Euro

in Euro, Quartal 1, 1999=100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

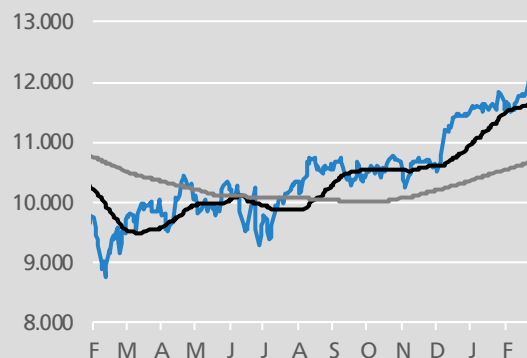
## Euphorie im US-Markt hält an

Nur für eine kurze Zeit sank der Dow Jones nach dem Überschreiten der 20.000 Punkteschwelle im Januar noch einmal unter diese historische Marke. Seit Anfang Februar kennen die Kurse nur noch eine Richtung und zwar die nach oben. Der Dow Jones legte allein im Februar einen Kursanstieg von knapp über 3,4 % hin. Dies gilt auch für andere US-Indizes wie den S&P 500. Angetrieben wurden die Kurse v. a. durch wirtschaftspolitische Ankündigungen des neuen amerikanischen Präsidenten. Profitiert davon haben insbesondere zwei Sektoren: Zum einen lässt die Ausweitung der Infrastrukturausgaben im Bausektor Hoffnungen auf zukünftige Aufträge und Gewinne aufkommen. Zum anderen gehört der Bankenaktien zu den Gewinnern. Die Ankündigung, die Dodd-Frank Gesetzgebung zur Regulierung der Banken nach der Finanzkrise zumindest in Teile rückgängig zu machen, führte zu einem Run auf Bankaktien. Ungeliebte Beschränkungen wie das Verbot des Eigenhandels oder die Stärkung des Anlegerschutzes könnten zukünftig wieder fallen und die Gewinne sprudeln lassen. Zudem verspricht ein Anziehen der Zinsschraube auch ein Wiederansteigen der Margen im Zinsgeschäft.

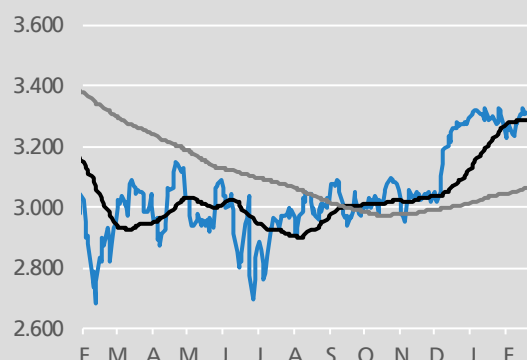
Im Unterschied zum US-Markt zeigt der DAX eine nur verhaltene Performance und stieg vom 26. Januar bis zum 22. Februar um 1,3 % an, befindet sich jedoch trotzdem nahe seines Allzeithochs. Politische Unsicherheiten um die anstehenden Wahlen in den Niederlanden und Frankreich sowie die Furcht vor zunehmenden protektionistischen Strömungen drückten die Stimmung. Hinzu kam, dass die deutschen Banken anders als ihre US-amerikanischen Pendanten weiter unter Druck stehen. Die Deutsche Bank musste im Februar zum zweiten Mal hintereinander einen Jahresverlust in ihrer Bilanz ausweisen und die Commerzbank steckt weiterhin im Prozess des Konzernumbaus. Hingegen konnten die kleineren Werte im MDAX (23.613 Punkte) und SDAX (10.157 Punkte) auf historische Niveaus klettern.

Auch andere Börsen folgten nicht dem Trend auf dem US-Markt. Der französische Leitindex CAC-40 legte seit Januar nur mäßige 0,6 % zu, während der japanische Nikkei Index sogar um 0,1 % nachgab. ■

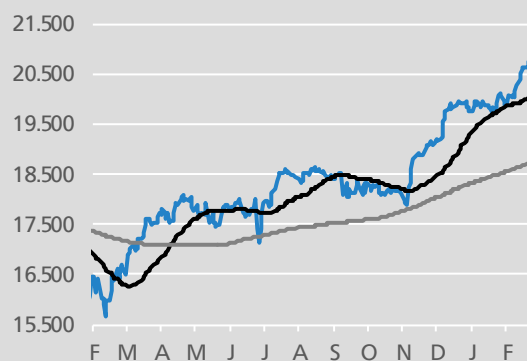
**Deutscher Aktienmarkt**  
Dax, 40-/200-Tagesschnitt



**Aktienmarkt Euroraum**  
Euro-Stoxx 50, 40-/200-Tagesschnitt



**Aktienmarkt USA**  
Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Konjunktur

### Wirtschaft bleibt auf Expansionskurs

Zum Jahresende 2016 hat sich der konjunkturelle Aufschwung im Euroraum fortgesetzt. Gemäß der amtlichen Schnellschätzung ist das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) im vierten Quartal um 0,4 % gestiegen und damit genauso stark wie im Vorquartal. Unter den großen Volkswirtschaften des Euroraums wies Spanien (+0,7 %) abermals den höchsten Zuwachs auf. In Deutschland und Frankreich legte das BIP hingegen im Gleichschritt mit der Gesamtentwicklung zu. Die Wachstumsrate Italiens (+0,2 %) blieb dagegen nochmals hinter der Euroraum-Rate zurück.

### Wachstumsdelle in der Industrie

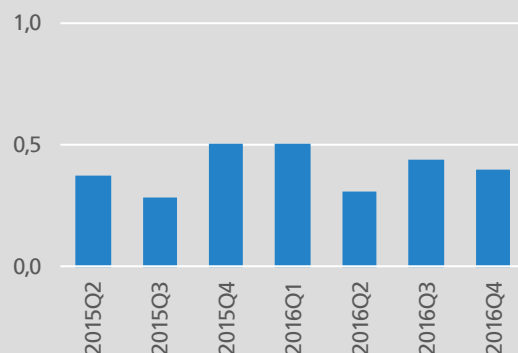
Im Dezember konnten die Industriebetriebe nur bedingt an die günstige Entwicklung vom Vormonat anknüpfen. Die Industrieproduktion ist mit einer Verkaufsrate von 1,6 % zurückgegangen, nachdem sie im Oktober (+1,5 %) in ähnlicher Größenordnung zugelegt hatte. Zu Jahresbeginn dürfte der Ausstoß aber wieder steigen. Hierauf deutet zumindest der Orderindikator hin, der im Januar um 0,3 Punkte auf einen Stand von -7,3 Punkten kletterte.

### Deutlich höhere Inflationsrate

Der Auftrieb bei den Verbraucherpreisen des Euroraums hat sich im Januar verstärkt. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) lag um 1,8 % über seinem Vorjahreswert. Zuvor, im Dezember, waren die Verbraucherpreise noch um 1,1 % gestiegen. Die Inflationsrate befindet sich damit erstmals seit dem Frühjahr 2013 wieder in der Nähe der Marke von knapp 2 %, bei der die Europäische Zentralbank (EZB) mittelfristig das Ziel der Preisniveaustabilität erfüllt sieht. Maßgeblich für den weiteren Anstieg der Inflationsrate waren die Energiepreise. Energie hat sich im Januar um 8,1 % verteuert und damit deutlich stärker als im Vormonat (+2,6 %). Ein wesentlicher Grund hierfür war der Rückgang des Ölpreises in 2016 (Basisseffekt).

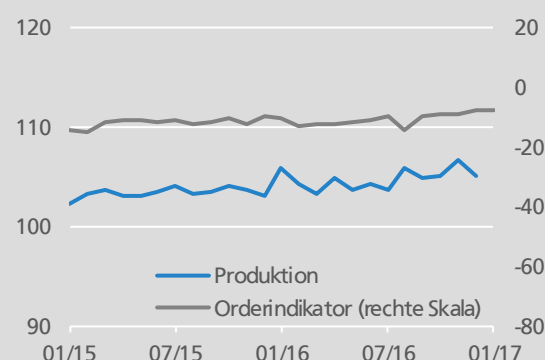
#### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

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



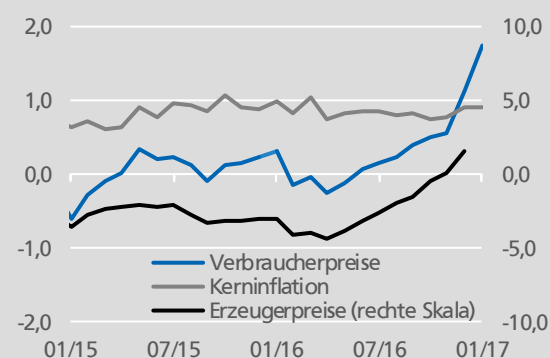
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

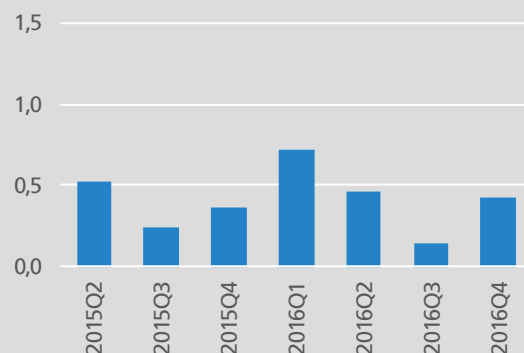
## Wachstumsbeschleunigung in Deutschland

In Deutschland hat die gesamtwirtschaftliche Entwicklung im vierten Quartal etwas an Fahrt aufgenommen. Den aktuellen Angaben des Statistischen Bundesamts zufolge ist das BIP mit einer Verlaufsrate von 0,4 % gestiegen. Das Wirtschaftswachstum fiel damit geringfügig stärker aus als in der Dezember-Konjunkturprognose des BVR erwartet worden war (+0,3 %). Zuvor, im dritten Quartal, hatte die Wirtschaftsleistung lediglich um 0,1 % zugelegt. Zum BIP-Anstieg trugen die weiterhin aufwärtsgerichteten Konsumausgaben bei. Die Privatkonsum (+0,3 %) nahm angesichts der günstigen Arbeitsmarkt- und Einkommensperspektiven erneut zu. Der Staatsverbrauch (+0,8 %) wurde aber noch stärker ausgeweitet, wofür unter anderem die Mehrausgaben zur Unterbringung und Integration von Migranten verantwortlich waren. Auch von den Investitionen gingen überwiegend positive Impulse aus. Maßgeblich hierfür war eine spürbare Erhöhung der Bauinvestitionen (+1,6 %). Die Ausrüstungsinvestitionen (-0,1 %) entwickelten sich hingegen abermals verhalten. Sie wurden und werden offenbar durch die andauernd hohen politischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten gedämpft (Unklarheit über die Folgen des Brexit-Votums, des wirtschaftspolitischen Kurses in den USA, des Ausgangs der Wahlen in Frankreich und in den Niederlanden). Im Gegensatz zu den Konsum- und Investitionsausgaben hat der Außenhandel insgesamt den BIP-Anstieg etwas vermindert, da die Importe (+3,1 %) erheblich stärker zulegten als die Exporte (+1,8 %).

Im laufenden ersten Quartal dürfte die deutsche Wirtschaft auf ihrem Wachstumskurs bleiben. Schätzungen des BVR lassen angesichts des hohen Stands wichtiger Stimmungsindikatoren und des jüngst deutlich gestiegenen Industrie-Auftragseingangs eine weitere Beschleunigung der gesamtwirtschaftlichen Expansion erwarten. Vor dem Hintergrund der aktuellen Datenkonstellation geht der BVR nach wie vor davon aus, dass das preisbereinigte BIP im Jahresdurchschnitt 2017 um 1,3 % steigen wird. Die Chancen, dass das Wirtschaftswachstum höher ausfallen könnte, haben zuletzt jedoch zugenommen.

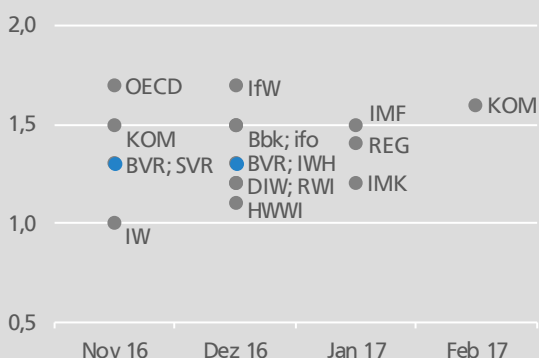
### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschland

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



### Konjunktur 2017 - Prognosen für Deutschland

BIP gg. Vorjahr in Prozent, preisbereinigt



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

Quelle: Thomson Reuters Datastream, BVR

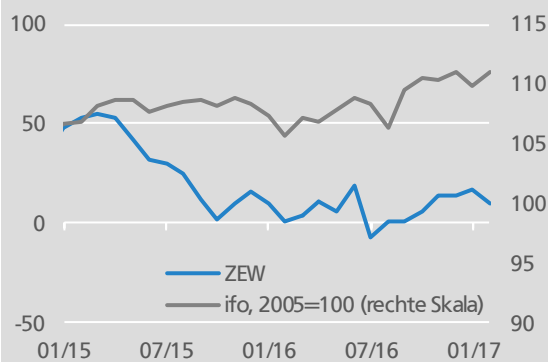
### Geschäftsklima weiter auf hohem Niveau

Die Stimmung in den Unternehmen der gewerblichen Wirtschaft Deutschlands hat sich im Februar verbessert. Der auf einer monatlichen Unternehmensumfrage basierende ifo Geschäftsklimaindex ist gegenüber dem Vormonat um 1,1 Punkte auf 111,0 Punkte gestiegen, nachdem er im Januar zurückgegangen war. Er befindet sich damit weiterhin auf einem im langfristigen Vergleich erhöhten Stand. Verantwortlich für die jüngste Stimmungsverbesserung waren die aktuelle Lage und die Perspektiven, die von den Befragungsteilnehmern insgesamt optimistischer beurteilt wurden als zuvor. Im Gegensatz zum ifo Geschäftsklimaindex haben die ZEW-Konjunkturerwartungen im Februar etwas nachgegeben. Der auf einer regelmäßigen Umfrage unter Finanzmarktexperten beruhende Frühindikator ist im Vormonatsvergleich um 6,2 Punkte auf 10,4 Punkte gesunken, wozu unter anderem die hohen politischen Unsicherheiten beigetragen haben dürften.

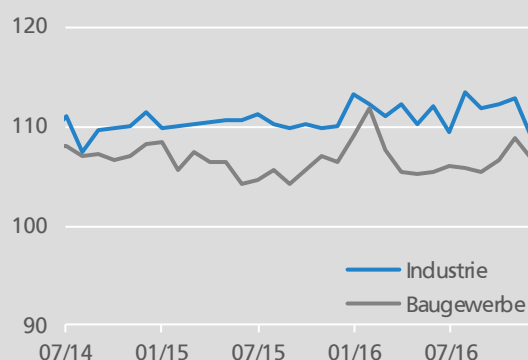
### Sehr deutliches Auftragsplus in der Industrie

Zum Jahresende 2016 hat die deutsche Industrie spürbar mehr Aufträge erhalten. Der Auftragseingang ist im Dezember gegenüber dem Vormonat saison- und kalenderbereinigt um kräftige 5,2 % gestiegen. Damit konnte der Bestellrückgang vom November (-3,6 %) mehr als ausgeglichen werden. Für den Auftragszuwachs waren in erster Linie die Orders aus dem Inland (+6,7 %) verantwortlich. Die Nachfrageimpulse aus dem Ausland (+3,9 %) fielen demgegenüber weniger deutlich aus. Im dritten Quartal legte der gesamte Auftragseingang um merkbare 4,3 % zu. Die Industrieproduktion ist im Dezember allerdings stark gesunken. Der Ausstoß ging im Vormonatsvergleich um 3,4 % zurück, nachdem er im Oktober und November (jeweils +0,5 %) noch leicht gestiegen war. Maßgeblich für den Rückgang dürfte weniger die konjunkturelle Entwicklung sondern viel mehr eine besondere Kalenderkonstellation gewesen sein. So standen im Dezember zwei Arbeitstage weniger zur Verfügung als im langjährigen Durchschnitt, was durch das verwendete Bereinigungsverfahren offenbar nur unzureichend berücksichtigt werden konnte.

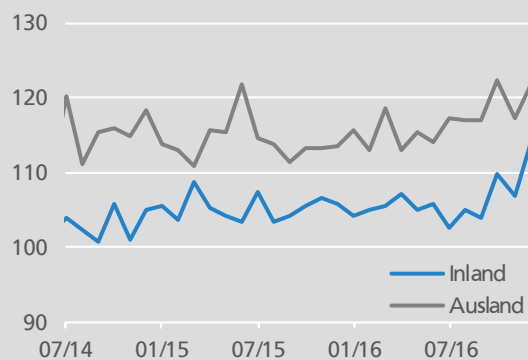
**Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland**  
Saldenwerte, saisonbereinigt



**Produktion Deutschland**  
2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



**Aufträge Deutschland**  
2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream



### Inflationsrate auf 1,9 % gestiegen

Nicht nur im Euroraum als Ganzes, auch in Deutschland hat die allgemeine Teuerung zugenommen. Die Inflationsrate, basierend auf den amtlichen Angaben zum Verbraucherpreisindex (VPI), ist von 1,7 % im Dezember auf 1,9 % im Januar gestiegen. Analog zur Entwicklung im Euroraum waren für den Anstieg der Gesamtrate in erster Linie die Energiepreise verantwortlich. Die Preisdynamik dürfte in naher Zukunft vergleichsweise hoch bleiben. Hierauf lässt zumindest der Verlauf der Erzeugerpreise schließen. Diese legten im Januar um 2,4 % zu und damit so stark wie seit März 2012 nicht mehr.

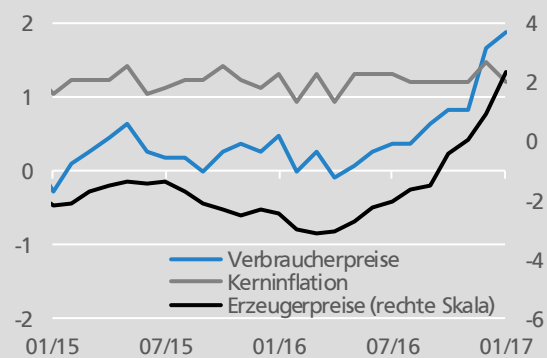
### Insolvenzen tendieren noch immer abwärts

Das Insolvenzgeschehen hat sich in Deutschland weiter entspannt. Im November wurden von den Amtsgerichten 1.677 Unternehmens- und 6.429 Verbraucherinsolvenzen erfasst. Gegenüber November 2016 ist die Zahl der Firmenpleiten um 10,8 % gesunken. Die Anzahl der Verbraucherinsolvenzen gab ebenfalls nach, allerdings mit einer Jahresrate von -3,6 % weniger deutlich.

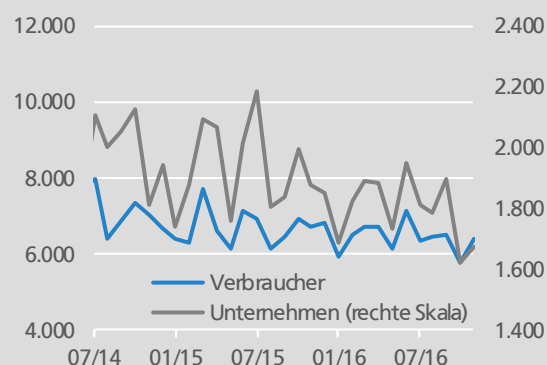
### Arbeitsmarkt startet gut ins neue Jahr

Der deutsche Arbeitsmarkt präsentiert sich zu Jahresbeginn weiterhin in einer insgesamt günstigen Lage. Zwar ist die Anzahl der bei der Bundesagentur für Arbeit (BA) erfassten Arbeitslosen im Januar gegenüber dem Vormonat um 209.000 auf 2,777 Mio. Menschen gestiegen. Der Anstieg hatte jedoch allein jahreszeitliche Gründe. In der um die üblichen saisonalen Effekte bereinigten Rechnung ist die Arbeitslosenzahl um 26.000 Personen gesunken, nachdem sie bereits im Dezember merklich nachgegeben hatte (-20.000). Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote ist im Januar geringfügig um 0,1 Prozentpunkte auf 5,9 % gefallen. Dass sich der Arbeitsmarkt nach wie vor in einer günstigen Grundverfassung befindet, zeigt sich auch in den Verlaufsdaten zur Erwerbstätigkeit. Die saisonbereinigte Erwerbstätigenzahl ist zuletzt, im Dezember, gegenüber dem Vormonat um 24.000 Menschen gestiegen. ■

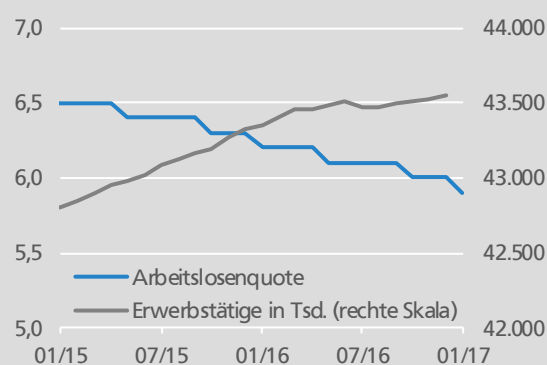
**Verbraucher- und Erzeugerpreise Deutschland**  
gg. Vorjahr in Prozent



**Insolvenzen Deutschland**  
Monatliche Fallzahlen



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream