

# 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/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)

## Demografische Alterung verstärkt sich – Zuwanderung erleichtern, Beschäftigungsreserven mobilisieren

Die demografische Alterung wird schon mittelfristig stark dämpfend auf das Wirtschaftswachstum auswirken. Die führenden wirtschaftsforschungsinstitute rechnen in ihrer heute veröffentlichten Herbstprognose mit einem Rückgang des um Konjunktoreinflüsse bereinigten Potentialwachstums von aktuell 1,9 % auf 1,2 % im Jahr 2023. Die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter dürfte bis Ende des kommenden Jahrzehnts um gut 4 Millionen Personen geringer ausfallen als heute.

Die Wirtschaftspolitik ist gefordert, zielgerichtet gegenzusteuern, um die Folgen des demografischen Wandels abzufedern. Grundsätzlich positiv zu bewerten ist die Absicht der Bundesregierung, bis zum Jahresende ein Fachkräfte-Einwanderungsgesetz zu beschließen, damit qualifizierte Zuwanderer möglichst einfach Zugang zum deutschen Arbeitsmarkt erhalten können.

Darüber hinaus gibt es aber immer noch beträchtliche Beschäftigungspotenziale innerhalb Deutschlands. Deswegen sollte die Bundesregierung stärkere Anreize schaffen, das Arbeitsangebot zu erhöhen. Neben einem weiteren Ausbau der Kinderbetreuung würde hierzu besonders eine Verringerung der Steuer- und Abgabenlast beitragen.



### Inhalt

<b>Demografische Alterung verstärkt sich – Zuwanderung erleichtern, Beschäftigungsreserven mobilisieren</b>	<b>2</b>
Dr. Andreas Bley E-Mail: <a href="mailto:a.bley@bvr.de">a.bley@bvr.de</a>	
<b>Finanzmärkte</b>	<b>8</b>
Dr. Jan Philip Weber E-Mail: <a href="mailto:j.weber@bvr.de">j.weber@bvr.de</a>	
<b>Konjunktur</b>	<b>13</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	

## Demografische Alterung verstärkt sich – Zuwanderung erleichtern, Beschäftigungsreserven mobilisieren

Der demografische Wandel wird von den Deutschen sowohl als entscheidender Trend als auch als gravierendes Problem wahrgenommen. Nach einer Umfrage des Allensbach-Instituts vom Herbst 2017 verbinden fast zwei Drittel damit vor allem Risiken und nicht mal jeder Zehnte sieht hierin Chancen. Befürchtet werden vor allem eine längere Lebensarbeitszeit, Altersarmut und höhere Rentenbeiträge. Manche der Befürchtungen mögen übertrieben wahrgenommen werden, in der Tendenz sind sie allerdings durchaus berechtigt, insbesondere dann, wenn die Politik nicht vorausschauend handelt.

Diesen Befürchtungen gegenüber steht eine sehr ansehnliche konjunkturelle Entwicklung in Deutschland mit einem seit mehr als neun Jahren anhaltenden wirtschaftlichen Aufschwung, kontinuierlich steigenden Erwerbstätigenzahlen und einer hohen Zuwanderung sowohl von Flüchtlingen als auch von Arbeitssuchenden aus der Europäischen Union. Dies hat manche Kommentatoren dazu verleitet, das demografische Problem generell in Frage zu stellen. So betitelte Thomas Straubhaar, Volkswirtschaftsprofessor an der Universität Hamburg und ehemaliger Präsident des Hamburger Weltwirtschaftsinstituts HWWI, sein in 2016 veröffentlichtes Buch „Untergang abgesagt. Wider die Mythen der Demografie“.

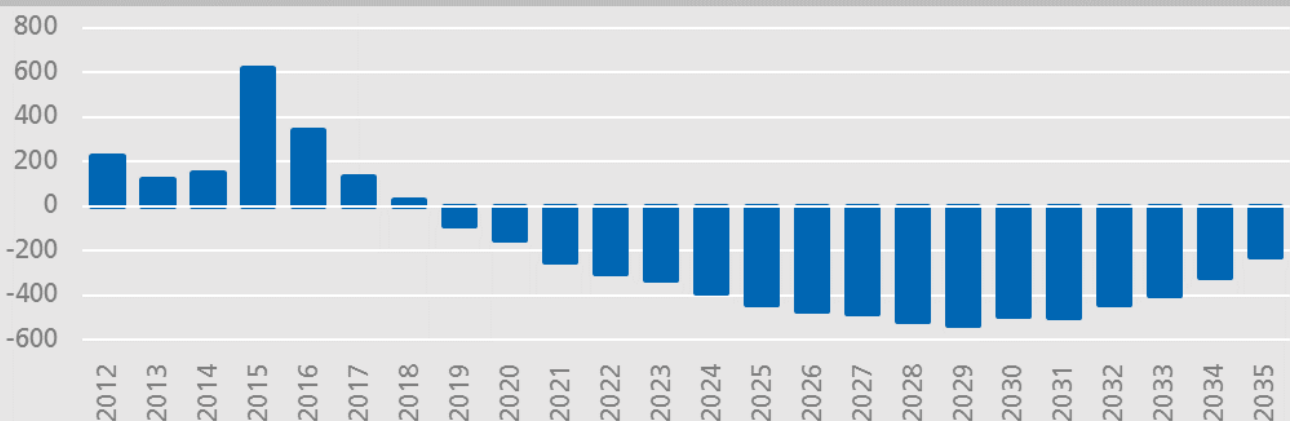
### „Demografische Pause“ ist bald zu Ende

Doch gibt es bei nüchterner Betrachtung wenig Anlass, die Grundtrends des demografischen Wandels in Frage zu stellen. Der demografische Wandel wird schon in den kommenden Jahren mehr und mehr fühlbar werden. Natürlich gelten Bevölkerungsvorausrechnungen immer nur unter Annahmen. In der folgenden Analyse wurde ein plausibles, vom Statistischen Bundesamt berechnetes Szenario als Grundlage verwendet, das (a) von einer kaum veränderten Geburtenrate von 1,5 Kindern pro Frau ausgeht und (b) einen moderaten Anstieg der Lebenserwartung bei Geburt im Jahr 2060 für Jungen auf 84,7 und für Mädchen auf 88,6 Jahre annimmt und schließlich (c) einen Rückgang der Nettozuwanderung von 750 000 auf 200 000 im Jahr 2021 unterstellt, der danach auf diesem Niveau konstant bleibt.

Längerfristig ist der hier unterstellte Wanderungsüberschuss von 200.000 Personen realistischer als die geringeren Zuwachsraten, die vor dem Beginn der Flüchtlingswelle meistens unterstellt worden waren. Eine Netto-Zuwanderung in der hier unterstellten Größenordnung entspricht ungefähr dem Durchschnittswert für die 20 Jahre vor dem Jahr 2015, das aufgrund des rekordhohen Zustroms an Flüchtlingen eine Sondersituation darstellt.

### Erwerbsfähige Bevölkerung

Altersgruppe 20-65 Jahre, Veränderung in Tsd. Personen



Quelle: Destatis, 13. Koordinierte Bevölkerungsprognose, Aktualisierung von 2017 (G1-L1-W2015)

### Baby-Boomer gehen in Rente

Die kommenden Jahre werden sehr stark durch den allmählichen Übergang der Baby-Boomer-Generation vom Arbeitsleben in den Ruhestand geprägt sein. Hierzu zählen üblicherweise die Geburtsjahrgänge von in etwa Mitte der 1950er bis Mitte der 1960er Jahre. Wird als Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter über den gesamten Zeithorizont die Altersgruppe von 20-65 Jahren verwendet, so zeigt sich ab dem Jahr 2019 eine zunehmende Verringerung der erwerbsfähigen Bevölkerung, der Ende des kommenden Jahrzehnts mit jährlichen Rückgängen von rund 500.000 Personen seinen Höhepunkt erreichen dürfte. Die aktuelle Phase wird oft als „demografische Pause“ bezeichnet, weil die künftigen Veränderungen zwar schon in der Altersstruktur der Bevölkerung angelegt sind, in den jährlichen Veränderungszahlen aber noch nicht zum Ausdruck kommen.

### Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter geht massiv zurück

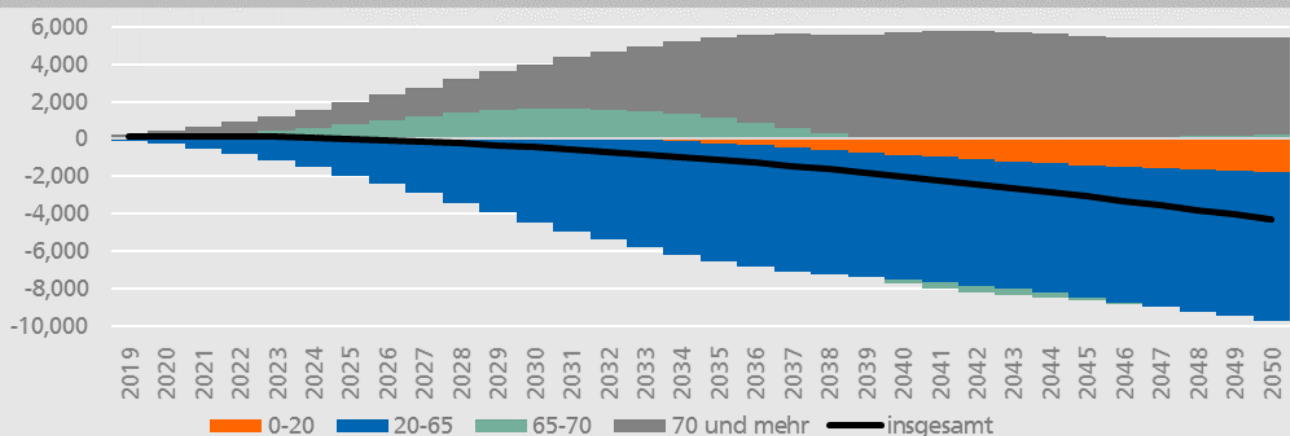
Eine detailliertere Perspektive auf die demografischen Veränderungen ergibt sich, wenn die Veränderungen für verschiedene Altersgruppen in den kommenden Jahren und Jahrzehnten kumuliert betrachtet werden.

Hierbei wird das Jahr 2019 als Ausgangsjahr verwendet. Die Bevölkerung verringert sich in wachsendem Tempo. Bis zum 2030 beläuft sich der kumulierte Rückgang noch auf überschaubare 400 Tausend Personen, bis zum Jahr 2050 wächst er auf stattliche 4,3 Millionen Personen. Noch dramatischer ist der Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter. Er summiert sich bereits bis zum Jahr 2030 auf 4,4 Millionen Personen und steigt bis zum Jahr 2050 auf 8,0 Millionen Personen. Einer zunächst noch wenig veränderten Gesamtbevölkerung steht somit eine deutlich geringere Anzahl an potentiell Erwerbstätigen gegenüber.

Diesem Rückgang wird zum Teil durch eine Verlängerung der Lebensarbeitszeit begegnet, wie sie mit der Erhöhung der gesetzlichen Altersgrenze in der Rentenversicherung von 65 auf 67 Jahre ja bereits umgesetzt wird. Doch würde selbst eine weitere Erhöhung des Rentenalters auf 70 Jahre die Wirkungen der demografischen Alterung auf den Arbeitsmarkt in den kommenden 10-20 Jahren nur etwas abmildern und zeitlich verschieben, bei Weitem aber nicht aufheben können. Der maximale Entlastungseffekt liegt bei einer vollständigen Einbeziehung der 65-70-Jährigen auf dem Arbeitsmarkt bei 1,5 Millionen Personen. Aufgrund der Alterung der Gesellschaft wird danach aber

### Demographischer Wandel

Kumulierte Veränderung der Bevölkerung nach Altersgruppen, in Tsd. Personen



Quelle: Destatis, 13. koordinierte Bevölkerungsprognose, Aktualisierung von 2017 (G1-L1-W2015)

auch die Altersgruppe der 65-70-Jährigen Schritt für Schritt kleiner und würde ab dem Jahr 2040 sogar geringer ausfallen als aktuell.

Infolge der immer stärker werdenden Alterung der Gesellschaft steigt der demografische Altenquotient deutlich an. Liegt der Anteil der Bevölkerung ab 65 Jahren an der erwerbsfähigen Bevölkerung (20-65 Jahre) 2019 mit rund 35 % noch bei knapp über einem Drittel, steigt er bis 2032 auf 50 % und schließlich im Jahr 2055 noch etwas weiter auf 55 %. Während also heute auf drei potentiell Erwerbstätige ein Rentner entfällt, liegt das Verhältnis schon in rund 15 Jahren ungefähr bei 1:1.

### Wachstum mittelfristig deutlich niedriger

Die schrumpfende Erwerbsbevölkerung wird bereits mittelfristig merkliche Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum haben. Dies ergibt sich aus Rechnungen der führenden Forschungsinstitute in ihrer heute veröffentlichten Gemeinschaftsdiagnose. Die Institute berechnen die Rate des von kurzfristigen Konjunkturfaktoren unabhängigen Potenzialwachstums, das sich aus der Entwicklung der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital sowie Annahmen über den technischen Fortschritt ableitet, die sich hinter dem technischen Ausdruck der „totalen Faktorproduktivität“ verbirgt.

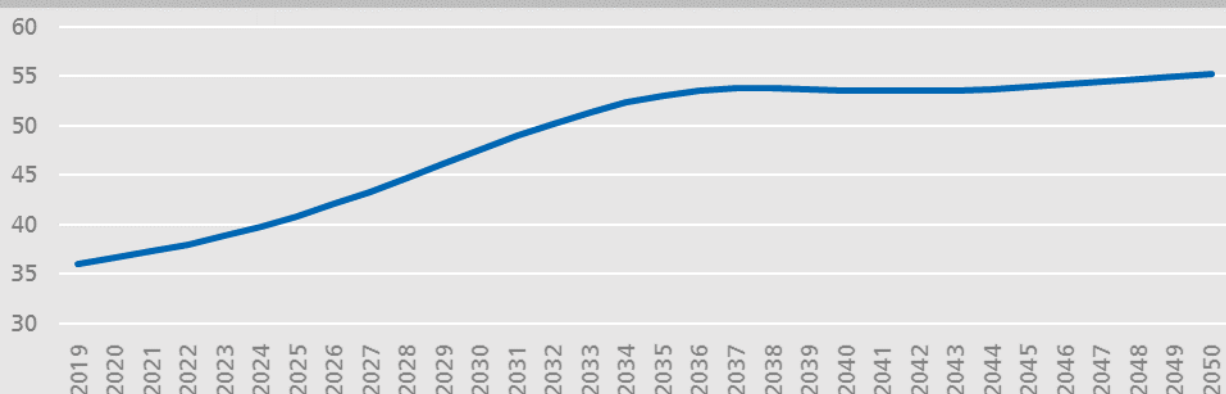
Ergebnis der Institute ist, dass das Bruttoinlandsprodukt unter den Voraussetzungen des aktuellen Bevölkerungszuflusses (und entsprechender Annahmen über die Integrationsdauer der verschiedenen Migrantengruppen am Arbeitsmarkt) aktuell preisbereinigt um 1,9 % zunehmen kann, ohne dass die gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsengpässe zunehmen und Inflationsdruck entsteht.

Aufgrund der auch von den Instituten unterstellten rückläufigen Zuwanderung dürfte aber der Impuls der zusätzlichen Arbeitskräfte zum Beginn der kommenden Dekade auslaufen und danach zur Wachstumsbremse werden. So ist die Anzahl sozialversicherungspflichtig Beschäftigter ausländischer Herkunft seit dem Jahr 2010 nach Angaben des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) um rund 1,7 Millionen Personen gestiegen. Davon kamen etwa 930 000 Personen aus den mittel- und osteuropäischen EU-Staaten.

Auch bei weiteren Produktivitätssteigerungen im längerfristigen Trend und einer normalen Investitionstätigkeit geht nach den Prognosen der Forschungsinstitute das Trendwachstum bis 2023 auf nur noch 1,2 % zurück. Am Arbeitsmarkt sind mehrere Faktoren für den Rückgang des Trendwachstums verantwortlich.

### Der Altenquotient steigt schnell an

Anteil der Bevölkerung ab 65 Jahren an der erwerbsfähigen Bevölkerung (20-65 Jahre) in %



Quelle: Destatis, 13. koordinierte Bevölkerungsprognose, Aktualisierung von 2017 (G1-L1-W2015)

Zum einen ist dies der bereits besprochene beginnende Rückgang der Personen im erwerbsfähigen Alter unter der Annahme einer Netto-Zuwanderung von immerhin 200.000 Personen pro Jahr. Hinzu kommt, dass es immer schwerer wird, Beschäftigungspotentiale durch die weitere Rückführung der Erwerbslosenquote zu erschließen. Parallel dazu dürfte der Anstieg der Partizipation insbesondere von Frauen und Älteren angesichts der bereits erzielten Zuwächse (Sättigungseffekt) niedriger ausfallen. Negativ auf den Arbeitseinsatz wirkt darüber hinaus der Trend bei den Arbeitsanbietern zu kürzeren wöchentlichen Arbeitszeiten.

### Wirtschaftspolitik auf falschem Kurs

Die zu erwartenden demografischen Veränderungen sind im Grunde schon lange bekannt. Die Politik hat unter anderem mit der Einführung der „Riester-Rente“ im Jahr 2002, mit der Schaffung des „Nachhaltigkeitsfaktors“ in der Rentenformel im Jahr 2004 und der im Jahr 2007 beschlossenen „Rente mit 67“ wichtige Meilensteine zur Sicherung der langfristigen Finanzierbarkeit der gesetzlichen Rente beschlossen. Diese Reformen waren ökonomisch notwendig. Gleichzeitig waren sie mutig, denn Kürzungen von Rentenansprüchen wie auch eine Verlagerung der Ruhestandsgrenze sind den Bürgerinnen und Bürgern schwer zu vermitteln und haben den jeweiligen Regierungsparteien Wählersympathien und -stimmen gekostet.

Umso gefährlicher ist es, wenn die aktuell gute Wirtschaftslage die Politik zu einem Kurswechsel verleitet, der nicht nachhaltig finanzierbar ist. Die Voraussetzungen für finanzpolitische Spendierhosen sind mit der guten Konjunktur und den damit verbundenen sprudelnden Steuereinnahmen und den niedrigen Zinsen auf Sicht noch gegeben. Nach Rechnungen der Bundesbank aus dem Jahr 2017 führen alleine die günstigen staatlichen Finanzierungskosten zu niedrigeren Zinsausgaben der öffentlichen Haushalte Deutschlands in Höhe von rund 45 Mrd. Euro pro Jahr.

Schon das Rentenpaket 2014 war ein kostspieliger Schritt in die falsche Richtung. Mit der abschlagfreien Rente mit 63 nach 45 Beitragsjahren und der Mütter-

rente wurde der Leistungskatalog der Rentenversicherung ausgeweitet und das Prinzip der Teilhabeäquivalenz, also die Koppelung der erhaltenen Rentenleistungen an die selbst geleisteten Beiträge, weiter geschwächt. Eleganterweise werden zur Finanzierung die Beitragszahler herangezogen, was die Belastungen auf die Jüngeren verschiebt und die künftige Finanzierung der gesetzlichen Rente noch schwieriger gestaltet.

### Rentenpakt langfristig kaum finanzierbar

Mit dem Ende August dieses Jahres vom Kabinett auf den Weg gebrachte „Rentenpakt“ werden die nicht nachhaltig finanzierten Rentenversprechen weiter ausgeweitet. Kostspielig ist der Ausbau der Mütterrente. Mütter von vor 1992 geborenen Kindern wird ein weiteres halbes Kinderziehungsjahr angerechnet, was alleine bis 2025 zu Kosten von 28,5 Mrd. Euro führt.

Noch wesentlich schwerwiegender sind die Auswirkungen der so genannten „doppelten Haltelinie“, derzufolge das Standardrentenniveau vor Steuern nicht unter 48 % absinken soll, während gleichzeitig der Beitragssatz zur gesetzlichen Rente nicht über 20 % steigen soll. Beide Haltelinien sollen bis 2025 gelten. Es ist aber unwahrscheinlich, dass die Politik dann die Entschlossenheit aufbringen wird, diese Limits wieder aufzugeben.

Der relativ kurze Zeitraum der Haltelinien bis 2025 ist dabei wohl von der Politik mit Bedacht gewählt. Künftige Bundesregierungen werden mit schwierigen Entscheidungen konfrontiert, die die große Koalition aktuell nicht angehen will. Nach Berechnungen des Münchener Max-Planck-Instituts für Sozialrecht und Sozialpolitik ist der Finanzierungsbedarf bis 2025 noch relativ gering und erhöht sich danach dramatisch.

Bei der Finanzierung des Rentenpakts ist festgelegt, dass eventuelle Finanzierungsbedarfe durch Steuermittel ausgeglichen werden. Um die zusätzlichen Belastungen in den Jahren 2025-2030 aus Steuermitteln zu finanzieren, wäre nach den Berechnungen des Max-Planck-Instituts eine Erhöhung der Mehrwertsteuer um 3 Prozentpunkte erforderlich. Langfristig wäre



nach den Berechnungen sogar eine Erhöhung um 6-7 Prozentpunkte notwendig. Die gesetzliche Rente würde sich von einer überwiegend beitragsfinanzierten zu einer hauptsächlich steuerfinanzierten Leistung wandeln. Der von der Bundesregierung beschlossene Aufbau eines „Demografiefonds“, dem jedes Jahr 2 Mrd. Euro zugeführt werden sollen, ist da nur ein Tropfen auf den heißen Stein und kein substanzieller Beitrag zur Deckung der Finanzierungslücke der gesetzlichen Rentenversicherung.

### Geplantes Einwanderungsgesetz zu begrüßen

Anstatt sich auf teure Ausgabenprogramme zu fokussieren, sollte die Bundesregierung sich zum Ziel setzen, Beschäftigungsreserven zu mobilisieren, um so der zunehmenden Fachkräfteverknappung entgegen zu wirken. Grundsätzlich positiv zu bewerten ist die Absicht der Bundesregierung, bis Jahresende ein Fachkräfte-Einwanderungsgesetz zu beschließen, damit qualifizierte, arbeitssuchende Zuwanderer möglichst einfach Zugang zum deutschen Arbeitsmarkt erhalten können.

Das Eckpunktepapier der Bundesregierung bietet hierfür eine gute Ausgangsbasis. Grundsätzlich sollte der Arbeitsmarkt allen qualifizierten Einwanderern offenstehen, die über ein Arbeitsplatzangebot verfügen und ausreichend deutsch sprechen. Komplizierte Mechanismen wie die aktuelle Vorrangprüfung, nach der zuerst geprüft werden muss, ob alternativ Bewerber aus der EU für den Arbeitsplatz zur Verfügung stehen, sollten entfallen. Eine befristete Aufenthaltserlaubnis sollte Arbeitssuchenden mit ausreichenden deutschen Sprachkenntnissen ermöglicht werden, allerdings ohne eine Gewährleistung von Sozialleistungen.

### Beschäftigungsreserven mobilisieren

Doch sollte Deutschland nicht alleine auf qualifizierte Migration zur Lösung des Demografie-Problems setzen. Trotz der hohen Beschäftigungszuwächse und der niedrigen Arbeitslosenquote gibt es noch erhebliche unerschlossene Beschäftigungspotentiale. Zwar ist es gelungen, die Arbeitsmarktpartizipation in Deutschland gerade bei Frauen und älteren Personen deutlich zu erhöhen. In der Altersgruppe von 55-64 Jahren

standen nach den Statistiken der Organisation für ökonomische Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) in 2017 72,6 % der Bevölkerung dem Arbeitsmarkt zur Verfügung, in 2017 war der Anteil mit 57,2 % noch deutlich niedriger. Manche Länder, wie etwa Schweden erreichen allerdings mit 80,0 % eine nochmals deutlich höhere Quote. Hoch ist im internationalen Vergleich auch die Partizipation von Frauen im Altersbereich von 25-54 Jahren mit 82,5 % (2001: 80,6 %), wiederum zeigen einzelne Länder, wie etwa Schweden mit 88,7 %, dass noch weitere Steigerungen möglich sind.

Doch könnte nicht nur die Arbeitsmarktbeteiligung weiter gesteigert, sondern auch das Arbeitsvolumen pro Kopf noch ausgeweitet werden. Dies illustriert ein Vergleich des Arbeitsvolumens der in der OECD kooperierenden fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Die jährliche Pro-Kopf-Arbeitszeit ist in Deutschland mit 1.359 am niedrigsten (2017), der OECD-Durchschnitt liegt mit 1.759 Stunden fast 30 % höher. Dies liegt nur zum Teil an der im internationalen Vergleich eher niedrigen Wochenarbeitszeit und der vergleichsweise hohen Anzahl an Urlaubstagen, sondern vor allem an dem hohen Anteil der Teilzeitarbeit bei Frauen von 36,8 % im Vergleich zum OECD-Schnitt von 25,5 %.

Sicher mögen das geringe Pro-Kopf-Arbeitsvolumen in Deutschland und die noch ausbaufähigen Partizipationsraten zum Teil das Ergebnis einer Freizeit-Vorliebe der Deutschen sein, die meisten Teilzeitbeschäftigten haben ihre verringerte Beschäftigung freiwillig gewählt. Zum Teil ist das geringe Arbeitsvolumen aber auch das Ergebnis der durch das Steuer- und Abgabensystem und andere institutionelle Gegebenheiten erzeugten Anreize, wie etwa im Fall bei unzureichenden Möglichkeiten der Kinderbetreuung. Insofern muss der weitere quantitative und qualitative Ausbau der Kinderbetreuung weiter oben auf der politischen Agenda bleiben.

### Steuer- und Abgabenlast senken

Auf Seiten der Steuer- und Abgabenlast hat Deutschland in jedem Fall Handlungsbedarf. Nach Berechnungen der OECD liegt Deutschland bei der Belastung der Einkommen abhängig Erwerbstätiger mit Steuern und Sozialabgaben (employee net average tax rate) deutlich über dem OECD-Durchschnitt, es gibt also aus Arbeitnehmersicht relativ wenig „netto vom brutto“. Bei alleinstehenden Beschäftigten ohne Kinder ist die Belastung mit 39,9 % (2017) am zweithöchsten, der OECD-Schnitt liegt hier bei 25,5 %. Für die Familien mit durchschnittlichem Einkommen (ein Einkommen, zwei Kinder) unter Berücksichtigung familienpolitischer Maßnahmen liegt Deutschland auf Platz sieben mit 21,7 % gegenüber dem OECD-Schnitt von 14,0 %.

Die außerordentlich günstige Einnahmesituation der öffentlichen Hand sollte daher für eine Senkung der Steuer- und Abgabenlast genutzt werden, insbesondere auch mit Blick auf die mittleren und niedrigen Einkommen. Dabei ist auch zu überdenken, ob angesichts der inzwischen guten Arbeitsmarktlage mit den Minijobs Ungleichbehandlung von Neben- und Hauptjobs bei der Belastung mit Steuern und Abgaben auch künftig aufrechterhalten werden soll.



## Finanzmärkte

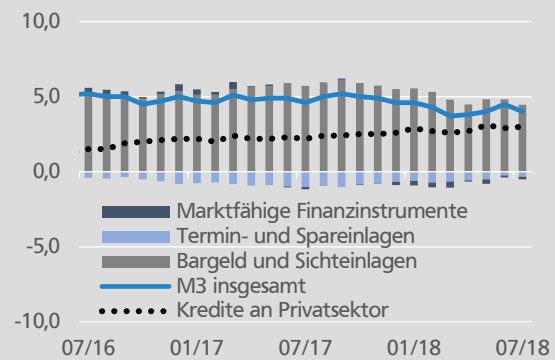
### Inflationsrisiko im Euroraum bleibt moderat

Nach den aktuellen Zahlen des BVR Zins-Tacho bleibt das Inflationsrisiko weiterhin moderat. Das Barometer zur Messung des mittelfristigen Inflationsdrucks notierte im September bei 57 von 100 möglichen Punkten. Damit liegt der Tacho 1 Zähler unter seinem Punktestand vom August. Den größten Anteil am Inflationsdruck trug im September weiterhin die Konjunktur im Währungsraum, wenngleich deren Unterindikator leicht um 2 Zähler auf 67 Punkte fiel. Der preistreibende Einfluss der Kreditvergabe und der Preise und Kosten im Euroraum gingen ebenfalls im Monatsvergleich leicht zurück.

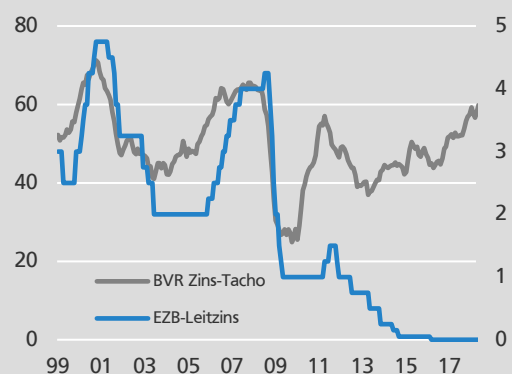
### EZB hält Kurs

Der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) hat im September mit seiner geldpolitischen Entscheidung den Kurs der EZB der vergangenen Monate bestätigt. Die europäischen Währungshüter beließen den Leitzins wie allgemein erwartet auf dem Rekordtief von 0 %. Auch der Zins für Übernachteinlagen der Geschäftsbanken bei der EZB blieb unverändert bei - 0,4 %. Einen ersten Zinsschritt dürfte es erst im Spätsommer oder Frühherbst 2019 geben. Die führenden Notenbanker des Euroraumes kündigten auf ihrer Sitzung darüber hinaus an, dass sie - wie versprochen - das Aufkaufen neuer Wertpapiere zum Jahresende auslaufen lassen. Zum Oktober werden die monatlichen Aufkäufe dafür zunächst auf 15 Mrd. Euro halbiert. Rückflüsse aus dem Wertpapieraufkaufprogramm wird die EZB aber weiter am Markt reinvestieren. Der EZB-Rat präsentierte auch die aktuelle Konjunktur- und Inflationsprognose für den Euroraum. So erwarten die Volkswirte der EZB für den Euroraum ein weiterhin stabiles Wachstum in Höhe von 2,0 % in 2018 und 1,8 % in 2019. EZB-Präsident Mario Draghi wies zwar auf die aktuellen, weltweiten Konjunkturrisiken durch den Handelsstreit und den Problemen in den Schwellenländern hin. Nach Ansicht Draghis sei die Wirtschaft im Euroraum jedoch in einer so stabilen Verfassung, dass diese Risiken beherrschbar blieben. Die Inflationsrate dürfte nach Einschätzung der EZB bis 2020 pro Jahr im Schnitt bei 1,7 % liegen.

Beiträge zum M3-Wachstum  
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



BVR Zins-Tacho  
in Punkten



	Jul. 18	Aug. 18	Sep. 18
<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>59</b>	<b>58</b>	<b>57</b>
Konjunktur (50 %)	70	69	67
Preise/Kosten (40 %)	49	49	48
Kreditdynamik (10 %)	42	42	41

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

## Nächste Zinserhöhung in den USA

Die US-Notenbank Fed hat im September das dritte Mal in diesem Jahr den Leitzins für die US-Wirtschaft erhöht. Wie im Vorfeld der geldpolitischen Sitzung der Fed erwartet worden war, erhöhte die Fed den Zielsatz für den Leitzins um 25 Basispunkte auf eine Spanne zwischen 2,0 und 2,25 %. Das war die achte Erhöhung des US-Leitzinses in Folge seit Beginn der Zinswende im Winter 2015. Die Fed hält damit weiterhin den Kurs einer restriktiver werdenden Geldpolitik.

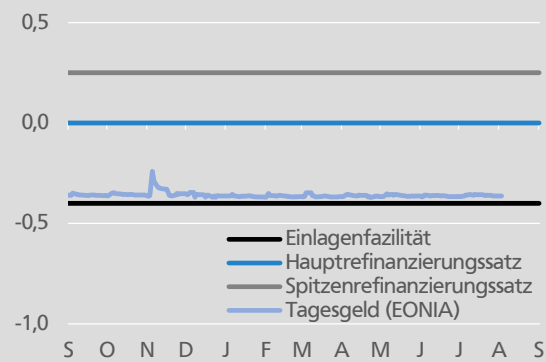
Die Mitglieder des für die Geldpolitik zuständigen Offenmarktausschusses signalisierten am gestrigen Tag, dass sie ihren zinsstraffenden Kurs mittelfristig beibehalten werden. Es könnte also noch Ende dieses Jahres eine weitere Zinserhöhung geben. Die US-Notenbanker begründeten ihren geldpolitischen Kurs mit der guten konjunkturellen Lage in den USA und der exzellenten Situation auf dem US-Arbeitsmarkt.

Angesichts der Kritik seitens Donald Trumps am restriktiveren Kurs der US-Geldpolitik der Fed betonte Fed-Chef Jerome Powell auf der Pressekonferenz im Anschluss an die Sitzung des Offenmarktausschusses noch einmal die Unabhängigkeit der Notenbank von der Politik. Zudem äußerte er sich besorgt über die Handelskonflikte der USA

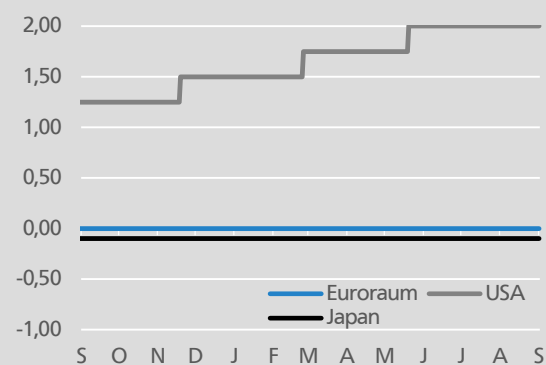
## Geldmarktzinsen unverändert

Die Geldmarktzinsen im Euroraum haben sich im September nicht verändert. Der 3-Monats-Euribor notierte am 25. September auf seinem Vormonatsultimo von - 0,32 %. Der 12-Monats-Euribor blieb mit - 0,17 %, ebenfalls unverändert. Der Tagesgeldsatz notierte im Monatsschnitt wie im August bei - 0,36 %.

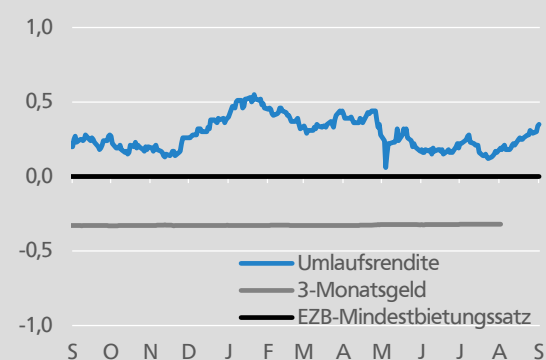
Wichtige Zinsen im Euroraum  
in Prozent



Notenbankzinsen international  
in Prozent



Geld- und Kapitalmarktzinsen  
in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Renditewachstum bei Bundesanleihen

Bundesanleihen waren im September weniger stark gefragt. Das ließ deren Kurse auf Monatssicht sinken und deren Renditen steigen. Die Umlaufrendite börsennotierter Bundeswertpapiere kletterte im September um 17 Basispunkte auf 0,35 %. Die Rendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit stieg im gleichen Zeitraum um 20 Basispunkte auf 0,53 %. In den USA kam es im Vergleich zum Vormonatsultimo zu einem Renditeanstieg in Höhe von 21 Basispunkten auf 3,06 %.

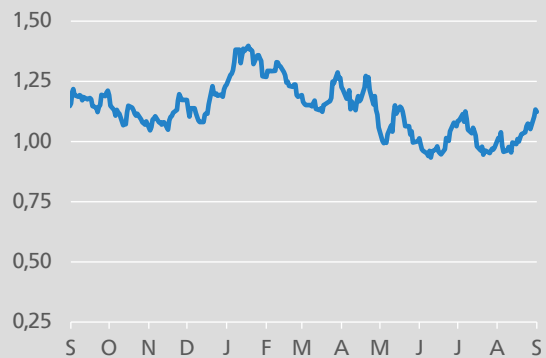
Grund für den Renditeanstieg dies- wie jenseits des Atlantiks war ein zunehmender Optimismus an den Märkten. Starke Konjunkturdaten aus den USA beflügelten die Stimmung unter den Anlegern. Wichtige Stimmungsindikatoren und der US-Arbeitsmarkt überraschten mit einer noch besseren Entwicklung. Auch die freundliche Stimmung an den Aktienmärkten trieb die Renditen. Zudem belastete der zuversichtliche Konjunkturausblick Mario Draghis die Festverzinslichen.

Die gute Konjunktur in den USA beflügelte die Zinsfantasien in den USA. So kamen neue Spekulationen auf, die Fed könnte die Zinsstraffung schneller als bislang erwartet vorantreiben. Auf ihrer geldpolitischen Sitzung am vergangenen Mittwoch bestätigte die Fed die Erwartungen der Märkte, indem sie ihren Zielsatz für den Leitzins um 25 Basispunkte auf einen Zinskorridor von 2 bis 2,25 % an hob. Eine weitere Anhebung könnte zum Ende des Jahres erfolgen.

Neben den Vorgaben aus den USA sorgte auch die starke Nachfrage nach italienischen Anleihen für steigende Renditen bei den besonders sicheren Bundesanleihen. Viele Anleger reagierten erleichtert auf die Nachricht aus Rom, dass die neue italienische Regierung ein Haushaltsdefizit von etwas über zwei Prozent anstrebe, und griffen bei italienischen Staatspapieren zu. Bislang war die Mehrzahl der Marktbeobachter von einem Defizit in Höhe von 3 Prozent ausgegangen.

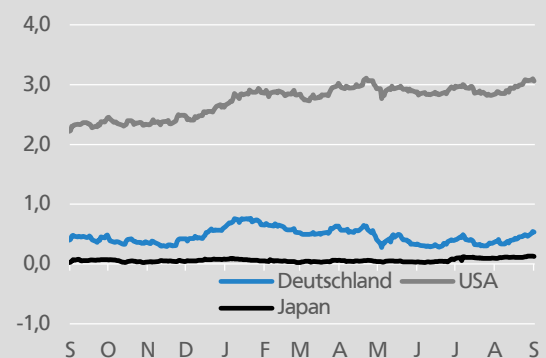
### Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



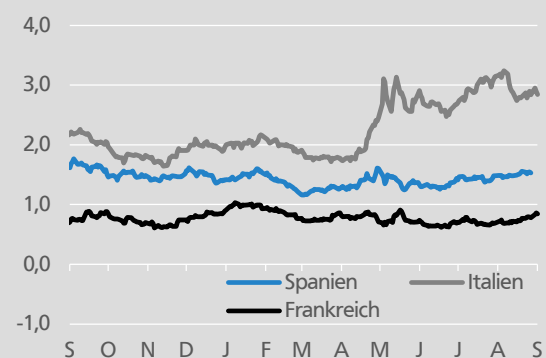
### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



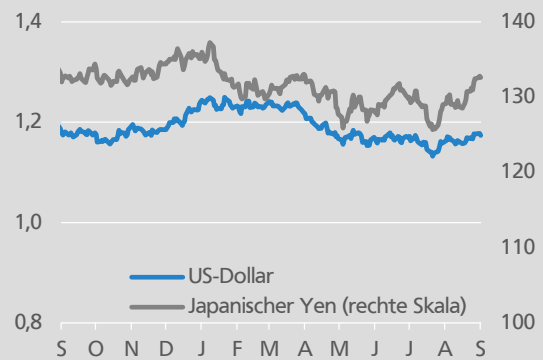
Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Euro legt leicht zu

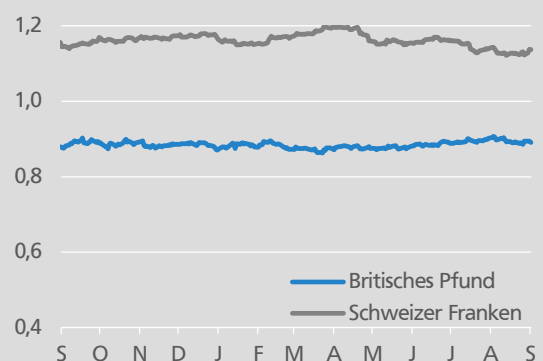
Der Euro-Dollar Kurs ist im September leicht gestiegen. Der Wechselkurs notierte am 26. September bei knapp 1,18 US-Dollar. Das war rund 1 US-Cent mehr als noch Ende August. Beflügelt wurde der Euro von positiven Äußerungen des EZB-Präsidenten Mario Draghi über den Euroraum. Zwar wies der EZB-Notenbankchef auf die wirtschaftlichen Risiken des aktuellen Handelsstreits zwischen den USA und seinen Handelspartnern hin. Allerdings relativierte er die Turbulenzen in zahlreichen Schwellenländern sowie die negativen Auswirkungen des Handelskonfliktes für den Euroraum. Aus Sicht der EZB dürfte die stabile Binnennachfrage im Währungsraum die wirtschaftlichen Risiken neutralisieren. Diese Aussagen ließen die Furcht vor einem Abflauen der Euro-Wirtschaft in den Hintergrund treten. Viele Händler schichteten daraufhin ihre Gelder von Dollar in Euro um. Zuvor war der Dollar von vielen Investoren als "sicherer Hafen" verstärkt genutzt worden. Belastet wurde der Euro hingegen von schwachen Konjunkturdaten aus dem Euroraum und starken Konjunkturdaten aus den USA. Dadurch wurden die Kursgewinne gegenüber dem Greenback leicht eingegrenzt. Unter anderem hatte der Einkaufsmanagerindex der Industrie des Euroraums enttäuscht.

Angeschlagen blieb im September die türkische Lira. Zwar konnte die türkische Notenbank die negativen Effekte der heimischen Wirtschaftskrise zwischenzeitlich abschwächen. Mit einer kräftigen Zinsanhebung um 6,25 Prozentpunkte auf 24 % bremste die türkische Notenbank den Währungsverfall vorübergehend aus. Die Zinsanhebung fiel weit stärker aus, als im Vorfeld erwartet worden war. Allerdings konnte sich die türkische Währung nicht aus ihrer Schwächephase befreien. Grund hierfür war unter anderem die Enttäuschung der Anleger über die wirtschaftspolitische Stellungnahme des türkischen Finanzministers, der den Märkten wichtige Details über die Bewältigung der Wirtschaftskrise schuldig blieb.

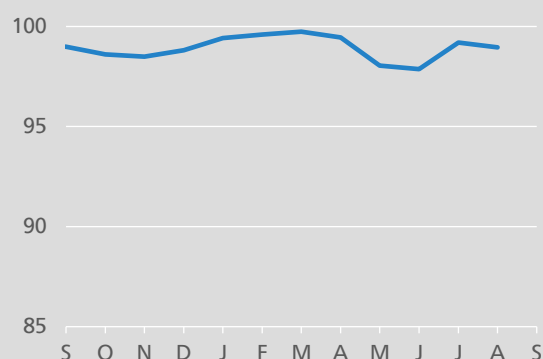
**Euro-Wechselkurs (I)**  
Ausländerwährung pro Euro



**Euro-Wechselkurs (II)**  
Ausländerwährung pro Euro



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Dow Jones erreicht neues Allzeithoch

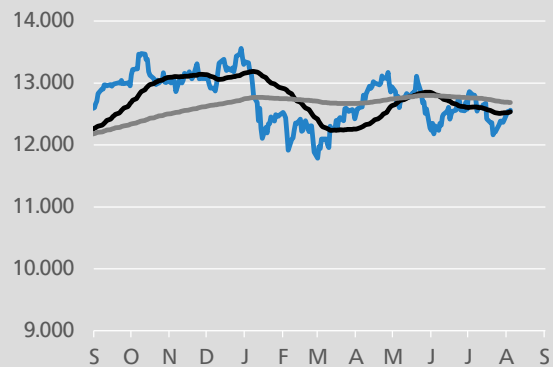
Die Aktienmärkte entwickelten sich im September unterm Strich positiv. Vor allem der US-Aktienmarkt zeigte sich in einer guten Verfassung. Der DAX profitierte dabei von den Gewinnen an den US-Aktienmärkten. Vielerorts setzte sich die Ansicht durch, dass sowohl der Handelsstreit als auch die Probleme in den Schwellenländern das Wachstum in den Industrienationen nicht nachhaltig schwächen werden. Eine Rolle spielte dabei auch die unterm Strich positive Konjunkturschätzung der EZB. Auch der Hexensabbat am DAX konnte die Gewinne nicht schmälern.

Grundsätzlich trieb in der ersten Monatshälfte die Hoffnung auf eine Annäherung im Handelsstreit zwischen den USA und China die Kurse. Gleichwohl blieben die Zweifel und Sorgen um den Welthandel in der zweiten Monatshälfte ausgeprägt. Sie traten jedoch angesichts der guten US-Konjunktur in den Hintergrund. Die Leitzinsanhebung in der Türkei wurde an den Märkten positiv aufgenommen. Das Schwellenländerproblem rückte damit aus dem Fokus der Anleger.

Der DAX zog erst in der zweiten Monatshälfte mit einer besseren Performance nach. Bis zum 26. September stieg der DAX im Vergleich zum Vormonatsultimo um 0,2 % auf 12.386 Punkte. Der Dow Jones kletterte im gleichen Zeitraum um 1,6 % auf 26.385 Zähler. Zwischenzeitlich notierte der Dow Jones mit 26.743 Punkten auf einem neuen Allzeithoch zum Handelsschluss.

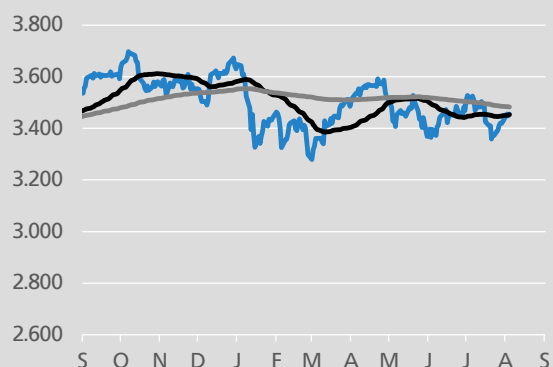
### Deutscher Aktienmarkt

Dax, 40-/200-Tagesschnitt



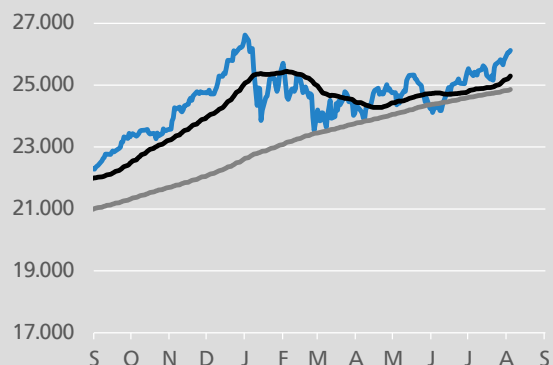
### Aktienmarkt im Euroraum

Euro-Stoxx 50, 40-/200-Tagesschnitt



### Aktienmarkt USA

Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Konjunktur

### Wachstum gewinnt im Euroraum an Breite

Eurostat hat inzwischen detaillierte Angaben zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung des Euroraums für das 2. Quartal veröffentlicht und dabei das zentrale Ergebnis seiner ersten Berechnungen bestätigt. Nach aktuellem Datenstand legte das preis- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) gegenüber dem Vorquartal um 0,4 % zu, nachdem es bereits im 1. Quartal um 0,4 % gestiegen war. Der BIP-Zuwachs war allerdings im Frühjahrsquartal breiter angelegt als zuvor. So expandierten neben den privaten und staatlichen Konsumausgaben (+0,2 % bzw. +0,4 %) sowie den Bruttoanlageinvestitionen (+1,2 %) auch die Exporte (+0,6 %) und Importe (+1,1 %). Im ersten Quartal waren die Exporte und Importe hingegen noch zurückgegangen.

### Schwache Industrieproduktion

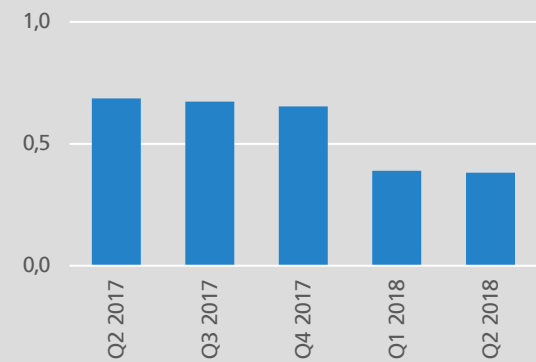
Die Industriebetriebe des Euroraums haben ihren Ausstoß im Juli erneut vermindert. Die Produktion ist gegenüber dem Vormonat um 0,8 % gesunken, nachdem sie bereits im Juni um 0,8 % nachgegeben hatte. Die Erzeugung befindet sich damit in etwa wieder auf dem Niveau, das sie im Mai erreicht hatte. In naher Zukunft dürfte sie wieder einen Wachstumskurs einschlagen. Dies signalisiert zumindest der Order-Indikator. Der Indikator lag im August bei 5,0 Punkten und damit weiterhin über dem entsprechenden Wert des Vorjahresmonats (2,5 Punkte).

### Leichter Rückgang der Inflationsrate

Die Euroraum-Inflationsrate, basierend auf dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), ist jüngst geringfügig von 2,1 % im Juli auf 2,0 % im August zurückgegangen. Nach wie vor geht die stärkste Steigerungswirkung auf die Gesamtrate von den Energiepreisen aus. Diese verteuerten sich im August allerdings etwas weniger deutlich als zuvor (+9,2 % nach +9,5 % im Juli). Bei den Dienstleistungspreisen blieb der Auftrieb eher schwach. Sie stiegen um 1,3 %, nachdem sie im Juli um 1,4 % zugelegt hatten.

#### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

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



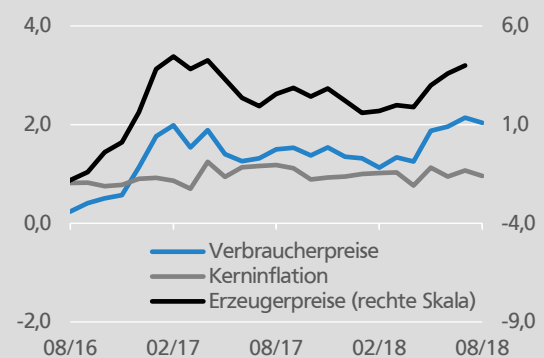
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

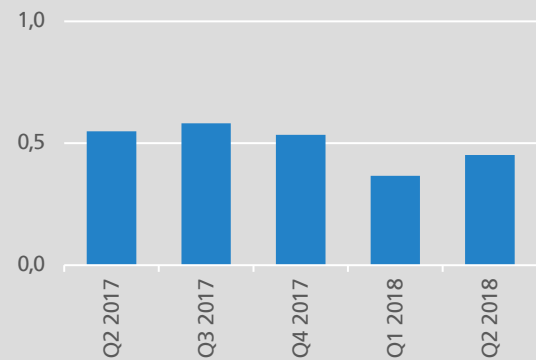
## Wirtschaftsforscher senken Wachstumsprognose für Deutschland

Die an der Gemeinschaftsdiagnose teilnehmenden Wirtschaftsforschungsinstitute haben heute ihr aktuelles Herbstgutachten vorgelegt. Demnach dürfte die Wirtschaftsleistung Deutschlands im Jahr 2018 schwächer expandieren als zuvor erwartet. Die Forschungsinstitute gehen davon aus, dass das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) um 1,7 % steigen wird. In ihrem Frühjahrsgutachten hatten sie noch einen Anstieg um 2,2 % prognostiziert. Begründet wird die Abwärtskorrektur des Prognosewerts unter anderem mit den Folgen der Handelskonflikte. Diese haben nach Einschätzung der Forscher dazu beigetragen, dass sich das Wachstum der deutschen Exportmärkte deutlich vermindert hat. Im Zuge dessen wird für die Exporte 2018 lediglich ein Anstieg um 2,8 % prognostiziert. Die Importe dürften dem Herbstgutachten zufolge um 3,9 % zulegen. Demgegenüber sei die Binnennachfrage nach wie vor stabil. Sowohl die Konsumausgaben als auch die Bruttoinvestitionen dürften weiter zunehmen. In den kommenden beiden Jahren ist nach Einschätzung der Forschungsinstitute mit einer nachlassenden Konjunkturendynamik zu rechnen. Für 2019 und 2020 werden BIP-Zuwachsraten von 1,9 % bzw. 1,8 % prognostiziert.

Der BVR teilt das im Herbstgutachten der Wirtschaftsforschungsinstitute dargestellte Konjunkturbild im Wesentlichen, hält derzeit aber 2018 weiterhin ein Wirtschaftswachstum von bis zu 2,0 % für möglich.

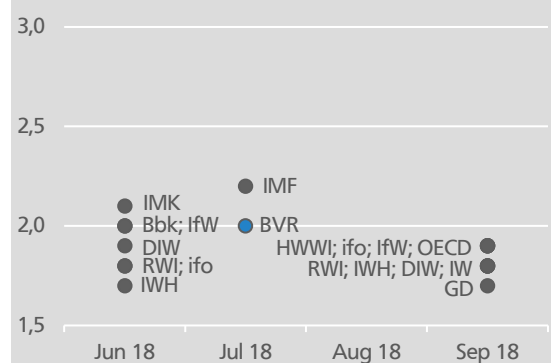
### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschland

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



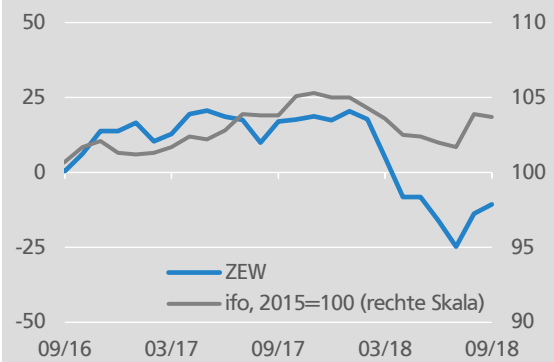
### Konjunkturerwartungen hellen sich weiter auf

Finanzmarktexperten blicken den wirtschaftlichen Perspektiven Deutschlands wieder mit mehr Zuversicht entgegen. Die ZEW-Konjunkturerwartungen sind im September zum zweiten Mal in Folge gestiegen, nachdem sie zuvor über mehrere Monate hinweg einen merklichen Abwärtstrend gezeigt hatten. Der auf einer Expertenumfrage beruhende Stimmungsindikator kletterte gegenüber August um 3,1 Punkte auf einen Stand von -10,6 Punkte. Zur Stimmungsaufhellung dürfte unter anderem die Einigung auf ein neues Handelsabkommen zwischen den USA und Mexiko beigetragen haben. Der auf einer regelmäßigen Unternehmensumfrage beruhende ifo Geschäftsklimaindex ist hingegen im September geringfügig um 0,2 Punkte auf 103,7 Punkte gesunken.

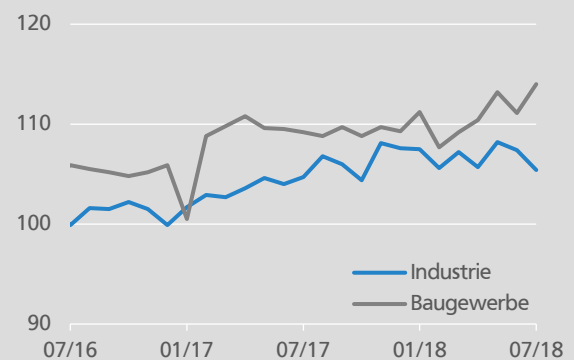
### Sonderfaktor dämpft Auftragseingang

Der industrielle Auftragseingang ist im Juli erneut zurückgegangen. Die Bestellungen sind gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 0,8 % gesunken, nachdem sie im Juni um deutliche 3,9 % nachgegeben hatten. Maßgeblich für den jüngsten Auftragsrückgang war die nachlassende Nachfrage aus dem Ausland (-3,4 %), der ein höheres Bestellvolumen aus dem Inland (+2,4 %) gegenüberstand. Insbesondere die Orders aus den Partnerländern außerhalb des Euroraums (-4,0 %) gaben abermals merklich nach, wozu die Verunsicherung im Zuge der Handelskonflikte beigetragen haben dürfte. Hauptgrund für den Bestellrückgang war aber ein Sonderfaktor. So sind die Aufträge im Wirtschaftszweig Kraftwagen und Kraftwagenteile wegen temporärer Engpässe bei der Zulassung nach dem neuen Pkw-Fahrzyklus WLTP deutlich gesunken. Dieser Effekt trug im Zweimonatsvergleich mit etwa 2 Prozentpunkten zum Rückgang von 3,1 % bei. Die Industrieproduktion ist im August ebenfalls gesunken (-1,9 %). Im Gegensatz zur Industrie ist die Produktion im Baugewerbe von der Tendenz her weiterhin aufwärtsgerichtet. Sie legte im Juli mit einer Verlaufsrate von 2,6 % zu. Wenn sich der Zulassungstau auflöst, dürfte die Industrieproduktion wieder auf einen Wachstumskurs einschwenken.

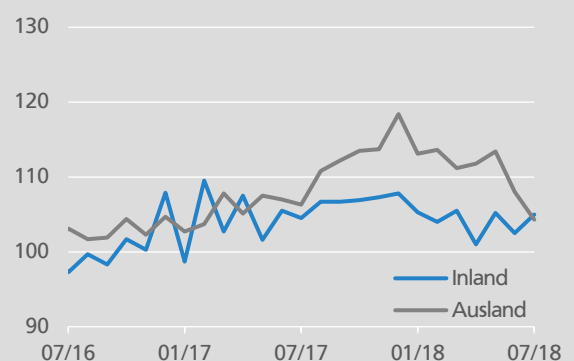
**Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland**  
Saldenwerte, saisonbereinigt



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



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BVR

### Inflationsrate noch immer bei 2,0 %

In Deutschland ist die Inflationsrate, gemessen am vorläufigen Verbraucherpreisindex (VPI), im August konstant auf ihrem Vormonatsstand von 2,0 % geblieben. Die einzelnen Teilindizes des Gesamtindex zeigten aber unterschiedliche Tendenzen. Während sich Waren stärker verteuerten als zuvor (+2,7 % gegenüber +2,4 % im Juli), ging die Dynamik bei den Dienstleistungspreisen etwas zurück (+1,4 % nach +1,6 %). Besonders deutlich haben sich im August abermals die Energiepreise verteuert. Diese legten um 6,9 % zu, nachdem sie im Juli um 6,6 % gestiegen waren.

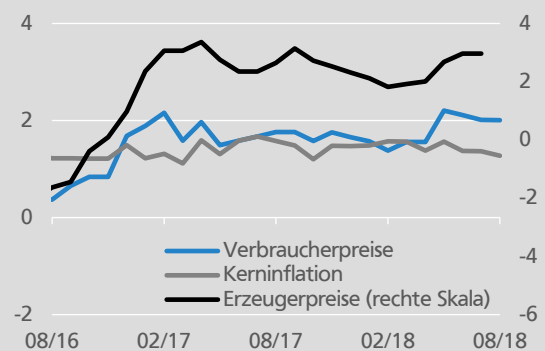
### Im 1. Halbjahr 2,5 % weniger Firmenpleiten

Die Zahl der Insolvenzen ist hierzulande weiterhin rückläufig. Von den Amtsgerichten wurden im 1. Halbjahr 9.968 Unternehmens- und 34.248 Verbraucherinsolvenzen gemeldet. Die Zahl der Firmenpleiten gab damit gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum um 2,5 % nach. Bei den Verbraucherpleiten fiel der prozentuale Rückgang doppelt so stark aus (-5,0 %). Nach Wirtschaftsbereichen differenziert waren die meisten Insolvenzen erneut im Baugewerbe (1.772 Fälle) und im Handel (1.739 Fälle) zu verzeichnen. Vor dem Hintergrund der günstigen Konjunkturentwicklung ist in naher Zukunft mit einem weiteren Rückgang der Insolvenzzahlen zu rechnen.

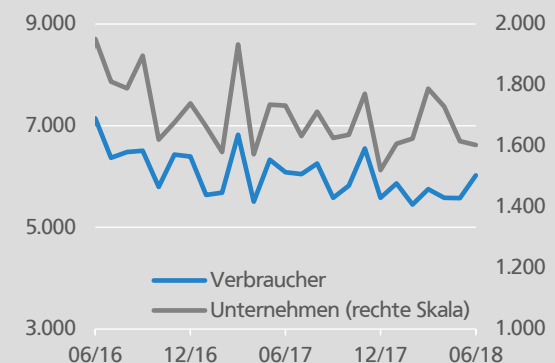
### Aufschwung am Arbeitsmarkt dauert an

Die jüngsten Daten zur Arbeitsmarktentwicklung in Deutschland fielen erneut günstig aus. Zwar ist die Arbeitslosenzahl von Juli auf August um 26.000 auf 2,315 Mio. Menschen gestiegen. Hauptgrund hierfür war jedoch nicht etwa das konjunkturelle Umfeld, sondern die allgemeine Sommerpause, die viele Unternehmen veranlasst Personalentscheidungen zu verschieben. Zudem melden sich im Sommer üblicherweise viele junge Menschen nach Beendigung ihrer Ausbildung vorübergehend arbeitslos. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote verharrte mit 5,2 % auf dem Stand der Vormonate. Die Erwerbstätigenzahl legte zuletzt, im Juli, gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um 46.000 Menschen zu. ■

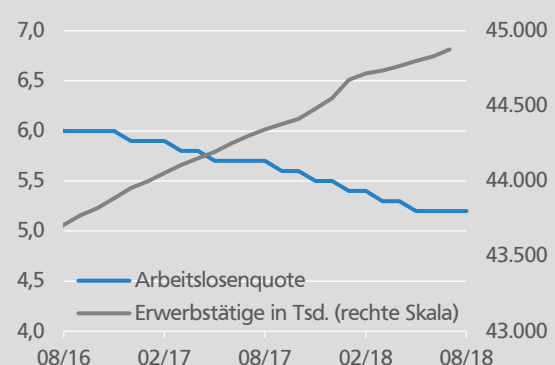
**Verbraucher- und Erzeugerpreise Deutschland**  
gg. Vorjahr in Prozent



**Insolvenzen Deutschland**  
Monatliche Fallzahlen



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BVR