

DIGITALES ARCHIV

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

Periodical Part

Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2015

Provided in Cooperation with:

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, Berlin

Reference: Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2015 (2018).

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/11159/2994>

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/terms-of-use>

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

Digitales Zentralbankgeld: Kein Mehrwert für den Euroraum

In zahlreichen Notenbanken wird aktuell die Frage diskutiert, ob digitale Zahlungsmöglichkeiten für Bürger und Unternehmen von den Notenbanken bereitgestellt werden soll. Hintergrund dieser Überlegungen ist die weltweit zu beobachtende schleichende Abkehr der Menschen vom Bargeld. In Schweden kam es sogar zu einem regelrechten Umbruch beim Zahlungsverhalten der Bürger. In Deutschland ist diese Entwicklung bei weitem nicht in dieser Heftigkeit zu beobachten. Bargeld genießt mit einem Anteil von rund 75 % an allen Transaktionen nach wie vor einen hohen Stellenwert in Deutschland. Aber auch hierzulande hat das bargeldlose Bezahlen ohne Zweifel an Bedeutung gewonnen.

Aufgrund des einwandfrei funktionierenden Zahlungsverkehrssystems und der weiterhin hohen Verwendungsrate von Bargeld besteht sowohl in Deutschland wie auch im Euroraum momentan kein Grund, ein digitales Zahlungsmittel von Seiten der EZB als Ersatz für das Bargeld bereitzustellen. Unterm Strich überwiegen die Nachteile. Zwar verspricht e-Geld von Notenbanken durchaus Vorteile auf Ebene der Nutzer und der gesamten Volkswirtschaft, u.a. durch Kosteneinsparungen in der Bargeldhaltung. Allerdings dürfte digitales Notenbankgeld zu massiven und schwer abschätzbaren Veränderungen im Finanzsystem und bei der Wirkung der Geldpolitik führen. Wäre e-Notenbankgeld so gestaltet, dass es zu einem Konkurrenzprodukt von Sichtguthaben bei Banken werden würde, könnte sich in Situationen verstärkter Unsicherheit auch das Risiko von Finanzierungsengpässen erhöhen, was in weniger Krediten und höheren Bankzinsen münden könnte. Gerade in Krisenzeiten könnte dies die gesamtwirtschaftliche Entwicklung erheblich belasten, wie zum Beispiel durch eine Kreditklemme.



Inhalt

Digitales Zentralbankgeld: Kein Mehrwert für den Euroraum	2
Dr. Jan Philip Weber E-Mail: j.weber@bvr.de	
Finanzmärkte	5
Dr. Jan Philip Weber E-Mail: j.weber@bvr.de	
Konjunktur	10
Dr. Gerit Vogt E-Mail: g.vogt@bvr.de	

Digitales Zentralbankgeld: Kein Mehrwert für den Euroraum

In vielen Ländern Europas aber auch in Nordamerika ist in den vergangenen Jahren eine schleichende Abkehr vom Bargeld zu beobachten. In Schweden kam es sogar zu einem regelrechten Umbruch beim Zahlungsverhalten der Bürger. Nach den Zahlen der Reichsbank behaupten aktuell nur noch 13 % der Schweden hauptsächlich in bar zu zahlen. Im Jahr 2010 hatte der Anteil noch bei 39 % gelegen. Debitkarten dominieren dabei den privaten Zahlungsverkehr mit einem Anteil von 80 %. In Deutschland ist diese Entwicklung bei weitem (noch) nicht in dieser Heftigkeit zu beobachten. Bargeld genießt mit einem Anteil von rund 75 % an allen Transaktionen nach wie vor einen hohen Stellenwert in Deutschland. Aber auch hierzulande hat das bargeldlose Bezahlen ohne Zweifel an Bedeutung gewonnen.

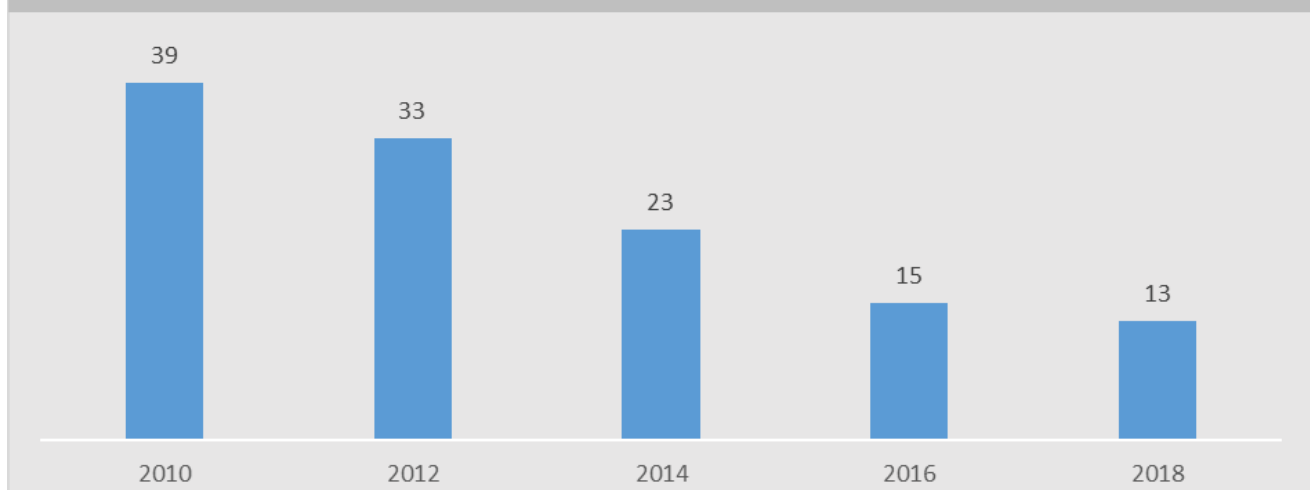
Hintergrund dieser Entwicklung ist der technologische Fortschritt in der digitalen Datenverarbeitung. Die Etablierung von Cloud-Systemen, die Beschleunigung von Rechenprozessen sowie leistungsstärkere Internetverbindungen haben den Grad der Automatisierung in der Wirtschaft und dem täglichen Leben signifikant erhöht. Das Fortschrittsversprechen der Digitalisierung, d.h. die fast kostenfreie und unmittelbare Verfügbarkeit gewünschter Informationen und Dienste, ist in zunehmender Weise Realität geworden, ob nun z.B. in der Kommunikation im Allgemeinen oder aber im Zahlungsverkehr.

Debit- und Kreditkarten spielen bei der Digitalisierung des Zahlungsverkehrs, wie das Beispiel Schweden zeigt, nach wie vor die tragende Rolle. Allerdings konnten auch Apps und andere Bezahlplattformen ihre Marktanteile deutlich ausbauen. Dieser Trend dürfte sich im kommenden Jahrzehnt fortsetzen und auch in Deutschland und anderen europäischen Ländern zu einer weiteren Dematerialisierung des Geldes führen.

In dieser Gemengelage wird die Frage diskutiert, ob ein staatliches Angebot digitaler Zahlungsmöglichkeiten für Bürger und Unternehmen bereitgestellt werden soll. Denn, eine zentrale Aufgabe von Notenbanken ist die Überwachung und Mitwirkung am Zahlungsverkehr im Währungsgebiet. Wenn Bargeld aber substantiell an Bedeutung verliert, wird es umso wichtiger sein, dass unbarer Zahlungsverkehr störungsfrei verläuft und auch im Krisenfall private Haushalte und Unternehmen mit Geld versorgt werden. In einer bargeldlosen Welt mit einer sinkenden Zahl an Bankautomaten könnte rein digitales Zentralbankgeld den direkten Zugriff der Notenbank auf die Wirtschaft auch im Krisenfall erleichtern. Denn die Finanzmarktkrise des vergangenen Jahrzehnts hat gezeigt, dass Notenbanken als *lender of last resort* die zentrale Institution bei der Stabilisierung des Finanzsystems sind. Diese Aufgabe wollen die Notenbanken auch in einer zunehmend bargeldlosen Gesellschaft weiter wahrnehmen können.

Fallbeispiel Schweden: Verwendung von Bargeld

Prozentsatz der Befragten, die angaben, dass sie die Mehrzahl ihrer Einkäufe in bar zahlen.



Quelle: Schwedische Reichsbank

Vor- und Nachteile digitalen Zentralbankgeldes

Der private Zahlungsverkehr digitalisiert sich zunehmend, ob im Rahmen des klassischen Zahlungsverkehrs der Banken oder aber, wenn auch noch in bescheidenem Ausmaß, über privates Kryptogeld. Auch wird der überwiegende Teil der Wertpapiergeschäfte und der Bezahlvorgänge schon heute von Banken und anderen Unternehmen rein digital und weitestgehend störungsfrei getätigt. In dieser Gemengelage stellt sich die Frage nach den Vor- und Nachteilen und damit auch der Notwendigkeit digitalen Zentralbankgeldes.

Damit e-Geld der Notenbank funktioniert, muss es zunächst einmal den drei Kernfunktionen materiellen Geldes gerecht werden, d.h. es muss einwandfrei als Recheneinheit, Zahlungsmittel funktionieren und sich zur Wertaufbewahrung eignen, damit es in der Breite akzeptiert wird. Digitales Zentralbankgeld müsste dabei direkt von der Notenbank ausgegeben und garantiert werden. Es würde sich so bewusst von privaten „e-Währungen“ abgrenzen, die in der Regel auf einer Blockchain bzw. der Distributed-Ledger-Technologie (siehe Volkswirtschaft Kompakt v. 28.02.18) basieren. Der Wert des e-Geldes bliebe somit von der Notenbank gedeckt.

Die Funktion des e-Geldes als Recheneinheit wäre durch die Währung bereits vorgegeben und garantiert. Als Zahlungsmittel verspräche e-Geld hingegen einige Vorteile. So könnte es die Kosten von Geld über den Wegfall von Herstellungs-, Transport- und Verteilungskosten bei Banknoten reduzieren. Nach Angaben der EZB betragen diese rund ein halbes Prozent des EU-BIPs bzw. 80 Mrd. Euro. Auch würden so genannte Shoe-Leather-Kosten entfallen, d.h. Kosten bei der Bargeldbeschaffung individuell anfallen. Gegenzurechnen wären hingegen höhere Hardware- und Softwarekosten, die in der Aggregation sicher nicht höher als die Kosteneinsparungen wären. Bei der Wertaufbewahrung dürften sich wiederum Einsparungen bei Verwaltungs- und Haltungskosten von Bargeld ergeben. Nach einer Daumenregel liegen diese zwischen einem halben und einem Prozent des Wertes des zu verwaltenden Bargelds. Seit den Negativzinsen der EZB spielt dies durchaus eine Rolle.

Technisch betrachtet könnte digitales Zentralbankgeld über eine Schnittstelle bei der Notenbank laufen. Das hätte den Vorteil, dass das Geld frei von Kredit- und Liquiditätsrisiken der Finanzintermediäre wäre. Es hätte damit auf dieser Ebene einen Vorteil gegenüber Bargeld, das erst über Finanzintermediäre bezogen werden müsste. Im Rahmen der finanziellen Inklusion könnten zudem Menschen ohne eigenes Bankkonto ihr Geld bei der Notenbank aufbewahren und verwalten lassen. Daten der Weltbank zeigen, dass im Euroraum der Anteil der Menschen ohne Bankkonto bei 5 % und in Deutschland bei 1 % liegt. In Europa ist dies also im Gegensatz zu Schwellenländern eher ein Randphänomen.

Den Vorteilen des e-Geldes stehen aber eine auch negative Effekte und Risiken entgegen. So würde einlagenbasiertes digitales Notenbankgeld schnell zu einem Konkurrenzprodukt von (Sicht-) Guthaben bei Banken werden. Für Banken würde dies in Situationen verstärkter Unsicherheit das Risiko von Finanzierungsengpässen erhöhen, was wiederum zu einem geringeren Kreditangebot führen könnte. Banken würden unter Umständen gezwungen werden, Liquiditätsengpässe und Margendruck über Zinsaufschläge auf Einlagen und Kredite auszugleichen. Gerade in Krisenzeiten könnte dies die gesamtwirtschaftliche Entwicklung erheblich belasten, wie zum Beispiel durch eine Kreditklemme.

Neben diesem zentralen Problem sind noch weitere Fragen unzureichend beantwortet. Reicht z.B. die Cybersicherheit des e-Notenbankgeldes nicht aus, dann dürften nicht nur erhöhte Diebstahlrisiken sondern auch das Bedürfnis der Bürger nach Privatssphäre das Vertrauen in das (digitale) Notenbankgeld nachhaltig substantiell untergraben. Hier stellt sich auch die Frage, wie weit der Datenschutz bei der digitalen Währung überhaupt gehen dürfte. Denn gerade staatliche Stellen erhoffen sich, Steuerbetrug und Geldwäsche mit e-Geld besser kontrollieren zu können.

Notenbankpolitik und digitales Geld

Mit der Einführung digitalen Zentralbankgeldes, das frei verfügbar, frei von Liquiditäts- und Kreditrisiken und kostenfrei in der Haltung für den Einzelnen wäre, würde sich auch die Rolle der Notenbank im Euroraum spürbar ändern. Ihr Fußabdruck in der Wirtschaft würde noch einmal größer ausfallen. So würde mit e-Geld der Notenbank neben der Geldpolitik und der Bankenaufsicht noch ein weiterer Verantwortungsbereich entstehen. Die EZB hätte dann nämlich zusätzlich zu den Finanzinstituten auch Unternehmen und Haushalte als Gegenparteien.

Einige Notenbanken weltweit haben bereits mit digitalem Zentralbankgeld experimentiert oder haben ihre Forschung auf diesem Gebiet konkret ausgeweitet. Die Notenbank in Uruguay zum Beispiel hatte in einem Pilotprojekt einen e-Peso getestet, der rein über eine App, ähnlich einem Portemonnaie, funktionierte. Die Währung war nicht zinstragend und basierte auch nicht auf einer Blockchain. Unterm Strich machte die Notenbank von Uruguay positive Erfahrungen mit dem Pilotprojekt. In Schweden wiederum experimentiert die Reichsbank mit der e-Krona, wobei hier die Charakteristika noch unklar sind.

Für die Geldpolitik könnten sich mit der Implementierung des e-Geldes ebenfalls Änderungen ergeben. So würde sich die Zentralbankbilanz durch die Ausgabe von e-Geld sichtbar verlängern. Im Zuge von Angebots- und Nachfrageschwankungen dürfte die Bilanz unter besonderen Umständen auch stärker schwanken, was am Ende die Schwankungsbreite der kurzfristigen Zinsen erhöhen könnte. Auch würden sich die Möglichkeiten der Geldpolitik je nach Ausgestaltung des e-Geldes ändern. So könnte zum Beispiel zinsbringendes e-Geld für Notenbanken eine Erweiterung ihres geldpolitischen Instrumentenkastens bedeuten, mit dessen Verzinsung die Konsum- und Sparentscheidungen der privaten Haushalte und Unternehmen direkt manipuliert werden könnten. Dabei wäre auch ein negativer Zins auf Einlagen flächendeckend denkbar. Nicht zinsbringendes e-Geld wiederum würde eine negative Zinspolitik praktisch gar nicht mehr möglich machen.

Digitales Zentralbankgeld aktuell kein Thema

In der langen Frist könnte digitales Notenbankgeld als Ersatz oder Ergänzung zum Bargeld zwar durchaus Realität werden. Es wäre in erster Linie für Länder mit einem schwach entwickelten Zahlungsverkehrssystem interessant. Die Notwendigkeit eines e-Notenbankgeldes als Ersatz für Bargeld im Euroraum ist nicht gegeben. So verfügen die meisten Euro-Länder immer noch über eine hohe Bedeutung des Bargeldes. Darüber hinaus garantieren die Geschäftsbanken seit Jahrzehnten einen perfekt funktionierenden Zahlungsverkehr. Diesen gilt es zu bewahren und weiterzuentwickeln. Eine Einführung sei daher nur dann sinnvoll, wenn gravierende und schwer behebbare Schwächen im privaten Zahlungsverkehr vorlägen. Darunter fiel auch eine händlerseitige Abkehr von Bargeld. Von diesem Szenario sind Deutschland und der Euroraum aber weit entfernt. Auch sollte im Euroraum der Bürgerwunsch nach Bargeld beachtet werden.

Das disruptive Potential von Digitalwährungen der Notenbank hängt letztendlich von der Ausgestaltung des e-Geldes ab. Die Potenziale, aber auch die Risiken sind groß. Vieles ist auf dem Gebiet der Geldpolitik mit digitalem Notenbankgeld wissenschaftlich noch nicht geklärt. Die deutsche Bundesbank und die Europäische Zentralbank haben daher Recht, die Einführung digitalen Zentralbankgeldes im Euroraum mit Verweis auf die nur schwer abzuschätzenden Effekte auf die Finanzstabilität auf absehbare Zeit auszuschließen. Auch aus ordnungspolitischer Sicht wäre es nicht zu rechtfertigen, öffentliche Zahlungsverkehrsdienste über ein so genanntes e-Notenbankgeld anzubieten, das in offener Konkurrenz zu den Geschäften der Banken stehen. Solche Veränderungen dürften letzten Endes den privaten Geschäftsbankensektor schwächen und dadurch die Versorgung der Wirtschaftsunternehmen und Privathaushalte mit Kapital strukturell und nachhaltig beeinträchtigen. Europa kann und sollte dieses Risiko nicht eingehen. ■

Finanzmärkte

Inflationsrisiko im Euroraum unverändert

Der BVR Zins-Tacho blieb im November unverändert. Das Barometer zur Messung des mittelfristigen Inflationsdrucks notierte damit weiter bei 57 von 100 möglichen Punkten. Für den europäischen Währungsraum zeigte der Zins-Tacho damit weiterhin ein moderates Inflationsrisiko an.

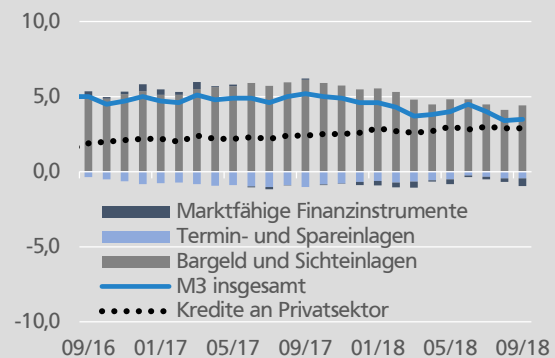
Wie in den Vormonaten ging von Seiten der Euro-Konjunktur der größte Preisdruck aus. Der Punktestand des Unterindikators Konjunktur betrug im November 65 Punkte. Das war 1 Punkt weniger als im Oktober und 3 Zähler als im September. Der Konjunkturindikator spiegelt damit die leichte Eintrübung der Konjunktur im Währungsraum. Der Unterindikator der Preise und Kosten innerhalb des Euroraums blieb hingegen mit einem Punktestand von 51 Zählern unverändert auf moderatem Niveau. Der preistreibende Einfluss der Kreditvergabe blieb im Vormonatsvergleich ebenfalls unverändert bei 42 von 100 möglichen Punkten. Damit ging von der Kreditvergabe erneut der geringste Inflationsdruck aus.

EZB-Geldpolitik unverändert

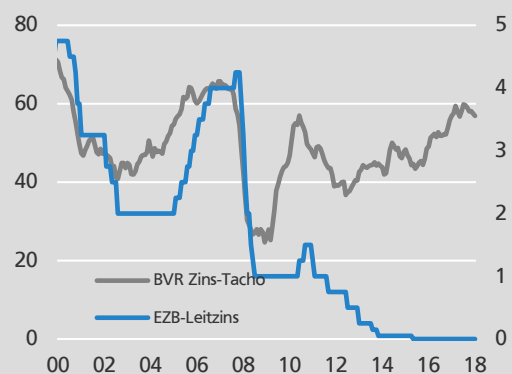
Nichts Neues kam Ende Oktober von der EZB. So beschlossen die führenden Notenbanker des Währungsraumes, die Zinsen unverändert auf ihren aktuellen Niveaus zu lassen. Der Hauptrefinanzierungssatz blieb damit bei 0 %. Einen formalen Beschluss zum Auslaufen des milliardenschweren Wertpapieraufkaufprogramms zum Jahresende blieb der EZB-Rat schuldig.

EZB-Präsident Mario Draghi erklärte im Anschluss an die Ratssitzung, dass die EZB die kommenden Dezember-Projektionen der eigenen Volkswirte abwarten möchte. Weitere Informationen zu den Wiederanlagemodalitäten der Gelder aus dem EZB-Wertpapieraufkaufprogramm gaben die Notenbanker nicht. Insidern zufolge soll den nationalen Notenbanken hierbei aber zukünftig mehr zeitlicher Spielraum gewährt werden, um Fälligkeitsspitzen besser abfangen zu können.

Beiträge zum M3-Wachstum
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



BVR Zins-Tacho
in Punkten



	Sep. 18	Okt. 18	Nov. 18
BVR Zins-Tacho	58	57	57
Konjunktur (50 %)	68	66	65
Preise/Kosten (40 %)	50	51	51
Kreditdynamik (10 %)	43	42	42

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: Thomson Reuters Datastream

Geldmarktzinsen wenig verändert

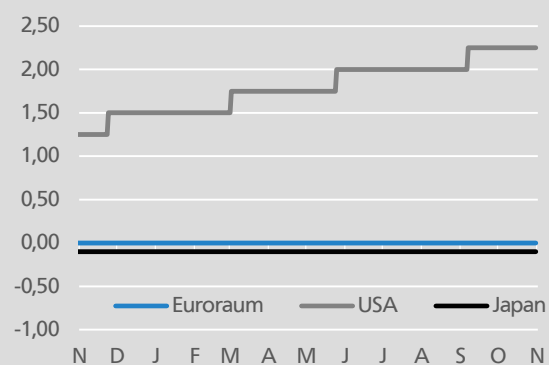
Die Geldmarktzinsen im Euroraum haben sich im November erneut nur wenig bewegt. Der Tagesgeldsatz notierte im Monatsschnitt wie schon im Oktober bei - 0,36 %. Der 3-Monats-Euribor lag am 20. November unverändert auf seinem Vormonatsultimo von - 0,32 %. Der 12-Monats-Euribor blieb im Vergleich zum Vormonatsultimo ebenfalls unverändert auf - 0,15 %.

Der Jahresrückblick zeigt, dass sich die Geldmarktzinsen des Euroraumes in diesem Jahr nur wenig bewegt haben. Seit Beginn 2018 erhöhten sich die Zinsen über die Laufzeiten leicht. Bei länger laufenden Geldmarktgeschäften fiel der Anstieg höher aus. Während der Dreimonatszins seit Jahresbeginn um 1 Basispunkt zulegen, verzeichnete der Zwölfmonatszins einen Anstieg von 4 Basispunkten. Grund für den Anstieg am längeren Ende ist der geldpolitische Ausblick für den Euroraum. So wurde im Jahresverlauf deutlich, dass die EZB zum einen ihr Wertpapieraufkaufprogramm zum Ende dieses Jahres wohl einstellen wird und zum anderen, dass sie für den Herbst 2019 den ersten positiven Zins-schritt seit Juli 2011 plant.

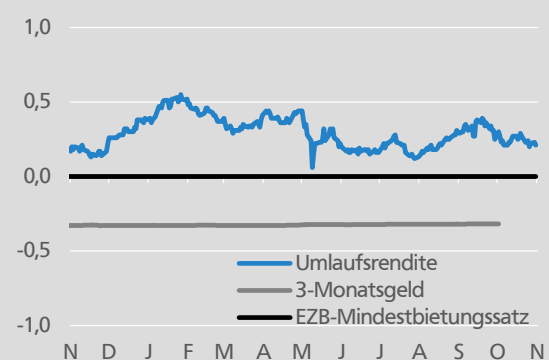
Wichtige Zinsen im Euroraum
in Prozent



Notenbankzinsen international
in Prozent



Geld- und Kapitalmarktzinsen
in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Renditen von Bundesanleihen tendieren seitwärts

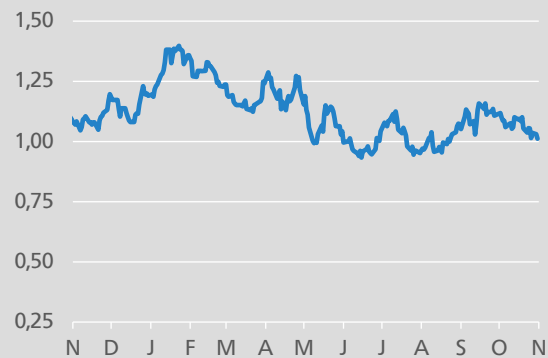
Bundesanleihen haben sich zuletzt wieder nahe ihrem Vormonatsultimo eingependelt. Nachdem es in der ersten Monathälfte zunächst zu einem leichten Renditeanstieg gekommen war, setzten die Renditen von Bundeswertpapieren ab Monatsmitte zu einem leichten Sinkflug an. Die Umlaufrendite börsennotierter Bundeswertpapiere lag am 21. November bei 0,22 % und damit 1 Basispunkt unter ihrem Wert von Ende Oktober. Die Rendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit fiel im gleichen Zeitraum ebenfalls um 1 Basispunkt auf 0,37 %. In den USA kam es im Vergleich zum Vormonatsultimo ebenfalls zu einem Renditerückgang, wenngleich dieser mit -11 Basispunkten auf 3,06 % deutlich höher ausfiel als bei deutschen Staatspapieren.

Getrieben wurden die Renditen von Bundesanleihen zu Monatsbeginn von einem zunehmenden Optimismus im Zuge der steigenden Hoffnung auf eine baldige Einigung im Handelsstreit zwischen den USA und China. Medienberichten zufolge will US-Präsident Donald Trump im Laufe dieses Jahres ein neues Handelsabkommen mit Chinas Präsidenten Xi Jinping zum Abschluss bringen. Im Laufe des Monats zerschlugen sich die Hoffnungen aber wieder weitestgehend. Auch wurde die gute Stimmung im Zuge der Sorgen um den Brexit und der Probleme Italiens gedämpft. Die gestiegene Unsicherheit stützte die stärkere Nachfrage nach besonders sicheren Festverzinslichen, wie z.B. Bundesanleihen und US-Treasuries.

Der Streit Italiens mit der Europäischen Kommission belastete im November die italienischen Papiere. Das konfrontative Verhalten der italienischen Regierung sorgte für Verdruss bei der EU. Viele Anleger sind skeptisch, wie weit Italien mit seinem wenig nachhaltigen Haushaltsentwurf an den Finanzmärkten und in der EU kommen wird. Auf Monatsstichtag stiegen die Renditen von italienischen Staatspapieren deutlich an. Die Renditen von griechischen, portugiesischen und spanischen Staatsanleihen zogen im Zuge der Verunsicherung rund um Italien im November ebenfalls an.

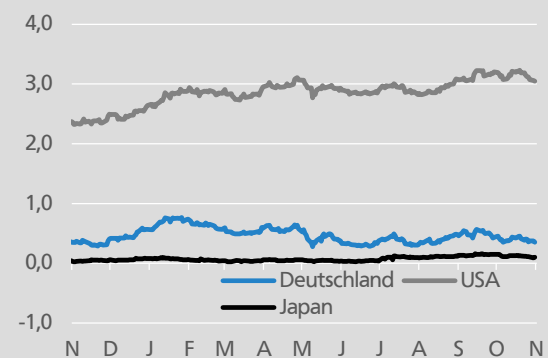
Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



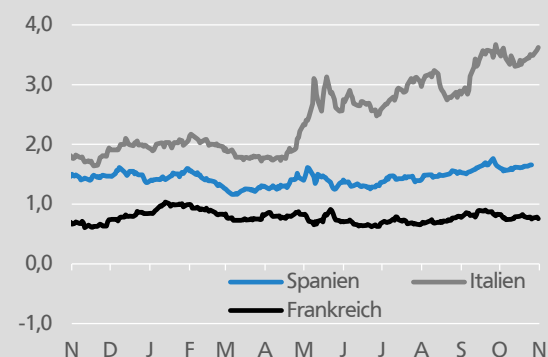
Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



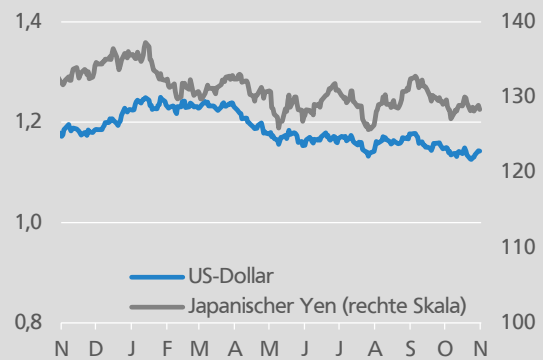
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Euro bei 1,14 US-Dollar

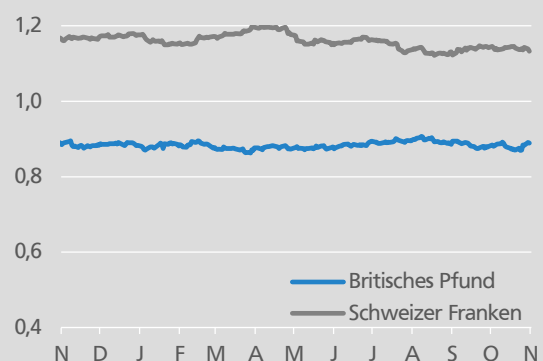
Der Euro bleibt in der Defensive. Der Wechselkurs notierte am 21. November nach Angaben der EZB bei 1,14 US-Dollar. In der ersten Novemberwoche hatte sich der Euro noch gegenüber dem US-Dollar behaupten können. In dieser Zeit profitierte die Gemeinschaftswährung unter anderem von der Hoffnung auf eine Beilegung des Handelsstreites der USA mit seinen Handelspartnern. Insbesondere beim mit harten Bandagen ausgetragenen Konflikt zwischen den USA und China stieg die Hoffnung auf ein neues, klärendes Abkommen zwischen den Ländern. Unterstützung erhielt der Euro auch von dem unterm Strich solide ausgefallenen Stresstest für größere Banken in Europa. Im Fokus standen dabei besonders italienische Banken, welche zehn Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise immer noch auf einem gewaltigen Berg fauler Kredite sitzen. Parallel zum Stresstest der EU-Bankenbehörde EBA durchliefen zudem mehr als 50 von der EZB-beaufsichtigte Institute einen Fitnesscheck der Notenbank. Dabei zeigte eine überschaubare Zahl an Banken einen erhöhten Kapitalbedarf. Deutsche Institute landeten vorwiegend im Mittelfeld.

Zur Monatsmitte verlor der Euro wieder etwas an Stärke und büßte seine Gewinne wieder ein. Ausschlaggebend hierfür war in erster Linie die Stärke des Dollar. Getrieben wurde der US-Dollar von den Erwartungen weiter steigender Leitzinsen in den USA. Die US-Notenbank Fed hat dabei eine Fortsetzung ihrer moderaten Straffungspolitik signalisiert. Darüber hinaus stieg die Verunsicherung an den Finanzmärkten angesichts des schwelenden Handelskonflikts der USA mit China, der schleppenden Brexit-Verhandlungen und des Streites Italiens mit der EU über ihren Haushaltsentwurf. Das stärkte den US-Dollar und schwächte den Euro.

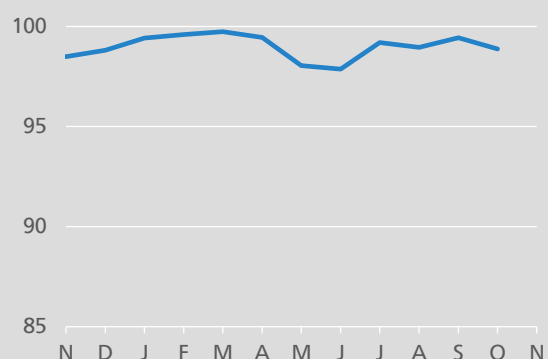
Euro-Wechselkurs (I)
Ausländerwährung pro Euro



Euro-Wechselkurs (II)
Ausländerwährung pro Euro



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Aktienmärkte im Minus

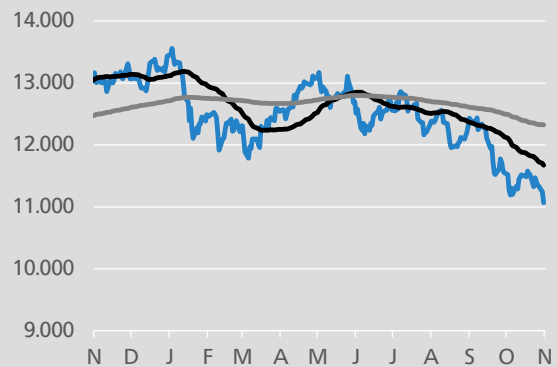
Aktienmärkte dies- wie jenseits des Atlantiks haben in den vergangenen Novemberwochen erneut an Höhe verloren. Zwar gab es zwischenzeitlich immer wieder optimistische Momente an den Börsen. Allerdings überwogen bis zum 21. November die belastenden Faktoren. Auf Monatssicht rutschte der DAX ins Minus. Bis zum 20. November verlor er 1,8 % seines Vormonatsultimos und notierte damit bei 11.244 Punkten. Der Dow Jones sank im gleichen Zeitraum um 2,6 % und notierte damit bei 24.465 Zählern.

Für Optimismus in den USA sorgte zwischenzeitlich das Ergebnis der Midterm-Wahlen, bei denen es unterm Strich zu einem Patt zwischen Republikanern und Demokraten gekommen war. Die Regierung unter Trump dürfte damit zwar in einigen Bereichen eingeschränkt sein, auf vielen Ebenen werde sie aber ihre wirtschaftsliberalere Politik ungestört fortsetzen können. Unterm Strich gewannen aber im November die politischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten wieder die Oberhand und belasteten die Stimmung am deutschen Aktienmarkt. Insbesondere Italien sorgte für weniger Risikofreude. Unterm Strich blieben die Börsen im Würgegriff einer allgemeinen Unsicherheit über den Brexit und den Fortgang des Streits zwischen Italien und der EU-Kommission. Auch die Fed drückte mit ihrem moderaten Zinserhöhungskurs die Stimmung an den US-Börsen. Von der auslaufenden Bilanzsaison kamen ebenfalls kaum Impulse für die Aktienmärkte dies- wie jenseits des Atlantiks. Die optimistische Konjunktureinschätzung des EZB-Präsidenten Mario Draghi zur Monatsmitte konnte hingegen an der schlechten Stimmung nicht nachhaltig etwas ändern.



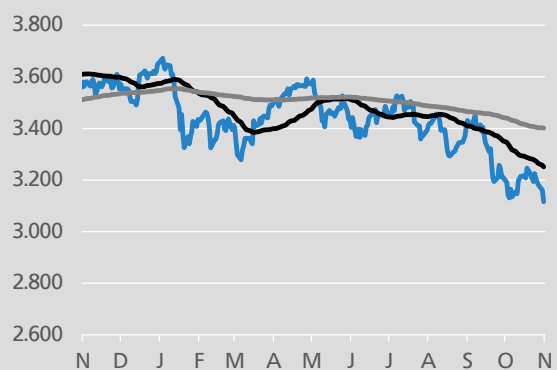
Deutscher Aktienmarkt

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

Wachstumsabschwächung im Euroraum

Im Euroraum hat sich das gesamtwirtschaftliche Wachstum im 3. Quartal vermindert. Gemäß der Schnellschätzung von Eurostat ist das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) gegenüber dem Vorquartal um 0,2 % gestiegen. Im 1. und 2. Quartal war das BIP noch mit Verlaufsraten von jeweils 0,4 % expandiert. Unter den großen Volkswirtschaften des Währungsraums wiesen Spanien (+0,6 %) und Frankreich (+0,4 %) ein überdurchschnittliches Wachstum auf. Demgegenüber ist das BIP Deutschlands erstmals seit Anfang 2015 gesunken (-0,2 %). Aber auch in Italien, dessen fiskalpolitischer Kurs zuletzt auf heftige Kritik der EU gestoßen ist, fiel die Entwicklung schwächer aus (0,0 %).

Industrieproduktion leicht rückläufig

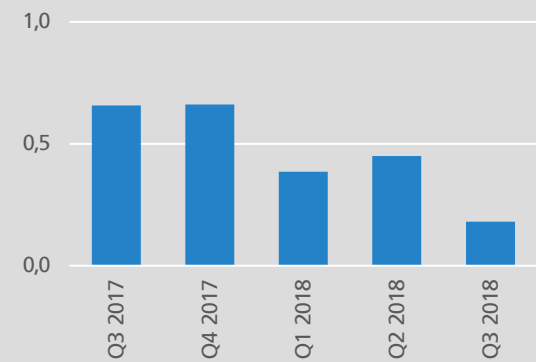
Die Industrie hat im September ihren Ausstoß etwas vermindert. Nach amtlichen Angaben ist die preis-, kalender- und saisonbereinigte Industrieproduktion gegenüber dem Vormonat um 0,3 % gesunken, nachdem sie im August um kräftige 1,1 % zugelegt hatte. Der Order-Indikator lässt für die nahe Zukunft eine Produktionsbelebung erwarten. Zwar hat sich der Indikator im Oktober weiter von seinem temporären Höchststand vom Jahresbeginn entfernt. Er befindet sich mit 1,5 Punkten aber nach wie vor deutlich über seinem langfristigen Mittelwert von -16,1 Punkten.

Inflationsrate legt zu

Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) des Euroraums stieg im Oktober um 2,2 % über seinem Vorjahreswert. Die Inflationsrate befindet sich damit auf den höchsten Stand seit Dezember 2012. Im September hatten sie noch bei um 2,1 % gelegen. Die Gesamtentwicklung wird weiterhin vor allem durch die Energiepreise nach oben getrieben. Energie hat sich im Zuge der höheren Rohölpreise im Oktober um 10,6 % verteuert und damit stärker als zuvor (+9,5 %). Darüber hinaus legten auch die Dienstleistungspreise beschleunigt zu (+1,5 % nach +1,3 % im September).

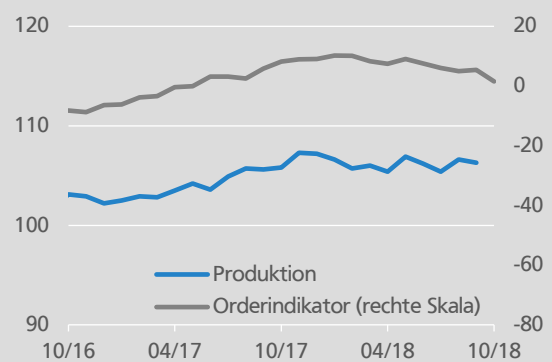
Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

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



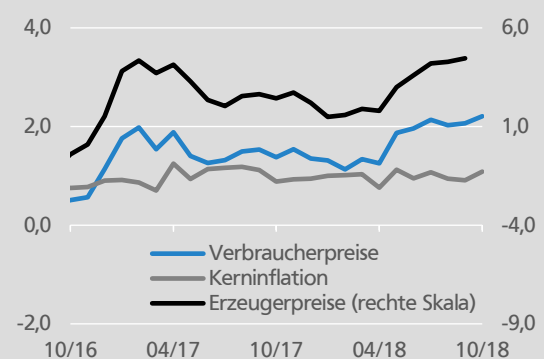
Produktion und Aufträge Euroraum

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

BIP-Rückgang im 3. Quartal

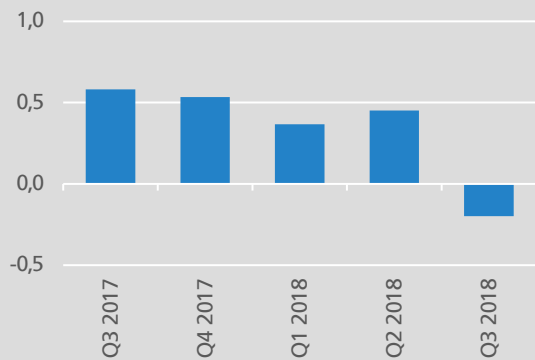
In Deutschland hat sich das merkbare Wirtschaftswachstum zuletzt nicht fortgesetzt. Wie das Statistische Bundesamt anhand erster vorläufiger Berechnungen mitteilte ist das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) im 3. Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0,2 % zurückgegangen. Dies war der erste BIP-Rückgang seit dem Jahresauftaktquartal 2015. Im 2. Quartal 2018 war das BIP noch um kräftige 0,5 % expandiert. Die Wachstumsabschwächung im 3. Quartal fiel damit deutlicher aus als erwartet. Schätzungen des BVR hatten eine Verminderung der BIP-Verlaufsrate auf +0,2 % signalisiert.

Gemäß den amtlichen Angaben war die Verminderung der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Sommerquartal auf die schwache außenwirtschaftliche Entwicklung zurückzuführen. Demnach standen weiter steigende Importe einem rückläufigen Exportgeschäft gegenüber. Darüber hinaus gaben die privaten Konsumausgaben nach. In Bauten und Ausrüstungen wurde aber erneut mehr investiert. Hauptgrund für den BIP-Rückgang im 3. Quartal dürfte ein Sonderfaktor gewesen sein. So hat der Zulassungstau bei Pkw im Zuge der Einführung der neuen internationalen Abgasvorschriften WLTP die letzten Monatsdaten zur Industrieproduktion, zum industriellen Auftragseingang und zum Außenhandel spürbar belastet. Zum Rückgang der Exporte dürften aber auch zunehmende Personal- und Materialengpässe im verarbeitenden Gewerbe sowie das schwieriger gewordene weltwirtschaftliche Umfeld beigetragen haben. Der Privatkonsum dürfte hingegen nicht zuletzt durch die höheren Energiepreise gedämpft worden sein, welche die Kaufkraft der Einkommen vermindern.

Für das laufende 4. Quartal legen jüngste Schätzungen des BVR eine Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung nahe. Die dämpfende Wirkung des Pkw-Zulassungstaus dürfte allmählich nachlassen, sodass die Wirtschaftsleistung wieder auf ihren Wachstumspfad einschwenken wird. Eine neue Prognose zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung Deutschlands wird der BVR Mitte Dezember in einer neuen Ausgabe von „Volkswirtschaft Kompakt“ veröffentlichen.

Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschland

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



Konjunktur 2019 - 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

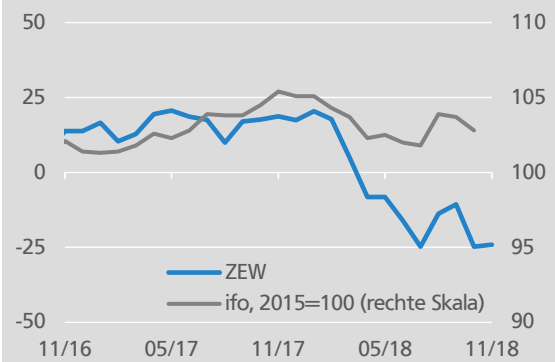
Konjunkturerwartungen auf niedrigem Niveau

Die wirtschaftlichen Aussichten Deutschlands werden von Kapitalmarktexperten noch immer überwiegend pessimistisch beurteilt. Zwar sind die anhand einer regelmäßigen Expertenumfrage ermittelten ZEW-Konjunkturerwartungen im November gegenüber dem Vormonat leicht um 0,6 Punkte gestiegen. Der Frühindikator befindet sich mit -24,1 Punkten aber nach wie vor deutlich im negativen Bereich. Zum anhaltend niedrigen Niveau der Konjunkturerwartungen dürften die unverändert hohen globalen Unsicherheiten (Stichworte: Handelskonflikte, drohender harter Brexit, Streit um die italienischen Staatsfinanzen, hohe Verschuldung in den Schwellenländern) beigetragen haben. Diese Unsicherheiten haben offenbar auch den ifo Geschäftsklimaindex gedämpft. Er ist zuletzt, im Oktober, um 0,9 Punkte auf 102,8 Punkte zurückgegangen.

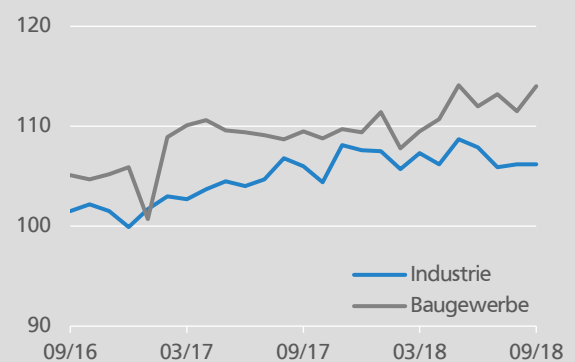
Lage der Industrie stabilisiert sich

Im September hat sich die Situation der deutschen Industrie weiter gefestigt. Die preis-, kalender- und saisonbereinigte Industrieproduktion blieb im Vormonatsvergleich unverändert. Über das gesamte 3. Quartal betrachtet gab der Ausstoß jedoch um spürbar 1,4 % nach. Für den Rückgang war nahezu ausschließlich die Kfz-Industrie verantwortlich, deren Produktion wegen des Zulassungstaus im Zuge der Einführung der neuen WLTP-Vorschriften deutlich sank. Im Gegensatz zur Entwicklung in der Industrie hat die Produktion im Baugewerbe erneut zugenommen. Sie stieg im September um 2,2 % und im gesamten 3. Quartal um 0,5 %. Nicht nur die Produktion, auch der Auftragseingang der deutschen Industriebetriebe hat sich im September weiter stabilisiert. Die Bestellungen sind mit einer Verlaufsrate von 0,3 % gestiegen, nachdem sie bereits im August zugelegt hatten (+2,5 %). Im gesamten 3. Quartal war jedoch ein Orderminus (-1,0 %) zu verzeichnen. Dabei stand einem Zuwachs bei den inländischen Aufträgen (+1,0 %) ein Nachfragerückgang aus dem Euroraum (-3,1 %) sowie aus dem Nicht-Euroraum (-2,0 %) gegenüber. Insgesamt legen die jüngsten Industriedaten nahe, dass sich der Zulassungstau langsam auflöst.

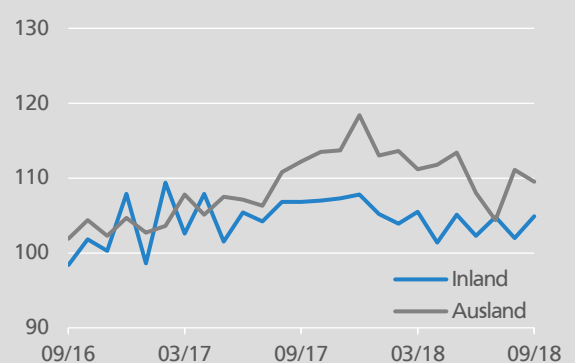
Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland
Saldenwerte, saisonbereinigt



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



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Inflationsrate steigt auf 2,5 %

Die Inflationsrate in Deutschland, basierend auf dem Verbraucherpreisindex (VPI), legte jüngst von 2,3 % im September auf 2,5 % im Oktober zu. Der Preiszuwachs fiel damit so stark aus wie seit September 2008 nicht mehr. Maßgeblich für den Anstieg der Inflationsrate waren die Dienstleistungs- und Energiepreise. Diese haben sich im Oktober mit Jahresraten von 1,8 % bzw. 8,9 % stärker verteuert als im September (+1,6 % bzw. +7,7 %). Bei den Nahrungsmittelpreisen hat sich der Preisauftrieb hingegen vermindert (+1,9 % nach +2,8 % im September).

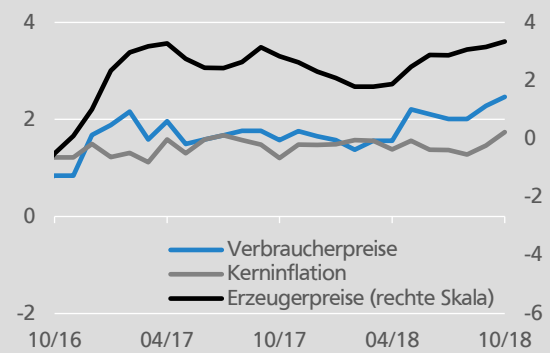
Weniger Insolvenzfälle

Im August hat sich das Insolvenzgeschehen hierzulande weiter entspannt. Von den Amtsgerichten wurden 1.616 Unternehmens- und 5.716 Verbraucherinsolvenzen gemeldet. Die Anzahl der Firmenpleiten ist damit gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat um 5,6 % gesunken; die Zahl der Verbraucherpleiten gab mit einer Jahresrate von 8,6 % noch stärker nach. Auf Grundlage der aktuell vorliegenden Daten geht das Bundesamt für das gesamte Jahr 2018 von einem Rückgang der Unternehmensinsolvenzen um 1,5 % auf 19.800 Fälle aus.

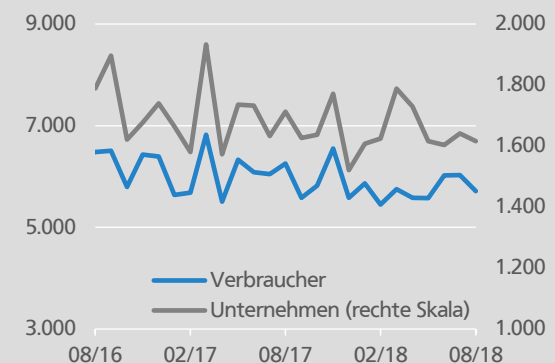
Arbeitslosenquote unter 5 % gesunken

In Deutschland haben sich am Arbeitsmarkt die günstigen Entwicklungen fortgesetzt. Die Arbeitslosenzahl ist im Oktober gegenüber dem Vormonat um 53.000 auf 2,204 Mio. Menschen zurückgegangen. Hierzu trug neben der allgemeinen Herbstbelebung auch die gute Konjunktur bei. So gab die Arbeitslosenzahl in der um die üblichen saisonalen Faktoren bereinigten Rechnung ebenfalls merklich nach (-11.000). Die Arbeitslosenquote ist im Oktober mit 4,9 % erstmals seit der Wiedervereinigung unter die 5-Prozent-Marke gesunken. Eine vergleichbar niedrige Quote hatte es in Westdeutschland zuletzt vor 37 Jahren im Herbst 1981 gegeben. In saisonbereinigter Rechnung verharrte die Arbeitslosenquote im Oktober auf ihrem niedrigen Vormonatsstand von 5,1 %. ■

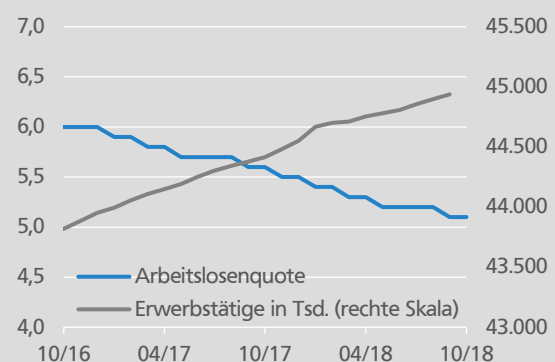
Verbraucher- und Erzeugerpreise Deutschland
gg. Vorjahr in Prozent



Insolvenzen Deutschland
Monatliche Fallzahlen



Arbeitslosenquote und Erwerbstätige Deutschland
in Prozent, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream