

# 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)

## Niedrige Renditen auf Finanzvermögen: Gering- und Normalverdiener besonders betroffen

Die schweren Verwerfungen im Zuge der Finanzmarkt- und Euro-Schuldenkrise sowie die aggressive Geldpolitik der EZB haben in den vergangenen zehn Jahren in den Sparplänen der Bundesbürger ihre Spuren hinterlassen. Allgemein kam es seit 2008 zu einem sichtbaren Rückgang der Renditen. Während Aktien und Investmentfonds Kursverluste in Krisenjahren verzeichneten, drückt die extreme Niedrigzinspolitik der EZB seit Jahren die Renditen im Einlagen- und Versicherungsgeschäft.

Die relativen Renditeverluste bei sehr konservativen bzw. einlagenlastigen Sparplänen, welche eher von Geringverdienern betrieben werden, fielen besonders hoch aus. Hier verringerten sich die Renditen im 10-Jahresvergleich um mehr als die Hälfte. Bei einer weniger konservativen Anlagestrategie, wie sie eher dem Investmentverhalten der höheren Einkommensgruppen entspricht, fiel der relative Renditerückgang hingegen mit rund einem Drittel deutlich geringer aus. Der Modellrechnung zufolge führt ein Anstieg des Wertpapieranteils um 10 Prozentpunkte zulasten der Einlagen zu einem Anstieg der realen Rendite in Höhe von rund 0,5 Prozentpunkten pro Jahr.

Mit einer ausgewogeneren Streuung des Finanzvermögens über die verschiedenen Anlageformen könnten gerade Gering- und Normalverdiener ihre Partizipation am Wirtschaftswachstum und damit ihre realen Renditen langfristig deutlich erhöhen. Die Höhe der Rendite ist mit Blick auf die wachsende Rolle der privaten Altersvorsorge an der finanziellen Absicherung im Alter besonders für Geringverdiener eine wichtige Größe. Trotz der Vorzüge eines ausgewogeneren Portfolios gibt es allerdings keine Anlagestrategie, die für alle Haushalte gleichermaßen passend ist. Das optimale Portfolio hängt von der individuellen Situation, den Zielen und der Risikoneigung des Sparerers ab.



### Inhalt

#### Niedrige Renditen auf Finanzvermögen: Gering- und Normalverdiener besonders betroffen 2

Autor: Dr. Jan Philip Weber  
 E-Mail: [j.weber@bvr.de](mailto:j.weber@bvr.de)

#### Finanzmärkte 6

Autor: Dr. Jan Philip Weber  
 E-Mail: [j.weber@bvr.de](mailto:j.weber@bvr.de)

#### Konjunktur 11

Autor: Dr. Gerit Vogt  
 E-Mail: [g.vogt@bvr.de](mailto:g.vogt@bvr.de)

## Niedrige Renditen auf Finanzvermögen: Gering- und Normalverdiener besonders betroffen

Die Niedrigzinspolitik der großen Notenbanken im Zuge der Weltfinanzkrise und der sich ihr anschließenden Großen Rezession haben der Finanzwelt in den vergangenen zehn Jahren ihren Stempel aufgedrückt. In den USA hat zwar die US-Notenbank bereits Ende 2015 die Zinsen erstmals nach knapp zehn Jahren wieder angehoben. Seitdem hat die US-Notenbank den US-Leitzins um insgesamt 1,5 Prozentpunkte erhöht. Der Euroraum ist hingegen aufgrund der Folgen der Euro-Schuldenkrise weiterhin von einem Ende der Niedrigzinspolitik weit entfernt. Seit nunmehr zwei Jahren hält die EZB ihren Leitzins bei null Prozent. Die Einlagefazilität, d.h. der Zins auf Übernachteinlagen der Banken bei der EZB, notiert mit -0,4 % sogar negativ.

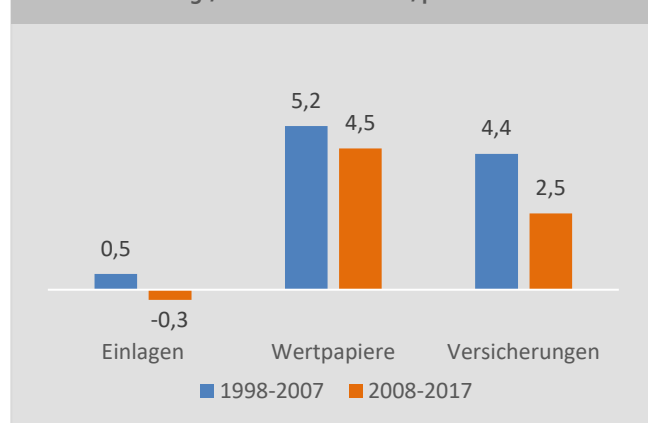
Die schweren Verwerfungen im Zuge der Finanzmarkt- und Euro-Schuldenkrise sowie die ultra-lockere Geldpolitik der EZB haben in den vergangenen zehn Jahren in den Sparplänen der Bundesbürger ihre Spuren hinterlassen. Seit 2008 kam es zu einem sichtbaren Rückgang der Renditen. Während Aktien und Investmentfonds in den Krisenjahren vorübergehend deutliche Kursverluste verzeichneten, drückt die extreme Niedrigzinspolitik der EZB seit Jahren die Renditen im Einlagen- und Versicherungsgeschäft. Abbildung 1 illustriert den Rückgang der realen Rendite über die einzelnen Anlageformen im Dekadenvergleich. Besonders deutlich ist der Rückgang der realen Verzinsung im Einlagen- und Versicherungsgeschäft. Während der Einlagenzins von 2008 bis 2017 im Schnitt im negativen Bereich notierte, sank die Rendite im Versicherungsgeschäft um rund 2 Prozentpunkte. Aufgrund des hohen

Bestands an längerfristigen Anlagen reagiert die Rendite hier deutlich träger als im Neugeschäft. Der relative Rückgang der Renditen im Wertpapiergeschäft fiel hingegen schwächer aus. Im Schnitt rentierten Wertpapiere in den vergangenen zwanzig Jahren deutlich höher als Einlagen und Versicherungen.

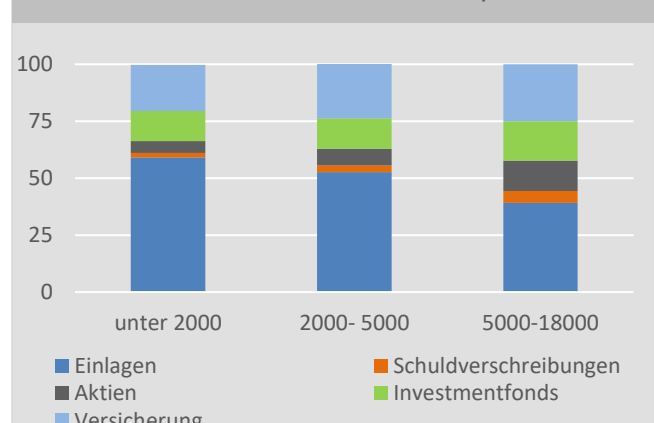
Traditionell zeigen die privaten Haushalte in Deutschland eine besondere Vorliebe für liquide und sichere aber geringer rentierende Anlageformen, wie z.B. Einlagen und Versicherungen. Nach den Zahlen der Finanzierungsrechnung der Bundesbank machen diese Anlagen etwas mehr als drei Viertel des gesamten Finanzvermögens der privaten Haushalte in Deutschland aus (Abb.2). Angesichts eines Einlagenanteils in Höhe von 40 % rentiert ein erheblicher Teil des deutschen Finanzvermögens seit Jahren negativ. Die Bundesbürger leiden also ganz besonders unter dem aktuellen Niedrigzinsniveau.

Bei Haushalten unterer Einkommensgruppen dürfte der Renditerückgang noch größer ausgefallen sein. Nach den neuesten verfügbaren Zahlen der Einkommens- und Verbraucherstichprobe (EVS) des Statistischen Bundesamtes steigt der Anteil von Einlagen mit rückläufigem Einkommen, der Anteil an Wertpapieren nimmt hingegen mit dem Einkommen zu (Abb. 2). Zwar lassen sich die Zahlen zum Geldvermögen aus der Finanzierungsrechnung und der EVS aus methodischen Gründen nur schwer vergleichen. Doch erlauben die EVS-Zahlen im Unterschied zur Finanzierungsrechnung eine Betrachtung nach sozioökonomischen Kriterien wie dem Einkommen.

**Abb1: Renditen über die verschiedenen Anlageformen**  
Inflationsbereinigt, Durchschnittswerte, pro Jahr



**Abb 2: Anteile der Anlageformen am Geldvermögen**  
Monatliches Haushaltsettoeinkommen in Euro, in Prozent



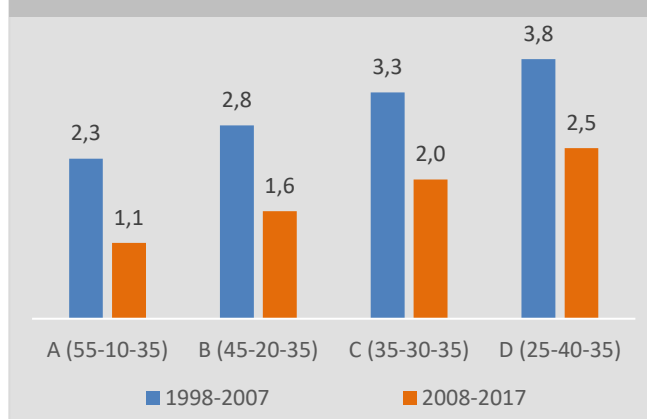
Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt (EVS 2013), eigene Berechnungen

### Geringe Rendite bei sehr konservativen Sparplänen

Aufgrund der methodischen Schwierigkeiten bei der Zusammenführung der Geldvermögensstatistiken der Bundesbank und des Statistischen Bundesamtes werden im Folgenden beispielhaft vier Anlagestrategien präsentiert, die sich entlang ihres Einlagen- und Wertpapieranteils unterscheiden. Der Anteil des Versicherungssparens wird dabei konstant bei 35 % gehalten. Die Beispielportfolios in Abb. 3 stehen exemplarisch für die einzelnen Einkommensgruppen mit ihren unterschiedlichen Anlagevorlieben. Während die Portfolios mit einem Einlagenanteil von über 40 % eher dem Anlageverhalten von Gering- und Normalverdienern entsprechen, ähneln die Portfoliostrukturen mit einem Wertpapieranteil von 30 % und mehr den Anlagegewohnheiten von Haushalten mit Nettoeinkommen von über 5000 Euro pro Monat.

Der Dekadenvergleich zeigt, dass die relativen Renditeverluste bei sehr konservativen bzw. einlagenlastigen Sparplänen besonders hoch ausgefallen sind. Hier verringerten sich die Renditen im 10-Jahresvergleich um mehr als die Hälfte. Bei den weniger konservativen Anlagestrukturen, die eher dem Investmentverhalten der oberen Einkommensgruppe entspricht, fiel hingegen der relative Renditerückgang mit rund einem Drittel deutlich geringer aus. Trotz der zum Teil deutlichen Renditerückgänge bestätigte sich der Verdacht nicht, dass besonders konservative aufgestellte Sparpläne in den vergangenen zehn Jahren im Schnitt negativ rentierten. Das liegt zum einen am Versicherungssparen, wo vor allem Altverträge noch vergleichsweise hoch

**Abb 3: Durchschnittliche reale Renditen der Modellportfolios pro Jahr, in Prozent**



Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen

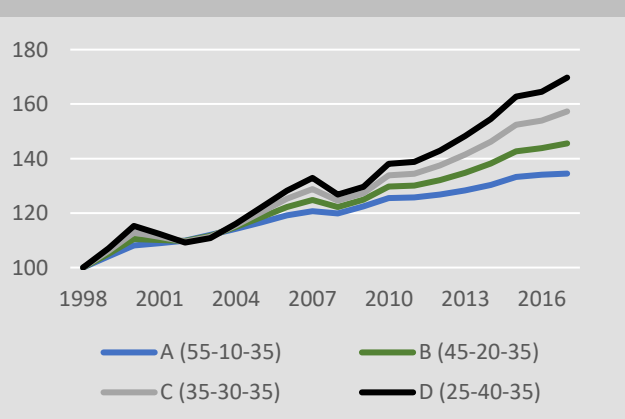
Lesebeispiel zu Abbildung 3: Modellportfolio A setzt sich zu 55 % aus Einlagen, zu 10 % aus Wertpapieren und zu 35 % aus Versicherungen zusammen. Die Wertpapiere bestehen konstant zu 20 % aus Schuldverschreibungen, zu 30 % aus Aktien und zu 50 % aus Investmentfonds.

verzinst sind und die Renditen nur langsam zurückgegangen sind. Zum anderen dürften die seit 2013 niedrigen Inflationsraten verhindert haben, dass die realen Renditen sehr konservativ investierter Finanzvermögen in den negativen Bereich rutschten.

Mit einem wachsenden Anteil an Wertpapieren steigt auch die reale Rendite. Haushalte mit einer sehr konservativen Portfoliostruktur erhielten in den letzten 10 Jahren eine reale Rendite von durchschnittlich 1,1 bis 1,6 % pro Jahr auf ihr Finanzvermögen. Bei den Portfoliotypen mit einem Wertpapieranteil von 30 bzw. 40 % lag die reale Rendite im Schnitt bei 2,0 und 2,5 %. Unter den gegebenen Annahmen führt damit ein Anstieg des Wertpapieranteils zulasten der Einlagen von 10 Prozentpunkten zu einem Anstieg der realen Rendite auf 10-Jahressicht in Höhe von rund 0,5 Prozentpunkten pro Jahr.

Der steigende Wertpapieranteil geht aber auch mit einem höheren Anlagerisiko einher, dass sich unter anderem über höhere Renditeschwankungen bemerkbar macht. Die ausgeprägtere Schwankungsbreite von Sparplänen mit höherem Wertpapieranteil ist in Abb. 4 gut zu erkennen. In wirtschaftlich turbulenten Zeiten verzeichneten die risikoreicheren Portfolios zum Teil massive Renditeeinbrüche. So sank der Wert des Finanzvermögens mit einem Wertpapieranteil von 40 % im Zuge der Weltfinanzkrise im Jahr 2008 um 6 Prozentpunkte. Sparvermögen mit einem Wertpapieranteil von 10 % verzeichneten hingegen nur einen Rückgang von 1 %. Gleichwohl waren die Verluste bei risikoreicheren Portfolios nicht von Dauer.

**Abb 4: Wertverlauf der Modellportfolios 1998 = 100, inflationsbereinigt**



## Renditelücke entlang der Einkommen

Die Niedrigzinsphase hat zu einem deutlichen Rückgang der Renditen geführt. Davon sind in besonderer Weise die sehr konservativ sparenden Bürger in Deutschland betroffen. Insbesondere in den vergangenen zwei Jahren ist es zu einer Spreizung der realen Renditen zwischen Sparplänen mit einem höheren und niedrigeren Wertpapieranteil gekommen. Das liegt in erster Linie an der guten Performance der Aktienmärkte im Zuge der robusten Konjunktur bei gleichbleibend niedrigen Zinsen. Während die reale Rendite bei den Portfoliotypen A und B in 2016 und 2017 im Schnitt bei 0,8 % lag, war die reale Rendite bei den risikoreicheren Portfoliotypen mit durchschnittlich 1,9 % mehr als doppelt so hoch. Diese Entwicklung dürfte sich in diesem Jahr fortsetzen und die Renditelücke zwischen den einzelnen Anlagestrategien vergrößern.

Die unterschiedlich hohen Renditen haben in der Zeit von 1998 bis 2017 zu einer Renditelücke zwischen den eher konservativen und risikoreicheren Anlagestrategien von maximal 35 Prozent aufgebaut (Abb. 4). Mit Blick auf die Vermögensaufteilung nach Einkommensklassen (Abb. 2) haben also Gering- und Normalverdiener in Deutschland mit ihren im Schnitt deutlich konservativeren Anlagestrategien eine sichtbar geringere reale Rendite seit 1998 erreicht als Haushalte aus der obersten Einkommensklasse, deren Anlageportfolios wegen eines traditionell höheren Wertpapieranteils ausgeglichener über die Anlageformen verteilt sind.

Die unterschiedlichen Anlagevorlieben entlang der Einkommen dürften zum überwiegenden Teil auf drei zentrale Gründe zurückzuführen sein. Erstens fallen die Sparbeträge von Geringverdienern deutlich niedriger aus als von anderen Einkommenskohorten. So sparen mehr als 50 % der Haushalte aus den unteren Einkommenskohorten (bis zu 2.000 Euro Haushaltsnettoeinkommen) weniger als 50 Euro im Monat. Vor diesem Hintergrund fällt in der Regel die Bereitschaft bei Geringverdienern niedriger aus, sich mit Anlegerthemen zu beschäftigen. Zweitens dürfte die Liquiditätspräferenz bei Gering- und Normalverdienern in Relation zum Ersparten höher ausfallen. So machen die liquide gehaltenen Sparbeträge für besondere und unvorher-

gesehene Ausgaben einen größeren Anteil am Sparvermögen aus. Ein dritter Grund dürfte das Misstrauen der Bundesbürger gegenüber Aktien sein. Neben den Totalverlusten nach den Weltkriegen dürften auch die schweren Verluste der Telekom-Aktie hierfür verantwortlich sein. Zu Beginn des neuen Jahrtausends wurde die aufkeimende Bereitschaft der Bundesbürger in Aktien zu investieren durch die herben Verluste der sogenannten „Volksaktie“ nachhaltig erschüttert.

Die Zahlen der Bundesbank zur Geldvermögensbildung zeigen, dass die Bundesbürger seit einigen Quartalen stärker in Aktien und Investmentfonds investieren und damit etwas ausgeglichener ihr Erspartes über die Anlageformen verteilen. Aus den aggregierten Zahlen der Finanzierungsrechnung lässt sich aber nicht ablesen, ob alle oder nur die oberen Einkommenskohorten hierfür verantwortlich sind. Die Wahl eines ausgewogeneren und nachhaltigen Sparplans stellt aus den genannten Gründen vor allem für Geringverdiener eine besondere Herausforderung dar. Nicht nur ändern sich die mit der Zeit gewachsenen Anlagevorlieben ausgesprochen langsam. Die Hürden des Wertpapiererwerbs dürften sich durch neue Regelwerke, wie z.B. Mifid II, noch einmal erhöhen, da die administrativen Kosten des Wertpapiergeschäfts aufgrund eines höheren bürokratischen Aufwands steigen.

Mit einer ausgewogeneren Streuung des Finanzvermögens über die Anlageformen könnten gerade Gering- und Normalverdiener ihre Partizipation am Wirtschaftswachstum und damit ihre realen Renditen dauerhaft erhöhen. Die Höhe der realen Rendite ist mit Blick auf die steigende Relevanz der privaten Altersvorsorge bei der finanziellen Absicherung im Alter besonders für Geringverdiener eine wichtige Größe. Zudem begünstigt die Renditelücke entlang der Einkommen mittel- bis langfristig die Ungleichverteilung der Vermögen in Deutschland. Trotz der Vorzüge eines ausgewogeneren Portfolios gibt es allerdings keine Anlagestrategie, die für alle Haushalte gleichermaßen passend ist. Das optimale Portfolio hängt von der individuellen Situation, den Zielen und der Risikoneigung des Sparerers ab. So dürfte es zum Beispiel eine Rolle spielen, ob der Sparer bereits eine Immobilie besitzt oder auf den Erwerb von Wohneigentum spart.

## DATENGRUNDLAGE UND METHODIK

Die Datengrundlage dieser Analyse bildet zum einen die Einkommens- und Verbraucherstichprobe (EVS) von 2013. Die EVS ist eine vom Statistischen Bundesamt im 5-Jahresrhythmus veröffentlichte Statistik über die Lebensverhältnisse der privaten Haushalte in Deutschland. Sie liefert repräsentative Informationen zur Einkommens-, Vermögens- und Schuldensituation.

Zum anderen werden die Zahlen der Deutschen Bundesbank zu den realen Renditen der einzelnen Anlageformen verwendet. Für eine tiefergehende Beschreibung der Berechnungen und Datengrundlage der realen Renditen sei auf den Monatsbericht der Deutschen Bundesbank vom Oktober 2015 und den Geschäftsbericht 2017 verwiesen. Die realen Renditen liegen auf Quartalsebene vor und enden zum 3. Quartal 2017. Die Aufteilung der realen Renditen der Bundesbank beziehen sich auf die Abgrenzungen der Finanzierungsrechnung. Vor diesem Hintergrund ist die Verbindung der Renditen mit den Anlageformen der EVS für die volkswirtschaftliche Analyse nicht trennscharf genug.

Die EVS-Zahlen zum Geldvermögen der privaten Haushalte weichen in ihrer Definition und Aufteilung zum Teil deutlich von den Zahlen der Finanzierungsrechnung ab. Bei den Einlagen unterscheiden sich die einzelnen Aufteilungen zum Teil deutlich. Unter anderem werden Bargeldbestände und Girokonten in der EVS nur unzureichend abgefragt. Außen vor bleiben zudem Ansprüche von Haushaltsmitgliedern gegenüber Unternehmen aus der betrieblichen Altersvorsorge sowie Ansprüche an Pensions-, Sterbekassen und berufsständische Versorgungswerke. Aus diesem Grund fällt der Anteil des Versicherungssparens in der EVS auch deutlich niedriger aus als in der Finanzierungsrechnung. Die Beispielportfolios verfügen aus diesem Grund auch über einen höheren Anteil an Versicherungen.

Neben den Unterschieden in der Zusammensetzung der Unterposten des Geldvermögens ist der Sektor der privaten Haushalte in der EVS enger abgegrenzt als in der Finanzierungsrechnung. So erfasst die EVS im Gegensatz zur Finanzierungsrechnung der Bundesbank unter anderem nur Haushalte mit einem Nettoeinkommen von bis zu 18.000 Euro. ■

## Finanzmärkte

### Kreditwachstum schwächer

Das Kreditwachstum an Unternehmen im Euroraum hat im Februar etwas nachgelassen. So fiel die Jahreswachstumsrate der um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Kreditsumme an Unternehmen mit 3,1 % um 0,3 Prozentpunkte niedriger aus als im Januar. Im Monatsvergleich verringerte sich die Kreditvergabe um 9 Mrd. Euro nach einem Wachstum in Höhe von 26 Mrd. Euro im Januar. Die Kredite an die Privaten Haushalte wuchsen im Jahresvergleich mit 2,9 % im Februar genauso stark wie in den beiden Vormonaten. Die Kreditvergabe an die Privaten Haushalte im Euroraum legte im Monatsvergleich mit 9 Mrd. Euro aber deutlich weniger stark zu.

### Geldmengenwachstum rückläufig

Das Geldmengenwachstum fiel im Februar schwächer aus als zum Jahresauftakt. Mit einer Jahreswachstumsrate von 4,3 % lag das Wachstum von M3 0,3 Prozentpunkte unter dem Vor-monatswert. Haupttreiber des Geldmengenwachstums blieb die besonders liquide Geldmenge M1 mit einem Wachstumsbeitrag in Höhe von 4,2 nach 4,5 Prozentpunkten im Januar. Die weniger liquiden Spareinlagen dämpften das Geldmengenwachstum um 0,7 Prozentpunkte. Mit einem Beitrag von -0,4 Prozentpunkten fiel der Wachstumsbeitrag der marktfähigen Finanzinstrumente ebenfalls negativ aus.

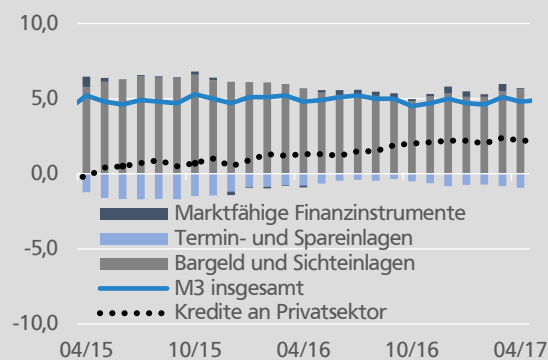
### Inflationsrisiko im Euroraum bleibt moderat

Der BVR Zins-Tacho hat sich im April leicht verringert. Das Barometer zur Messung des mittelfristigen Inflationsrisikos im Euroraum sank im Monatsvergleich um 1 Zähler auf 55 von 100 möglichen Punkten. Trotz des leichten Rückgangs signalisiert der Zins-Tacho weiterhin ein moderates Inflationsrisiko für den Euroraum.

Grund für den leichten Rückgang des Inflationsrisikos im Euroraum ist die fortschreitende Abkühlung der Euro-Konjunktur. Der Unterindikator Konjunktur notierte im April bei 73 Punkten. In den beiden Vormonaten hatte der Unterindikator noch bei 74 bzw. 75 Punkten gelegen.

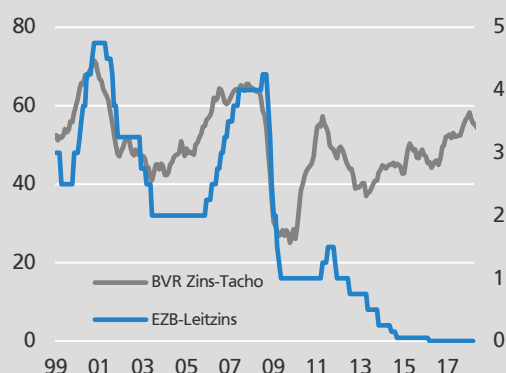
#### Beiträge zum M3-Wachstum

in Prozentpunkten, saisonbereinigt



#### BVR Zins-Tacho

in Punkten



Feb. 18    Mrz. 18    Apr. 18

<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>57</b>	<b>56</b>	<b>55</b>
Konjunktur (50 %)	75	74	73
Preise/Kosten (40 %)	37	37	37
Kreditdynamik (10 %)	40	40	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

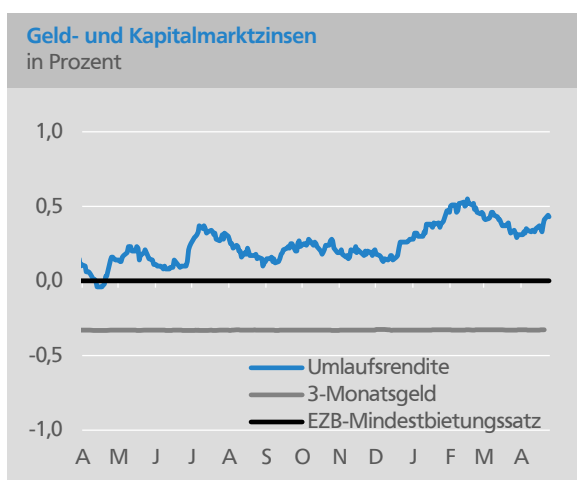
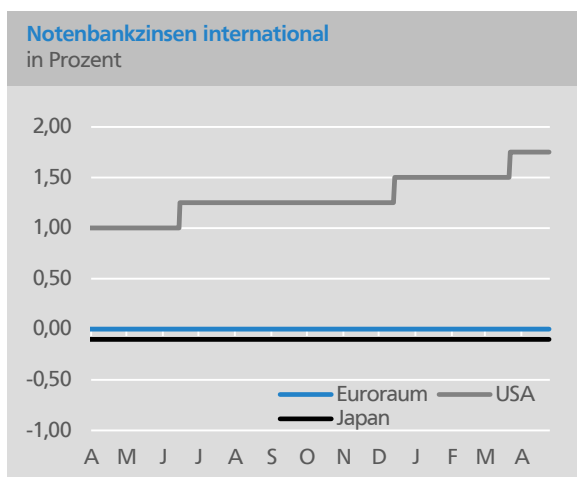
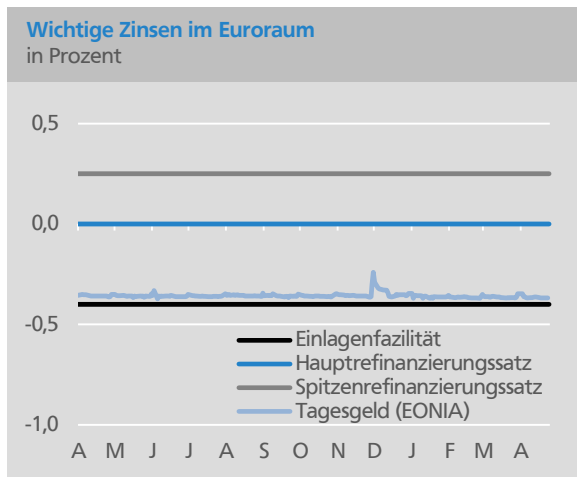
Von Seiten der Preise und Kosten blieben die Preisimpulse auf ihrem Vormonatslevel von 37 Punkten. Aufwärtspotential könnte es an dieser Stelle in den kommenden Monaten von Seiten der steigenden Energiepreise kommen. Von Seiten der Kreditdynamik verstärkte sich der preistreibende Effekt im April leicht um 1 Punkt auf 41 Zähler. Die Berechnungen des Unterindikators Kreditdynamik lassen darauf schließen, dass das Wachstum der Kredite im Euroraum zuletzt wieder etwas zugelegt haben dürfte.

### Geldmarktzinsen bleiben unverändert

Die Zinsen für Termingeschäfte auf dem europäischen Geldmarkt haben sich im April erneut kaum von der Stelle bewegt. So notierte der 3-Monats-Euribor am 23. April mit -0,33 % unverändert auf seinem Vormonatsultimo. Der Zins für Jahresgelder blieb im gleichen Zeitraum ebenfalls unverändert bei -0,19 %. Der Tagesgeldsatz notierte im Monatsschnitt bei -0,36 %. Im Schnitt notierte der EONIA damit so hoch wie im März 2018.

### EZB-Leitzinsen dürften unverändert bleiben

Der Rat der EZB wird sich an diesem Donnerstag zu seiner nächsten geldpolitischen Sitzung treffen. Die führenden Notenbanker des europäischen Währungsraumes dürften dabei ihre Geldpolitik unverändert auf dem aktuell sehr expansiven Kurs halten. So ist vorerst mit keiner Entscheidung über den geldpolitischen Exit zu rechnen. Das Aufkaufprogramm, über das die EZB monatlich Wertpapiere in Höhe von 30 Mrd. Euro kauft, endet im September 2018. Der Hauptrefinanzierungssatz dürfte unverändert bei 0,0 % bleiben.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

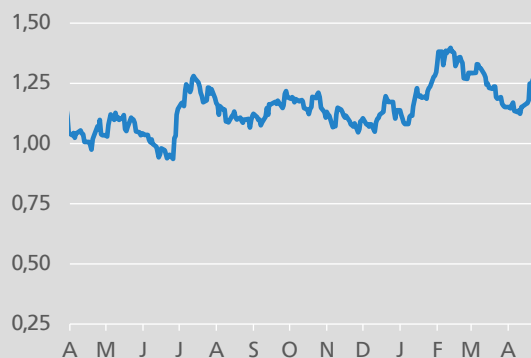
### Renditen legen sichtbar zu

Die Renditen von Staatspapieren sind im April gestiegen. Insbesondere in der zweiten Monatshälfte zogen die Renditen dies- wie jenseits des Atlantiks spürbar an. Auf Monatsicht kletterte die Umlaufrendite börsennotierter Bundeswertpapiere um 12 Basispunkte auf 0,43 %. Die Rendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit stieg im gleichen Zeitraum um 14 Basispunkte auf 0,63 %. In den USA lagen die Renditen von US-Treasuries mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren am 24. April mit 2,98 % 24 Basispunkte über ihrem Vormonatsultimo.

Getrieben wurden die Renditen in erster Linie von den gestiegenen Zinserwartungen dies- wie jenseits des Atlantiks. Zunächst hatte das Protokoll zur jüngsten geldpolitischen Sitzung der Fed Spekulationen auf weitere Zinsanhebungen in 2018 genährt. Zum Ende des Monats ließen dann noch steigende Inflationserwartungen die Renditen in Europa und den USA steigen. Neben einigen positiven Konjunkturdaten war es vor allem der gestiegene Ölpreis, der die Inflationserwartungen befeuerte. Der Ölpreis der Nordseemarke Brent war am 24. April vorübergehend auf über 75 US-Dollar gestiegen. Er notierte damit so hoch wie seit Dezember 2014 nicht mehr. Zudem stufte die US-Notenbank in ihrem Konjunkturbericht, dem Beige Book, trotz des schwelenden Handelskonflikts der USA mit China und der EU die Aussichten für die US-Wirtschaft als solide ein. Viele Anleger sahen in der optimistischen Konjunktüreinschätzung der US-Notenbank ein weiteres Zeichen dafür, dass die Fed in diesem Jahr die Normalisierung des US-Leitzinses konsequent vorantreiben wird. Die Mehrheit der Investoren erwartet für dieses Jahr noch zwei bis drei Zinsanhebungen in den USA. In Europa spekulierten angesichts der Inflationserwartungen mehr und mehr Anleger auf konkrete geldpolitische Schritte der EZB in diesem Jahr. Mittlerweile erwartet die Mehrheit der Anleger, dass die EZB spätestens zum Ende dieses Jahres ihr Wertpapieraufkaufprogramm einstellen wird. Darüber hinaus dämpfte die sich aufhellende Stimmung an den Aktienmärkten die Nachfrage nach Sicherheit.

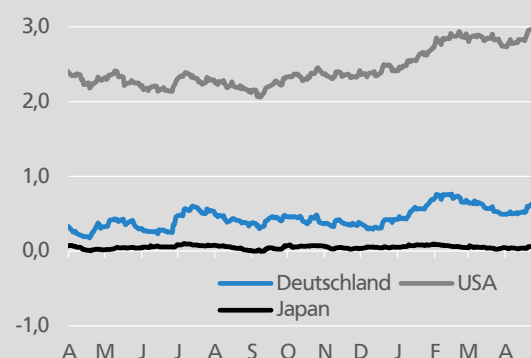
#### Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



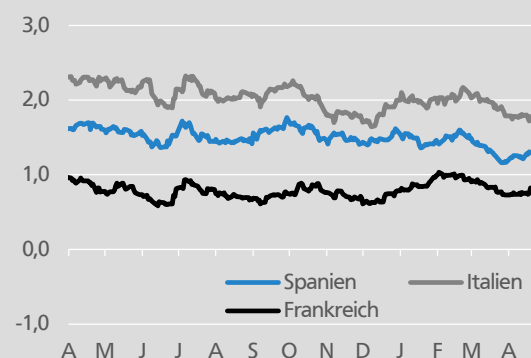
#### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



#### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Quelle: Thomson Reuters Datastream



## Wenig Bewegung an den Devisenmärkten

Der Euro-Dollar Kurs hat sich im April nur wenig von der Stelle bewegt. Im Monatsverlauf hielt sich der Wechselkurs nahe an der Marke von 1,23 US-Dollar je Euro. Am 24. April notierte der Euro-Dollar Kurs bei 1,22 US-Dollar und notierte damit 1 US-Cent niedriger als Ende März.

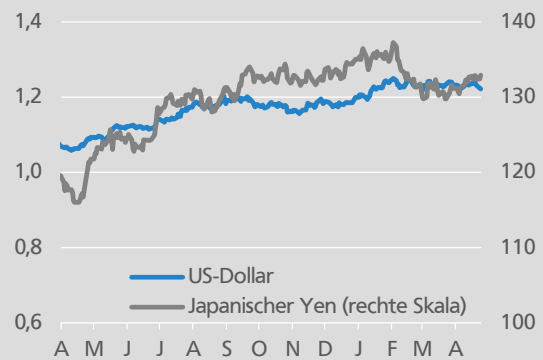
Geschwächt wurde der Euro im April unter anderem durch schwächere Konjunkturdaten aus dem Euro-Raum. So signalisierten die jüngsten Daten aus der deutschen Wirtschaft eine Abkühlung im heimischen Industriesektor, nachdem die Industrieproduktion in Deutschland merklich schwächer ausgefallen war. Auch der erneute Rückgang der ZEW-Konjunkturerwartungen in Deutschland belasteten die Gemeinschaftswährung. So hatte sich der Indikator im April das dritte Mal in Folge eingetrübt. Aktuell notiert er auf dem niedrigsten Stand seit Ende 2012.

Zudem erhielt der Dollar Rückenwind vom jüngsten Fed-Protokoll über die letzte Zinssitzung. Viele Händler sahen darin eindeutige Signale für eine noch stringenter Normalisierung der Zinspolitik in den USA. Dem Protokoll zufolge zeigten sich die US-Notenbanker zuversichtlich, dass sowohl das Wirtschaftswachstum als auch die Inflationsentwicklung in der weltgrößten Volkswirtschaft weiter auf Expansionskurs bleiben werden. In dieser Gemengelage sprach sich eine Mehrheit im geldpolitischen Ausschuss der Fed für weitere Zinsanhebungen aus. An den Märkten stiegen die Erwartungen, die US-Notenbank könne den US-Leitzins in diesem Jahr noch bis zu drei Mal um jeweils 25 Basispunkte anheben.

Die Furcht vor einer Eskalation des Handelskonfliktes zwischen den USA auf der einen Seite und China und der EU auf der anderen Seite belastete den Euro. Gestützt wurde der Euro allerdings von der regelmäßig wiederkehrenden Hoffnung auf eine Einigung der Konfliktparteien im Handelsstreit. Auch stützte die Erwartung, die EZB werde noch in diesem Jahr das Anleiheprogramm auslaufen lassen, die europäische Gemeinschaftswährung.

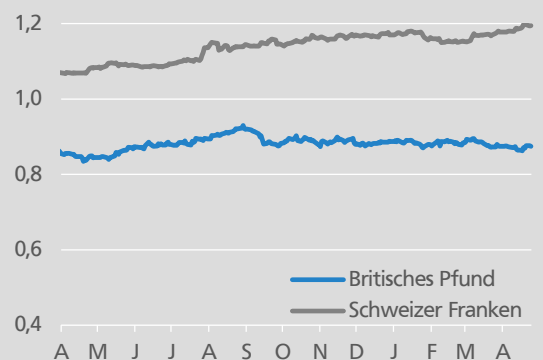
### Euro-Wechselkurs (I)

Ausländerwährung pro Euro



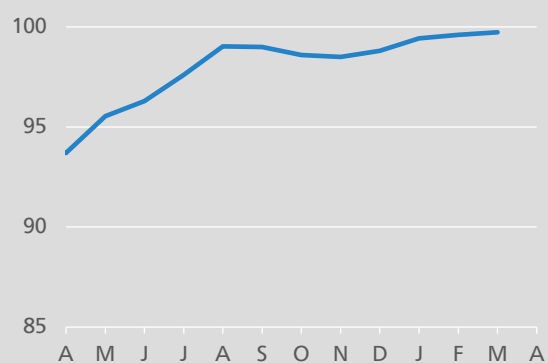
### Euro-Wechselkurs (II)

Ausländerwährung pro Euro



### Effektiver Wechselkurs des Euro

in Euro, Quartal 1, 1999=100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## DAX im Plus

Die Stimmung an den Aktienmärkten dies- wie jenseits des Atlantiks hat sich im April etwas aufgehellt. Nachdem sich die Lage an den Börsen im März bereits stabilisiert hatte, lagen die großen Leitindizes dies- wie jenseits des Atlantiks im Monatsvergleich im Plus. So notierte der DAX am 24. April bei 12.551 Punkten und damit 3,8 % höher als zum Vormonatsultimo. Der Dow Jones sank im gleichen Zeitraum um 0,3 % auf 24.024 Zähler.

Im April fassten mehr und mehr Anleger neue Zuversicht. Grund hierfür war unter anderem die positive Konjunkturschätzung der US-Notenbanker. Darüber hinaus entspannte sich die Lage rund um den Konflikt zwischen den USA und Russland in Syrien, nachdem sich das US-Bombardement als Antwort auf den mutmaßlichen Giftgaseinsatz des syrischen Regimes nur auf einige wenige Ziele in Syrien beschränkt hatte.

Getrieben wurden die Kurse dies- wie jenseits des Atlantiks zusätzlich von einem zum Ende des Monats einsetzenden vorsichtigen Optimismus im Handelsstreit. Viele Anleger hofften, dass sich die USA, China und die EU noch einig werden und eine Ausweitung des Konflikts zu einem ernstzunehmenden Handelskrieg damit verhindert wird. Trotzdem blieb die Verunsicherung bei den Investoren groß. An den Aktienmärkten spielte der Konflikt um die US-amerikanischen Strafzölle auch im April eine große Rolle. Bis zum 1. Mai gilt das Ultimatum der USA im Handelsstreit. Erst danach wird sich entscheiden, ob der Konflikt noch bis weit ins Jahr hinein ein Thema sein wird.

Zum Ende des Monats agierten die Anleger dies- wie jenseits des Atlantiks wieder vorsichtiger. Grund hierfür waren mehrere anstehende große Ereignisse. Neben einigen wichtigen Konjunkturindizes steht am 26. April die nächste Zinssitzung des EZB-Rats an. Der Rat dürfte dabei zwar den aktuellen geldpolitischen Kurs der EZB bestätigen. Allerdings erwarten die Anleger mit Spannung, wie die Ratsmitglieder die steigenden Ölpreise kommentieren werden. In den USA dämpften zum Monatsende vor allem Sorgen vor steigenden Kreditkosten den Leitindex. ■

### Deutscher Aktienmarkt

Dax, 40-/200-Tagesschnitt



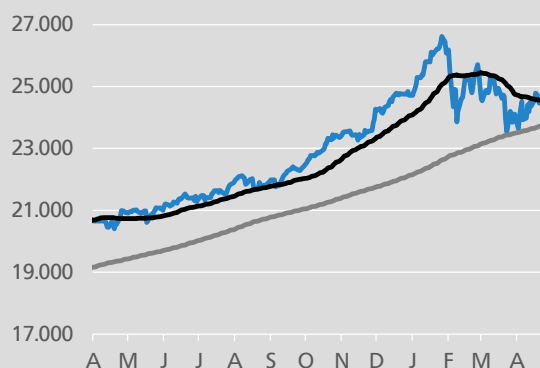
### Aktienmarkt im Euroraum

Euro-Stoxx 50, 40-/200-Tagesschnitt



### Aktienmarkt USA

Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Konjunktur

### Euroraum: Wirtschaftliche Euphorie schwindet

Im März hat die gute Wirtschaftsstimmung im Euroraum einen weiteren Dämpfer erhalten. Der von der EU-Kommission ermittelte Wirtschaftsklimaindex ist gegenüber dem Vormonat um deutliche 1,6 Punkte auf 112,6 Punkte gesunken, nachdem er bereits im Januar und Februar zurückgegangen war. Der Indikator befindet sich aber nach wie vor sichtlich über seinem langjährigen Mittelwert von 100 Punkten. Ein Grund für die Stimmungseintrübung dürften die zunehmenden Sorgen vor einem globalen Handelskrieg sein. Der Verlauf des Index deutet darauf hin, dass die Konjunktur im Euroraum nach einem wachstumsstarken 1. Quartal etwas an Dynamik verlieren wird. Prognosen zufolge ist im gesamten Jahr 2018 mit einem preisbereinigten BIP-Anstieg um gut 2 % zu rechnen.

### Industrieproduktion erneut gesunken

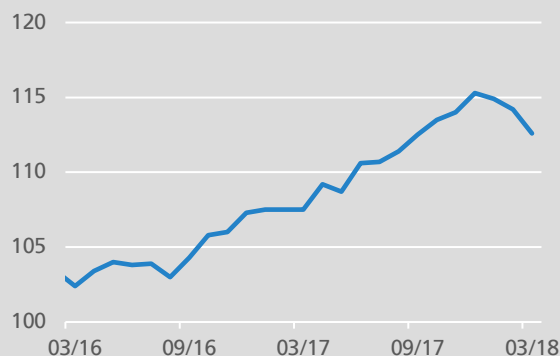
Die Industriebetriebe des Euroraums haben im Februar ihren Ausstoß weiter vermindert. Nach vorläufigen amtlichen Schätzungen ist die Industrieproduktion gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 0,8 % gesunken. Die Produktion hatte bereits im Dezember (-0,1 %) und im Januar (-0,6 %) nachgegeben. Sie dürfte sich in naher Zukunft aber stabilisieren. Dies legt zumindest der Order-Indikator nahe. Der Indikator ist zuletzt, im März, zwar um 1,2 Punkte gefallen. Er befindet sich mit 7,9 Punkten aber nach wie vor auf einem sehr hohen Stand.

### Höhere Inflationsrate

Der Preisauftrieb hat im Währungsraum zuletzt etwas zugenommen. Die Inflationsrate, gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), stieg von 1,1 % im Februar auf 1,3 % im März. Maßgeblich für den stärkeren Anstieg der Gesamtrate waren die Nahrungsmittelpreise, die sich deutlicher verteuerten als zuvor (+2,1 % gegenüber +1,0 % im Februar). In den kommenden Monaten dürfte der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe moderat bleiben. Darauf lassen unter anderem die industriellen Erzeugerpreise schließen, die zuletzt, im Januar und Februar, um 1,6 % gestiegen sind.

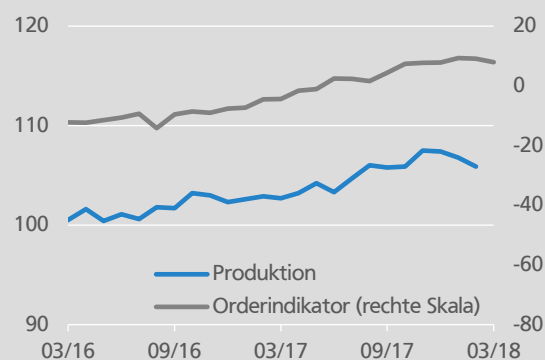
#### Wirtschaftsklima Euroraum

Durchschnittswert (1990-2015)=100, saisonbereinigt



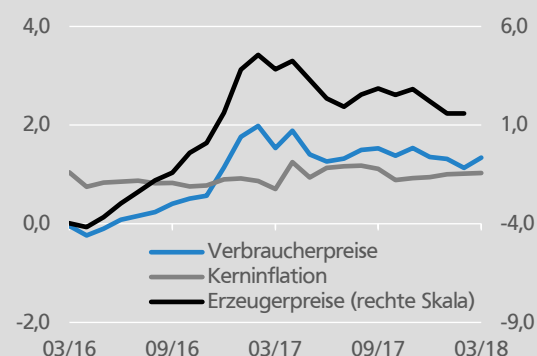
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

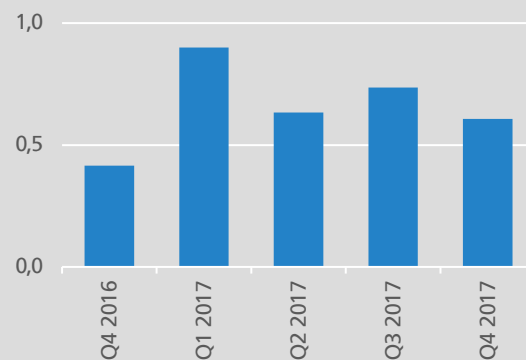
## Frühjahrgutachten lässt für 2018 merkliches BIP-Wachstum in Deutschland erwarten

Die an der Gemeinschaftsdiagnose teilnehmenden Wirtschaftsforschungsinstitute haben am 19. April ihr neues Frühjahrgutachten veröffentlicht. Dem Gutachten zufolge, das den Titel „Deutsche Wirtschaft im Boom – Luft wird dünner“ trägt, ist in diesem und im nächsten Jahr in Deutschland mit einem höheren gesamtwirtschaftlichen Wachstum zu rechnen, als noch im Herbst 2017 erwartet worden war. Die Fachleute der Forschungsinstitute haben ihre Prognosewerte für den Anstieg des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts (BIP) für 2018 von 2,0 % auf 2,2 % und für 2019 von 1,8 % auf 2,0 % angehoben.

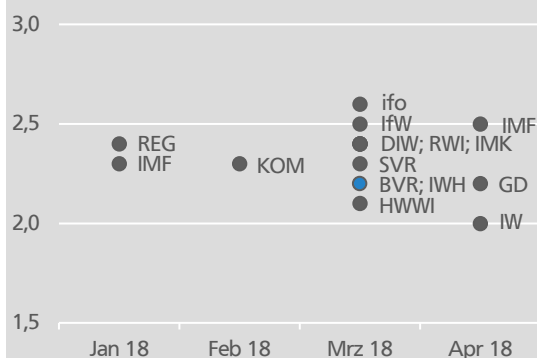
Gemäß dem Frühjahrgutachten wird der globale Konjunkturaufschwung das Exportgeschäft der deutschen Wirtschaft weiter anregen. Darüber hinaus dürfte auch die Binnennachfrage rege bleiben und zusätzlich durch die von der neuen Bundesregierung im Koalitionsvertrag vereinbarten fiskalischen Maßnahmen stimuliert werden. In Hinblick auf den Arbeitsmarkt rechnen die Wirtschaftsforscher angesichts der immer stärker werdenden Arbeitskräfteknappheit mit einer Abschwächung des Beschäftigungsaufbaus. Demnach ist im laufenden Jahr mit einer Zunahme der Erwerbstätigenzahl um 585.000 und im kommenden Jahr mit einem Plus um 420.000 zu rechnen. Die Arbeitslosenquote wird dem Gutachten zufolge von 5,2 % im diesem auf 4,8 % im kommenden Jahr zurückgehen. Für die Verbraucherpreise wird ein leicht beschleunigter Anstieg prognostiziert, der die Inflationsrate von 1,7 % in 2018 auf 1,9 % in 2019 erhöhten dürfte.

Der BVR hält das im Frühjahrgutachten gezeigte Konjunkturbild insgesamt für realistisch. Zwar haben die wirtschaftlichen Abwärtsrisiken in den vergangenen Wochen merklich zugenommen, angesichts der Unsicherheit über die Folgen der US-Strafzölle auf Aluminium und Stahl sowie der militärischen Intervention des Westens in Syrien. Dennoch liegt für 2018 ein Anstieg des preisbereinigten BIP in Deutschland von 2,2 % nach wie vor im Rahmen des Möglichen.

**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

### Konjunkturoptimismus lässt deutlich nach

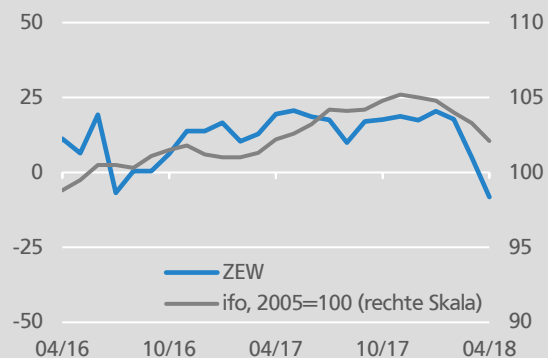
Vor dem Hintergrund der zunehmenden Sorgen vor einem globalen Handelskrieg und geopolitische Risiken sind die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland erneut gesunken. Der auf Basis einer Umfrage unter Finanzmarktfachleuten ermittelte Indikator gab im April um 13,3 Punkte auf -8,2 Punkte nach, nachdem er bereits im März merklich zurückgegangen war. Auch der auf einer Umfrage unter Unternehmen beruhenden Ifo Geschäftsklimaindex ist im April gesunken. Er ist zum dritten Mal in Folge zurückgegangen, befindet sich mit 102,1 Punkten aber nach wie vor auf einem vergleichsweise hohen Niveau. Der Ifo-Index umfasst neben dem verarbeitenden Gewerbe, Handel und Bauwirtschaft auch erstmals den Dienstleistungssektor. Insgesamt legen die Stimmungsindikatoren für das Sommerhalbjahr eine Abschwächung des zuvor überdurchschnittlich kräftigen Wirtschaftswachstums in Deutschland nahe.

### Merklicher Produktionsrückgang in der Industrie

Im Februar hat der Aufwärtstrend der Industrieproduktion einen spürbaren Dämpfer erhalten. Der Ausstoß ist gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 2,0 % gesunken. Auch in dem von kurzfristigen Schwankungen weniger stark betroffenen Zweimonatsvergleich Januar/Februar gegenüber November/ Dezember nahm die Erzeugung deutlich ab (-1,3 %). Im Baugewerbe war die Produktion im Februar ebenfalls rückläufig (-2,2 %). Hier hatte sie aber im Januar noch merklich zugelegt (+2,7 %), sodass im Zweimonatsvergleich ein Zuwachs um 1,1 % zu verzeichnen war. Für die nächsten Monate lassen wichtige Frühindikatoren erwarten, dass die Industrieproduktion wieder auf ihren Wachstumskurs einschwenken wird. Die Expansion dürfte aber weniger dynamisch verlaufen als im Vorjahr. So hat die Entwicklung des industriellen Auftragseingangs zuletzt etwas an Schwung verloren. Die Aufträge legten im Februar um 0,3 % zu. Grund hierfür waren die Nachfrageimpulse aus dem Ausland (+1,4 %), die den Rückgang der inländischen Bestelltätigkeit (-1,4 %) mehr als ausgleichen konnten. Zuvor, im Januar, waren die Orders insgesamt um deutliche 3,5 % gesunken.

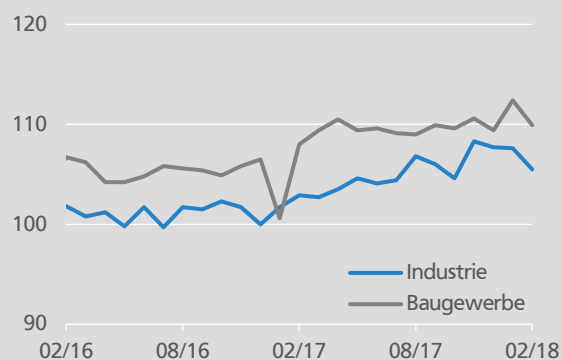
#### Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland

Saldenwerte, saisonbereinigt



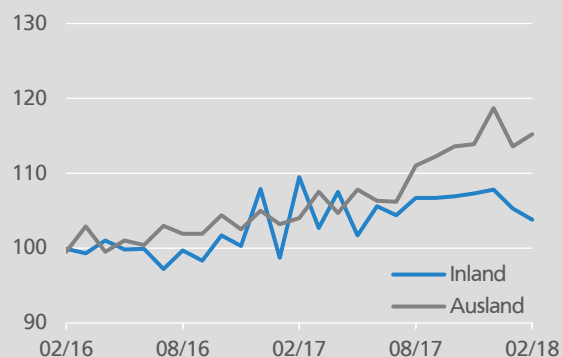
#### Produktion Deutschland

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Aufträge Deutschland

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Inflationsrate steigt auf 1,6 %

Nicht nur im Euroraum, auch in Deutschland hat der allgemeine Preisauftrieb im März etwas angezogen. Der Verbraucherpreisindex (VPI) stieg gegenüber dem Vorjahresmonat um 1,6 %. Im Februar hatten die Verbraucherpreise noch um 1,4 % zugelegt. Zum Anstieg der Inflationsrate trugen vor allem die Nahrungsmittel- und Dienstleistungspreise bei, die sich deutlicher verteuerten als zuvor. Ein Grund für die stärker steigenden Dienstleistungspreise war der im Vergleich zum Vorjahr frühere Zeitpunkt des Osterfests, das mit deutlicheren Preisanstiegen bei Pauschalreisen einherging.

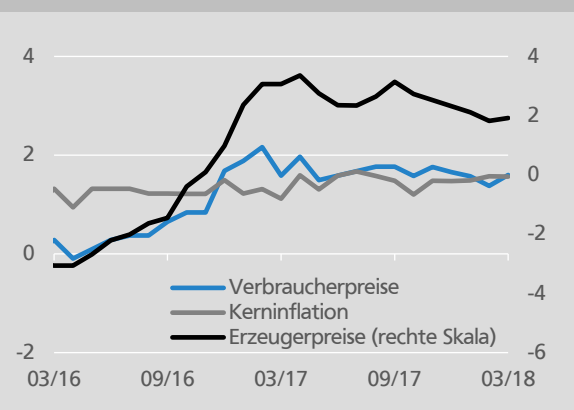
### Erneut weniger Unternehmensinsolvenzen

Im Januar hat sich die Abwärtsbewegung in den Daten zu den Unternehmensinsolvenzen fortgesetzt. Von den deutschen Amtsgerichten wurden 1.608 Firmenpleiten gemeldet. Dies waren 3,4 % weniger Fälle als im entsprechenden Vorjahresmonat. Nach Wirtschaftszweigen differenziert waren die meisten Insolvenzen abermals im Baugewerbe (273 Fälle) und im Handel (272 Fälle) zu verzeichnen. Im Gegensatz zur Entwicklung bei den Unternehmensinsolvenzen hielt der Abwärtstrend bei den Verbraucherinsolvenzen im Januar nicht an. Sie sind binnen Jahresfrist um 4,1 % auf 7.899 Fälle gestiegen.

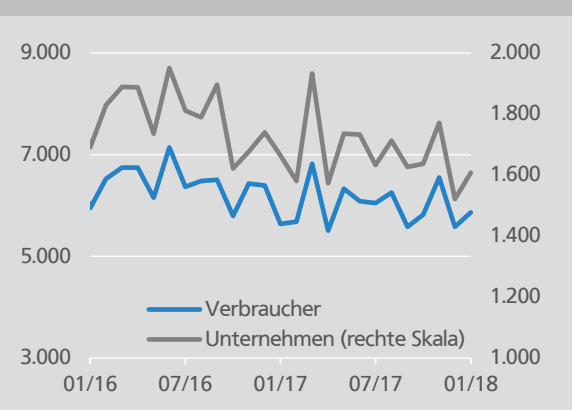
### Arbeitslosigkeit weiterhin rückläufig

Die Arbeitsmarktentwicklung ist in Deutschland nach wie vor günstig. Befördert durch die allgemeine Frühjahrsbelebung und die gute Konjunktur ging die Arbeitslosigkeit im März weiter zurück. Die Zahl der von der Bundesagentur für Arbeit erfassten Arbeitslosen ist gegenüber dem Vormonat um 88.000 auf 2,458 Mio. Menschen gesunken. Die um die üblichen saisonalen Einflüsse bereinigte Arbeitslosenquote ist von 5,4 % im Februar auf 5,3 % im März zurückgegangen. Auf eine nach wie vor positive Arbeitsmarktentwicklung lassen auch die jüngsten Daten zur Erwerbstätigkeit schließen. Die saisonbereinigte Erwerbstätigenzahl nahm nach vorläufigen Berechnungen des Statistischen Bundesamts im Februar gegenüber dem Vormonat um 45.000 zu. ■

Verbraucher- und Erzeugerpreise Deutschland gg. Vorjahr in Prozent



Insolvenzen Deutschland Monatliche Fallzahlen



Arbeitslosenquote und Erwerbstätige Deutschland in Prozent, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream