

# DIGITALES ARCHIV

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

## Periodical Part

## Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2019

### Provided in Cooperation with:

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, Berlin

*Reference:* Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2019 (2019).

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/11159/2995>

### 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.

<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.*

# 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)

## EZB-Strategie: mehr Gewicht auf die Finanzstabilität legen

Christine Lagarde ist seit November 2019 neue Präsidentin der Europäischen Zentralbank (EZB) und somit Nachfolgerin von Mario Draghi. Die Forderungen und Erwartungen an Madame Lagarde sind vielfältig und in Deutschland oft bestimmt durch Rufe, die ultra expansive Geldpolitik zu beenden.

Eine Änderung der Geldpolitik kann jedoch nicht über Nacht erfolgen. Vielmehr erwarten wir die Einbettung in eine Strategiedebatte, die einer grundsätzlichen Neuausrichtung der Geldpolitik dienen sollte. Neben der Einordnung des niedrigen weltweiten Zinsumfeldes und der Überlegung welches Inflationsmaß angemessen ist, sollte auch die Frage diskutiert werden, welches Inflationsziel passend ist und wie sich mögliche Zielanpassungen auf die Glaubwürdigkeit der Notenbank auswirken.

Für ganz besonders wichtig halten wir es, neben dem vorrangigen Ziel der Preisniveaustabilität, dem Ziel der Finanzstabilität in der zweiten Strategiesäule eine prominente Position zuzuweisen.

Christine Lagarde betont zurecht mit Nachdruck die Verantwortung der Wirtschaftspolitik für mehr Wachstum. Sie sollte auch die anteilige Verantwortung der Geldpolitik an der Finanzstabilität stärker anerkennen und somit die bereits bestehenden wirtschaftspolitischen Stabilisierungsinstrumente (European Stability Mechanism (ESM), European Systemic Risk Board (ESRB) und der nationalen makroprudenziellen Politik) ergänzen.



### Inhalt

<b>EZB-Strategie: mehr Gewicht auf die Finanzstabilität legen</b>	<b>2</b>
Dr. Kai Wohlfarth E-Mail: <a href="mailto:k.wohlfarth@bvr.de">k.wohlfarth@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>	

## EZB-Strategie: mehr Gewicht auf die Finanzstabilität legen

Christine Lagarde ist zweifelsfrei eine beeindruckende Persönlichkeit. Für ihre neue Funktion als EZB-Präsidentin verfügt sie über intensive Erfahrungen als Direktorin des Internationalen Währungsfonds (IWF). Dabei hatte sie nicht nur Anteil an der finanziellen Rettung des Euromitgliedes Griechenland, sondern auch verschiedener weiterer Staaten – wie beispielsweise Argentinien. Zwar ist Madame Lagarde keine Volkswirtin, allerdings kennt sie durch die frühere Aufgabe beim IWF die Klaviatur der ökonomischen Zusammenhänge. Sie kennt zudem die Schwächen des Eurosystems und auch die Grenzen der Geldpolitik. Es liegt daher nahe, dass die erwarteten Anpassungen der Instrumente und der Strategie auch dazu führen werden, dass die EZB-Präsidentin Lagarde neben der Geldpolitik auch auf strukturelle Fragen des Eurosystems eingehen wird. Das Ergebnis einer Strategieanpassung könnte am Ende nicht allen Kritikern gefallen.

Die strategiebeeinflussenden Kernbestandteile der Aufgaben der EZB finden sich in den geldpolitischen Entscheidungsprozessen, sowie deren Kommunikation. Beide dienen der Beeinflussung von Erwartungen hinsichtlich der künftigen Inflation und der Wahrung der Glaubwürdigkeit der Notenbank. Die geldpolitische Strategie und die damit einhergehenden Entscheidungen, sowie die genutzten Instrumente sollten verständlich, transparent und als erfüllbar kommuniziert werden. Während es Christine Lagarde eher leichtfallen sollte, die geldpolitische Strategie verständlich und transparent darzustellen, ist die Erfüllbarkeit im aktuellen makroökonomischen Umfeld eine Herausforderung.

Ein radikales Umschwenken der Geldpolitik ist allerdings nicht zu erwarten, insbesondere da dies für die Finanzmarktstabilität eines jeden Währungsraums ein gefährliches Unterfangen wäre. Dennoch sollte die EZB grundsätzliche Fragestellungen in den kommenden Wochen und Monaten diskutieren. Hierzu zählen u. a. die Frage nach dem passenden Inflationsziel, dem richtigen Inflationsmaß, der Ursache der niedrigen Zinsen und der Aufrechterhaltung des Vertrauens in die Geldpolitik. Welche der beiden Strategiesäulen soll im Fokus stehen? Und welche neuen Instrumente stehen zur

Verfügung, wenn sich das Wachstum nochmals signifikant verschlechtert? Letztlich stehen die Fragen im Raum, was kann die Geldpolitik der EZB im aktuellen makroökonomischen Umfeld für einen Beitrag zur Erreichung des Inflationsziels leisten? Wie können die Entscheidungen der Notenbank der Bevölkerung nähergebracht werden?

Aber auch für die Umsetzung der bereits beschlossenen expansiven Geldpolitik müssen in naher Zukunft technische Details geklärt werden. Welche Grenzen gelten für das Ankaufprogramm – können maximal 33 % oder gar 50 % von einzelnen Emissionen gekauft werden? Sind Aktien eine Alternative für das begrenzte Anleiheuniversum? Wie tief kann der Einlegesatz weiter sinken, ohne das Banken, Versicherungen und Unternehmen zur Bargeldhaltung wechseln? Und wie hoch kann der Freibetrag vom negativen Einlegesatz sein. Allesamt Feinjustierungen die der Glaubwürdigkeit dienen, indem die EZB laut über die nächsten Schritte der Geldpolitik nachdenkt.

Die Grundlage einer möglichen Strategiediskussion ist das übergeordnete Ziel der Preisstabilität. Dieses wurde der EZB bereits durch die EU-Verträge ins Stammbuch geschrieben. Daneben steht ein Zwei-Säulen-Ansatz zur Analyse der Risiken für die Preisstabilität. Wobei in der ersten Säule – die wirtschaftliche Analyse – die kurz- bis mittelfristigen Einflüsse auf die Preisentwicklung betrachtet werden. Die zweite Säule – die monetäre Analyse – dient der mittel- bis langfristigen Betrachtung, insbesondere der Zusammenhänge von Geldmenge und Inflation. Letztere hat seit 2003 faktisch keine entscheidende Bedeutung mehr für die europäische Geldpolitik.

### Worüber sollte die EZB diskutieren?

#### 1. Warum sind die Zinsen und die Inflation so niedrig?

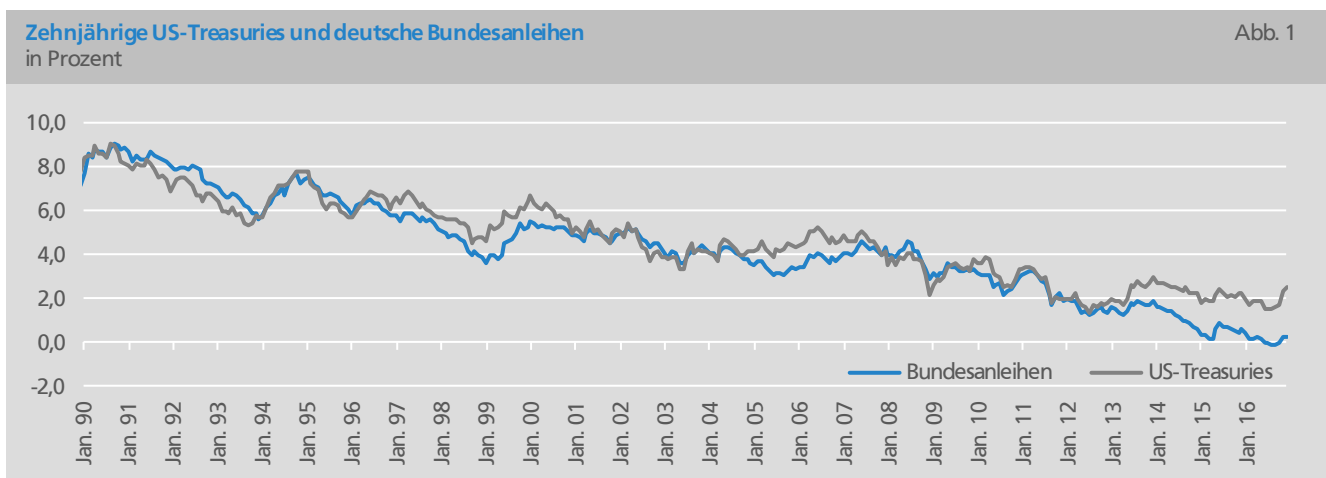
Für die Erklärung der niedrigen Zinsen werden in der Wissenschaft verschiedene Hypothesen herangezogen. Allerdings sind sich auch die Ökonomen nicht darüber einig, welche konkreten Gründe als Ursache angeführt werden können. Tatsache ist jedoch, dass für die gro-

Ben, entwickelten Volkswirtschaften seit etwa 30 Jahren ein Trend zu immer niedrigeren Zinsen besteht. Dieser geht einher, mit einer deutlich erhöhten Sparneigung, für die demografische Gründe verantwortlich sein könnten. Gleichzeitig wird tendenziell weniger investiert, was zusammengekommen zu sinkenden Zinsen führt. In dieser neuen Welt des niedrigen Zinsniveaus kämpfte die EZB bisher mehr oder weniger mit konventionellen Mitteln für das „alte“ Ziel der Inflation. Der in den letzten Jahren mangelnde Erfolg bei der Steigerung der Inflationsraten sollte jedoch die Frage über die Ursache-Wirkungs-Kette in den Mittelpunkt einer neuen Strategiediskussion stellen. Hierbei ist die EZB möglicherweise lediglich Spielball der übergeordneten makroökonomischen Trends.

## 2. Welches Inflationsmaß kann genutzt werden?

In der aktuell geltenden Strategie der EZB wird das Mandat der Preisniveaustabilität in der Form ausgelegt, dass sowohl eine andauernde Inflation als auch Deflation vermieden werden soll. Dafür ist der Zielwert der Preissteigerung soweit eingegrenzt, dass dieser nahe bei, aber unter 2 % liegt. Mario Draghi quantifizierte dieses Ziel im Sommer 2019 mit „gewissermaßen“ bei 1,9 %. Zur Messung wird der harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) herangezogen, der zuletzt im Oktober 2019 bei 0,7 % lag (1,2 % im Juni 2019). Allerdings lässt sich dieser Index durchaus kriti-

sieren, da er gewichtete Konsumausgaben bestehend aus Waren und Dienstleistungen abbildet, inklusive der stark schwankenden Energiepreise. Insbesondere die Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum finden keine Berücksichtigung innerhalb des Index. Gerade diese könnten jedoch im Zuge der Niedrigzinspolitik – aufgrund von verstärktem Eigentumserwerb – an Einfluss gewonnen haben. Umgekehrt sorgen die Preisschwankungen der Energiekosten regelmäßig für, nicht durch die EZB zu beeinflussende, statistische Basiseffekte bei der Darstellung des HVPI. Etwas breiter gefasst sind der Konsum-Deflator, sowie der BIP-Deflator (die leicht höhere Inflationswerte (1,4 %, bzw. 1,6 % im 2. Quartal 2019) signalisierten). Allerdings verlässt sich die EZB mit dem HVPI nicht ausschließlich auf einen einzigen Indikator. Ihr Blick gilt aufgrund der nachgelagerten Wirkung der Geldpolitik auf die Inflation, auch den Inflationserwartungen. Hierbei nutzt die EZB u. a. Umfragen, wie den Survey of Professional Forecasters, dessen HVPI-Prognose für 2019 bei 1,3 % und für 2020 bei 1,4 % lag. Aber auch Kapitalmarktdaten, wie den 5y5y Swapsatz, der die fünfjährigen Inflationserwartungen in fünf Jahren darstellt, werden herangezogen. Letzterer zeigte zuletzt Ende November 2019 einen Swapsatz von rund 1,2 % an. Beeinflussen kann eine Notenbank eben diese Erwartungen, die Inflation selbst hingegen erzeugen dann – basierend auf den Erwartungen – die Investitions- und Konsument-



Quelle: Refinitiv Datastream

scheidungen der Wirtschaftssubjekte. Das Inflationsmaß abrupt zu verändern, könnte das Vertrauen in die Handlungsfähigkeit der Notenbank untergraben. Der HVPI ist deshalb aus heutiger Sicht das richtige Maß, sollte aber einer Überprüfung unterzogen, gegebenenfalls ergänzt und mittelfristig bei Bedarf abgelöst werden.

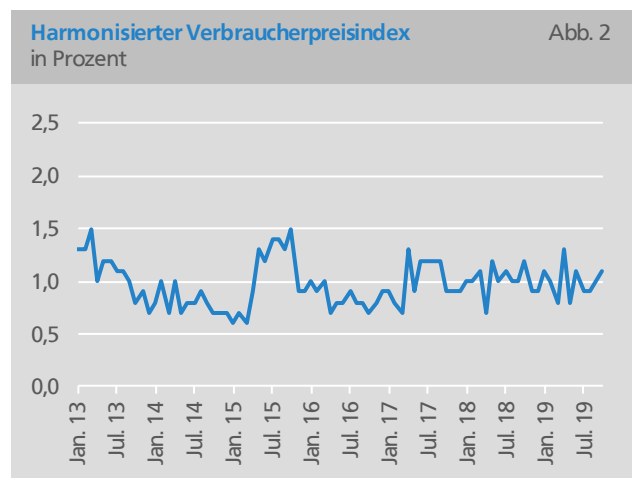
### 3. Welches Inflationsziel ist erreichbar?

Diese Erwartungen an die Inflation in der Zukunft sind das primäre Ziel der geldpolitischen Kommunikation. Im Anschluss an die Finanzkrise konnte die EZB glaubhaft machen, dass sie die Inflation wieder in die Nähe des vorgegebenen Ziels bringen wird. Bereits seit September 2014 liegt jedoch beispielsweise der 5y5y Swapsatz unter 2 %. Die Inflationserwartungen sind seitdem kontinuierlich gefallen. Das Ziel von unter, aber nahe 2 % ist nicht genau quantifiziert, wenngleich eine mittelfristige Inflationsrate von 1,9 % als Zielerreichung angesehen werden kann. Da aber aktuell und seit längerer Zeit die mittelfristigen sowie die langfristigen Erwartungen deutlich unterhalb des Zieles liegen, besteht eine Strategieoption in der Anpassung des Inflationsziels nach unten. Um die künftige Glaubwürdigkeit zu erhöhen und eine Erreichbarkeit zu suggerieren wäre zudem eine Spanne für das Inflationsziel denkbar. Hierfür gibt es Vorbilder, etwa die kanadische Notenbank, die ein Toleranzband für das Inflationsziel

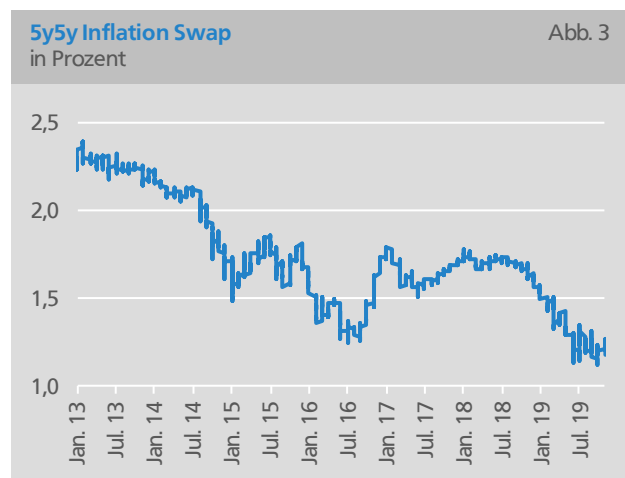
nutzt. Für die EZB könnte das Inflationsziel weiterhin bei 2 % liegen, allerdings ein moderates Abweichen (beispielsweise zwischen 1,2 und 2,2 %) ohne geldpolitische Aktivitäten toleriert werden. Allerdings gilt auch für diese Option, dass das Hauptziel der EZB die Steuerung der Erwartungen an die künftige Inflation ist. Somit muss bei einer möglichen Anpassung nicht nur diskretionärer Spielraum, sondern zuvorderst das Vertrauen in die Notenbank – Inflation erzeugen zu können – erhalten bleiben. Eine deutliche Absenkung des Inflationsziels würde das Vertrauen in die EZB, ihre Ziele zu erreichen, ebenfalls untergraben. In der Folge ist auch ein Sinken der Inflationserwartungen sehr wahrscheinlich. Dem Ziel, eine angemessene Preisniveaustabilität zu erzeugen, würde die EZB wohl nicht näherkommen. Die Gefahren einer Zielanpassung müssen daher ebenfalls intensiv diskutiert werden und sind nicht zu unterschätzen.

### 4. Säule 2 weiterentwickeln

Die EZB befindet sich zudem seit spätestens 2012 nahezu permanent im geldpolitischen Krisenmodus und legt den Hauptfokus zum Anheizen von Investitionen und Wachstum auf die Säule 1 ihrer Strategie. Die zweite, monetäre, Säule spielt seit 2003 eine untergeordnete Rolle. Bei aller angebrachter Kritik im Detail muss dies nicht zwingend falsch sein. Allerdings sollten bei dieser unkonventionellen Geldpolitik die langfristi-



Quelle: Refinitiv Datastream



gen Nebenwirkungen wieder stärker in den Fokus rücken. Dies ist der EZB selbst bewusst, insbesondere, dass die Risiken zunehmen, desto länger die ultra expansive Geldpolitik anhält. Die Einführung der Freibeträge für den Einlagesatz – der fällig wird, wenn Kreditinstitute Geld bei der EZB hinterlegen – zahlt diesem Fakt Rechnung. Das die Risiken für die Finanzmarktstabilität steigen, zeigt die EZB auch im Finanzstabilitätsbericht vom November 2019 auf. Es bestehe:

- ein sehr niedriges Zinsumfeld bei anhaltendem Risikoappetit (ggf. Indiz für Vermögenspreisblasen),
- hohe Staats- und Unternehmensverschuldungen
- anhaltende Jagd nach Rendite (auch im Nicht-Bankensektor), welche den Finanzzyklus beschleunigen könnte,
- eine hohe Wettbewerbsintensität innerhalb des Bankensektors des Euroraums, der für Ertragsdruck sorgt.

Auffällig ist, dass nicht alle erwähnten Risiken direkt auf die Geldpolitik zurückzuführen, aber zumindest indirekt damit verbunden sind. Besonders das Vermeiden von Vermögenspreisblasen, aber auch das funktionierende Finanzsystem sind für die Notenbank jedoch elementar, da die Finanzstabilität das Funktionieren des Transmissionsmechanismus unterstützt und somit für die Förderung der Preisstabilität benötigt wird.

Im Ergebnis sollten die Auswirkungen der Geldpolitik auf die Finanzstabilität künftig stärkere Berücksichtigung finden. Die bestehende Sichtweise, dass der beste Beitrag der Geldpolitik zur Finanzstabilität die Gewährleistung der Preisstabilität ist, muss ergänzt werden. Einen zusätzlichen Beitrag zur Finanzstabilität sollte die EZB leisten, indem diese als Ergänzung in die Säule 2 der Strategie aufgenommen wird. Die Aufwertung sollte in dieser Form als Signal an die Marktteilnehmer verstanden werden, dass ein Erreichen des Inflationsziels weiterhin Vorrang hat, der geldpolitische Einfluss zur Sicherung der Finanzstabilität aber direkt im Anschluss als weiteres Ziel besteht. Dies wäre auch ein Signal an die Politik, dass allgemeine wirtschaftspolitische Ziele nicht nur der Preisstabilität, sondern auch

der Finanzstabilität nachgeordnet sind. Die EZB kann somit einen erweiterten geldpolitischen Anteil an der Finanzstabilität leisten. Allerdings kann die Notenbank die Finanzstabilität nicht allein gewährleisten. Neben bereits eingerichteten europäischen Institutionen, wie dem ESM und ESRB hat auch die nationale Wirtschafts- und Finanzpolitik maßgeblichen Einfluss auf die Stabilität des Finanzsystems. Hierfür wurde das Instrument der makroprudenziellen Politik geschaffen, welches auf nationaler Ebene höchste Priorität genießen sollte.

## 5. Was können wir von Christine Lagarde erwarten

Christin Lagarde sollte innerhalb des EZB-Rates eine moderierende Rolle einnehmen. Sie wird sich nicht über die Bedenken im Rat hinwegsetzen, wenn es um neue Instrumente geht. Gleichzeitig ist von ihr zu erwarten, dass sie für mehr Transparenz und auch Bürgernähe stehen wird. Es scheint kein Zufall zu sein, dass Madame Lagarde begonnen hat die deutsche Sprache zu lernen. Sie wird mit den Kritikern der Geldpolitik und der EZB in die Diskussion gehen – auch auf Deutsch.

Christine Lagarde wird öffentlichkeitswirksam ihre politische Linie, die sie bereits beim IWF vertreten hat, fortsetzen. Dabei wird sie in politischen Forderungen eine Kombination aus Strukturreformen und einer Nachfragepolitik forcieren. Für Italien könnte das bedeuten, dass zur Förderung von Wachstumsimpulsen mehr Reformen beispielsweise am Arbeitsmarkt gefordert werden oder auch Infrastrukturinvestitionen, aber ebenso Reformen in die Wege zu leiten, die der verbesserten Qualität der Staatsausgaben dienen. Für Deutschland, aber auch weitere Länder, wird es Forderungen geben die vorhandenen Spielräume für mehr Investitionen zu nutzen. Die, aus ihrer Sicht, nicht vollendete Integration des europäischen Banken- und Kapitalmarktes hat einen strukturellen Anteil an dem geringen Wachstumspotentialen in Europa. Madame Lagarde wird zudem ergänzend für eine europäische Einlagensicherung eintreten. Auch könnte durch sie die Diskussion hinsichtlich einer höheren Fiskalintegration neuen Auftrieb erhalten.

Dennoch bleibt die Frage nach möglichen Optionen

für die Geldpolitik bestehen. Wer von Lagarde Änderungen und ein starkes Signal fordert, muss sich darüber im Klaren sein, dass sie die aus ihrer Sicht vorhandenen Ursachen des schwachen Wachstums angehen wird, um anschließend Inflationserwartungen einen Auftrieb geben zu können. Sie wird die politische Bühne nutzen, um zu verdeutlichen, dass eine Entscheidung getroffen werden muss, ob eine gelockerte Fiskalpolitik (welche mit dem Stabilitätspakt in Konflikt kommen kann), mehr Anstrengungen bei Strukturreformen (welche meist unpopulär sind) oder eine Vertiefung der wirtschaftspolitischen Integration (welche den nationalen Parlamenten Autonomie nimmt) für Wachstum in Europa sorgen sollen. Alle Optionen werden in Deutschland, aber auch aus der Perspektive einiger EU-Mitglieder kritisch beurteilt. Auch deshalb wird es die EZB in den kommenden Monaten und Jahren weiterhin sehr schwer haben und weiter mit allen ihr zur Verfügung stehenden geldpolitischen Instrumenten für mehr Wachstum und Investitionen kämpfen.

Die neue EZB-Präsidentin wird dem Amt nicht nur ein neues Gesicht, sondern auch eine neue Rolle geben. Ihr langjähriger Freund, Wolfgang Schäuble, warnte sie kürzlich davor, das begrenzte Mandat der Geldpolitik nicht zu überschreiten – gemeint war die Konzentration auf das Erreichen der Preisstabilität und das Vermeiden von Wirtschaftspolitik durch die Notenbank. Das könnte sie tun, wenn die europäischen Regierungen die Aufgabe der wirtschaftspolitischen Gestaltung wieder übernehmen. ■

## Finanzmärkte

### Kreditwachstum bleibt intakt

Das Kreditwachstum im Euroraum stieg im Oktober weiter an. Bereinigt um Kreditverbriefungen erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen auf 3,8 %, von 3,6 % im Vormonat. Die Ausleihungen an die privaten Haushalte expandierten mit 3,5 % ebenfalls etwas stärker, verglichen mit dem September (3,4 %). Die konjunkturellen Unsicherheiten spiegeln sich somit weiterhin kaum in der Nachfrage nach Krediten wider.

### Geldmengenwachstum stabil

Das Wachstum des breit abgegrenzten Geldmengenaggregats M3 verharrte im Oktober 2019 mit 5,6 % auf dem revidierten Niveau des Vormonats. Unter den Komponenten von M3 stieg auch der Zuwachs bei den täglich fälligen Einlagen mit 8,4 % nach 7,9 % im September. Die Termin- und Spareinlagen erhöhten sich etwas langsamer um 0,6 % nach 1,2 % im September. Der Abbau der marktfähigen Finanzinstrumente hat sich von -1,1 % auf -2,4 % beschleunigt.

### Moderater Preisauftrieb im Euroraum

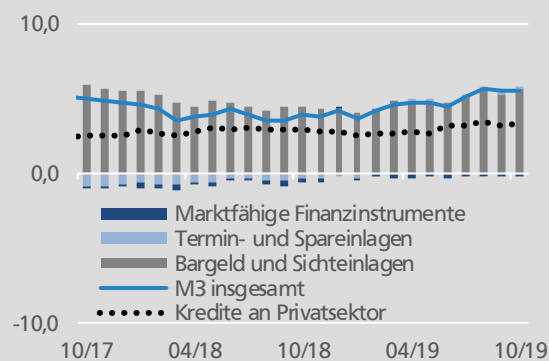
Der BVR Zins-Tacho signalisiert auch im November mit 44 Punkten sehr geringe Inflationsrisiken für den Euroraum. Der fortlaufende Rückgang ist vor allem getrieben durch die schwachen Daten der Industrieproduktion und der Auftragseingänge, welche die Konjunkturkomponente belasten. Infolgedessen sinkt auch die Kostenkomponente weiter ab. Somit zeigt sich der verstärkende Abschwung in der Industrie immer klarer in den verringerten Inflationsrisiken. Auch von dem Indikator für die Kreditdynamik geht mit 45 Punkten kein deutlicher Inflationsimpuls aus.

### Geldmarktzinsen stabil

Die Geldmarktzinsen haben sich nach der Senkung des Einlagezinssatzes durch die EZB am 12. September auf einem neuen Niveau eingependelt. Der EONIA notiert seitdem auf dem Niveau von etwa -0,45 %. Der 3-Monats-Euribor weist auch ein ähnliches Niveau von etwa -0,40 % auf.

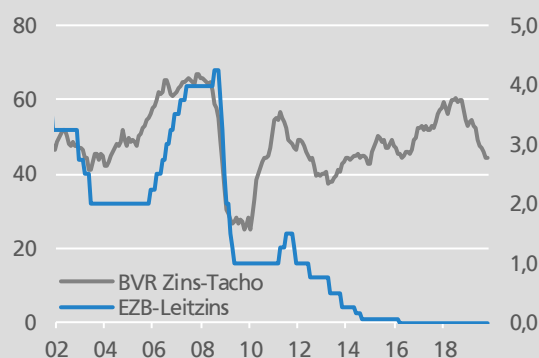
#### Beiträge zum M3-Wachstum

in Prozentpunkten, saisonbereinigt



#### BVR Zins-Tacho

in Punkten



	Sep. 19	Okt. 19	Nov. 19
<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>46</b>	<b>45</b>	<b>44</b>
Konjunktur (50 %)	48	45	45
Preise/Kosten (40 %)	45	44	43
Kreditdynamik (10 %)	44	44	45

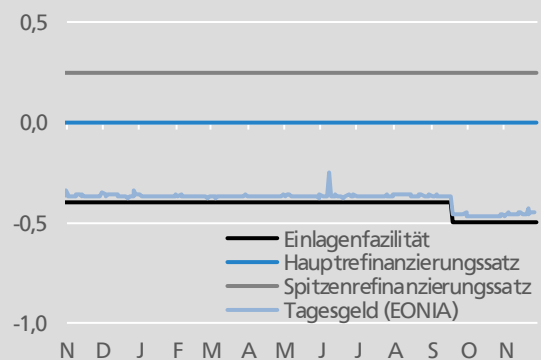
Der BVR Zins-Tacho ist ein Indikator für die Inflationsrisiken im Euroraum. Ein Anstieg des BVR Zins-Tachos zeigt steigende, eine Abnahme sinkende Inflationsrisiken an. Hinweise zur Berechnung finden sich im BVR Volkswirtschaft Kompakt vom Februar 2018.

Quelle: Refinitiv Datastream

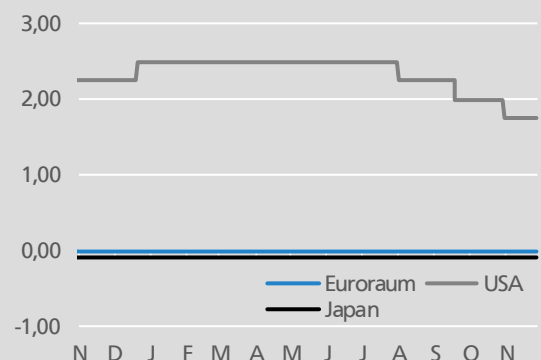
### Zwischenabkommen oder weitere Eskalation?

Der aktuelle Stand im US-chinesischen-Handelsstreit ist weiterhin kaum abschätzbar. Die Verlautbarungen beider Seiten ließen in den vergangenen Wochen den Optimismus an den Finanz- und Kapitalmärkten deutlich wachsen. Allerdings wird rückblickend immer deutlicher, dass die Aussagen nicht als Nachricht an die Märkte zu verstehen, sondern selbst Teil der Verhandlungen sind. Die Lesart des Marktes, dass sicher bald ein Abkommen abgeschlossen wird, lässt sich entsprechend umdeuten. Die jeweilige Seite weiß, dass sie auf entscheidende Forderungen nicht eingegangen ist. Auf der einen Seite gibt es keine Zusagen der US-Seite, dass die bereits beschlossenen und teilweise noch nicht eingeführten Zölle zurückgenommen werden. China scheint auf eine Rücknahme der 2019 eingeführten Zölle zu bestehen – ein für das schwächelnde chinesische Wachstum äußerst wichtiges Ziel. Dies ist zugleich für Donald Trump der größte Hebel, den er nicht ohne Gegenleistung aufgeben kann. Solche sind aus US-Sicht u. a. verbindliche Abnahmezusagen von landwirtschaftlichen Erzeugnissen, aber auch ein besserer Schutz des geistigen Eigentums. Für beides besteht grundsätzliche Bereitschaft, aber nicht in dem Maße, dass sie Trump innenpolitisch als Verhandlungserfolg dienen könnten. So befinden sich beide Parteien aus spieltheoretischer Perspektive in einem Nash-Gleichgewicht. Zwar würde eine Kooperation beiden Seiten Vorteile verschaffen, die ist aber anfällig für einen Vertrauensbruch, was innenpolitisch jeweils einer Niederlage gleichkommen würde. Dieses Gleichgewicht kann nur durch neue Aspekte aufgelöst werden. Für Game Changer kommen wieder innenpolitische Themen in Frage. So kann es sein, dass der Druck auf Donald Trump durch das Impeachment-Verfahren so deutlich zunimmt, dass ihm ein kleinerer Erfolg reicht, um mit diesem abzulenken. Für China könnte die innenpolitische Lage in Hongkong eskalieren, die dazu führt Zugeständnisse zu machen, um zumindest für ökonomischen Frieden in der Bevölkerung zu sorgen. Als entscheidender Tag gilt aus heutiger Sicht der 15. Dezember 2019, wenn weitere Zölle in Kraft treten sollen. Ein Verschieben der Zölle und ein Verharren im Nash-Gleichgewicht könnte aber attraktiver sein.

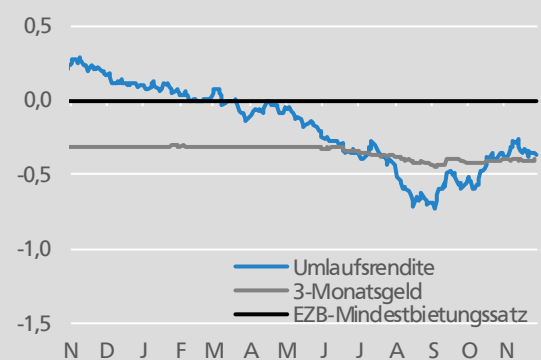
Wichtige Zinsen im Euroraum  
in Prozent



Notenbankzinsen international  
in Prozent



Geld- und Kapitalmarktzinsen  
in Prozent



Quelle: Refinitiv Datastream

### Anleihen: sichere Häfen verlieren Reiz

Der sichere Hafen, als der u. a. Bundesanleihen gelten, verlor in den letzten Wochen seinen Reiz. Insbesondere Mitte November rentierten die zehnjährigen Bundesanleihen mit rund -0,22 % mit deutlichem Abstand zum Renditetief von -0,74 % von Anfang September. Insbesondere die Meldungen von der chinesischen und der US-amerikanischen Seite, dass ein Teilabkommen im Handelsstreit wahrscheinlicher werde, sorgte für eine Risk-on-Stimmung. Aktuell (26. November 2019) rentieren Bundesanleihen wieder etwas schwächer bei rund -0,36 %. Dieser Marktstimmung konnten sich auch die Staatsanleihen anderer europäischer Länder nicht entziehen. So stieg die Rendite von italienischen Papieren in den vergangenen Wochen zwischenzeitlich in etwa 40 Basispunkte auf rund 1,44 % an, sank anschließend jedoch wieder auf etwa 1,28 % am 26. November 2019. Auch die Rendite spanischer Anleihen mit gleicher Laufzeit stieg um deutliche 25 Basispunkte auf 0,48 % an, um am aktuellen Rand wieder bei rund 0,40 % zu rentieren. Die Renditen französischer Anleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit stiegen kurzzeitig wieder über die Marke von 0 %, bis auf etwa 0,08 %, sanken am aktuellen Rande jedoch ebenfalls wieder auf -0,05 %.

Einen vergleichbaren Verlauf nahmen auch die Renditen von zehnjährigen US-Treasuries. Die Rendite stieg Mitte November bis auf 2 % an, um anschließend wieder auf 1,75 % am aktuellen Rand zu sinken. Neben den Handelsstreitigkeiten lastet auch das Ende des Zinssenkungspfades der US-Notenbank – die Fed hat auf Neutral gestellt – auf den Anleihen. Weiteres Zinssenkungspotential wird für das aktuelle Jahr nicht mehr gesehen und auch im kommenden Jahr eher begrenzt erwartet. Zudem tritt das enorme Staatsdefizit in den Fokus der Marktteilnehmer. Dieses sollte in der Tendenz für steigende Renditen sorgen, beziehungsweise den Abwärtsdruck der Renditen verringern. Der sichere Hafen hat im aktuellen Umfeld seinen Reiz verloren, die Investoren scheinen sich im latend anhaltenden Risiko (Nash-Gleichgewicht) eingelebt zu haben.

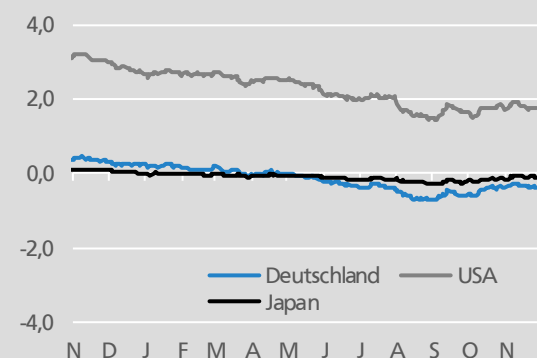
#### Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



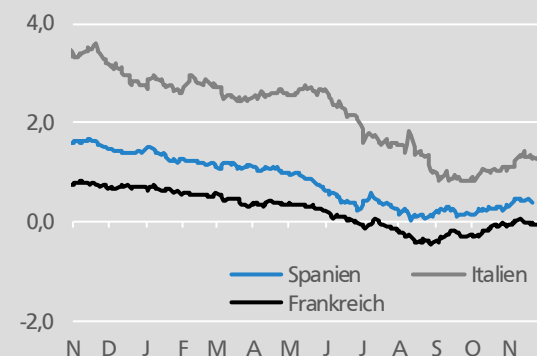
#### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



#### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Quelle: Refinitiv Datastream

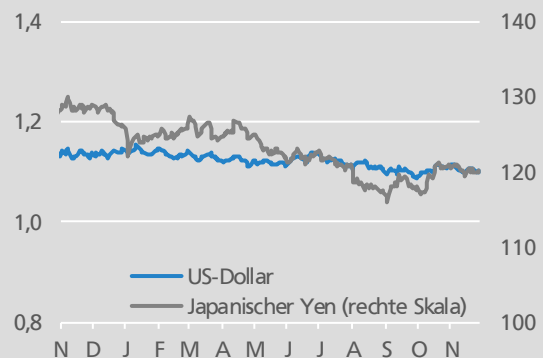
## Das Wohl und Wehe für den US-Dollar

Währungspaare werden heute am Devisenmarkt in der Regel aufgrund der Zinserwartungen zueinander in Relation gestellt. So gewinnt der US-Dollar an Stärke, wenn zu erwarten ist, dass das Zinsniveau im Dollarraum steigt. Allerdings sind die Zusammenhänge von Wechselkursen nicht immer ganz so einfach, gerade hinsichtlich des US-Dollars. In den vergangenen Wochen passte das skizzierte Bild allerdings wieder. Mit zunehmender Zuversicht im Handelsstreit wertete der US-Dollar auf. Gegenüber dem Euro stieg er bis auf rund 1,10 Dollar pro Euro an. Eine Lösung des Handelsstreites würde die, von der Fed eindrücklich beschriebenen, Abwärtsrisiken für die US-Konjunktur erheblich senken. In der Folge würden die Wachstums- und Inflationserwartungen wieder steigen, was die Fed hinsichtlich der Zinserhöhungen auf den Plan rufen würde. In der (Teil-)Lösung des Konfliktes oder im Scheitern der Phase-1-Verhandlungen liegt somit das Wohl und Wehe für den US-Dollar. Die kommenden Wochen sind für die weiteren Perspektiven entscheidend. Auch hier steht das Datum der weiteren Eskalationsstufe der Zölle, der 15. Dezember, im Fokus der Marktteilnehmer. Am aktuellen Rand notiert der US-Dollar auf dem starken Niveau von etwa 1,10 Dollar pro Euro.

Eine ganz ähnliche Geschichte erzählt der Kursverlauf des britischen Pfundes. Nachdem das Worst-Case-Szenario eines harten Brexits zum 31. Oktober 2019 gebannt war, stieg der Wert des Pfundes zunächst wieder an. Der Kurs bewegte sich von über 0,90 Pfund pro Euro Mitte Oktober auf aktuell 0,856 Pfund pro Euro. Dabei fällt auf, dass mit zunehmender Wahrscheinlichkeit eines Wahlsieges von Boris Johnson der Wert des Pfundes steigt. Ihm und seiner Partei wird nicht nur ein geregelter Brexit zugetraut, sondern verglichen mit der Opposition auch eine wachstumsorientiertere Wirtschaftspolitik. Trotz teurer Wahlversprechen, auch von Boris Johnson, – die zu mehr Ausgaben und somit einem höheren Leistungsbilanzdefizit führen – zieht die Aussicht auf einen geregelten Brexit Pfundinvestoren an.

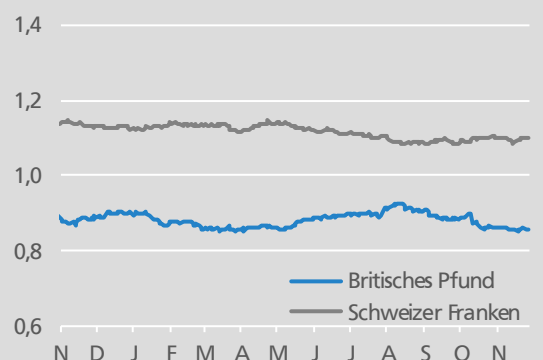
### Euro-Wechselkurs (I)

Ausländerwährung pro Euro



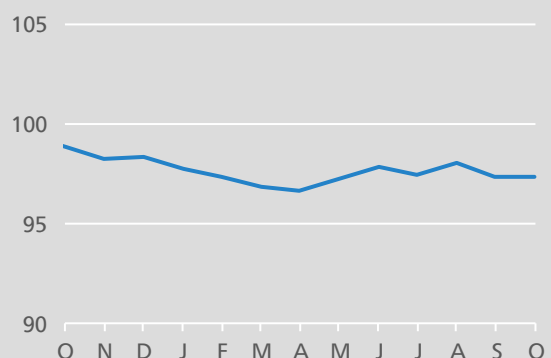
### Euro-Wechselkurs (II)

Ausländerwährung pro Euro



### Effektiver Wechselkurs des Euro

in Euro, Quartal 1, 1999=100



Quelle: Refinitiv Datastream

### Risk on oder doch nur Jagd nach Rendite?

Konjunktursorgen waren noch in der ersten Oktoberwoche Anlass für einen deutlichen Kursrutsch an den Aktienmärkten. Von diesen ist seit Mitte Oktober kaum noch die Rede. Die Aussichten auf ein vorläufiges Handelsabkommen zwischen China und den USA beflügelten die Marktteilnehmer derart, dass der Dow Jones mit über 28.000 Punkte ein neues Allzeithoch verbuchen konnte. Auch die weiteren geopolitischen Risiken gerieten im November weiter in den Hintergrund. Allen voran der Brexit, der aufgrund der im Dezember stattfindenden Neuwahlen aktuell für keine neuen Nachrichten sorgt. Des Weiteren sind auch die Konflikte mit dem Iran oder in Syrien zurzeit nicht im Vordergrund des Bewusstseins der Marktteilnehmer. Entsprechend konnte der US-Leitindex seit Mitte Oktober etwa 2.000 Punkte gewinnen. Seit Jahresbeginn sind es sogar über 4.600 Punkte bzw. rund 20 % Zuwachs. Dies trifft auch auf den Deutschen Aktienindex (DAX) zu. Dieser markierte in den vergangenen Wochen zwar keine neuen Allzeithochs, allerdings näherte er sich diesen deutlich an. So gewann er seit Mitte Oktober etwa 1.200 Punkte und seit Jahresbeginn rund 2.700 Punkte oder rund 25 % an Wert hinzu.

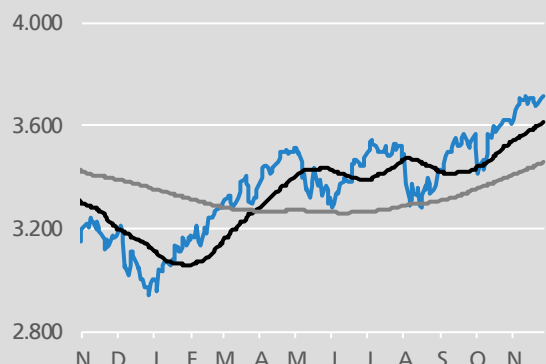
Auf Jahressicht überkompensierten die Hoffnungen auf einen Handelsdeal die Befürchtungen vor einer weiteren Eskalation oder einer langanhaltenden Auseinandersetzung. Die Marktteilnehmer brauchten rückblickend lediglich einen Grund für Optimismus, um die vorhandene Liquidität in Richtung Aktien zu lenken. Die eigentliche Ursache hinter dem deutlichen Anstieg der Aktienkurse sollte jedoch in der wieder expansiveren Ausrichtung der Notenbank zu finden sein. Sowohl die Fed als auch die EZB, sowie die Peoples Bank of China haben für eine deutlich expansivere Geldpolitik gesorgt. Dies soll nicht nur Investitionen und Wachstum stimulieren, sondern kommt auch an den Finanzmärkten an.

Der Dow Jones notierte am 26. November bei 28.066 Punkten, der DAX bei 13.219 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

### Unverändertes BIP-Wachstum

Trotz der schwierigen globalen Rahmenbedingungen mit Handelskonflikten und fortbestehenden Unklarheiten über den Brexit hält das leichte Wirtschaftswachstum im Euroraum an. Nach aktuellen amtlichen Angaben ist das preis-, kalender- und saisonbereinigte BIP des Währungsraums im 3. Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0,2 % gestiegen. Damit setzte sich das moderate Wachstum vom 2. Quartal (ebenfalls +0,2 %) unvermindert fort. Unter den großen Volkswirtschaften des Euroraums erfuhr Spanien (+0,4 %) abermals den stärksten Zuwachs. Auch in Frankreich (+0,3 %) fiel der BIP-Anstieg überdurchschnittlich aus. In Deutschland und Italien (jeweils +0,1 %) verlief die Entwicklung hingegen verhaltener.

### Industrielle Erzeugung legt minimal zu

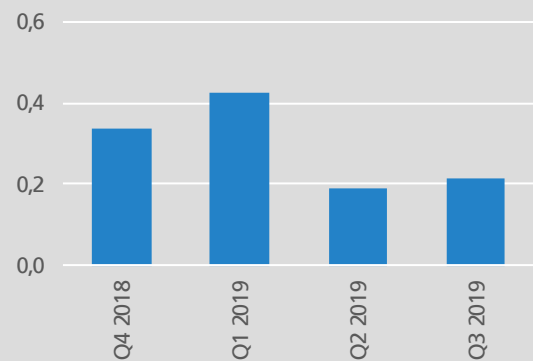
Die Industriebetriebe des Euroraums haben im September ihren Ausstoß erneut etwas erhöht. Im Vormonatsvergleich ist die Industrieproduktion preis-, kalender- und saisonbereinigt geringfügig um 0,1 % gestiegen. Im August hatte die Erzeugung um 0,4 % zugenommen. Angesichts der jüngsten Auftragsentwicklung zeichnet sich für die nahe Zukunft insgesamt eine weiterhin gedämpfte Industrieproduktion ab. So ist der Order-Indikator im Oktober erneut zurückgegangen, um 0,2 Punkte auf -17,0 Punkte.

### Preisanstieg lässt weiter nach

Im Oktober ist die Inflationsrate des Euroraums, basierend auf dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), gegenüber September von 0,8 % auf 0,7 % gesunken. Hauptgrund für den Rückgang waren die Energiepreise, welche im Oktober um deutliche 3,2 % fielen, nachdem sie sich zuvor um 1,8 % verbilligt hatten. In naher Zukunft dürfte die Preisdynamik moderat bleiben. Es ist zwar davon auszugehen, dass von Seiten der Verdienste der Preisdruck steigen wird, im Zuge der voranschreitenden Arbeitsmarkt-Entspannung. Dem steht jedoch eine schwache Entwicklung der Industrie-Erzeugerpreis gegenüber.

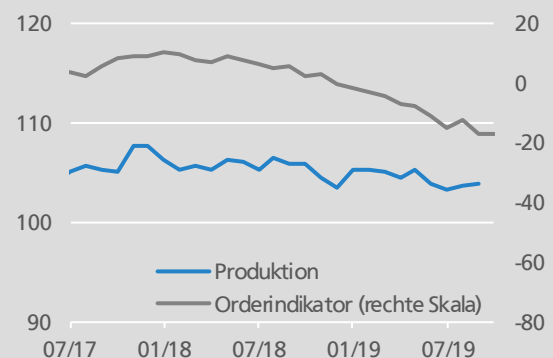
#### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

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



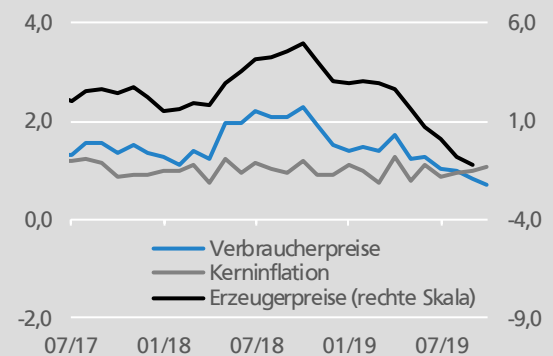
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Refinitiv Datastream

## Konjunktur Deutschland

### Rezession ist ausgeblieben

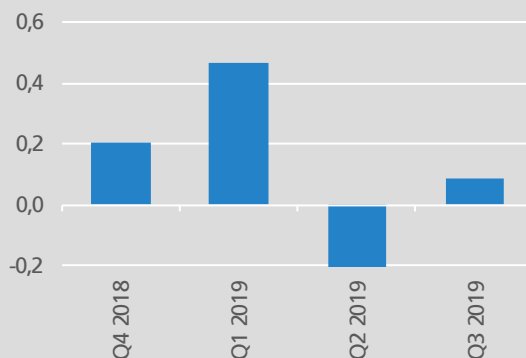
Das von einigen Fachleuten für das Sommerhalbjahr erwartete Abgleiten der deutschen Wirtschaft in eine technische Rezession ist ausgeblieben. Gemäß den ersten Schätzungen des Statistischen Bundesamtes ist das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschlands im 3. Quartal gegenüber dem Vorquartal minimal um 0,1 % gestiegen. Die Entwicklung verlief damit im Einklang mit Schätzungen des BVR, die bereits im August einen leichten BIP-Anstieg signalisiert hatten. Im 2. Quartal war das BIP gesunken (mit einer inzwischen leicht abwärts revidierten Verlaufsrate von -0,2 %), was Sorgen vor einem weiteren Rückgang im Sommerquartal und damit einem Eintritt in eine technische Rezession genährt hatte.

Zum minimalen BIP-Anstieg im Sommerquartal trugen vor allem die privaten (+0,4 %) und staatlichen Konsumausgaben (+0,8 %) bei, die angesichts des andauernden Beschäftigungsaufbaus und der vielfach merklich steigenden Realeinkommen sowie der stärkeren fiskalischen Impulse abermals ausgeweitet wurden. Von den Investitionen gab es hingegen gemischte Signale. Die Bauinvestitionen (+1,2 %) expandierten, während die Ausrüstungsinvestitionen (-2,6 %) sanken, was angesichts der hohen weltwirtschaftlichen Unsicherheiten kaum verwundert. Vom Außenhandel ging trotz der schwierigen globalen Rahmenbedingungen insgesamt ein Wachstumsimpuls aus, da die Exporte (+1,0 %) stiegen, während die Importe (+0,1 %) im Wesentlichen stagnierten.

Für das Winterhalbjahr 2019/2020 lassen jüngste Schätzungen des BVR eine weiterhin gedämpfte Konjunktur erwarten. Vor dem Hintergrund der aktuellen Datenkonstellation zeichnet sich ein schwächeres Wirtschaftswachstum ab, als noch im August erwartet wurde. Der BVR wird im Rahmen der Dezember-Ausgabe des „Volkswirtschaft Kompakt“ eine aktualisierte Konjunkturprognose für Deutschland veröffentlichen.

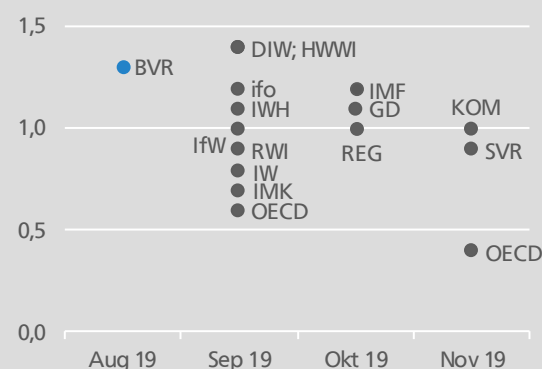
### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschland

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

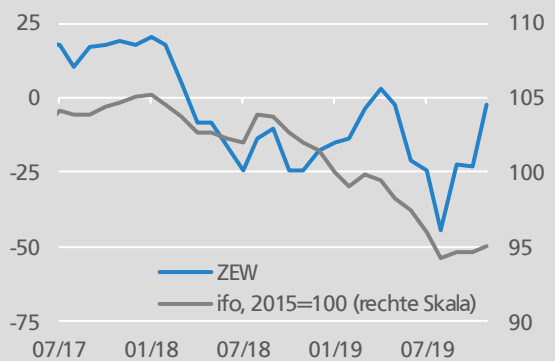
### Stimmungsindikatoren hellen sich auf

Im November sind die ZEW-Konjunkturerwartungen und der ifo Geschäftsklimaindex für Deutschland gestiegen. Die ZEW-Konjunkturerwartungen kletterten gegenüber Oktober um kräftige 20,7 Punkte auf -2,1 Punkte. Zu den wichtigsten Gründen für die merkliche Aufhellung der Perspektiven zählt, dass die Chancen auf einen geregelten Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU erkennbar größer geworden sind. Zudem ist eine Einigung im Handelskonflikt zwischen den USA und China wahrscheinlicher geworden und das Risiko der Verhängung neuer US-Importzölle auf Autoexporte aus der EU hat abgenommen. Der ifo Geschäftsklimaindex ist um 0,3 Punkte auf 95,0 Punkten gestiegen, nachdem er bereits im September und Oktober erste Stabilisierungstendenzen zeigte.

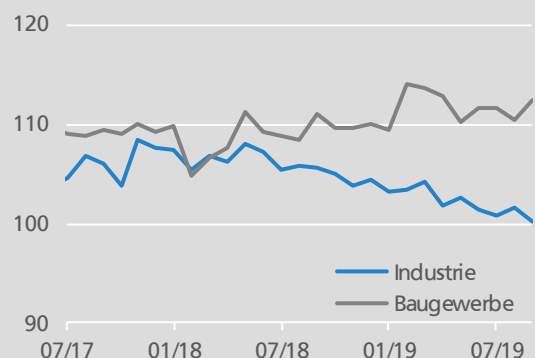
### Industriekonjunktur noch immer schwach

Die deutsche Industrie zeigt sich noch immer in einer schwachen Verfassung. Nach vorläufigen Angaben des Statistischen Bundesamtes ist die Erzeugung des Verarbeitenden Gewerbes im September gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 1,3 % gesunken. Zuvor, im August, hatte sie leicht aufwärtsrevidiert um 0,8 % zugelegt. Im gesamten 3. Quartal war ein Produktionsrückgang um 1,1 % zu verzeichnen, der damit gleichwohl geringer ausfiel als im 2. Quartal (-1,6 %). Im Gegensatz zur Entwicklung im Verarbeitenden Gewerbe nahm die Produktion im Baugewerbe jüngst um deutliche 1,8 % zu. Der Ausblick auf die künftige Industrieentwicklung hat sich im September etwas aufgehellt. Die Industrieunternehmen nahmen im Vormonatsvergleich preis-, kalender- und saisonbereinigt 1,3 % mehr Neuaufträge entgegen. Dabei legten die Aufträge aus dem Inland (+1,6 %) etwas stärker zu als die Bestellungen aus dem Ausland (+1,1 %). Im gesamten 3. Quartal gab der Industrie-Auftragseingang allerdings um 1,0 % nach. Ob es im Jahresendquartal bei der Industriekonjunktur zu einer Trendwende kommen wird, bleibt abzuwarten.

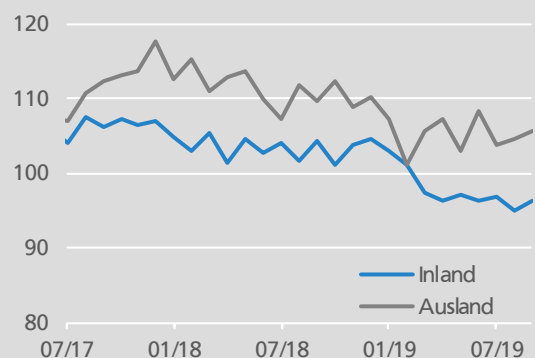
**Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland**  
Saldenwerte, saisonbereinigt



**Produktion Deutschland**  
2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



**Aufträge Deutschland**  
2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



Quelle: Refinitiv Datastream

### Inflationsrate auf 1,1 % gesunken

Nicht nur im Euroraum, auch in Deutschland hat der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe weiter nachgelassen. Der Verbraucherpreisindex (VPI) lag im Oktober lediglich um 1,1 % über seinem entsprechenden Vorjahresmonatswert. Zuvor, im August und September, betrug die Inflationsrate noch 1,4 % bzw. 1,2 %. Der Rückgang der Inflationsrate war breit angelegt. Maßgeblich hierfür waren erneut vor allem die Energiepreise, die sich im Oktober (-2,1 %) stärker verbilligten als im September (-1,1 %).

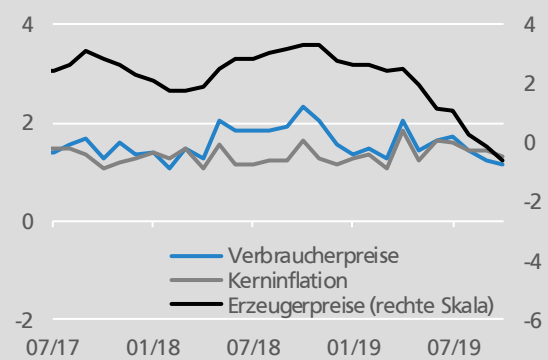
### Etwas mehr Firmenpleiten

Im August nahm die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland erneut leicht zu. Von den Amtsgerichten wurden 1.626 Insolvenzfälle erfasst, 0,6 % mehr als im August 2018. Im Juli war die Insolvenzzahl gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat um 0,2 % gestiegen. Über den längerfristigen Zeitraum der Monate Januar bis August ist die Insolvenzzahl jedoch noch immer rückläufig (-2,7 %). Nach jüngsten modellbasierten Schätzungen des BVR dürfte es 2019 zu einem Rückgang der Fallzahl um gut 2 % auf etwa 18.800 kommen. Den Modellgeschätzungen zufolge geht vom aktuellen konjunkturellen Umfeld zwar ein leichter Gegenwind aus. Dem dürfte jedoch eine weiterhin grundsolide betriebswirtschaftliche Lage vieler Unternehmen gegenüberstehen, mit hohen Eigenkapitalpuffern.

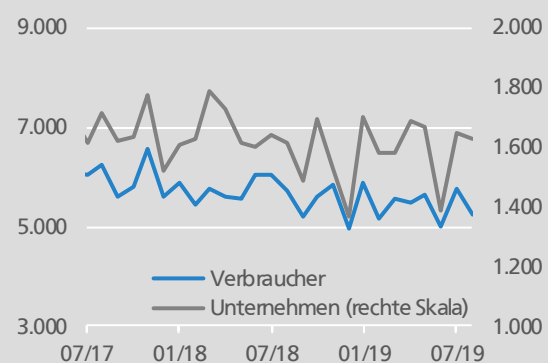
### Arbeitsmarkt zeigt sich weiter robust

Die schwächere konjunkturelle Gangart hinterlässt am deutschen Arbeitsmarkt leichte Spuren. Insgesamt präsentiert sich der Arbeitsmarkt aber nach wie vor in einer robusten Verfassung. Die Arbeitslosenquote ist im Zuge der üblichen Herbstbelegung von September auf Oktober um 30.000 auf 2,204 Mio. Menschen gesunken. In saisonbereinigter Rechnung war jedoch ein leichter Anstieg um 6.000 Personen zu verzeichnen. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote verharrte dagegen auf ihrem niedrigen Vormonatsstand von 5,0 %. Der Beschäftigungsaufbau setzte sich weiter fort, allerdings mit vermindertem Tempo. Die Erwerbstätigenzahl ist im September saisonbereinigt um 10.000 gestiegen. Im August hatte sie noch um 17.000 zugelegt. ■

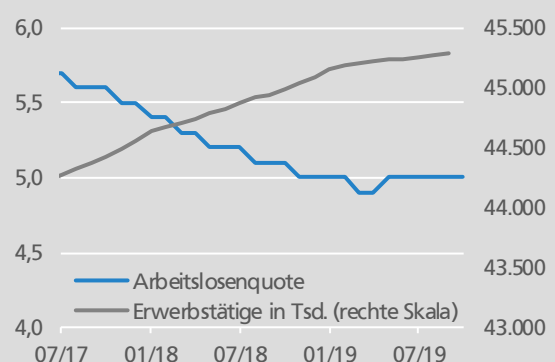
**Verbraucher- und Erzeugerpreise Deutschland**  
gg. Vorjahr in Prozent



**Insolvenzen Deutschland**  
Monatliche Fallzahlen



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



Quelle: Refinitiv Datastream