

# DIGITALES ARCHIV

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

## Periodical Part

## Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2019

### Provided in Cooperation with:

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, Berlin

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

This Version is available at:

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

### Kontakt/Contact

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

## EZB-Geldpolitik extremer als in Japan

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat klar signalisiert, dass die Geldpolitik noch einmal gelockert werden wird. Vermutlich wird der negative Einlagenzinssatz, den Banken auf überschüssige Gelder bei der EZB entrichten müssen, auf der nächsten Sitzung des EZB-Rats am 12. September von -0,4 % auf -0,5 % oder sogar noch tiefer abgesenkt. Darüber hinaus ist es möglich, dass ein neues Anleihekaufprogramm zumindest in Aussicht gestellt wird und der Ausblick der Notenbank auf ein Anhalten der extrem niedrigen Zinsen noch weiter in die Zukunft verlängert wird.

Ein Ländervergleich zeigt, dass die Geldpolitik im Euroraum bereits heute lockerer ist als in Japan. Dies ist bemerkenswert, wird doch die japanische Geldpolitik oft als besonders expansiv angesehen. Die Leitzinsen sind in Japan seit rund 25 Jahren extrem niedrig angesichts eines schwachen Wirtschaftswachstums und eines sehr geringen Preisanstiegs.

Die Europäische Zentralbank (EZB) sollte auf die von ihr im September ins Auge gefasste geldpolitische Lockerung verzichten. Zwar haben sich die Wirtschaftsaussichten im Euroraum in den vergangenen Monaten eingetrübt, vor allem wegen der andauernden internationalen Handelskonflikte. Doch ist die Geldpolitik bereits extrem expansiv. Zudem bringen weitere Lockerungsschritte der EZB der Konjunktur immer weniger neue Impulse, verstärken aber die schädlichen Nebenwirkungen. Auch ist der aktuelle Preisanstieg von rund 1 % vereinbar mit dem geldpolitischen Ziel der Preisstabilität.



### Inhalt

<b>EZB-Geldpolitik extremer als in Japan</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>9</b>
Dr. Kai Wohlfarth E-Mail: <a href="mailto:k.wohlfarth@bvr.de">k.wohlfarth@bvr.de</a>	
<b>Konjunktur</b>	<b>14</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	

## EZB-Geldpolitik extremer als in Japan

Das Zinsumfeld hat sich seit Jahresbeginn deutlich verändert. Anfang des Jahres war es noch die Mehrheitsmeinung unter Finanzexperten, dass die Geldpolitik auf eine erste Leitzinserhöhung vermutlich noch in der zweiten Hälfte dieses Jahres zusteuert. Inzwischen ist die Zinserhöhungserwartung ad acta gelegt worden. Doch nicht nur das: Die Europäische Zentralbank (EZB) hat klar signalisiert, dass die Geldpolitik noch einmal gelockert werden wird.

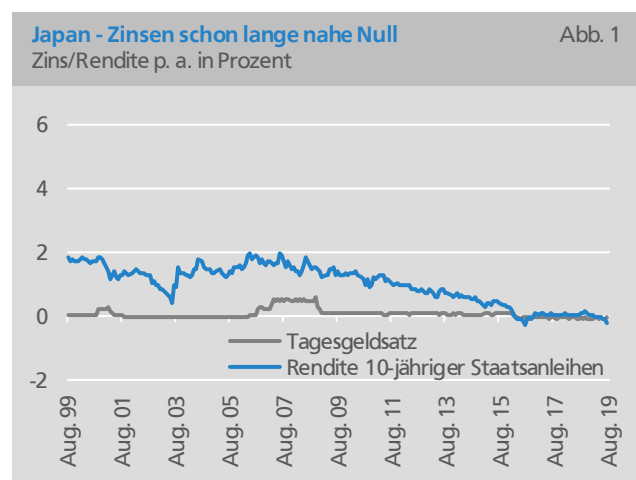
Vermutlich wird der negative Einlagenzinssatz, den Banken auf überschüssige Gelder bei der EZB entrichten müssen, von -0,4 % auf -0,5 % oder sogar noch tiefer abgesenkt. Darüber hinaus ist es möglich, dass ein neues Anleihekaufprogramm zumindest in Aussicht gestellt wird und der Ausblick der Notenbank auf ein Anhalten der extrem niedrigen Zinsen noch weiter in die Zukunft verlängert wird.

Gleichzeitig hat eine Debatte begonnen, ob sich Banken in Deutschland künftig gezwungen sehen, auch im Mengengeschäft die negativen Notenbankzinsen an Kunden weiterzugeben. Die Politik hat hierauf reagiert und debattiert über ein mögliches Verbot von Negativzinsen im Einlagengeschäft – pikanterweise, denn die öffentliche Hand zählt zu den Hauptprofiteuren der niedrigen Zinsen und inzwischen negativen Renditen auf Staatsanleihen im gesamten Laufzeitspektrum.

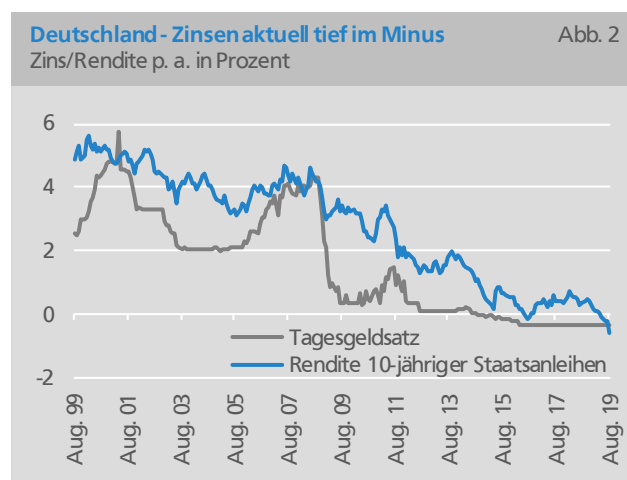
## Zinsen im Euroraum noch niedriger als in Japan

Bei der Analyse der Geldpolitik wird Europa immer häufiger mit Japan verglichen. Die Perspektive anhaltender Zinsen von Null oder sogar im Minusbereich wird seit mehreren Jahren als „Japan-Szenario“ oder „Japanisierung“ bezeichnet. Der Blick auf Japan ist besonders interessant, weil die Geldpolitik dort schon seit rund 25 Jahren extrem expansiv ausgerichtet ist. Insofern stellt Japan ein lehrreiches Beispiel für die aktuelle Situation in Deutschland und im Euroraum dar.

- Der Leitzins der Bank of Japan (BOJ) erreichte 1995 mit 0,5 % einen damaligen historischen Tiefstand. Diese Schwelle hat er danach nie wieder überschritten. Seit März 2016 ist er mit -0,1 % negativ.
- Der wichtigste Leitzins der EZB war bis vor wenigen Jahren der Hauptrefinanzierungssatz. Er erreichte im Mai 2009 mit 1,0 % einen historischen Tiefstand. Nach einem missglücktem geldpolitischen Exitversuch im Jahr 2011 wurde die Geldpolitik im Zuge der Euro-Staatsschuldenkrise erneut gelockert. Seit März 2016 liegt der Hauptrefinanzierungssatz bei 0 %. Aufgrund der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen nimmt jedoch seit Jahren der negative Einlagenzins der EZB die Rolle des Leitzinses ein, denn er spiegelt die Finanzierungsbedingungen am Geldmarkt besser wider.



Quelle: Refinitiv Datastream



- Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen bewegt sich in Japan seit Anfang 1999 unter der Marke von 2 % und seit Anfang 2012 unter der Marke von 1 %. Negative Renditen traten im Jahr 2016 und erneut in diesem Jahr auf. Den niedrigsten Stand erreichte die Rendite japanischer Anleihen im Frühjahr 2016 mit -0,27 %. Dieser Wert wird aktuell wieder mit -0,28 % unterschritten (26. August)
- Die Rendite auf Bundesanleihen mit einer zehnjährigen Restlaufzeit, die Benchmark-Anleihe für den Euroraum, liegt erst seit Anfang 2012 durchgängig unter der Marke von 2 % und seit Herbst 2014 unter der Marke von 1 %. Negative Renditen traten erstmals in 2016 auf, kehrten Anfang dieses Jahres zurück und haben im August mit Werten unterhalb der Marke von -0,6 % ein historisches Tief erreicht.
- Die Zinsstrukturkurve verläuft sowohl in Japan als auch im Euroraum aktuell leicht invers. Die Langfristzinsen liegen in Japan aktuell 23 Basispunkte unterhalb der kurzfristigen Zinsen (26. August), in Deutschland liegt die Differenz bei 31 Basispunkten. Vom Start des Euro bis zur Finanzkrise war die Zinsstrukturkurve in Deutschland normalerweise aufwärtsgerichtet. Ihre Steigung verlief mit durchschnittlich 140 Basispunkten in einer ganz anderen Dimension.

## Fazit

Über viele Jahre war Japan mit seinen Zinsen nahe Null eine Ausnahmerecheinung. Doch haben sich die Zeiten spätestens mit der Euro-Schuldenkrise geändert. Aktuell ist die Negativzinsphase im Euroraum sogar noch deutlich stärker ausgeprägt als in Japan. Dies gilt sowohl für kurzfristige Finanzierungen am Geldmarkt als auch für langlaufende Staatsanleihen, die sich beide tief im Minusbereich bewegen. Insofern ist das aktuelle Zinsbild in Deutschland und dem Euroraum noch extremer als in Japan. Dies ist vor allem eine Folge der Geldpolitik. Aufgrund der unkonventionellen Maßnahmen - im Euroraum zählen hierzu vor allem die Langfristkredite der EZB und das von Anfang 2015 bis Ende 2018 durchgeführte Anleihekaufprogramm – beeinflussen die Notenbanken heute nicht nur die kurzfristi-

gen Geldmarktzinsen unmittelbar, sondern das Renditespektrum im gesamten Laufzeitbereich.

## Die gemischte Bilanz der „Abenomics“

Auf die anhaltende Wirtschaftsschwäche mit meist rückläufigen Verbraucherpreisen reagierte die Regierung des japanischen Premierministers Shinzo Abe Anfang 2013 mit einer Neuausrichtung der Wirtschafts- und Geldpolitik, die international unter der Bezeichnung „Abenomics“ bekannt wurde.

Die Strategie beruhte auf den drei Bausteinen („Pfeilen“): Geldpolitik, Fiskalpolitik und Strukturreformen. Die markanteste Komponente war eine aggressive Lockerung der Geldpolitik mit dem Ziel einer Erhöhung der Inflationsrate auf 2 % in zwei Jahren. Hierzu beitrugen sollten insbesondere ein massives Anleihenkaufprogramm und die Einführung negativer Leitzinsen.

Die Fiskalpolitik wurde zunächst auch gelockert, sollte aber mittelfristig - unter anderem durch eine Erhöhung der Mehrwertsteuer - auf einen Konsolidierungskurs einschwenken.

Als dritter Baustein sollte das Trendwachstum in Japan durch strukturelle Reformen erhöht werden, wobei die Stärkung des Arbeitsangebots einen wichtigen Schwerpunkt darstellen sollte.

Nach sechs Jahren fällt die Bilanz der Abenomics gemischt aus. Die Inflation ist in Japan positiv, aber weit von der angestrebten Marke von 2 % entfernt. Auch ist eine merkliche Stärkung der Wachstumskräfte ausgeblieben, wobei allerdings bei der Arbeitsmarktpartizipation durchaus sichtbare Fortschritte erzielt wurden. Der öffentliche Schuldenstand ist im Vergleich zur Wirtschaftsleistung weiter gestiegen, wenn auch nicht mehr so stark wie vor dem Amtsantritt Abes, und dürfte in diesem Jahr bei rund 225 % liegen.

## Demografische Alterung trifft Europa weniger stark als Japan

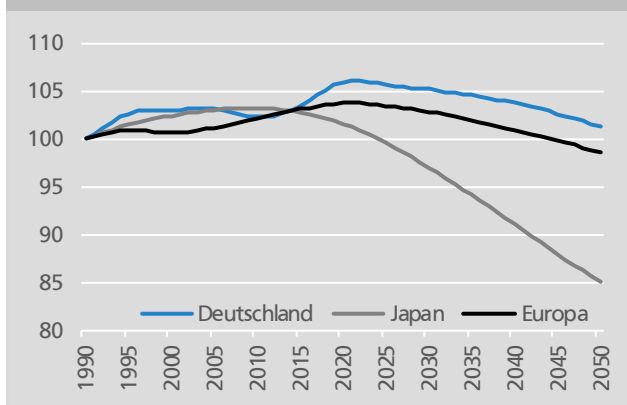
Vordergründig sind die niedrigen Zinsen in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften eine Folge der extrem lockeren Geldpolitik. Doch ist in den Volkswirtschaften trotz des langen Anhaltens der Niedrigzinsphase keine erhöhte Inflation aufgetreten. Dies deutet darauf hin, dass fundamentale Faktoren einen Abwärtsdruck auf die Inflation und damit auch auf die Zinsen an den Finanzmärkten ausüben. Als ein zentraler Faktor wird in vielen Analysen die demografische Alterung der Gesellschaft angesehen. Sie kann dazu führen, dass in der Wirtschaft insgesamt mehr gespart und weniger investiert wird. Die Mechanismen sind im Einzelnen komplex, im Ergebnis führt ein solcher Sparüberschuss zu sinkenden Zinsen und einem verlangsamten Preisauftrieb.

- Japan leidet unter einer ausgeprägten Alterung der Gesellschaft. Den höchsten Bevölkerungsstand hatte Japan im Jahr 2009 erreicht. Aktuell geht die Bevölkerung noch in moderatem Tempo zurück. Im Vergleich zu diesem Hoch verringert sich die Bevölkerung nach den Bevölkerungsprognosen der Vereinten Nationen bis zum Jahr 2050 um mehr als ein Viertel (27 %).
- In Europa wie auch in Deutschland dürfte die Bevölkerung ihr Hoch im Jahr 2021 erreichen, also

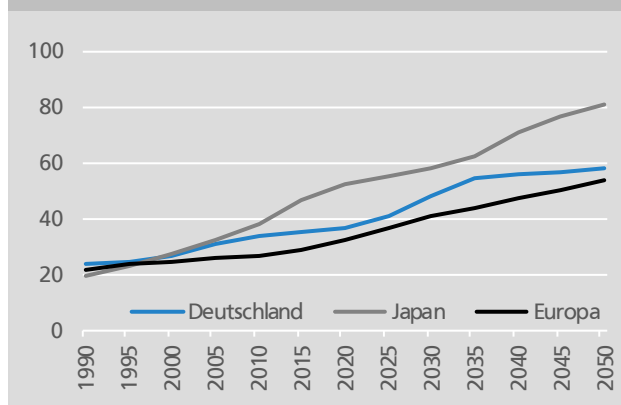
rund zehn Jahre später als in Japan. Der zu erwartende Bevölkerungsrückgang ist zwar ebenfalls merklich, in seinem Ausmaß mit rund 5 % aber deutlich weniger ausgeprägt als in Japan.

- Doch sind die demografischen Probleme nicht alleine eine Folge des Bevölkerungsrückgangs, sondern insbesondere der Veränderung der Altersstruktur. Die Alterung der Gesellschaft ist in Japan deutlich stärker ausgeprägt. Die Altersgruppe der Personen mit einem Alter ab 60 Jahren steigt in Japan von 2020 bis 2050 von 34 % auf 44 %, in Deutschland erhöht er sich von 29 % auf 37 %. In Deutschland sind damit sowohl der Ausgangswert als auch der Anstieg geringer. In Europa insgesamt unterscheidet sich die Situation mit einem Anstieg von 26 % auf 32 % noch stärker von Japan.
- Ein etabliertes Maß für die Alterung der Gesellschaft ist der Altenquotient. Er stellt das prozentuale Verhältnis zwischen der Altersgruppe der Personen ab 65 Jahren zu der Altersgruppe von 20 bis 64 Jahren dar. Damit gibt er eine grobe Indikation, wie groß das Verhältnis der Ruheständler zur arbeitenden Bevölkerung ist, die sich gut für Ländervergleiche eignet. Ende der 1990er Jahre war der Altenquotient in Japan, Europa und Deutschland mit Werten in der Nähe der 25-Prozent-Marke noch ähnlich hoch. Auf vier Erwerbstätige kam damit ein

**Besonders starker Bevölkerungsrückgang in Japan** Abb. 3  
1990=100



**Altenquotient\* steigt in Japan stärker als in Europa** Abb. 4  
1990=100



\*Personen ab 65 Jahren im Verhältnis zu den Personen zwischen 20 und 64 Jahren in %  
Quelle: UN, World Development Prospects 2019

Ruheständler. Bis zum Jahr 2050 laufen die Entwicklungen jedoch deutlich auseinander. In Japan erreicht der Altenquotient die Marke von 80 %, während er in Europa und Deutschland in Richtung der 60-Prozentmarke und damit deutlich weniger stark ansteigt

### Fazit

Die demografische Alterung wird in Japan deutlich stärker ausgeprägt sein als in Deutschland und Europa. Dies gilt sowohl für den Bevölkerungsrückgang an sich als auch für den anteilmäßigen Zuwachs der Älteren im Vergleich zur Erwerbsbevölkerung. Insofern sollte der von der Demografie ausgehende Abwärtsdruck auf das Wirtschaftswachstum und die Inflation auch in Europa künftig milder verlaufen.

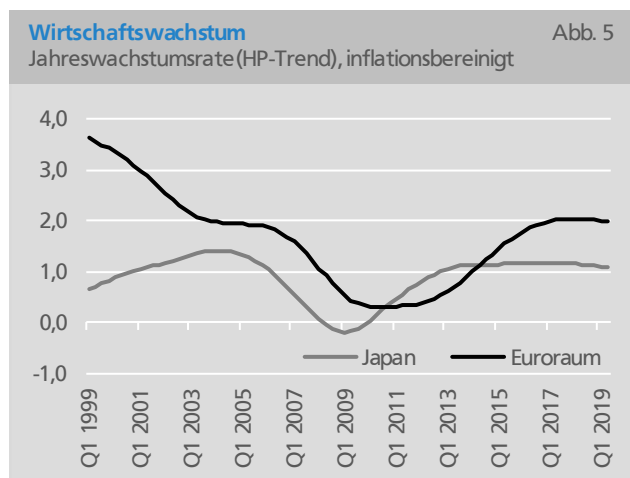
### Wirtschaftsdaten im Euroraum besser als in Japan

Die Ausrichtung des geldpolitischen Kurses orientiert sich stark an der Konjunktur. Die wichtigsten Indikatoren hierfür sind das Wachstum des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts (Wirtschaftswachstum) und die Inflation.

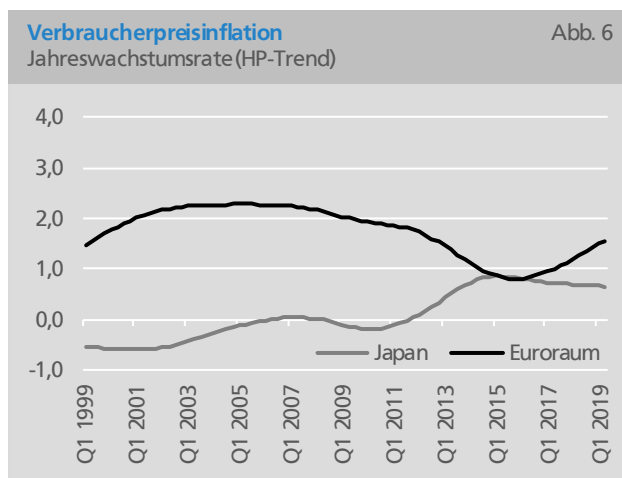
- Das Wirtschaftswachstum verlief in Japan in den letzten 20 Jahren meist deutlich schwächer als im Euroraum. Im Durchschnitt der betrachteten 20 Jahre lag es bei 0,9 % im Vergleich zu 1,6 % im Euroraum. Nur im Verlauf der Euro-Schuldenkrise

wuchs die japanische Wirtschaft im Trend schneller als im Euroraum. In den letzten Jahren verharrte das Trendwachstum in Japan knapp oberhalb der Marke von 1 % und lag damit wieder unterhalb der Kurve für den Euroraum.

- Im Euroraum erholte sich die Wirtschaft seit dem Jahr 2014 spürbar. Das Trendwachstum bewegte sich zwischenzeitlich leicht oberhalb der Marke von 2 %. Aktuell ist jedoch im Rahmen der konjunkturellen Abkühlung ein Rückgang der Wachstumsdynamik in Richtung der Marke von 1 % zu erwarten.
- Lange Phasen einer leichten Deflation waren ein hervorstechendes Merkmal der wirtschaftlichen Entwicklung Japans. Von 1999 bis 2006 verringerten sich die Verbraucherpreise fast durchgängig. Eine erneute Phase der Deflation fand im Gefolge der großen Rezession in den Jahren 2009 bis 2013 statt. Infolge der Anfang 2013 begonnenen aggressiven Geld- und Fiskalpolitik (Abenomics) erhöhte sich die Inflation in Japan bis ins Jahr 2015 hinein. Hierzu trug vorübergehend der deutliche Anstieg der Mehrwertsteuer bei. Seitdem ist die Inflation wieder stark zurückgefallen und liegt aktuell deutlich unter der Marke von 1 % und damit weit unterhalb des von der Bank of Japan angestrebten Inflationsziels von 2 %.



Quelle: Refinitiv Datastream



- Im Euroraum war die Inflationsrate seit 1999 über viele Jahre hinweg deutlich höher als in Japan. Zu einem deutlichen Rückgang der Inflation kam es erst im Gefolge der großen Rezession 2009 und im Zuge der daran anschließenden Euro-Schuldenkrise. In den Jahren 2014 bis 2016 lag die Inflation nahe Null. Seitdem ist sie im Trend angestiegen. In den vergangenen Monaten lag die Jahreswachstumsrate jedoch nur knapp oberhalb der Marke von 1 %. Damit war sie höher als in Japan, lag aber merklich unterhalb der Zielrate der EZB von knapp unter 2 %.

### Fazit

Die Wirtschaftszahlen fallen für den Euroraum insgesamt günstiger aus als in Japan. Sowohl das Wirtschaftswachstum als auch die Inflation sind höher und damit ist das Risiko einer Deflation, also eines breit angelegten Rückgangs der Preise in Kombination mit einer Stagnation der Wirtschaftsleistung, im Euroraum geringer.

### EZB-Geldpolitik extremer als in Japan

Unter Berücksichtigung des im Vergleich besseren Konjunkturbilds im Euroraum ist die Ausrichtung der Geldpolitik der EZB extremer als in Japan. Als einfacher Indikator für die Ausrichtung der Geldpolitik kann hierfür die Differenz aus dem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts (nominal, also nicht um Preisveränderungen bereinigt) und dem Zins (Rendite der zehnjährigen Staatsanleihen) dienen. Erhöht sich das Wirtschaftswachstum oder sinken die Finanzierungskosten, wird der geldpolitische Kurs expansiver. Im Ergebnis liegt dieser Indikator in Japan bei 1,7 Prozentpunkten und in Europa mit 3,1 % fast doppelt so hoch. Einem nominalen Wirtschaftswachstum von 1,4 % (2. Quartal 2019) steht in Japan eine Rendite von -0,3 % (26. August) gegenüber. Das nominale Wirtschaftswachstum liegt demgegenüber im Euroraum bei 2,4 % und die Rendite bei -0,7 %.

### Kreditwirtschaft unter Anpassungsdruck

In Deutschland wird aktuell viel über die Auswirkungen der niedrigen Zinsen auf die Banken und die Wei-

tergabe des Minuszinsens an die Sparer debattiert. Wie hat sich die lange Niedrigzinsphase auf die Banken in Japan ausgewirkt? Zunächst einmal ist es bemerkenswert, dass sich die Banken in Japan während der Finanzkrise als vergleichsweise robust erwiesen haben. Womit die Banken jedoch - ähnlich wie die Kreditinstitute in Deutschland - zu kämpfen haben, sind die Perspektive eines lang anhaltenden Niedrigzinsumfelds. Diese Perspektive ist in Japan wieder in den Fokus gerückt, nachdem sich die Hoffnungen, mithilfe der Abenomics das deflatorische Umfeld in wenigen Jahren zu verlassen, nicht erfüllt haben.

Die extreme Geldpolitik ist für das traditionelle Bankgeschäft eine große Herausforderung, da sowohl die Zinsen extrem niedrig oder sogar negativ sind, als auch die Zinsstrukturkurve sehr flach oder sogar invers verläuft. Das traditionelle Einlagen- und Kreditgeschäft der Banken basiert auf der so genannten Fristentransformation, die das Hereinnehmen kurzfristig verfügbarer Gelder und das Ausreichen von Krediten mit meist langer Laufzeit umfasst. Die hieraus resultierenden Zinseinnahmen sind eine wesentliche Ertragsquelle der Kreditinstitute, die bei der aktuellen Geldpolitik immer weniger zum Ergebnis beitragen kann.

### Banken zahlen wenig Negativzins in Japan

Hinzu kommt aufgrund der Minuszinsen im Euroraum, dass die positiven Einlagenzinsen nahe Null im Mengengeschäft immer mehr den Charakter von Sonderkonditionen darstellten, die das Ergebnis der Banken zusätzlich belasten. In Japan sind die Auswirkungen der Negativzinsen auf die Banken deutlich geringer. Zum einen ist der Minuszins der Notenbank in Japan mit -0,1 % nicht so niedrig wie im Euroraum mit -0,4 % (Stand August). Zum anderen hat die BOJ eine großzügige Freibetragsregelung beschlossen, die dazu führt, dass der Negativzins nur auf einen kleinen Anteil der Bankenguthaben bei der Notenbank gezahlt werden muss. Im Euroraum müssen die Banken auf einen Großteil der Notenbankeinlagen den Strafzins zahlen. Im Ergebnis erhalten Sparer in Japan auf ihre Bankeinlagen trotz des sehr langen Bestehens des Niedrigzinsumfelds zwar geringe, aber positive Zinsen.



### Banken in Japan

Das japanische Bankensystem umfasst insgesamt rund 1.400 Banken und hat damit wie die deutsche Kreditwirtschaft eine vergleichsweise hohe Anzahl an Instituten. Allerdings ist die Konzentration auf dem japanischen Bankenmarkt deutlich höher.

- Im japanischen Bankensektor nehmen die 5 Großbanken bezogen auf die Bilanzsumme mit einem Marktanteil von rund 30 % eine prominente Rolle ein (Stand Marktanteile: 2016).
- Regionalbanken sind in Japan üblicherweise auf Regionen wie beispielsweise eine Präfektur konzentriert, wo sie auf das Kredit- und Einlagengeschäft mit Privat- und Firmenkunden fokussiert sind. Auf die insgesamt rund 100 Regionalbanken entfällt ein Marktanteil von rund 20 %.
- Hinzu kommen verschiedene Formen von Genossenschaftsbanken (basierend auf unterschiedlichen Rechtsgrundlagen). Auf sie entfällt ein Marktanteil von rund 20 %. Von ihrer geschäftspolitischen Ausrichtung her sind die 265 Shinkin-Banken mit den Regionalbanken vergleichbar. Die als Credit Associations und Credit Cooperatives erfassten Genossenschaftsbanken sind sehr klein und betreiben ein geografisch nur sehr eng begrenztes, lokales Geschäft. Ihre Gesamtzahl beläuft sich auf über 900.
- Die Sonstigen Banken umfassen neben den Trust Banks, die hauptsächlich Asset Management und Vermögensverwaltung betreiben, unter anderem die japanische Postbank, eine der größten Banken weltweit, die einen bedeutenden Anteil der japanischen Einlagen hält und nur in geringem Umfang Kredite anbietet. Der Marktanteil der Sonstigen Banken liegt bei rund 30 %.

### Demografie verstärkt Niedrigzins-Druck auf Banken

Die Demografie hat nicht nur einen tiefgreifenden Einfluss auf die Volkswirtschaft insgesamt, sondern auch auf das Bankgeschäft. Der Rückgang und die Alterung der Bevölkerung wirken sich sowohl auf das Einlagen- als auch auf das Kreditgeschäft der Banken spürbar aus. Rechnungen aus der jüngsten Analyse des japani-

schen Finanzsektors des Internationalen Währungsfonds (IWF) machen die Herausforderung plastisch. Die demografische Alterung dämpft das Kreditwachstum stärker als das Einlagenwachstum, dadurch steigt der Einlagenüberschuss der Banken. Hierzu trägt einerseits die geringere Kreditnachfrage einer alternden Bevölkerung und der geringere Investitionsbedarf der Unternehmen bei, andererseits bleibt das Sparen auch bei einem steigenden Bevölkerungsalter hoch und fließt aufgrund einer hohen Risikoscheu weiterhin in großen Umfang in Bankeinlagen. In Japan dürfte das Kreditwachstum in den kommenden Jahren nach Projektionen des IWF jedes Jahr um 1 bis 1,5 Prozentpunkte niedriger liegen als das Wachstum der Einlagen. Dies belastet angesichts der flachen Zinsstruktur und der damit verbundenen geringen Margen im Einlagengeschäft die Ertragslage der Banken.

Die Ertragslage der japanischen Banken war schon in den vergangenen Jahren gedämpft. Die Gesamtkapitalrentabilität (RoA) und die Eigenkapitalrentabilität (RoE) jeweils vor Steuern lagen im Durchschnitt aller japanischen Banken bei 0,4 % bzw. 5,6% (Stand 2016) und auf einem vergleichbaren Niveau wie in Deutschland (0,3 % bzw. 5,6 %, Stand 2017). Im Zuge der demografischen Alterung dürfte die Profitabilität des klassischen Bankgeschäfts zurückgehen. Hiervon dürfte in Japan insbesondere die Ertragsrate der Regionalbanken betroffen sein, deren geschäftspolitischer Fokus das Einlagen- und Kreditgeschäft mit Privat- und Firmenkunden darstellt. Im Grundsatz stellt sich das Problem in Deutschland ähnlich dar, doch ist in Deutschland die demografische Alterung nicht so ausgeprägt wie in Japan. Belastungen durch die Demografie dürften sich aber perspektivisch ebenfalls im traditionellen Bankgeschäft durch ein Zurückfallen des Kredit- hinter das Einlagenwachstum in einem anhaltend ungünstigen Zinsumfeld bemerkbar machen.

### EZB-Geldpolitik – auf Lockerung verzichten

Bei der geldpolitischen Debatte wird oft nur in Veränderungen gedacht. Verschlechtert sich der Konjunktur- und Inflationsausblick, wird die Geldpolitik gelockert. Doch dürfen die Niveaus nicht aus dem Blickfeld geraten. Im Vergleich zu Japan erscheint die aktuelle



geldpolitische Ausrichtung der EZB als extremer. Daher ist es nicht überzeugend, in der aktuellen konjunkturellen Eintrübung die europäische Geldpolitik reflexartig weiter zu lockern. Angesichts des aktuellen Zinsniveaus und der rekordniedrigen Anleiherenditen kann auf einen erneuten geldpolitischen Impuls verzichtet werden. Die aktuelle Inflation von nahe 1 % sollte als vereinbar mit dem geldpolitischen Ziel der Preisstabilität angesehen werden.

### Schädliche Nebenwirkungen nehmen zu

Hierfür sprechen auch die erheblichen Nebenwirkungen der Minuszinspolitik der EZB. So werden beispielsweise die Verteilungswirkungen der Geldpolitik immer massiver. Die wichtigsten Leidtragenden sind die Sparer, denen inzwischen nicht nur negative Realzinsen, sondern möglicherweise auch bald zunehmend negative Nominalzinsen zugemutet werden. Auch wird die Ertragslage der Banken mit fortschreitender Negativzinsen mehr und mehr belastet. Neben den massiven Regulierungslasten und einem intensiven Wettbewerb zwischen den Banken und mit den neu hinzutretenden FinTechs und BigTechs (wie etwa Apple oder Facebook) dürfte perspektivisch auch die stärker spürbar werdende Alterung der Gesellschaft immer stärker auf die Erträge drücken.

### Negativzinsen verbieten führt nicht weiter

Wenig hilfreich sind die Forderungen aus der Politik, negative Einlagenzinsen zu verbieten. Zinsen sind Preise und Preise haben eine zentrale Steuerungsfunktion in der sozialen Marktwirtschaft. Eine Festlegung von Preisen löst das dahinterstehende Problem nicht, dass in einem Negativzinsumfeld Einlagenzinsen von Null nicht den Marktkonditionen entsprechen, sondern Sonderkonditionen darstellen. Wenn Banken für überschüssige Einlagen einen Strafzins bei der EZB entrichten müssen, machen sie bei einem Einlagenzins nahe Null im Geschäft mit dem Kunden einen Verlust.

### Mehr staatliche Förderung der privaten Altersvorsorge nötig

Neben einem Verzicht der EZB auf weitere Zinssenkungen sollte der Staat als einer der Hauptprofiteure der

Minuszinsen mehr für die Sparer tun. So sollte die staatliche Förderung der privaten Altersvorsorge deutlich ausgebaut werden, um die sich aufbauende Vorsorgelücke bei den privaten Haushalten nach Möglichkeit zu schließen. Schließlich dürfte die öffentliche Hand seit Beginn der Niedrig- und Minuszinspolitik schon mehr als 300 Mrd. Euro Zinszahlungen gespart haben, es fehlt also nicht an den finanziellen Möglichkeiten, sondern am politischen Willen. Der in der Politik diskutierte Vorschlag eines staatlichen Vorsorgefonds für Sparer geht allerdings in die falsche Richtung. Die Vorsorgeförderung sollte unabhängig von den vom Sparer gewählten Anlageprodukten gefördert werden, sofern diese der Altersvorsorge dienen. Auch sollte sie weiterhin über am Markt etablierte Finanzinstitutionen erfolgen, wie etwa Banken, Versicherungen, Kapitalanlagegesellschaften und Bausparkassen.

### Entlastung durch Staffelfzins überfällig

Um die Banken kurzfristig von den hohen Belastungen der extremen Zinspolitik zu entlasten, sollte unabhängig von der zinspolitischen Entscheidung Freibeträge bei den Minuszinsen auf Einlagen der Banken bei der EZB eingeführt werden, wie dies auch in anderen Ländern mit Minuszinsen, wie etwa Japan oder auch in der Schweiz getan wurde. Wenn die Ertragslage der Banken künstlich durch die Minuszinspolitik geschwächt wird, sinkt auch ihre Fähigkeit zur Stärkung ihrer Eigenkapitalpolster. Starke Banken sind aber unabdingbar, um entweder in einer wachsenden Volkswirtschaft die Kreditvergabefähigkeit mitwachsen zu lassen, oder auch um im Fall einer deutlichen Eintrübung der Konjunktur der Kreditzugang zu erhalten. ■

## Finanzmärkte

### Kreditwachstum bleibt intakt

Das Kreditwachstum im Euroraum blieb im Juli stabil. Bereinigt um Kreditverbriefungen blieb die Jahreswachstumsrate der Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen mit 3,9 % unverändert. Die Ausleihungen an die Privaten Haushalte expandierten mit 3,4 % leicht höher als im Juni. Die konjunkturellen Unsicherheiten spiegeln sich somit weiterhin kaum in der Nachfrage nach Krediten wider.

### Geldmengenwachstum etwas niedriger

Das Wachstum des breit abgegrenzten Geldmengenaggregats M3 erhöhte sich im Juli 2019 von 4,5 % auf 5,2 %. Unter den Komponenten von M3 blieb stieg auch der Zuwachs bei den täglich fälligen Einlagen mit 7,8 % nach 7,2 % im Juni. Auch die Termin- und Spareinlagen erhöhten sich wieder um 0,1 % nach einem Rückgang von -0,1 % im Juni. Der Abbau der marktfähigen Finanzinstrumente hat sich von -4,7 % auf -1,2 % verlangsamt.

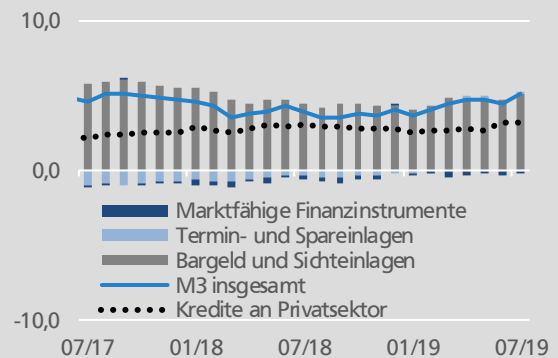
### Moderater Preisauftrieb im Euroraum

Der BVR Zins-Tacho signalisiert im August mit 46 Punkten geringe Inflationsrisiken für den Euroraum. Der fortlaufende Rückgang ist vor allem getrieben durch die schwachen Daten der Industrieproduktion und der Auftragseingänge, welche die Konjunkturkomponente belasten. Somit zeigt sich der verstärkende Abschwung immer deutlicher in den verringerten Inflationsrisiken. Die Indikatoren für die Preis- und Kostendynamik liegen mit 45 Punkten auf einem moderaten Stand und auch von der Kreditdynamik geht mit 43 Punkten kein deutlicher Inflationsimpuls aus.

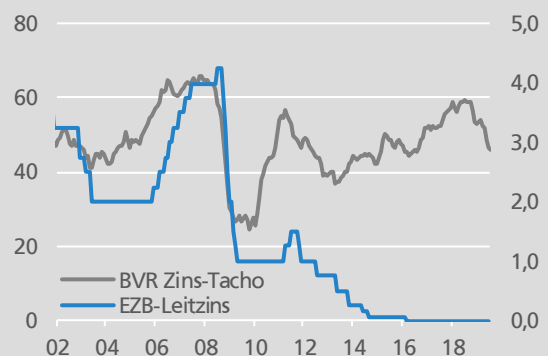
### Geldmarktzinsen etwas niedriger

Die Geldmarktzinsen haben sich im Euroraum seit dem Monatsultimo kaum verändert. Der EONIA notierte zur Monatsmitte mit -0,37 % nahezu unverändert, der 3-Monats-Euribor gab weiter nach und notierte am 23. August bei -0,41 %.

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



**BVR Zins-Tacho**  
in Punkten



	Jun. 19	Jul. 19	Aug. 19
<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>49</b>	<b>47</b>	<b>46</b>
Konjunktur (50 %)	54	49	48
Preise/Kosten (40 %)	45	45	45
Kreditdynamik (10 %)	43	43	43

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

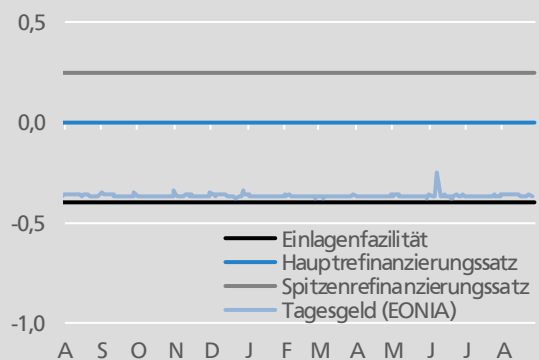
Quelle: Refinitiv Datastream

### Expansivere Geldpolitik voraus?

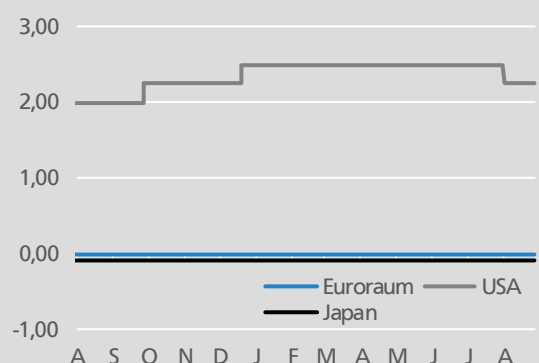
Die Notenbanken stehen vor einer erneuten Forcierung der Geldpolitik. Während die Fed bereits Ende Juli eine Zinssenkung von 25 Basispunkten vorgenommen hat, wird die EZB aller Voraussicht nach im September aktiv werden. Beide großen Notenbanken haben das konjunkturelle Risiko vor Augen und damit verbunden die Auswirkungen auf das Erreichen des Inflationsziels. Die US-Fed ist weiterhin deutlich komfortabler aufgestellt. Neben dem allgemein höheren Niveau der Leitzinsen ist auch die US-Konjunktur weiterhin intakt. Zwar verlangsamt sich in Folge der Handelskonflikte das Wachstum, zugleich herrscht am Arbeitsmarkt weiterhin Vollbeschäftigung und die Inflation ist niedrig. Etwas angespannter ist für die amerikanischen Notenbanker hingegen die politische Situation. Die Angriffe des US-Präsidenten, der zugleich die Unabhängigkeit der Fed beschädigt, werden häufiger und direkter. Trump benötigt für seine Handelskonflikte die Flankierung der Geldpolitik. Zinssenkungen im großen Stil sollten die Konjunkturentwicklung fördern und den US-Dollar an den Devisenmärkten schwächen. Die Fed ist in einem Dilemma, sollte sie dem Anschein nach auf die politischen Forderungen eingehen, unterminiert sie ihre Glaubwürdigkeit mit unabsehbaren Folgen für die künftige Geldpolitik und den US-Dollar. Sicher ist lediglich, dass eine mangelnde Attraktivität des US-Dollars auch den Staatshaushalt tangieren würde. Das Zahlungsbilanzdefizit zusammen mit einem hohen Haushaltsdefizit kann im ungünstigsten Fall die Glaubwürdigkeit an die Bonität der USA erschüttern.

Die Fed wird somit versuchen den Eindruck zu vermeiden politisch hörig zu sein und nur vorsichtig die Zinsen senken. Ganz anders wird die EZB vorgehen. Mangels üppigem Instrumentenkasten wird sie Symbolpolitik betreiben und mit einem möglichst großen Paket am Markt signalisieren, wir sind handlungsfähig! Der Markt sollte keinen Zweifel haben – oder gar gegen den Euro wetten – dass die Notenbank eingreift: What ever it takes. Die Aussichten auf eine erfolgreiche Wiederbelebung der Inflation sind indes geringer als bei der US-Notenbank. Die ultra-expansive Geldpolitik wird noch längere Zeit Bestand haben.

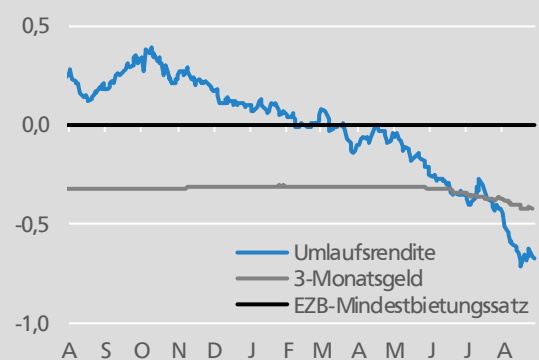
Wichtige Zinsen im Euroraum  
in Prozent



Notenbankzinsen international  
in Prozent



Geld- und Kapitalmarktzinsen  
in Prozent



Quelle: Refinitiv Datastream

## Renditen auf historischem Tiefstand

Die weiter zunehmenden geopolitischen Risiken ergänzt um die deutlichen konjunkturellen Bremsspuren lassen sich in den Renditen von Staatsanleihen in Europa und den USA ablesen. So sanken die Renditen von zehnjährigen Bundesanleihen in den letzten 30 Tagen deutlich auf bis zu -0,727 % am 16. August. Neben der Funktion als sicherer Hafen verhalten auch die Verlautbarungen der EZB, die auf eine geldpolitische Lockerung im September hindeuten, zu steigenden Kursen vice versa sinkenden Renditen. Am 26. August rentierten zehnjährige deutsche Staatsanleihen mit -0,66 %. Alle ausstehenden Papiere der Bundesrepublik rentieren bis zu einer Laufzeit von 30 Jahren (-0,31 % am 16. August) nunmehr im negativen Bereich. Der Bund konnte zudem Mitte August erstmals eine dreißigjährige Anleihe mit effektiv negativen Zinsen am Markt platzieren. Auch wenn die Nachfrage sehr bescheiden war, so ist dies doch Ausdruck einer hohen Unsicherheit.

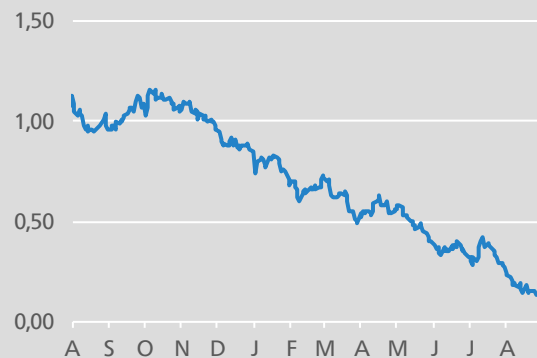
Von diesem Trend konnten auch US-Treasuries profitieren. Papiere mit zehnjähriger Restlaufzeit rentierten im Verlauf der letzten 30 Tage um etwa 60 Basispunkte geringer, mit einer Rendite von unter 1,45 % (1,53 % am 26. August). Auch zehnjährige Staatsanleihen aus Frankreich (-0,38 % am 26. August), Spanien (0,15 %) und Italien (1,22 %) profitierten vom risikoaversen Verhalten der Anleger.

## Geopolitik als Haupttreiber

Der Haupttreiber für das Risk-off-Verhalten am Markt war abermals die Geopolitik. Die Konflikte mit dem Iran (Tanker), China (Handelskonflikt) aber auch die Wahl von Boris Johnson zum neuen britischen Premier verunsichern die Märkte. Hinzu kommt ein neuer Krisenherd in Hongkong. Die dortigen Proteste gegen die von China eingesetzte Regierung nehmen kein Ende und belasten die wirtschaftliche Entwicklung vor Ort und im Falle einer gänzlichen Eskalation zusätzlich den Handelskonflikt zwischen Peking und Washington. Allerdings sendete zuletzt der G7-Gipfel in Biarritz Signale der Bewegung in den Konflikten mit dem Iran und China. Die Nachhaltigkeit bleibt abzuwarten.

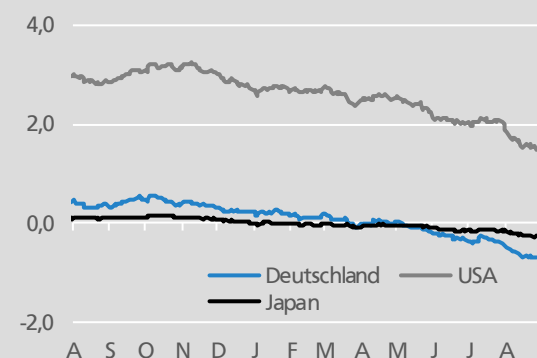
### Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



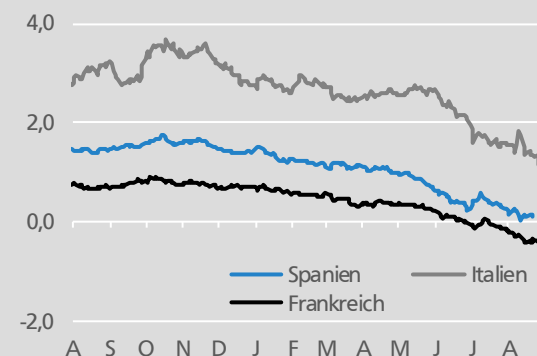
### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Quelle: Refinitiv Datastream

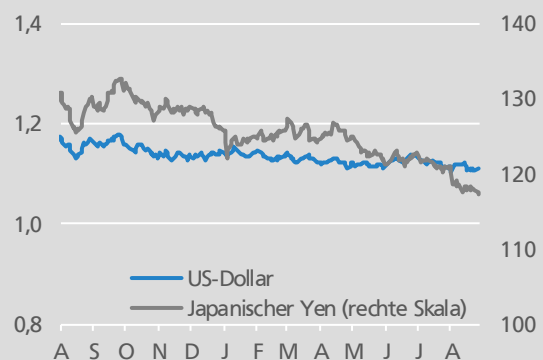
### Dollar gegenüber Euro nur leicht schwächer

Geldpolitische Lockerungserwartungen auf beiden Seiten des Atlantiks lassen kaum gravierende Bewegungen am Devisenmarkt zu. Seitens der Fed ließen sich nur vorsichtige Hinweise auf einen weiteren Zinsschritt feststellen. So erklärte Jerome Powell in Jackson Hole, dass es für die US-Konjunktur zwar signifikante Risiken gäbe, diese sich jedoch weiterhin in einem günstigen Zustand befinde. Nach dem ersten Zinsschritt Ende Juli sollte es im September allerhöchstens einen kleinen Schritt von abermals 25 Basispunkten geben. Auch in der Eurozone sind Zinssenkungen nur in kleinem Maßstab zu erwarten. Sollte die EZB, wie am Markt erwartet, den Einlagesatz senken, wäre dies höchstens um 20 Basispunkte wahrscheinlich, ergänzt um weitere expansive Maßnahmen. Wie sehr diese geldpolitischen Maßnahmen, die den Wechselkurs beeinflussen, mit den Risiken aus dem Handelskonflikt verbunden sind, lässt sich an der Volatilität am Devisenmarkt in den letzten 30 Tagen ablesen. Der US-Dollar bewegte sich weiterhin recht stark gegenüber dem Euro in einer Bandbreite 1,103 und 1,125 US-Dollar pro Euro, 1,11 US-Dollar pro Euro am 26. August.

Das Britische Pfund musste hingegen im Anschluss an die Wahl von Boris Johnson zum neuen britischen Premier abgeben. Die Marktteilnehmer antizipieren mehr und mehr den harten Brexit. Zwar keimte zwischenzeitlich Hoffnung auf, als Jeremy Corbyn, Vorsitzender der Labour Party, versuchte eine Allianz zur Abwahl Johnsons zu schmieden, allerdings scheiterte bisher eine Mehrheit an Corbyn selbst, den sich viele Abgeordnete und auch Wähler nicht als Übergangspremier vorstellen können. Boris Johnson hingegen wird den Erwartungen gerecht, er versucht die EU zu spalten und unter anderem mit der Abschlussrechnung zu erpressen. Von der anderen Seite des Atlantiks kamen hingegen aus dem US-Kongress schlechte Meldungen für den Premierminister. Nancy Pelosi erklärte, dass bei einer Gefährdung des Karfreitagsabkommens – durch einen harten Brexit – und somit des Friedens in Nordirland, der Kongress keinem Handelsabkommen zustimmen wird. Entsprechend volatil handelte das Pfund, in der Tendenz jedoch schwächer, bei etwa 0,91 GBP pro Euro am 26. August.

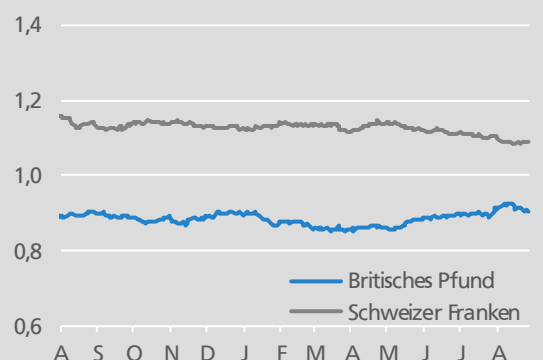
#### Euro-Wechselkurs (I)

Ausländerwährung pro Euro



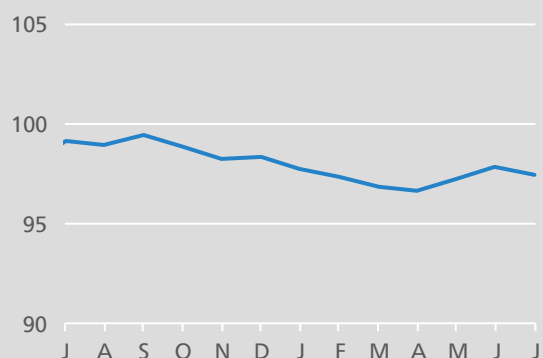
#### Euro-Wechselkurs (II)

Ausländerwährung pro Euro



#### Effektiver Wechselkurs des Euro

in Euro, Quartal 1, 1999=100



Quelle: Refinitiv Datastream

### Aktien mit deutlichen Verlusten

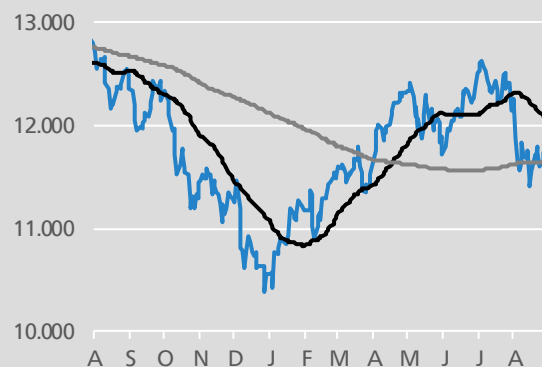
Die Erholung der Aktienmärkte, welche sich auch auf die Zinssenkungsphantasien der Notenbanken bezogen, fanden mit immer neuen Nachrichten zum Handelskonflikt gleich mehrfach ein Ende. Jede Hoffnung auf eine Einigung zwischen Washington und Peking oder expansive Maßnahmen der Notenbank zur Schadensbegrenzung, wurden zeitnah durch neue schlechte Nachrichten wieder zerstört. Infolge dessen sank der Deutsche Aktienindex seit Ende Juli um über 1.000 Punkte auf einen Tiefststand von 11.269 Punkten am 15. August. Zwar konnte sich der DAX seitdem wieder etwas erholen und notierte am 26. August bei 11.658 Punkten, dennoch bleibt die Volatilität hoch. Neben den geopolitischen Hiobsbotschaften wirkten auch fundamentale Daten auf den deutschen Leitindex. So drücken schwache Unternehmenszahlen den Index im Berichtszeitraum. Die konjunkturelle Abkühlung kommt bei den Quartalszahlen der Unternehmen an.

Dies trifft auch auf den US-Leitindex Dow Jones zu. Die Entwicklung verlief ähnlich des DAX. Der Dow Jones verlor im gleichen Zeitraum nahezu 2.000 Punkte und notierte im Tief bei 25.344 Punkten. Am 26. August notierte der US-Leitindex bei 25.899 Punkten.

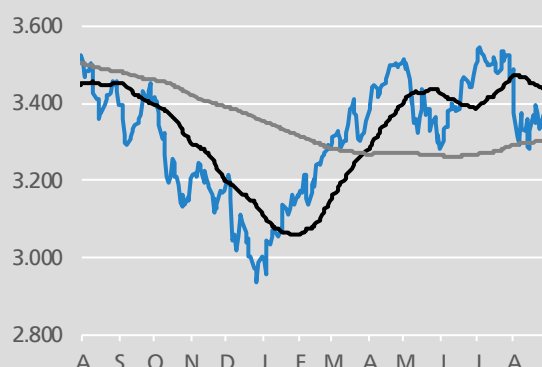
Auch der Euro-Stoxx konnte sich dem schlechten Marktumfeld nicht entziehen und verlor seit Mitte Juli über 200 Punkte auf 3.240 Punkte am 16. August. Am 26. August notierte der Euro-Stoxx bei 3.349 Punkten, wieder etwas freundlicher.

In den kommenden Wochen sollte die Volatilität an den Aktienmärkten weiterhin hoch sein. Etwaige Hoffnungen auf gegenseitige Gesprächsangebote im Handelsstreit könnten neue Enttäuschungen folgen. Zwar kommt nach dem G7-Gipfel neuer Schwung in die Verhandlungen, beide Seiten können allerdings nicht wirklich nachgeben und haben sich in eine komplexe Pattsituation manövriert. Eine Bewegung erfolgte bisher nur durch noch mehr Druck. Es schien bisher ausgeschlossen, dass eine als zu nachgiebig interpretierte Geste für nachhaltige Entspannung sorgen könnte. Und dann ist da auch noch Hongkong. ■

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



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



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



Quelle: Refinitiv Datastream



## Konjunktur Euroraum

### Geringeres Wirtschaftswachstum

Im 2. Quartal haben die gesamtwirtschaftlichen Auftriebskräfte im Euroraum merklich nachgelassen. Nach ersten Eurostat-Schätzungen legte das BIP mit einer Verlaufsrate von 0,2 % zu. Die Wachstumsrate hat sich somit gegenüber dem 1. Quartal (+0,4 %) halbiert. Unter den großen Volkswirtschaften des Währungsraums erfuhr Spanien (+0,5 %) erneut den stärksten Zuwachs. In Frankreich (+0,2 %) nahm das BIP im Gleichschritt mit der Gesamtentwicklung zu. In Italien (0,0 %) stagnierte die Wirtschaftsleistung und in Deutschland war sie leicht rückläufig (-0,1 %). Erste Angaben zum Verlauf der BIP-Verwendungskomponenten (Konsum, Investitionen, Außenhandel) plant Eurostat am 6. September zu publizieren.

### Industrieproduktion deutlich rückläufig

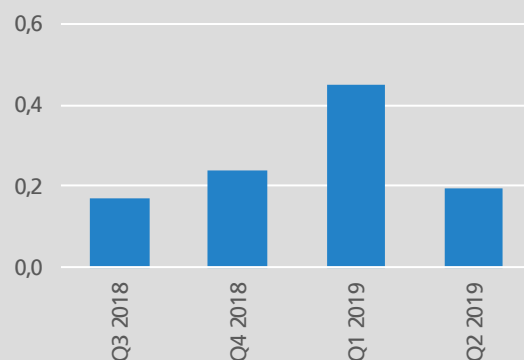
Die Erholungstendenz bei der Industrieproduktion des Euroraums hat sich im Juni nicht fortgesetzt. Der preis-, kalender- und saisonbereinigte Ausstoß ist gegenüber dem Vormonat um deutliche 1,6 % gesunken, nachdem er im Mai noch um 0,8 % zugelegt hatte. Angesichts der Auftragsentwicklung zeichnet sich für die nahe Zukunft derzeit keine merkliche Verbesserung der Industriekonjunktur ab. So ist der Order-Indikator im Juli erneut gesunken, um 4,1 Punkte auf -14,7 Punkte.

### Schwächerer Preisanstieg

Auf der Verbraucherstufe hat sich der Preisauftrieb etwas vermindert. Die Inflationsrate des Euroraums, basierend auf dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), ist von 1,3 % im Juni auf 1,0 % im Juli gefallen. Zu ihrem Rückgang trugen in erster Linie die Dienstleistungspreise bei, deren Anstieg etwas nachließ (+1,2 % nach +1,6 % im Juni). Die Preisdynamik hat sich aber auch bei Energie abgeschwächt (+0,5 % nach +1,7 %). Nahrungsmittel haben sich hingegen etwas deutlicher verteuert als zuvor (+1,9 % nach +1,6 %). Die Kerninflationsrate, die den Preisauftrieb ohne die vielfach stark schwankenden Energie- und Nahrungsmittelpreise misst, ist von 1,1 % im Juni auf 0,9 % gefallen.

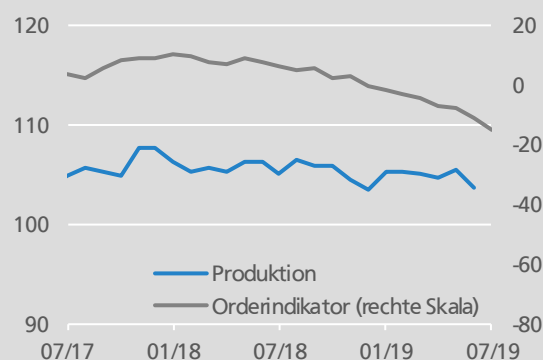
#### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

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



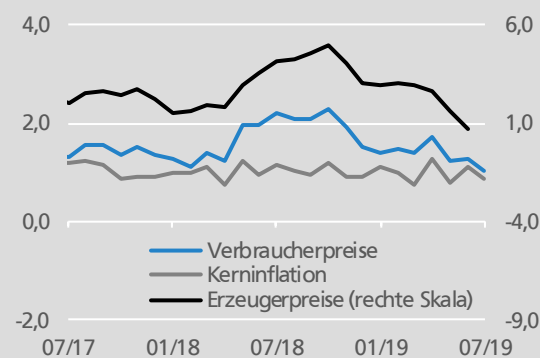
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Refinitiv Datastream

## Konjunktur Deutschland

### BIP-Prognosewerte leicht nach unten revidiert

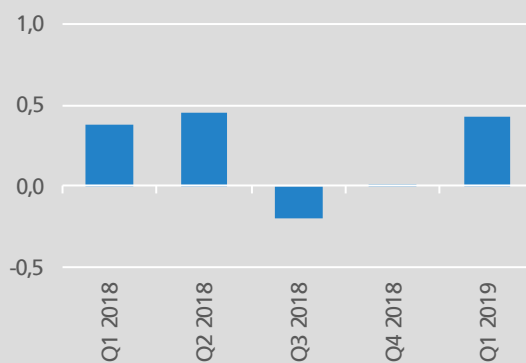
In den vergangenen Wochen hat sich der gesamtwirtschaftliche Ausblick für Deutschland deutlich verändert. Konjunkturelle Abwärtsrisiken, deren Eintritt zuvor als unsicher galten, scheinen sich mehr und mehr zu manifestieren. Dies gilt insbesondere für den Handelskonflikt zwischen den USA und China, der sich zuletzt weiter zuspitzte. Aus heutiger Sicht erscheint es als unwahrscheinlich, dass sich die internationalen Handelskonflikte auf absehbarer Zeit entspannen. Die Handelskonflikte dürften daher weiterhin dämpfend auf das Weltwirtschaftswachstum wirken und die Absatzmöglichkeiten der deutschen Industrie vermindern. Darüber hinaus lassen Äußerungen des neuen britischen Premierministers Boris Johnson einen EU-Austritt Großbritanniens ohne Austrittsabkommen (Ende Oktober 2019) wahrscheinlicher werden.

Zudem fiel die gesamtwirtschaftliche Entwicklung Deutschlands im 2. Quartal etwas schwächer aus als erwartet. Wie das Statistische Bundesamt anhand erster vorläufiger Berechnungen mitteilte ist das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) gegenüber dem Vorquartal um 0,1 % zurückgegangen. Im 1. Quartal war das BIP noch um 0,4 % gestiegen, durch Sondereffekte wie das milde Winterwetter begünstigt. Der BVR hatte in seiner Sommer-Konjunkturprognose für das 2. Quartal ein leichtes BIP-Wachstum um 0,1 % unterstellt. Für das laufende 3. Quartal legen jüngste Schätzungen des BVR wieder einen Anstieg des BIP nahe. Der Zuwachs dürfte jedoch unter dem Potenzialwachstum liegen. Ein Abgleiten in eine technische Rezession, also einem BIP-Rückgang in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen, ist den Schätzungen zufolge eher unwahrscheinlich.

Vor dem Hintergrund des unerwartet schwachen 2. Quartals und der weiter gestiegenen weltwirtschaftlichen Risiken korrigiert der BVR seine Wachstumsprognose für Deutschland leicht nach unten. Gemäß dem aktuellen Basisszenario ist in den Jahren 2019 und 2020 mit einem Anstieg des preisbereinigten BIP um 0,7 % bzw. 1,3 % zu rechnen. In seiner Sommer-Konjunkturprognose war der BVR noch von Wachstumsraten von 0,8 % bzw. 1,5 % ausgegangen.

### 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: Refinitiv Datastream, BVR

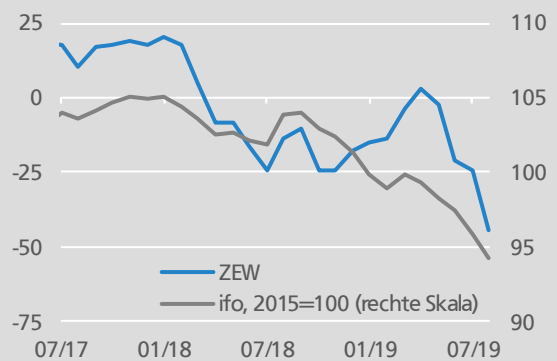
### Geschäftsklimaindex abermals gesunken

Vor dem Hintergrund des eskalierenden Handelskonflikts zwischen den USA und China haben sich wichtige Stimmungsklimaindikatoren weiter verschlechtert. Der ifo Geschäftsklimaindex für Deutschland ist im August um 1,5 Punkte gefallen und befindet sich damit auf dem niedrigsten Stand seit November 2012. Auch die ZEW-Konjunkturerwartungen sind im August erneut gesunken, um deutliche 19,6 Punkte auf -44,1 Punkte. Alles in allem legen die Stimmungsklimaindikatoren nahe, dass die gesamtwirtschaftliche Entwicklung Deutschlands in naher Zukunft gedämpft bleiben wird.

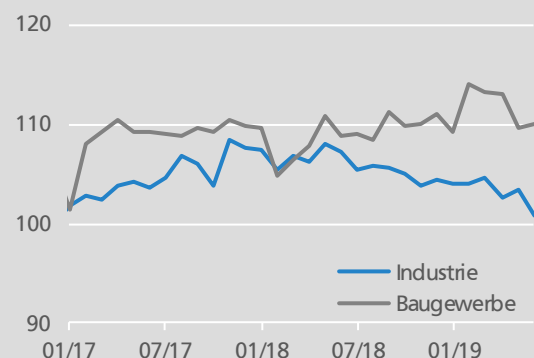
### Industriekonjunktur weiterhin schwach

Die Schwächephase der deutschen Industrie dauert an. Im Juni ist die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes wieder zurückgegangen. Der Ausstoß sank nach vorläufigen Angaben des Statistischen Bundesamts gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 1,8 %. Über das gesamte 2. Quartal betrachtet gab die Produktion ebenfalls um 1,8 % nach, wozu insbesondere die Bereiche Metallherstellung, Maschinenbau und Kfz beitrugen. Auch im Baugewerbe ist die Produktion im 2. Quartal zurückgegangen (-1,1 %), nachdem sie im Jahresauftaktquartal, begünstigt durch die milde Witterung, merklich gestiegen war. Der Auftragseingang ist im Juni zwar um 2,5% gestiegen und konnte damit den Rückgang vom Mai (-2,0 %) mehr als kompensieren. Im gesamten 2. Quartal sind die Orders allerdings um 1,0 % gesunken, nachdem sie bereits im 1. Quartal nachgegeben hatte (-4,2 %). Für den Bestellrückgang im Frühjahrsquartal war die nachlassende Nachfrage aus dem Inland (-4,1 %) und aus dem Euroraum (-3,4 %) verantwortlich. Die Aufträge aus dem Nicht-Euroraum legten hingegen zu (+4,5 %). Angesichts der jüngsten Auftragsentwicklung und dem Abwärtstrend wichtiger Stimmungsklimaindikatoren zeichnet sich für die nächsten Monate noch keine Trendwende in der Industriekonjunktur ab.

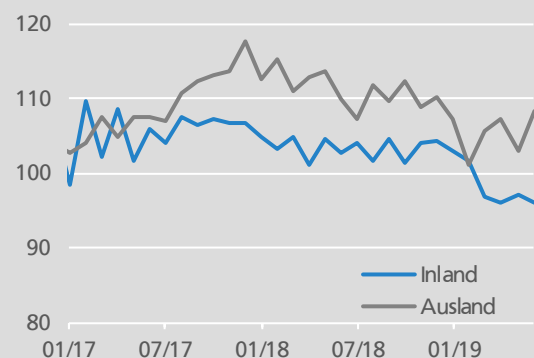
**Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland**  
Saldenwerte, saisonbereinigt



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



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



Quelle: Refinitiv Datastream

### Inflationsrate auf 1,7 % gestiegen

Die Inflationsrate Deutschlands, basierend auf dem Verbraucherpreisindex (VPI), ist von 1,6 % im Juni auf 1,7 % im Juli gestiegen. Verantwortlich für den leichten Anstieg waren in erster Linie die Nahrungsmittelpreise, die sich im Juli stärker verteuerten als zuvor (+2,1 % gegenüber +1,2 % im Juni). Insbesondere für Gemüse (+11,0 %) mussten die Verbraucher erheblich mehr Geld aufwenden. Steigernd auf die Inflationsrate wirkten sich auch die Energiepreise aus. Diese legten um 2,5 % zu, nachdem sie zuvor um 2,4 % gestiegen waren.

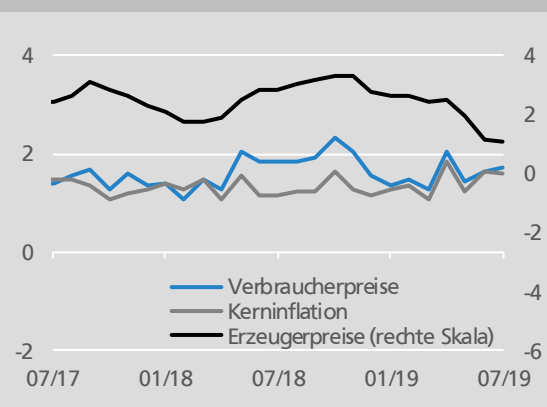
### Mehr Insolvenzen im Mai

Der langjährige Abwärtstrend in den amtlichen Monatsdaten zum Insolvenzgeschehen in Deutschland hat sich im Mai zunächst nicht fortgesetzt. Die Amtsgerichte verzeichneten 1.670 Unternehmens- und 5.659 Verbraucherinsolvenzen. Gegenüber dem Mai 2018 ist die Anzahl der Firmenpleiten um 3,3 % gestiegen; die Zahl der Verbraucherpleiten legte um 1,5 % zu. Im längerfristigen Zeitraum der Monate Januar bis Mai gaben allerdings sowohl die Unternehmens-, als auch die Verbraucherinsolvenzen gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 1,7 % nach.

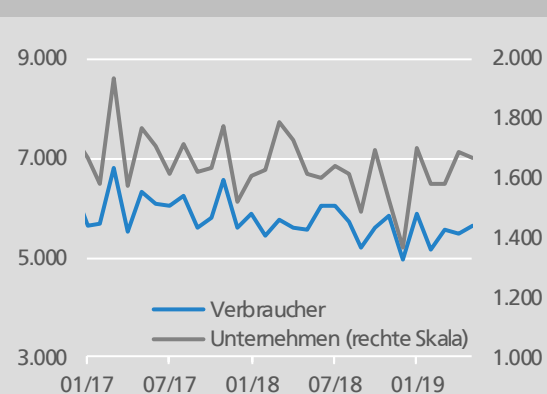
### Sommerpause am Arbeitsmarkt

In Deutschland ist die Arbeitslosenzahl im Juli gestiegen, allerdings vor allem aus saisonalen Gründen. Bei der Bundesagentur für Arbeit (BA) waren 2,275 Mio. arbeitslose Menschen registriert, 59.000 mehr als im Juni. Ein Anstieg der Arbeitslosigkeit ist im Juli durchaus üblich, da mit der einsetzenden Sommerpause die Aktivitäten in vielen Unternehmen vermindert werden und weniger Neueinstellungen erfolgen. Zudem melden sich viele junge Menschen nach Beendigung ihrer Ausbildung vorübergehend als arbeitslos. In der um die üblichen saisonalen Faktoren bereinigten Rechnung stagnierte die Arbeitslosenzahl im Wesentlichen. Bei den Angaben zur Erwerbstätigkeit setzte sich der Aufwärtstrend abgeschwächt fort. Die saisonbereinigte Erwerbstätigenzahl ist im Juni um 8.000 Personen gestiegen. Zuvor, im April und Mai, hatte sie noch um 18.000 bzw. 12.000 Menschen zugelegt. ■

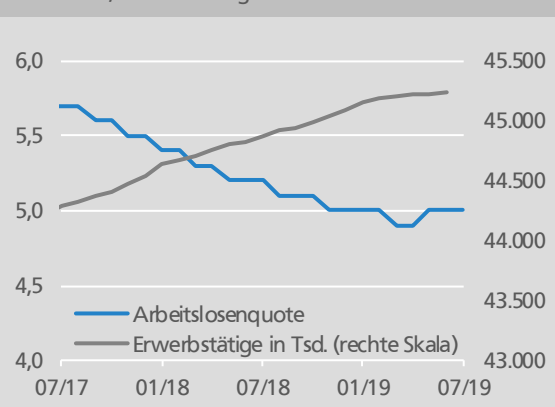
**Verbraucher- und Erzeugerpreise Deutschland**  
gg. Vorjahr in Prozent



**Insolvenzen Deutschland**  
Monatliche Fallzahlen



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



Quelle: Refinitiv Datastream