

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/econis-archiv/>

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://zbw.eu/econis-archiv/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

Anleger ändern ihr Anlageverhalten durch Zinsänderungen nur bedingt

Mit der Reduktion ihres Anleihekaufprogramms ab Januar 2018 beginnt die EZB einen vorsichtigen, aber überfälligen Ausstieg aus ihrer jahrelangen ultralockeren Geldpolitik. Bis zu einem Ansteigen der Zinsen dürfte aber noch einige Zeit vergehen. Sollten Anleger jedoch bezüglich ihres Anlageverhaltens darauf reagieren, sollten Banken auf ihre Kunden eingestellt sein.

Eine Analyse früherer Zinszyklen zeigt, dass sich deutsche Anleger in der Vergangenheit bei Anlageentscheidungen nur begrenzt an der Zinsentwicklung orientierten. Unabhängig der Phasen des Zinszyklus sparten Anleger Jahr für Jahr auf ihren Bankkonten. Lediglich in der langen Frist lassen sich strukturelle Änderungen im Anlageverhalten der Bundesbürger erkennen, bspw. durch den Bedeutungsgewinn der privaten und betrieblichen Altersvorsorge, der sich in einem zunehmenden Erwerb von Versicherungsansprüchen ausdrückt. Umschichtungen zwischen Bankeneinlagen und Finanzmarktprodukten zeigten sich aber nur eingeschränkt und folgten nicht der Zinsentwicklung.

Umschichtungen ließen sich in Zinsanstiegsphasen lediglich innerhalb der Struktur der Bankeneinlagen feststellen. Sparer schichteten hierbei vermehrt Gelder von kurz- in langfristige Anlagen um. Dabei profitierten sie von einer längeren Bindung, die mittelfristig eine sichere Rendite sicherstellte. Ob sich ein ähnliches Verhalten wiederholt, sollte die EZB in den kommenden Jahren die Zinsen wieder anheben, bleibt abzuwarten, da die Zinsen nur verhältnismäßig langsam steigen werden sowie die Verschiebung über die Zinsstrukturkurve symmetrischer ausfallen wird.



Inhalt

Anleger ändern ihr Anlageverhalten durch Zinsänderungen nur bedingt	2
Dr. Manuel Peter E-Mail: m.peter@bvr.de	
Finanzmärkte	8
Dr. Manuel Peter E-Mail: m.peter@bvr.de	
Konjunktur	13
Dr. Gerit Vogt E-Mail: g.vogt@bvr.de	

Anleger ändern ihr Anlageverhalten durch Zinsänderungen nur bedingt

Für Sparer dürfte der allmähliche Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik der EZB als längst überfällig erscheinen, auch wenn bis zu einem Anstieg der Zinsen noch etwas Zeit vergehen dürfte. In Anbetracht eines Zinsniveaus von nahezu null Prozent haben die Haushalte in den vergangenen Jahren, abwartend, in erhöhtem Maße kurzfristige Anlagen vor allem in Form von Sichteinlagen bei Banken erworben und von festverzinslichen längerfristigen Anlagen vorerst Abstand genommen. Das Geldvermögen der Haushalte in Form von Sichteinlagen wuchs daher seit 2014 real um jährlich mehr als 10 Prozent deutlich stärker als im historischen Durchschnitt.

Steigen die Zinsen zukünftig wieder an, ist von Anlegern zu erwarten, dass sie sich bei ihren Anlageentscheidungen dem geänderten Umfeld anpassen. Insbesondere dürften Anleger in erhöhtem Maße kurzfristige Gelder zu Gunsten längerfristiger Anlagen umschichten. Bei einer gewöhnlich ansteigenden Zinsstrukturkurve profitieren Anleger bei entsprechender Umschichtung umso stärker von einem ansteigenden Zinsumfeld. Ob dabei auch an größere Umschichtungen zwischen einzelnen Anlageklassen zu beobachten sein werden, ist eher fraglich.

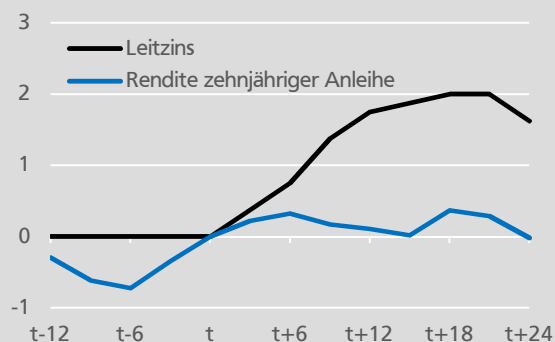
Untersuchungen zum Anlegerverhalten aus der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung sind rar. Zumeist zeigen diejenigen Studien, die die Zinssensitivität von

Anlegern näher untersuchen, aber keine eindeutigen Ergebnisse. So findet deshalb auch die Bundesbank, dass anstatt von Zinsänderungen vielmehr strukturelle Faktoren, wie die demographische Entwicklung, für die Wahl der Anlageklassen verantwortlich seien (Monatsbericht Oktober 2015, S.13ff). In welchem Umfang Anleger in vergangenen Perioden anziehender Zinsen ihre Portfoliostrukturen geändert haben, soll daher in diesem Beitrag näher untersucht werden. Die nachfolgende Analyse zeigt dabei, dass Bankkunden eher innerhalb ihrer Bankeinlagen Gelder umschichten, wenn die Zinsen steigen, als dass sie Gelder in andere Anlageklassen transferieren.

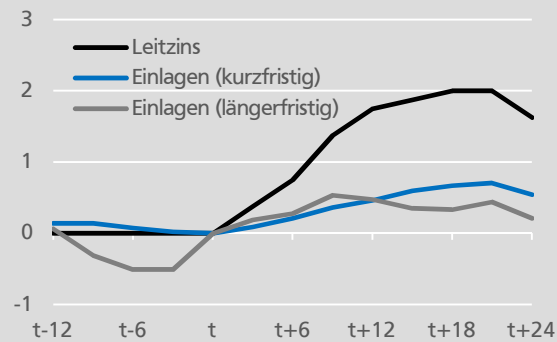
Zinsen auf Bankeinlagen steigen erst mit der Zinswende

Die Transmission geldpolitischer Entscheidungen in einer Volkswirtschaft ist abhängig von unterschiedlichen Faktoren. Zu einer solchen Transmission zählt auch wie schnell sich zinspolitische Entscheidungen der Zentralbank bei den Anlegern in steigenden Renditen widerspiegeln. Dabei steigt das Zinsniveau nicht zwangsweise über alle Segmente des Finanzmarkts gleichzeitig. Aus Abbildung 1 geht hervor, dass auf den Bondmärkten zinspolitische Entscheidungen von den Märkten frühzeitig antizipiert werden. Dies führt in der Regel dazu, dass Informationen über zukünftige Entwicklungen bereits vor Eintreten des Ereignisses am Markt

Renditeentwicklung im Umfeld steigender Zinsen Abb. 1
Ø-Anstiege deutscher Anleiherenditen in Prozent



Zinsentwicklung im Umfeld steigender Zinsen Abb. 2
Ø-Anstiege der Einlagezinsen deutscher Banken in Prozent



Bestimmung der Zinswenden nach zwei Kriterien: (i) Zinsniveau steigt erstmals nach einer längeren Periode des Fallens oder der Stagnation wieder an und (ii) Zins bleibt in den darauffolgenden 2 Jahren über dem Niveau zum Zeitpunkt der Zinswende. Identifizierte Zinswenden seit 1990: Oktober 1999, November 2005.

Kurzfristige Zinsen: Täglich fällige Einlagen; Langfristige Einlagen: Einlagen mit Laufzeiten von mehr als 2 Jahren.

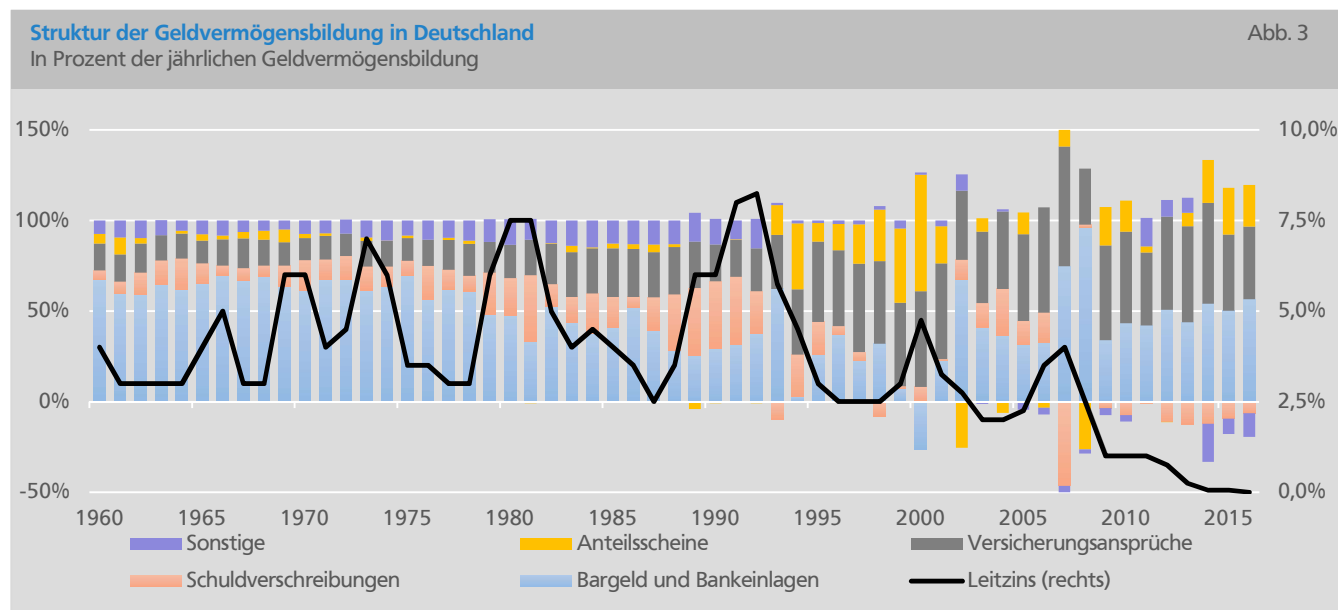
Quelle: Bundesbank, Eigene Berechnung

eingepreist werden und sich in entsprechenden Kursbewegungen niederschlagen. Die Renditen zehnjähriger deutscher Anleihen stiegen in den vergangenen Perioden ansteigender Leitzinsen jeweils rund ein halbes Jahr bevor die Zentralbank ihre Zinswende einläutete. Zudem nahmen die Finanzmärkte einen erheblichen Teil der Anstiege vorweg. Dabei spielt bei zinspolitischen Ereignissen die Kommunikation der Zentralbank eine Rolle, durch die die Märkte oftmals frühzeitig auf Zinsänderungen vorbereitet werden.

Im Unterschied zu den Anleihemärkten ist ein vorzeitiges Ansteigen der Einlagezinsen bei Banken nur bedingt erkennbar (Abbildung 2). Anhebungen der kurzfristigen Einlagezinsen waren typischerweise erst mit Beginn der Leitzinsanhebungen zu beobachten. Dies steht jedoch im Einklang mit der Theorie, da bei längerfristigen Anlagen die Zinsen als Kompensation für eine Fixierung der Renditen auch im später steigendem Zinsumfeld frühzeitig eingepreist werden müssen. Im Vergleich von Anleiherenditen unterschiedlicher Laufzeit wird zudem deutlich, dass die Anstiege in den Verzinsungen kurzfristiger Anlagen spürbar stärker ausgeprägt waren als bei Anlagen längerer Fristigkeit. Was auf den ersten Blick Verwirrung hervorrufen mag, liegt darin begründet, dass in der Vergangenheit die Steilheit der Zinsstrukturkurve mit dem Zins-

zyklus schwankte. Senkte die Zentralbank ihre Leitzinsen, fielen die Renditen kurzfristiger Anleihen deutlich stärker als am langen Ende der Zinsstrukturkurve. Begann die Zentralbank ihre Zinsen wieder anzuheben, war der gegenteilige Effekt zu beobachten. In diesem Punkt unterscheidet sich allerdings die derzeitige Niedrigzinsphase von vorherigen Niedrigzinsperioden. Durch die extrem expansive Geldpolitik der EZB der vergangenen Jahre fielen die langfristigen Zinsen in nahezu selbem Umfang wie die kurzfristigen. Dadurch ist bei einem Ansteigen der Zinsen dieses Mal mit einer nur geringen Schrumpfung des Zins-bzw. Renditedifferenzials zu rechnen. Die Folge wäre eine vergleichsweise höhere Attraktivität langfristiger Anlagen.

Hinsichtlich des Anlegerverhaltens wären hieraus zwei Schlussfolgerungen zu ziehen: Erstens, sofern für Anleger festverzinsliche Wertpapiere und Bankeneinlagen nahe Substitute darstellen, ist mit Umschichtungen bereits vor einer Leitzinswende zu rechnen. Zum anderen sollten Verschiebungen innerhalb der Bankeneinlagen erst im weiteren Verlauf der Zinswende zu beobachtbar sein. Im kommenden Zinszyklus würde dies dafür sprechen, dass kurzfristige Einlagen in stärkerem Maße durch Einlagen mit längerer Bindung substituiert werden.



Sparer schichten Anlagen nur bedingt in andere Anlageklassen um

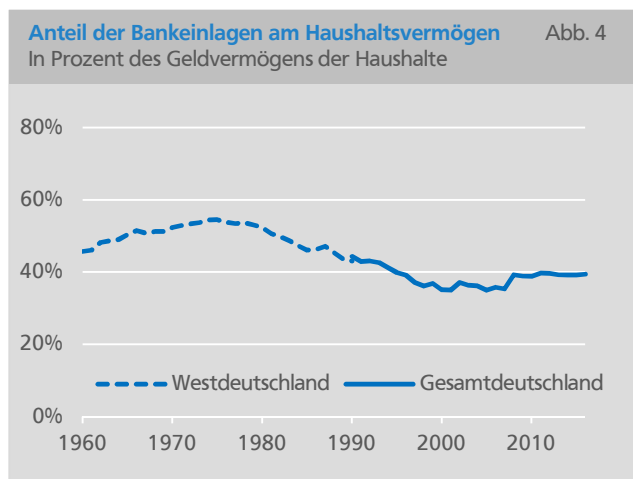
Insbesondere deutsche Anleger gelten im internationalen Vergleich nicht nur als sparsam, sondern auch als risikoscheu. Dementsprechend ist der Anteil von Bargeld und Depositen am gesamten Finanzvermögen deutscher Haushalte nahezu drei Mal so groß wie für US-Haushalte (Stand: 2015). Im Vergleich zu anderen europäischen Staaten sind die Unterschiede aber weniger stark ausgeprägt. Bei einem solch großen Anteil besteht, sofern Anleger eine hohe Zinssensitivität aufweisen, die Möglichkeit, dass bei Änderungen der Geldpolitik substantielle Re-Allokationen stattfinden. Aus Abbildung 3 und 4 wird jedoch sichtbar, dass die deutschen Haushalte in der Vergangenheit nur in begrenztem Maße Umschichtungen zwischen unterschiedlichen Anlageklassen vorgenommen haben. Dabei macht Abbildung 3 vor allem deutlich, dass mit Ausnahme des Jahres 2000 Haushalte kontinuierlich ihr Depositenvermögen Jahr für Jahr ausgeweitet haben, wenn auch mit variierendem Tempo. Dabei zeigt sich, dass sich die Struktur des Sparens in der langen Frist aber gewandelt hat. Machten bis in die 1980er Jahre Bankeinlagen mindestens die Hälfte der jährlichen Geldvermögensbildung aus, so zeigte sich in den 1990ern eine stärkere Hinwendung deutscher Haushalte zu den Aktienmärkten. Mit dem Platzen der New Economy-Blase zu Beginn des Millenniums wird in der Folge wieder eine erneute Hinwendung zu Einlagen

sichtbar. Zudem gewannen Versicherungen eine größere Bedeutung für die Vermögensbildung. Hierin spiegelt sich die Herausforderung des demographischen Wandels wider, der eine stärker privat oder betrieblich organisierte Altersvorsorge notwendig macht. Damit verdeutlicht Abbildung 3 aber auch klar, dass Änderungen im Anlageverhalten der Haushalte nur in geringem Maße von Zinsänderungen beeinflusst werden und vielmehr strukturelle Faktoren ausschlaggebend sind. Mit einer umfangreichen Umschichtung von Bankeinlagen in festverzinsliche Wertpapiere ist bei einer Zinswende daher nicht zu rechnen. Auch dürften Aktien und Fonds im Vergleich zur derzeitigen Situation bei einem Zinsanstieg an Renditevorsprung einbüßen und daher nicht zu Ungunsten von Einlagegeldern vermehrt erworben werden.

Die Geldvermögensbildung (also der Nettoneuanlagen) betrachtet nur die Änderung des Vermögens und vernachlässigt dabei das Gesamtportfolio des Geldvermögensbestandes der Haushalte. Es ist allerdings zu vermuten, dass Haushalte bei der Wahl ihrer Anlagen vor allem ihr gesamtes Portfolio im Blick haben, weshalb eine breitere Betrachtung ergänzend sinnvoll ist. In Abbildung 4 ist die Entwicklung des Verhältnisses aus Bankeinlagen (inkl. Bargeld) und des gesamten Finanzvermögens der Haushalte seit 1960 abgetragen. Dabei wird sichtbar, dass beginnend in den frühen 1980er Jahren bis zur Finanzkrise 2008/09 es zu einem allmählichen Rückgang der Bedeutung der Bankeinlagen im Geldvermögen der Haushalte kam. Zuletzt hat sich die Quote bei ca. 40 % aber stabilisiert. Auch wenn es bei der Geldvermögensbildung in der Vergangenheit immer wieder zu spürbaren temporären Änderungen kam, so hatten diese auf das Gesamtvolumen nur geringen und wenn dann einen eher langsamen Einfluss. Ein schnelles Umschichten von Bankeinlagen in andere Anlageklassen ist daher unwahrscheinlich.

Umschichtungen innerhalb der Bankeinlagen in moderatem Maße zu erwarten

Die nur geringe Neigung deutscher Haushalte, ihr Vermögen in Abhängigkeit der Zinsentwicklung zwischen Anlageklassen umzuschichten, ist darin begründet, dass Anleger auf Basis anderer Faktoren, die einem längerfristigen Kalkül, wie bspw. dem Vorsorgemotiv,



Quelle: Bundesbank

folgen, ihre Gelder investieren. Hemmnisse, wie bspw. Kosten beim Einstieg in Fonds oder mangelnde Vertrautheit über die Chancen und Risiken alternativer Anlageformen, dürften größeren Portfolioumschichtungen zusätzlich entgegenstehen. Entsprechende Hemmnisse sind allerdings bei Investitionsentscheidungen zwischen unterschiedlichen Arten von Bankeinlagen wesentlich geringer, weshalb eine stärkere Re-Allokation von Geldern zu erwarten wäre.

In der Vergangenheit profitierten längerfristige Einlagen in Form von Termingeldern und Sparbriefen tatsächlich von Zinsanstiegen. Tabelle 1 zeigt, dass sich der Anteil der Termingelder und Sparbriefe an den gesamten Bankeinlagen deutscher Haushalte jeweils drei Jahre nach Beginn einer Zinswende merklich erhöht hatte. Dabei stiegen, wie Abbildung 2 zeigt, die langfristigen Zinsen im Verhältnis zu Zinsen kürzerer Fristigkeiten weniger stark an. Eine Ausnahme zu diesem Muster bilden die ersten Jahre nach 1998, als der Anteil der langfristigen Bankeinlagen nur marginal anstieg. Der Grund hierfür ist der sehr kurze Zinszyklus. Nachdem die EZB im Oktober 1999 ihren Leitzins erstmals anhub, musste sie, ausgelöst durch das Platzen der New-Economy Blase, bereits kurz darauf mit einer expansiveren Geldpolitik einschreiten. In der Folge wurde der Leitzins schon 1,5 Jahre nach der ersten Erhöhung wieder abgesenkt.

Durch die langanhaltende ultralockere Geldpolitik der EZB, die zu einem überdurchschnittlichen Fallen der Zinsen am langen Ende geführt hat sowie einem wohl

nur langsamen Anstieg der Leitzinsen in den kommenden Jahren, dürften die Zinsen über die Zinsstrukturkurve im nächsten Zinszyklus weniger asymmetrisch ansteigen, wodurch Termingelder noch stärker nachgefragt werden könnten als in vergangenen Zinsanstiegsphasen. Bei den Sichteinlagen und Spareinlagen, die beide den kurzfristigen Anlagen zugeschrieben werden können, zeigen sich in Tabelle 1 gegensätzliche Entwicklungen. Vor allem bei Spareinlagen war ein relativer Rückgang ihrer Bedeutung in allen Zinsanstiegsphasen zu beobachten. Diese scheinbar widersprüchlichen Umschichtungen bei Anlagen mit kurzer Frist dürften daher nur bedingt einem schnellen Anpassungsverhalten der Haushalte geschuldet sein.

Dies wird umso deutlicher, betrachtet man die Entwicklung der drei beschriebenen Anteile im längerem Zeitablauf (Abbildung 5 und 6). Erst in diesem weiteren Kontext wird ersichtlich, dass der Anteil der Spareinlagen einem langfristig rückläufigen Trend folgt, der bereits Ende der 1970er Jahre einsetzte. Seither verringerte sich der Anteil von nahezu 75 auf zuletzt noch rund 25 Prozent. Der Rückgang vollzog sich dabei zu Gunsten der Sichteinlagen, die in ähnlichem Umfang angestiegen sind. Es scheint damit zu einer Änderung der Präferenzen der Haushalte hinsichtlich hochliquider Anlagen gekommen sein, die jederzeit verfügbar sind.

Bei dieser langfristigen Änderung des Anlegerverhaltens kann tatsächlich die Zinsentwicklung eine Rolle gespielt haben. Wie Abbildung 5 bzw. 6 zeigen, vollzog

Entwicklung der Anteile unterschiedlicher Bankeinlagen in Prozentpunkten drei Jahre nach Beginn einer Zinswende
In Prozent des Geldvermögens in Form von Bankeinlagen

Tab. 1

Einlageform → t-1 ↓	Sichteinlagen	Termingelder + Sparbriefe	Spareinlagen
1977	-0,8 Pp	+8,5 Pp	-7,7 Pp
1987	+2,0 Pp	+5,7 Pp	-7,7 Pp
1998	+3,2 Pp	+0,4 Pp	-3,6 Pp
2004	+2,7 Pp	+4,6 Pp	-7,3 Pp

t-1: Beschreibt das Jahr vor der einsetzenden Zinswende
Quelle: Bundesbank, Eigene Berechnung

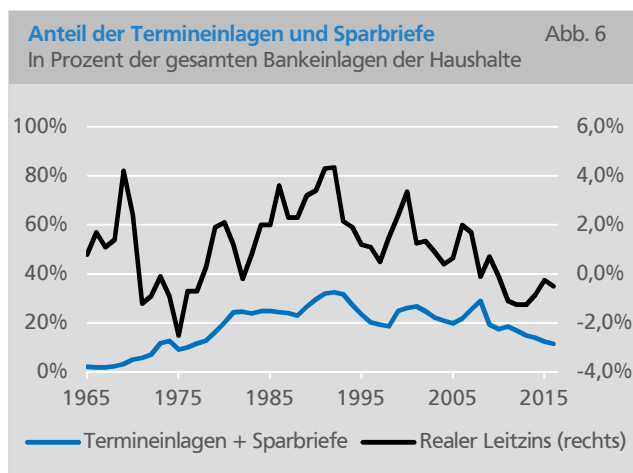
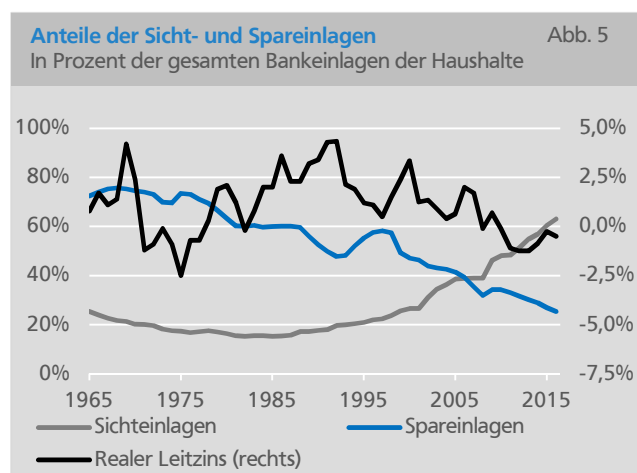
sich seit Mitte der 1980er Jahre ein trendmäßiger Rückgang des Realzinsniveaus. Zur ungefähr gleichen Zeit setzte der Anstieg des Anteils der Sichteinlagen ein. Da auf Sparguthaben in der Vergangenheit höhere Zinsen gezahlt wurden als auf täglich fällige Sichteinlagen, dieser Unterschied jedoch aufgrund des sinkenden Realzinsniveaus (Leitzins minus der jährlichen Inflationsrate des Verbraucherpreises) kontinuierlich zurückging, sanken die Opportunitätskosten für Sichteinlagen. Das heißt, für Anleger überwog zunehmend der Vorteil der sofortigen Verfügbarkeit gegenüber dem Zinsvorsprung der Spareinlagen, der über die Zeit abschmolz. Auch wenn die nominalen Zinsen zuletzt an ihrer Nullgrenze ankamen und in Zukunft Zinsanstiege zu erwarten sind, dürften diese kaum so ausgeprägt sein, den Trend der letzten Jahrzehnte umzudrehen.

Abbildung 6 zeigt, dass der Anteil längerfristiger Einlagen in Zeitablauf durchaus sich in engem Zusammenspiel mit der Zinsentwicklung bewegt, wodurch ein steigender Anteil auch bei einer Zinswende wieder zu erwarten wäre. Da aber insbesondere Spar- und Sichteinlagen enge Substitute zueinander darstellen, ist mit Umschichtungen, die die Anteile der beider kurzfristigen Anlageformen massiv reduzieren würde, nicht zu rechnen, auch wenn die relative Attraktivität langfristiger Anlagen im Vergleich zu vorherigen Zinswenden dieses Mal steigen dürfte.

Auswirkungen auf Banken und Sparer

Sollte die EZB in den kommenden Jahren beginnen, ihre Zinsen wieder anzuziehen, dürfte sich auch das Anlageverhalten der privaten Haushalte teilweise ändern. Dabei werden deutsche Sparer nicht unbedingt vermehrt Wertpapiere an den Finanzmärkten kaufen. Für entsprechende Entscheidungen zu Gunsten einzelner Anlageklassen zeigten sich in der Vergangenheit vor allem längerfristige Faktoren, wie die demographische Entwicklung, verantwortlich. Trotzdem reagierten Anleger in der Vergangenheit auch auf Änderungen des Zinsniveaus, allerdings lediglich in Form von Umschichtungen innerhalb einzelner Anlageklassen. So war in den vergangenen Perioden ansteigender Zinsen oft ein Umschichten von Anlagegeldern von kurz- hin zu längerfristigen Depositen zu beobachten. Da zuletzt die Zinsen am langen Ende der Zinsstrukturkurve durch die ultralockere Geldpolitik der EZB stärker gefallen sind als in vorherigen Zinszyklen, könnte eine vergleichsweise höhere Attraktivität langfristiger Anlagen bei einem steigenden Zinsumfeld zu spürbaren Umschichtungen innerhalb von Bankeinlagen führen.

Eine Zinswende würde damit sowohl für die Bankkunden wie auch die Banken selbst Vorteile schaffen. Für Sparer wären Sparanstrengungen zwar zukünftig immer noch mit negativen Realzinsen auf ihre Einlagen verbunden, jedoch würden diese in ihrer Stärke geringer werden. Angesichts der Notwendigkeit, in zunehmendem Maße eigenverantwortlich für das Alter



Quelle: Bundesbank, Eigene Berechnung

vorzusorgen, würde hierdurch zudem die Gefahr sinken, dass Lücken bei der Alterssicherung entstehen. Für die Banken würde ein steigendes Zinsumfeld dazu beitragen, die Ertragssituation nachhaltig zu verbessern. ■

Finanzmärkte

Unternehmenskredite dynamischer

Die Kreditvergabe im Euroraum hat sich im Oktober weiter beschleunigt. Das um Verbriefungen und Verkäufe bereinigte Kreditvolumen an den privaten Sektor stieg im Oktober auf 2,9 % p.a., nach 2,7 % im Vormonat. Das Kreditwachstum zeigt sich somit auf einem dynamischen Pfad. Seit Beginn des Jahres hat sich damit das Wachstum um 0,5 Prozentpunkte erhöht. Das Niveau der Kreditvergabe liegt zwar noch deutlich unter den Werten der Jahre 1999 bis 2007, jedoch war diese Periode von massiven Kreditübertreibungen v.a. in Südeuropa geprägt. Zuletzt hat im Oktober das Wachstum der Kredite an Unternehmen deutlich zugelegt. Die ausstehende Kreditmenge wuchs um 28 Mrd. Euro deutlich stärker als in den Vormonaten. Damit erhöhte sich auch das Jahreswachstum auf 2,9 % und lag erstmals wieder höher als bei den Haushaltskrediten, deren Wachstumsrate bei 2,7 % konstant blieb. Bei einem weiteren Anziehen der Konjunktur dürfte das Kreditwachstum in den kommenden Monaten noch stärker ansteigen.

Geldmenge wächst im Oktober leicht schwächer

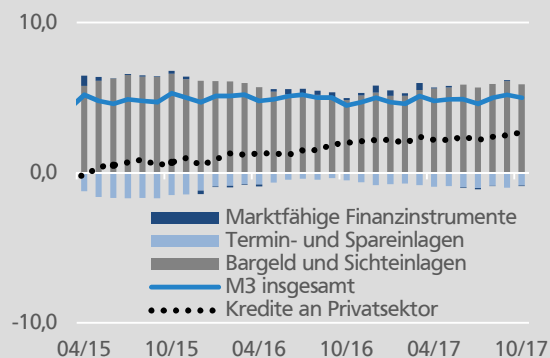
Die Geldmenge M3 im Euroraum verzeichnete im Oktober ein Wachstum von 5,0 % p.a. Die Rate lag 0,2 Prozentpunkte (Pp.) unter der September-Rate von 5,2 %. Die enggefasste Geldmenge M1 wuchs auch im Oktober am stärksten mit 9,4 % p.a. (Wachstumsbeitrag: 5,9 Pp.). Das Volumen weniger liquider Spareinlagen war weiter rückläufig (-2,7 %), wenn auch weniger stark als in den Vormonaten (Wachstumsbeitrag: -0,8 Pp.). Marktfähige Finanzinstrumente beeinflussten das Wachstum von M3 nicht (-0,7 %, Wachstumsbeitrag: 0,0 Pp.).

Inflationsdruck bleibt moderat

Der BVR-Zinstacho, der den Inflationsdruck im Euroraum misst, zeigt auch im November, dass die Inflationsrisiken für eine zügige Straffung der Geldpolitik sprechen. Insbesondere die konjunkturelle Komponente des Tachos weist mittlerweile auf eine Überauslastung der Wirtschaft hin.

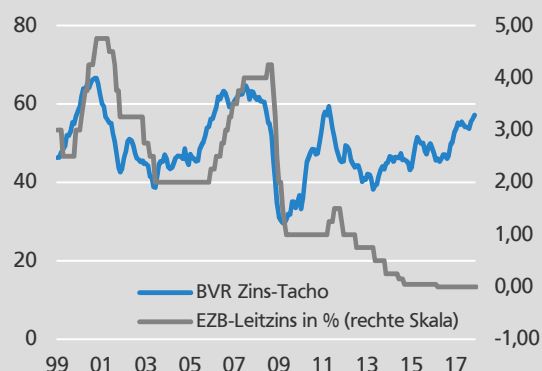
Beiträge zum M3-Wachstum

in Prozentpunkten, saisonbereinigt



BVR Zins-Tacho

in Punkten



	Sep. 17	Okt. 17	Nov. 17
BVR Zins-Tacho	56	56	57
Konjunktur (50 %)	71	72	74
Preise/Kosten (40 %)	37	38	38
Liquidität (10 %)	54	53	53

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

Quelle: Thomson Reuters Datastream

EZB senkt Anleihekaufvolumen

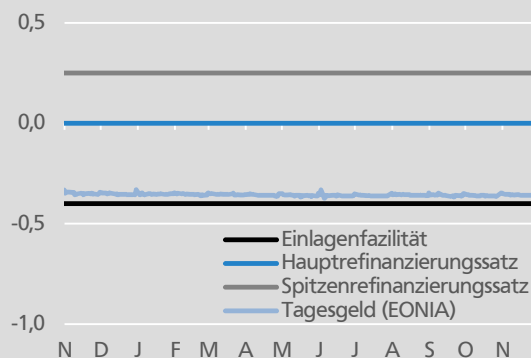
Auf ihrer Oktober-Sitzung hat die EZB erste Schritte zu einem Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik präsentiert. Die Mitglieder des Offenmarktausschusses votierten für eine Reduktion des Anleihekaufvolumens ab Januar 2018 um die Hälfte auf dann 30 Mrd. Euro bis mindestens Ende September 2018. Uneinigkeit hatte es unter den Mitgliedern des Ausschusses gegeben bzgl. eines konkreten Endzeitpunkts für das Ende des Programms. Die mittelfristige Entwicklung bleibt damit weiter eher vage. Mario Draghi hat jedoch betont, dass eine weitere Rückführung des Expansionsgrades der Geldpolitik von der Inflationsentwicklung abhängen wird. Für diese prognostiziert die EZB in den kommenden Monaten einen Rückgang aufgrund von Basiseffekten. Mit einer Anhebung der Zinsen ist somit nicht vor 2019 zu erwarten.

Die US-amerikanische Zentralbank hat zuletzt ihren Leitzinskorridor bei 1,0-1,25 % belassen. Die veröffentlichten Protokolle der vergangenen Sitzung des geldpolitischen Ausschusses der Fed deuten jedoch darauf hin, dass die Fed im Dezember noch einen weiteren Zinsschritt beschließen dürfte. Die zuletzt wieder angestiegene Inflationsrate gibt hierfür Rückenwind. Uneinigkeit herrscht allerdings darüber, wie nachhaltig der jüngste Anstieg der Inflationsraten ist, nachdem diese in den Vormonaten kontinuierlich gesunken waren. Anfang November hatte US-Präsident Trump zudem verkündet, dass er die amtierende Fed-Präsidentin Janet Yellen nicht für eine zweite Amtszeit nominieren werde, sondern Jerome Powell für dieses Posten dem Senat vorschlagen wird. Da Powell die Politik von Yellen als Gouverneur des Fed die letzten Jahre bereits mittrug, ist nicht mit einer nennenswerten Korrektur der US-Geldpolitik zu rechnen.

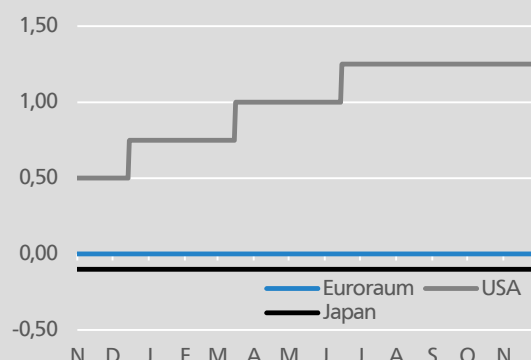
Geldmarktzinsen unverändert

Seit Ende Oktober haben sich die Zinsen am Geldmarkt unverändert gezeigt. Am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve betrug der EONIA Tagesgeldsatz -0,36 %. Der 3- bzw. der 12-Monats-Euribor verharrten bei ihren Ständen von -0,33 bzw. -0,19 %.

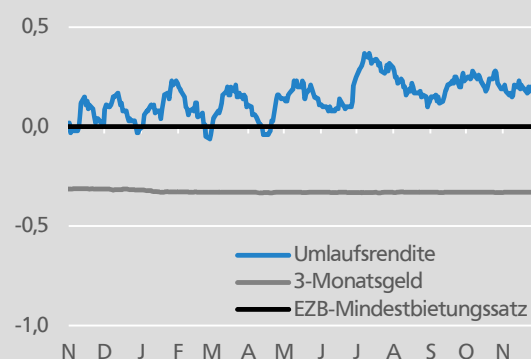
Wichtige Zinsen im Euroraum
in Prozent



Notenbankzinsen international
in Prozent



Geld- und Kapitalmarktzinsen
in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Rückläufige Bondrenditen

Seit Ende Oktober sind die Renditen bei Staatsanleihen sowohl im Euroraum wie auch in den USA und Großbritannien in der Breite zurückgegangen. Dabei dürfte die Aussicht, dass die Geldpolitik auch in 2018 ihren ultralockeren Charakter beibehalten wird, renditedämpfend wirken. Die EZB wird durch die Verlängerung des Anleihekaufprogramms bis mindestens Ende September nahe an die von ihr gesteckte Höchstankaufmarke von 33 % bei einigen Ländern herankommen. Dies dürfte daher auch in der mittleren Frist für weiter geringe Renditen sorgen. Darüber hinaus beförderten die guten Zahlen zum Wachstum im Euroraum den Renditeabbau und dürften einige Investoren zu einem stärkeren Engagement in Anleihen südeuropäischer Länder veranlasst haben, die dort zusätzlich auf die Renditen drückte. Zehnjährige deutsche Anleihen standen am 28. November bei 0,34 %, das waren 13 Basispunkte weniger als Ende Oktober. Die Umlaufrendite sank ebenfalls, um 10 Basispunkte auf 0,17 %. Stärker als bei Anleihen der Bundesrepublik sanken die Renditen bei den anderen Volkswirtschaften im gemeinsamen Währungsgebiet. Renditen zehnjähriger spanischer Anleihen gaben auf Monatssicht 19, französische 21 und italienische 28 Basispunkte nach. Portugiesische Anleihen dürften zudem von einer Heraufstufung der Bonität Portugals im September profitiert haben. Renditen zehnjähriger Papiere sanken seit Ende Oktober sogar um 40 Basispunkte. Damit zeigte sich im Euroraum eine Einengung der Renditespreads.

In den USA zeigten sich nur moderate Änderungen bei den Renditen am Bondmarkt. Die Rendite auf zehnjährige Staatspapiere sank im Monatsverlauf um 7 Basispunkte moderat und stand am 28. November bei 2,34 %. Die vergleichsweise geringe Bewegung am US-Bondmarkt deutet darauf hin, dass die Geldpolitik der Fed zuletzt mit keinen Überraschungen aufwartete und die Märkte eine Leitzinsanhebung noch in diesem Jahr bereits lange eingepreist haben.

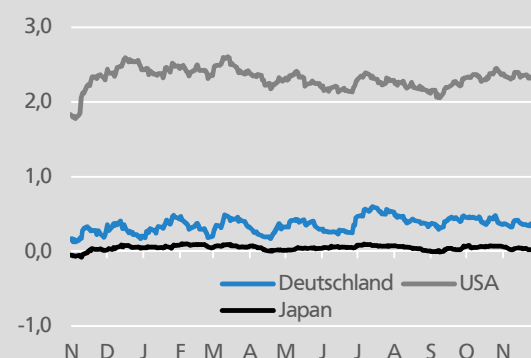
Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



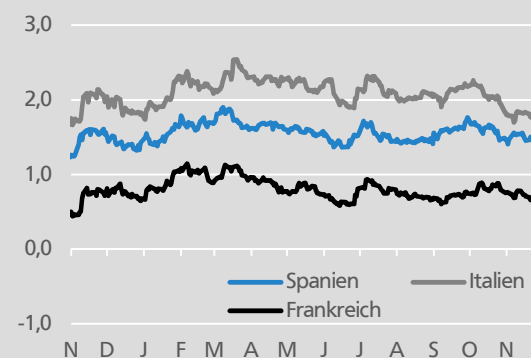
Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

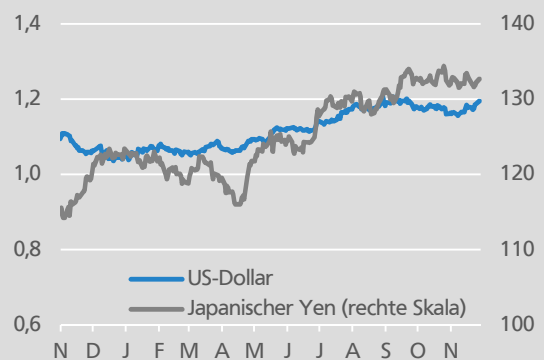
Euro legt an Wert zu

Nachdem der Euro seit Mitte September unter Druck geriet und bis auf die Marke von 1,15 US-Dollar je Euro zeitweise fiel, hat die Gemeinschaftswährung im November gegenüber dem US-Dollar wieder an Wert zugelegt. Am 28. November stand der Kurs bei 1,19 US-Dollar je Euro und hatte damit alle Verluste seit Anfang September wieder aufgeholt. Im Vergleich zu Ende Oktober kostete ein Euro 1 Cent mehr. Der Kurs des Euro profitierte einerseits vom Abbau der politischen Unsicherheiten in Spanien um die angestrebte Unabhängigkeit Kataloniens. Die Absetzung der dortigen Regierung sowie die Ausrufung von Neuwahlen, sollen dort zu einer schnellen Normalisierung beitragen. Zum anderen zeigten die BIP-Zahlen zum 3. Quartal, dass die Konjunktur im Euroraum weiter an Schwung gewinnt. Dies stabilisierte den Eurokurs ebenfalls. Die Kräfte dieser beiden Faktoren waren damit stärker als die neuerliche Unsicherheit um eine Regierungsbildung in Deutschland. Auch die weiter festgefahrenen Brexit-Verhandlungen blieben zuletzt ohne beobachtbare Auswirkungen auf den Eurokurs.

Noch stärker als zum US-Dollar war der Wertgewinn des Euro gegenüber den skandinavischen Staaten. Zur Schwedischen Krone gewann der Euro auf Monats-sicht 2,7 %, zur Norwegischen Krone sogar 3,8 %. Der Abwertungstrend der beiden skandinavischen Währungen seit Jahresbeginn, der lediglich zur Mitte des Jahres gebrochen schien, setzt sich damit fort. Dabei dürfte eine Ursache darin liegen, dass die dortige Geldpolitik ebenfalls weiterhin extrem locker bleibt. Zuletzt wurden in der schwedischen Zentralbank Gedanken angestellt, ob das dortige Anleihekaufprogramm, welches Ende dieses Jahres auslaufen soll, nicht doch noch weiter verlängert werden soll. Dies würde Leitzinserhöhungen Mitte 2018, wie zuletzt beabsichtigt, fraglich erscheinen lassen.

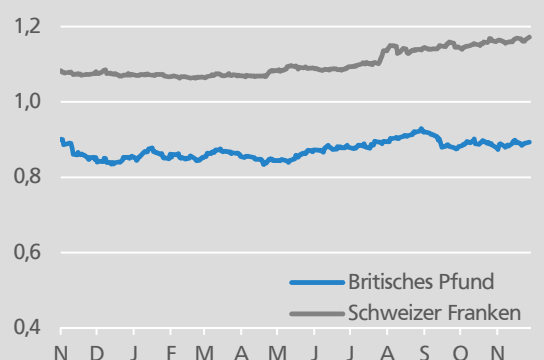
Euro-Wechselkurs (I)

Ausländerwährung pro Euro



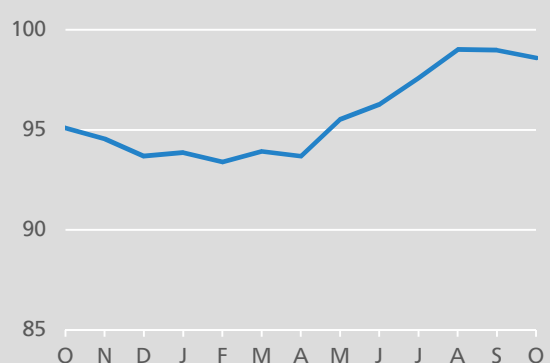
Euro-Wechselkurs (II)

Ausländerwährung pro Euro



Effektiver Wechselkurs des Euro

in Euro, Quartal 1, 1999=100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Berg- und Talfahrt beim DAX

Ende Oktober hat der deutsche Leitindex DAX erstmals die Marke von 13.000 Punkten durchbrochen. Angetrieben von einer euphorischen Stimmung bei Unternehmen und Verbrauchern kletterte der Index bis auf 13.469 Punkte. Dieses Niveau konnte er in der Folge allerdings nicht halten, obwohl die Berichtssaison in weiten Teilen die derzeit starke Ertragssituation deutscher Unternehmen bestätigte. Einzelne negative Ausreißer wie die Zahlen des DAX-Konzerns ProSiebenSat.1 Media wirken jedoch im Gesamten dämpfend auf die Kursentwicklung. Der DAX geriet daher bis zum 28. November, zusätzlich durch die erneute Euro-Aufwertung, unter Druck und fiel zurück bis auf 13.060 Punkte. Auf Monatssicht bewegte sich die deutsche Börse damit seitwärts (+0,4 %). An den anderen europäischen Börsen setzt der stärkere Euro die Kurse noch mehr unter Druck. Der europäische Leitindex Eurostoxx 50 verlor bis Ende November 0,8 % (3.583 Punkte).

Außerhalb des Euroraums zeigten die Börsen eine etwas freundlichere Dynamik. In den USA konnten die Börsen die Dynamik der Kursentwicklung der vorangegangenen Monate zwar nicht halten, allerdings konnte der Dow Jones sein Rekordniveau weiter ausbauen und festigen. Die Anhörung des designierten US-Zentralbank-Präsidenten Powell am gestrigen Dienstag ließ dann aber doch noch den Dow Jones neue Höhe erreichen. Die Investoren interpretierten die Aussagen Powells vor dem US-Bankenausschuss als Zeichen, dass die geldpolitische Straffung, die vor allem für Banken eine breitere Ertragsbasis schaffen könnte, fortgesetzt werden wird. Auf Monatssicht verzeichnete der Leitindex damit doch noch ein deutliches Plus von 1,7 % auf 23.837 Punkte. Sollte US-Präsident Trump seinen Plan, eine Steuerreform mit massiven Entlastungen bis zum Ende dieses Jahres tatsächlich durch die beiden gesetzgebenden Kammern des US-Kongress bringen können, würde dies weiter stützend auf die Kursentwicklung einwirken. Bei einem Scheitern drohen jedoch Korrekturen. ■

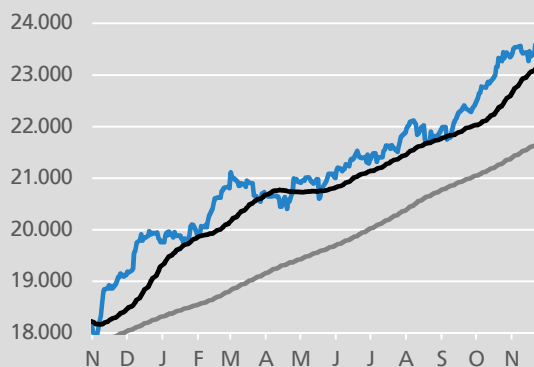
Deutscher Aktienmarkt
Dax, 40-/200-Tagesschnitt



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



Aktienmarkt USA
Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Konjunktur

Aufschwung hält an

Das merkbare Wirtschaftswachstum im Euroraum hat sich im dritten Quartal fortgesetzt. Gemäß ersten vorläufigen Schätzungen von Eurostat ist das preis-, kalender- und saisonbereinigte BIP gegenüber dem Vorquartal um 0,6 % gestiegen. Das Wirtschaftswachstum fiel damit ähnlich deutlich aus wie im ersten und zweiten Quartal. Unter den größten Staaten des Währungsraums wiesen Deutschland und Spanien mit Verlaufsdaten von jeweils 0,8 % den höchsten Zuwachs auf. Aber auch in Frankreich und Italien expandierte das BIP merklich (jeweils +0,5 %). Detaillierte Angaben zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im dritten Quartal werden von der amtlichen Statistik am 7. Dezember vorgelegt.

Wachstumspause in der Industrie

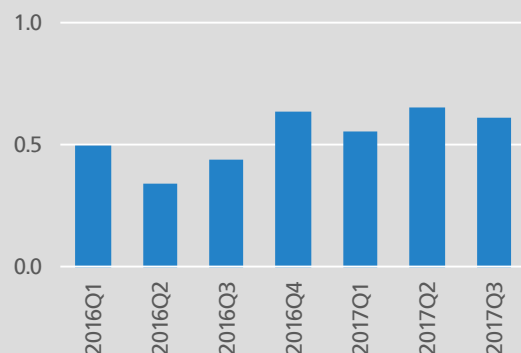
Im September konnte die europäische Industrie nur bedingt an die günstige Entwicklung der Vormonate anknüpfen. Die preis- und saisonbereinigte Industrieproduktion ist mit einer Monatsrate von 0,6 % zurückgegangen, nachdem sie im Juli (+0,4 %) und August (+1,4 %) noch sichtlich zugelegt hatte. Der Ausstoß dürfte in naher Zukunft aber wieder auf einen Wachstumskurs einschwenken. Dies lässt zumindest der Order-Indikator erwarten. Der Indikator kletterte jüngst, im Oktober, gegenüber dem Vormonat um deutliche 3,1 Punkte auf 7,4 Punkte.

Der Leichter Rückgang der Inflationsrate

Die Inflationsrate des Euroraums, gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), ist geringfügig von 1,5 % im September auf 1,4 % im Oktober gesunken. Hierzu trugen vor allem die Energie- und Dienstleistungspreise bei, die sich weniger stark verteuerten als zuvor (+3,0 % bzw. +1,2 % gegenüber +3,9 % bzw. +1,5 %). Der Verlauf der Erzeugerpreise legt künftig einen insgesamt stärkeren Anstieg der Verbraucherpreise nahe. Die Erzeugerpreise sind jüngst, im September, um 2,9 %, gestiegen.

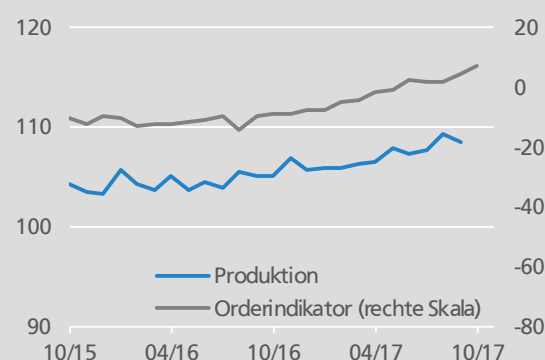
Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

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



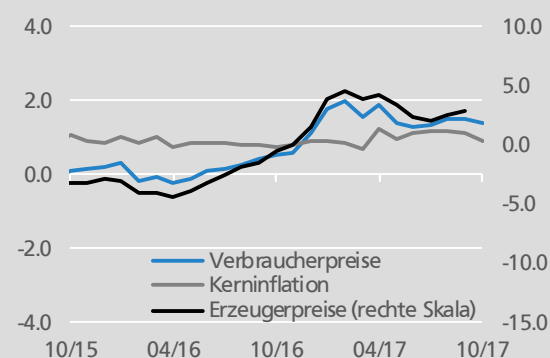
Produktion und Aufträge Euroraum

2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

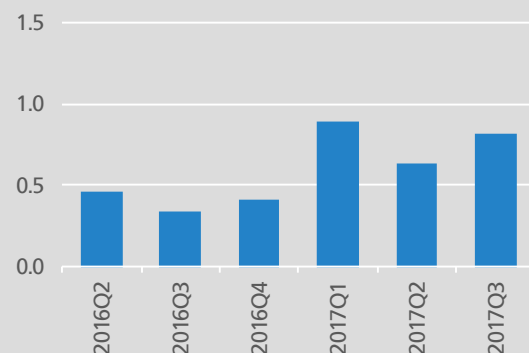
Kräftiger BIP-Zuwachs im dritten Quartal

Im dritten Quartal hat das Wirtschaftswachstum in Deutschland unerwartet an Dynamik gewonnen. Das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist nach ersten vorläufigen Angaben des Statistischen Bundesamtes gegenüber dem Vorquartal um 0,8 % gestiegen, nachdem es im zweiten Quartal bereits um merkbare 0,6 % zugelegt hatte. Der BIP-Zuwachs fiel damit etwas deutlicher aus als im Rahmen der Sommer-Konjunkturprognose des BVR erwartet worden war (+0,6 Prozent). Gemäß den amtlichen Angaben gingen die Wachstumsimpulse diesmal nicht primär vom Konsum, sondern vom Außenhandel und den Investitionen aus. So sind die Konsumausgaben geringfügig um 0,1 % gesunken. Das Exportwachstum (+1,7 %) hat sich hingegen im Zuge der weltwirtschaftlichen Belebung merklich erhöht und übertraf zudem den Anstieg der Importe (+0,9 %). Andererseits sorgte die global betrachtet rückläufige wirtschaftliche Unsicherheit offenbar für ein verbessertes Investitionsklima. Die Ausrüstungsinvestitionen legten um 1,5 % zu. Sie waren bereits im ersten und zweiten Quartal merklich gestiegen. In Bauten (-0,4 %) wurden im dritten Quartal allerdings etwas weniger investiert.

Angesichts des hohen Stands wichtiger Stimmungsindekoren und des zuletzt sehr deutlich gestiegenen Industrie-Auftragseingangs ist zum Jahresende mit einer Fortsetzung des kräftigen Wirtschaftswachstums zu rechnen. Vor dem Hintergrund der aktuellen Datenkonstellation ist ein Anstieg des preisbereinigten BIP um über 2 % sowohl im Jahresdurchschnitt 2017 als auch in 2018 wahrscheinlicher geworden. Die Fachleute des Sachverständigenrates (SVR) gehen in ihrem aktuellen Jahresgutachten davon aus, dass die preisbereinigte Wirtschaftsleistung 2018 voraussichtlich um 2,2 % expandieren wird und damit ähnlich kräftig wie im laufenden Jahr mit prognostizierten 2,0 %. Der BVR wird im Rahmen der Dezember-Ausgabe des „Volkswirtschaft Kompakt“ eine neue Konjunkturprognose veröffentlichen.

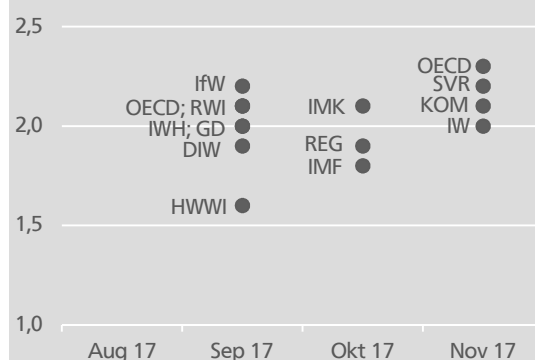
Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschland

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



Konjunktur 2018 - Prognosen für Deutschland

BIP gg. Vorjahr in Prozent, preisbereinigt



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

Quelle: Thomson Reuters Datastream, BVR

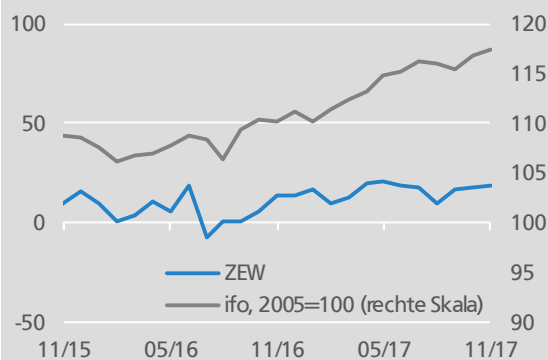
Geschäftsklimaindex erreicht neuen Rekordstand

Ausgehend von einem sehr hohen Niveau hat sich die Stimmung in den Unternehmen der gewerblichen Wirtschaft Deutschlands weiter verbessert. Der ifo Geschäftsklimaindex ist im November gegenüber dem Vormonat um 0,7 Punkte auf ein neues Rekordhoch von 117,5 Punkten gestiegen. Für den Anstieg des konjunkturellen Frühindikators waren die Geschäftsaussichten verantwortlich, die von den befragten Unternehmen per Saldo nochmals optimistischer beurteilt wurden. Die aktuelle Lage wurden hingegen nicht mehr ganz so positiv bewertet wie zuvor. Auch die auf einer monatlichen Umfrage unter Finanzmarktfachleuten ermittelten ZEW-Konjunkturerwartungen legten weiter zu. Sie sind im November um 1,1 Punkte auf 18,7 Punkte geklettert.

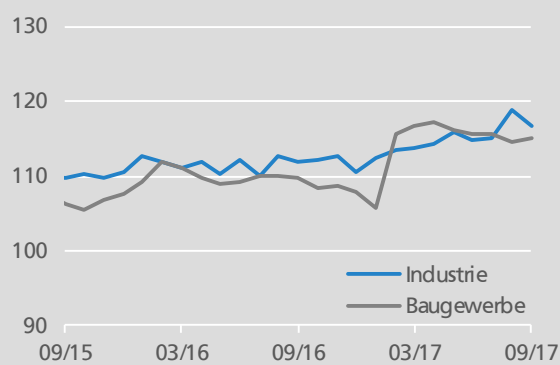
Lebhafte Industriekonjunktur

Die deutsche Industrie zeigt sich weiterhin in einer sehr günstigen Verfassung. Zwar ist die industrielle Erzeugung jüngst, im September, gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 1,6 % gesunken. Im August hatte sie aber merklich zugelegt (+2,6 %) und auch über das gesamte dritte Quartal betrachtet war ein spürbares Produktionsplus zu verzeichnen (+1,7 %). Im Baugewerbe verlief die Entwicklung hingegen im dritten Quartal weniger günstig (-1,0 %), wobei im September ein leichter Produktionszuwachs zu verzeichnen war (+0,4 %). Für die nächsten Monate lassen wichtige Frühindikatoren, wie der Auftragseingang, wieder einen Anstieg der Industrieproduktion erwarten. Der Industrie-Auftragseingang ist im September um 1,0 % gestiegen. Im gesamten dritten Quartal expandierte er sogar um kräftige 3,6 %, wobei die Auslandsnachfrage etwas stärker zunahm als die Inlandsnachfrage (+3,9 % gegenüber +3,1 %). Positiv stimmt auch, dass die Bestellungen im September bei den Investitionsgüterproduzenten überdurchschnittlich stiegen (+4,9 %). Dies deutet darauf hin, dass das Wachstumstempo der Ausrüstungsinvestitionen zum Jahresende hoch bleiben wird.

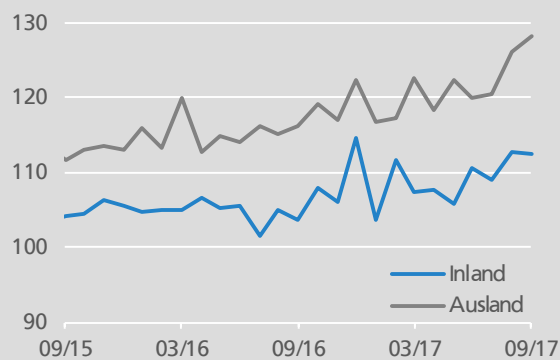
Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland
Saldenwerte, saisonbereinigt



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



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

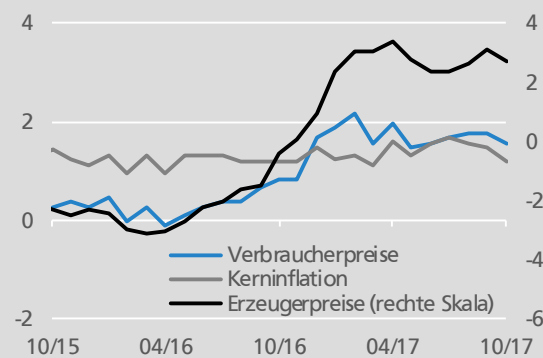


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Inflationsrate auf 1,6 % gesunken

Der Anstieg der Verbraucherpreise hat sich zuletzt nicht nur im Euroraum als Ganzes, sondern auch in Deutschland etwas vermindert. Die auf dem Verbraucherpreisindex (VPI) basierende Inflationsrate ist von 1,8 % im August und September auf 1,6 % im Oktober zurückgegangen. Verantwortlich für den Rückgang waren insbesondere die Dienstleistungs- und Energiepreise, die weniger stark stiegen als zuvor. Bei den Nahrungsmittelpreisen hat sich der Preisauftrieb im Oktober allerdings leicht erhöht. Die Erzeugerpreise sind im Oktober um 2,7 % gestiegen, nachdem sie im September um 3,1 % zugelegt hatten.

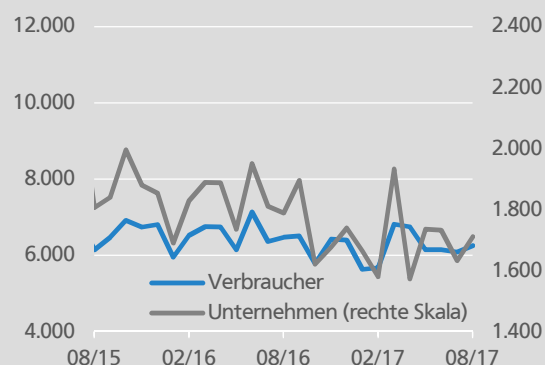
Verbraucher- und Erzeugerpreise Deutschland
gg. Vorjahr in Prozent



Erneut weniger Insolvenzen

Das Insolvenzgeschehen hat sich weiter entspannt. Von den deutschen Amtsgerichten wurden im August 1.712 Unternehmens- und 6.253 Verbraucherinsolvenzen gemeldet. Dies waren 4,3 % bzw. 3,5 % weniger Insolvenzfälle als im Vorjahresmonat. Auf Grundlage der aktuellen Daten geht das Statistische Bundesamt davon aus, dass die Anzahl der Firmenpleiten im gesamten Jahr 2017 um gut 5 % auf rund 20.400 abnehmen wird. Für die Verbraucherinsolvenzen wird ein etwas stärker Rückgang um etwa 6 % auf rund 72.600 erwartet.

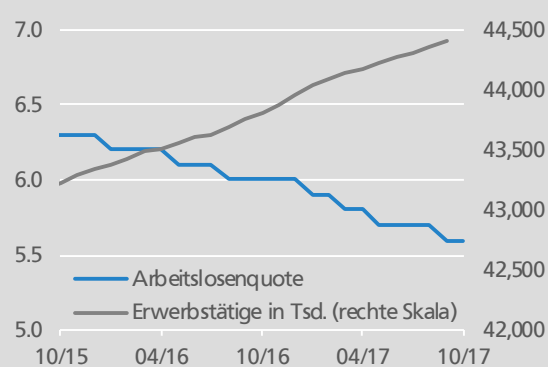
Insolvenzen Deutschland
Monatliche Fallzahlen



Arbeitsmarkt saisonal begünstigt

Am deutschen Arbeitsmarkt hält die sehr günstige Entwicklung an. Im Zuge der weiterhin kräftigen Herbstbelegung gab die Arbeitslosenzahl im Oktober gegenüber dem Vormonat um 60.000 auf 2,389 Mio. Menschen nach. Die Arbeitslosenquote verharrte in der um die saisonal üblichen Faktoren bereinigten Rechnung bei vergleichsweise niedrigen 5,6 %. Die Erwerbstätigenzahl hat jüngst erneut sichtlich zugenommen. Sie stieg im September saisonbereinigt um 41.000 Personen. In naher Zukunft ist mit einem weiteren Beschäftigungsaufbau zu rechnen. Darauf deutet unter anderem der BA-Stellenindex BA-X hin, der im Oktober um 1 Punkt auf 245 Punkte kletterte. ■

Arbeitslosenquote und Erwerbstätige Deutschland
in Prozent, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream