

# Volkswirtschaft special

Meinungen, Analysen, Fakten

## Makroprudenzielle Politik – neue Meldelasten vermeiden

- Die makroprudenzielle Politik hat in den vergangenen Jahren international stark an Bedeutung gewonnen. Ziel dieses neu etablierten Politikbereichs ist die Sicherung der Finanzstabilität, einer wesentlichen Grundlage für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum. Eine hohe Bedeutung kommt der makroprudenziellen Politik bei der Dämpfung von Boomphasen im Finanzzyklus zu, die mit einer übermäßigen Ausweitung der Kreditvergabe verbunden sind.
- In Deutschland hat sich die Kreditvergabe in den vergangenen Jahrzehnten im internationalen Vergleich besonders stabil entwickelt. Dies ist Folge der konservativen Standards bei der Kreditvergabe, aber auch der auf Langfristigkeit angelegten Finanzierungskultur. Auch nach mehreren Jahren solider Einkommenszuwächse und historisch niedrigen Kreditzinsen verläuft die Kreditvergabe immer noch langsamer als im langfristigen Trend.
- Der Ausschuss für Finanzstabilität (AFS), das in Deutschland für die makroprudenzielle Politik zuständige Gremium, hat die Schaffung zusätzlicher makroprudenzieller Instrumente empfohlen, mit denen die Immobilienkreditvergabe direkt beeinflusst werden kann. Immobilienkredite machen etwa die Hälfte der gesamten Kredite an Unternehmen und Privathaushalte aus. Ob die zusätzlichen Instrumente des AFS überhaupt zum Einsatz kommen, ist vor dem Hintergrund des stabilen deutschen Immobilienmarktes allerdings fraglich.
- Der AFS hat sich darüber hinaus für den Aufbau eines zentralen Registers aller Wohnimmobilienkredite in Deutschland ausgesprochen. Eine solche Totalerfassung aller Wohnimmobilienfinanzierungen erscheint aus Finanzstabilitätsgründen überzogen. Unter Berücksichtigung der bereits heute extrem hohen Meldepflichten, gerade für kleinere Kreditinstitute, sollte der AFS stattdessen seine Analysen auf vorhandene Datenquellen stützen.

---

## Meinung

---

### **Makroprudenzielle Politik – neue statistische Meldelasten vermeiden**

Die makroprudenzielle Politik hat die Aufgabe, die Finanzstabilität zu überwachen und zu sichern. Ein stabiler Finanzsektor ist eine Voraussetzung für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum. Vor der Finanzkrise war der Begriff makroprudenzielle Politik noch weitgehend unbekannt, obwohl er in Fachkreisen bereits seit Ende der 1970er Jahre Verwendung findet. Mit der Finanzkrise hat sich die makroprudenzielle Politik als eigenständiger Politikbereich etabliert, der sich in enger Wechselwirkung zur mikroprudenziellen Aufsicht sowie der Geld- und Finanzpolitik befindet.

Ein wichtiges Ziel der makroprudenziellen Politik ist die Dämpfung von Boomphasen im Finanzzyklus. Können eine exzessive Kreditvergabe im Finanzzyklus und damit einhergehend Übertreibungen bei Immobilien- oder anderen Vermögenspreisen nicht eingedämmt werden, droht nach dem Ende des Booms ein ungeordneter Preisrückgang, der oft mit einer tiefen Rezession und einer anhaltenden Wirtschaftsschwäche verbunden ist.

Bis zum Jahrtausendwechsel herrschte in der Fachdiskussion noch die Meinung vor, es reiche auf Finanzzyklen mit einer lockeren Geldpolitik im Abschwung zu reagieren. Seit der Mitte des vergangenen Jahrzehnts hat sich mehr und mehr die Meinung durchgesetzt, dass bereits im Boom einerseits mit einem „Leaning-against-the-wind“ in Form steigender Leitzinsen reagiert werden sollte und andererseits der Einsatz weiterer, direkter wirkender

Instrumente zur Begrenzung des Kreditwachstums und zur Erhöhung der Widerstandskraft der Kreditwirtschaft hilfreich sein kann.

### **Immobilienbooms besonders gefährlich**

Die volkswirtschaftlichen Kosten von Vermögenspreiszyklen fallen besonders hoch aus, wenn die Abschwungphase im Finanzsektor schwere Verwerfungen auslöst. Kann dieser seine Finanzierungsfunktion nur noch eingeschränkt nachkommen, wird der wirtschaftliche Erholungsprozess durch Störungen im Finanzzugang verzögert. Dies hat sich in der Finanzkrise in aller Deutlichkeit sowohl am Immobilienmarkt in den USA als auch in Europa, insbesondere in Spanien und Irland, gezeigt.

Zyklen am Wohnimmobilienmarkt sind besonders gefährlich, weil die eigenen vier Wände eine besonders hohen Anteil am Vermögen der Privathaushalte ausmachen, der Bausektor bereits in normalen Konjunkturlagen mit rund 5 % der Wertschöpfung einen bedeutenden Einfluss auf die gesamte Konjunktur und Beschäftigung ausübt und die Immobilienkredite rund 50 % der gesamten Kreditvergabe an Unternehmen und Privathaushalte ausmachen.

### **Kreditlücke als Leitindikator für Finanzzyklen**

Makroprudenzielle Instrumente wurden erstmals in der europäischen Bankenregulierung im Rahmen von Basel III (CRD IV/CRR I) verankert. Die „harten“ Instrumente, die direkt in die Geschäftstätigkeit

## Meinung

der Finanzmarktteilnehmer eingreifen, zielen auf eine Stärkung des Eigenkapitals der Kreditinstitute. Zu ihnen zählt beispielsweise der Kapitalpuffer für systemrelevante Banken, der dazu beitragen soll, die Widerstandsfähigkeit der betroffenen Institute gegenüber Verlusten zu erhöhen. Der Systemrisikopuffer soll das Risiko reduzieren, dass sich finanzielle Schwierigkeiten einer Bank auf andere Kreditinstitute übertragen.

Für die Glättung von Finanzzyklen nimmt unter diesen Instrumenten der antizyklische Kapitalpuffer eine zentrale Rolle ein. Mit dem antizyklischen Kapitalpuffer kann Banken in Aufschwungsphasen eine zusätzliche Kapitalanforderung auferlegt werden, sodass ihre Widerstandsfähigkeit für den Fall eines anschließenden Abschwungs erhöht wird. Kommt es zu solch einem Abschwung, können die Kreditinstitute die zuvor aufgebauten Puffer abbauen und zur Deckung etwaiger Verluste verwenden. Darüber hinaus können den Kreditinstituten nach der Kapitaladäquanzverordnung auch höhere Risikogewichte für Wohnimmobilien-

kredite auferlegt werden.

Die Höhe des antizyklischen Kapitalpuffers bemisst sich an der Kreditlücke (oder auch Kredit-BIP-Lücke). Dies ist nach der bisherigen Forschung der beste verfügbare Einzelindikator zur Prognose von Banken Krisen, die auf einer übermäßigen Kreditvergabe beruhen. Die Kreditlücke beruht auf den Ausleihungen der Banken an den privaten nicht-finanziellen Sektor (also im Wesentlichen an realwirtschaftliche Unternehmen und Privathaushalte) im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (BIP). Die Kreditlücke ergibt sich als Differenz zwischen aktuellem Kreditbestand und seinem langfristigen Trend.

### Pufferrichtwert Ende der 1990er positiv

Die Festsetzung des antizyklischen Kapitalpuffers ist eine regelgeleitete Ermessensentscheidung. Aus der Kreditlücke wird ein Richtwert für den Puffer berechnet, der tatsächliche Kapitalpuffer wird aber nicht mechanisch, sondern unter der Berücksichtigung einer ökonomischen Gesamtschau

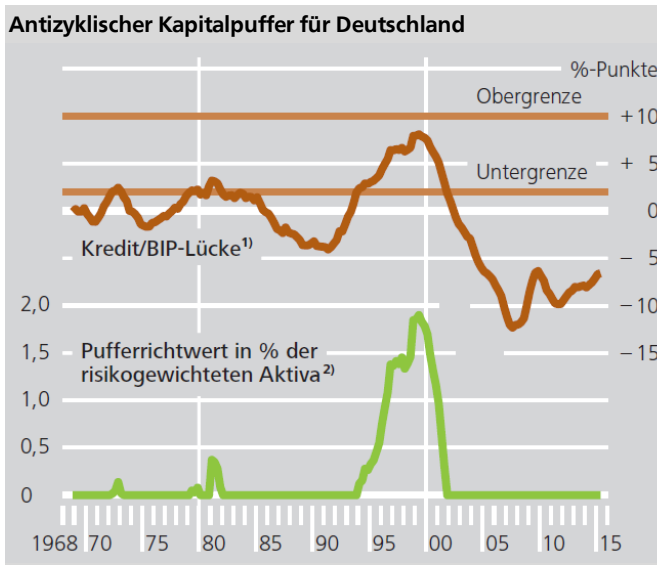


Abb. 1

1) Die Kredit/BIP-Lücke gibt die Abweichung des Kredit/BIP-Verhältnisses von seinem langfristigen Trend an. Eine große positive Lücke kann auf Übertreibungen in der Kreditausweitung hinweisen und indiziert den Pufferaufbau.

2) Der Pufferrichtwert ist eine lineare Abbildung der Kredit/BIP-Lücke auf das Intervall von null bis 2,5. In diesem Intervall liegt typischerweise der Wert der Pufferquote. Der Pufferrichtwert ist nur dann größer als null, wenn die Kredit/BIP-Lücke größer als 2 PP (Untergrenze) ist. Ab einer Kredit/BIP-Lücke von 10 PP (Obergrenze) wird der maximale Pufferrichtwert von 2,5 erreicht.

Quelle: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2015

---

## Meinung

---

festgesetzt. Über den analytischen Rahmen für die Berechnung der angemessenen Pufferquote gibt ein Methodenpapier der Bundesbank Auskunft (Deutsche Bundesbank, Der antizyklische Kapitalpuffer in Deutschland, November 2015).

Die Berechnungen der Bundesbank ergeben für Deutschland in den Jahren seit der Wiedervereinigung einen positiven Pufferrichtwert für die Jahre 1993 bis 2000, nicht jedoch für die Jahre vor der Finanzkrise (siehe Abbildung 1). Nach der im Rahmen von Basel III international standardisierten Methode, wird der antizyklische Kapitalpuffer bei einer Kreditlücke von 2 % aktiviert und erreicht bei einer Lücke von 10 % den maximalen Pufferrichtwert von 2,5 %. In Deutschland wurde Ende 1999 der bislang höchste Wert der Kreditlücke mit 8,1 % erreicht, der Pufferrichtwert erreichte zu diesem Zeitpunkt 1,9 %.

### **Makroprudenzielle Aufsicht überwiegend national**

In Europa ist die Verantwortung für die makroprudenzielle Aufsicht grundsätzlich auf nationaler Ebene angesiedelt. Mit Blick auf Finanzzyklen und die hohe Bedeutung von Boom- und Bust-Zyklen auf Immobilienmärkten ist dies auch sachgerecht. In Deutschland ist als national zuständige Einrichtung im Jahr 2013 der Ausschuss für Finanzstabilität (AFS) eingerichtet worden, dem jeweils drei Mitglieder des Bundesfinanzministeriums, der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der Deutschen Bundesbank sowie – ohne Stimmrecht – ein Mitglied der Bundesanstalt für Finanz-

marktstabilisierung angehören.

Eine hervorgehobene Rolle im AFS besitzt die Bundesbank. Sie hat insbesondere den Auftrag, laufend die für die Finanzstabilität maßgeblichen Sachverhalte zu analysieren, Gefahren zu identifizieren und gegebenenfalls dem Ausschuss Vorschläge für entsprechende Warnungen zu unterbreiten und gegebenenfalls Maßnahmen zur Abwehr dieser Gefahren zu empfehlen.

### **Neue Werkzeuge beantragt**

Der makroprudenzielle „Werkzeugkasten“ soll nach Ansicht des AFS noch um weitere Instrumente ergänzt werden, die die Immobilienkreditvergabe unmittelbar beeinflussen. In seinem zweiten Bericht an den Bundestag vom Juni 2015 schlägt der AFS konkret die Möglichkeit vor, Obergrenzen einzuführen:

- für den Quotienten aus dem gesamten Fremdkapitalvolumen einer Wohnimmobilienfinanzierung und dem Marktwert der als Sicherheit verwendeten Wohnimmobilien zum Zeitpunkt der Darlehensvergabe (Kreditvolumen-Immobilienwert-Relation)
- für den Zeitraum, innerhalb dessen ein Bruchteil eines Darlehens spätestens amortisiert werden muss (Amortisationsanforderung)
- für den Quotienten aus der gesamten finanziellen Belastung aus der Summe aller

## Meinung

Fremdkapitalfinanzierungen eines Schuldners zu seinem Einkommen (Schuldendienstquote)

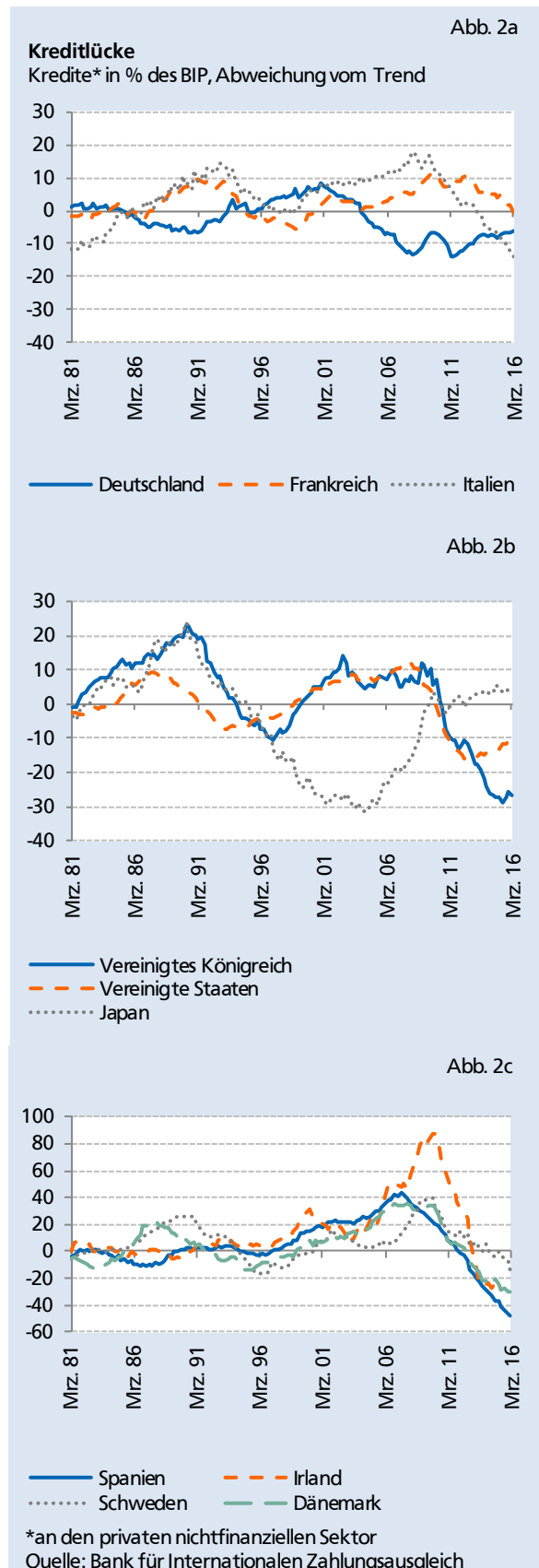
- für den Quotienten aus der Summe aller Fremdkapitalfinanzierungen eines Schuldners, einschließlich des zu vergebenden Darlehens, und seinem Einkommen (Gesamtverschuldungs-Einkommens-Relation)

Die vom AFS vorgeschlagenen Instrumente liegen im Bereich des Standardrepertoires des makroprudenziellen „Werkzeugkastens“ und stehen in vielen Ländern zur Verfügung. So wurden beispielsweise Begrenzungen der Kreditvolumen-Immobilienwert-Relation im Jahr 2015 in 15 der 28 Länder der EU und Begrenzungen für die Schuldendienstquote in sieben Ländern festgelegt.

### Hohe Stabilität des Immobilienmarktes

Ob in Deutschland ein Einsatz dieser Instrumente in den kommenden Jahren angezeigt sein wird, ist zweifelhaft. Solche Eingriffe in den Marktprozess und damit letztlich in die Vertragsfreiheit sollten nur bei deutlich abzeichnenden Gefahrenlagen für die Finanzstabilität zur Anwendung kommen. Eine solche Situation ist aktuell nicht gegeben. Die Wohnungsbaukredite nehmen trotz jahrelanger solider Einkommenszuwächse und der Minizinsen nur moderat zu. In seinem jüngsten Bericht an den Bundestag sieht auch der AFS keine Finanzstabilität gefährdende Situation am Immobilienmarkt.

Generell ist die Anfälligkeit für stark ausschlagende



---

## Meinung

---

Finanzzyklen in Deutschland, ebenso wie in Frankreich, besonders gering. Dies zeigen Berechnungen der Kreditlücke durch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ). Abbildung 2 weist die Kreditlücke für ausgewählte Länder aus. Die oberen beiden Panels für Deutschland, Frankreich und Italien bzw. das Vereinigte Königreich, die Vereinigten Staaten und Japan lassen erkennen, dass für die Kreditlücke ein Wert von 10 durchaus mit einer spürbaren Übertreibung verbunden sein kann, wie etwa im Vorfeld der Finanzkrise oder in Deutschland Ende der 1990er Jahre.

Doch zeigt der internationale Vergleich auch, dass andere Länder deutlich stärkere Ausschläge der Kreditvergabe aufgewiesen haben. So erreichte die Kreditlücke in Spanien (unteres Panel) den Wert von 40 und in Irland von 80, während für Schweden und Dänemark, die beide ebenso anfällig für starke Finanzzyklen sind, im Maximum ebenfalls Werte in der Nähe der 40er-Marke erreicht wurden. Für diese Länder dürfte die Anwendung der makroprudenziellen Instrumente eine größere praktische Relevanz als in Deutschland haben.

Die gravierenden Unterschiede in den Finanzzyklen weisen auf Unterschiede in der Finanzierungstradition und der institutionellen Verfassung des Immobilienmarktes hin. Das Institut der deutschen Wirtschaft kommt in einer Analyse (Eine erste Bewertung makroprudenzieller Instrumente in der Immobilienfinanzierung, Mai 2016) zu dem Schluss „Deutschland hat einen der stabilsten Immobilienmärkte der Welt“.

Diese Stabilität hat mehrere Gründe. Zum einen ist die Immobilienfinanzierung durch normalerweise moderate Beleihungsausläufe und Schuldendienstquoten sowie langfristige Finanzierungen mit festen Zinssätzen gekennzeichnet. Hinzu kommt die etwa gleichgewichtige Rolle, die Wohneigentum und Miete in Deutschland spielen, wobei auf dem Mietwohnungsmarkt kommunale Unternehmen und Wohnungsgenossenschaften jeweils etwa auf einen Marktanteil von 10 % kommen und stabilisierend auf die Preisentwicklung wirken. Eine Analyse zur Stabilität des deutschen Immobilienmarktes findet sich im BVR Volkswirtschaft special 1/2013.

### **Neue Statistiken: Kostenhoch, Nutzen unsicher**

Der Wunsch des AFS nach zusätzlichen makroprudenziellen Instrumenten für die Immobilienkreditvergabe ist gekoppelt an die Schaffung von Rechtsgrundlagen, die es der Bundesbank erlauben, bei Banken (und anderen Finanzinstituten) für erweiterte makroprudenzielle Analysen Daten zu erheben.

Konkret beabsichtigt der Ausschuss, in Ergänzung zu den im Rahmen der Bankenstatistiken gesammelten Daten ein Wohnimmobilienkreditregister zu erheben. Was auf den ersten Blick harmlos klingt, wäre eine gigantische Totalerfassung von Millionen Einzelkrediten, die deutsche Banken und andere Finanzinstitute ausgereicht haben, mit einer Vielzahl von Einzelmerkmalen, beispielsweise zur Laufzeit, dem Zins, zum Kreditnehmer (z. B. Region, Einkommen, Verschuldung) und zur Immobilie (z. B. Region, Größe, Alter).

---

## Meinung

---

Ob der Aufbau eines neuen Kreditregisters angesichts der historischen Stabilität des deutschen Immobilienmarktes erforderlich ist, lässt sich grundsätzlich bezweifeln. Auch unter Kosten-Nutzen-Gesichtspunkten ist eine derart umfassende Datenerhebung kritisch zu sehen. Der AFS begründet seine Datenanforderungen mit dem Bedarf an einerseits ex-ante-Analysen zum Einsatz der Instrumente und seinen Auswirkungen auf die Finanz- und Realwirtschaft und andererseits ex-post-Analysen zur Zielerreichung. Dass beide Verwendungszwecke der geplanten Statistik jeweils eine vollständige Erfassung aller Immobilienkredite erforderlich machen, wird nicht überzeugend dargelegt. Geprüft werden sollte, ob der AFS seine Aufgaben nicht auf der Basis vorhandener Datenquellen erfüllen kann.

Dem begrenzten und ungewissen Nutzen einer Totalerfassung aller Immobilienkredite steht ein gravierender Meldeaufwand auf der Seite der Banken gegenüber. Angesichts der zahlreichen weiteren Meldeanforderungen, nicht zuletzt das von der Europäischen Zentralbank (EZB) eingeführte Unternehmenskreditregister AnaCredit, sind die Umsetzungsanforderungen für die Kreditwirtschaft, und ganz besonders gilt dies für kleinere Kreditinstitute, aktuell ohnehin extrem hoch. Neben dem historisch einmaligen Niedrigzinsumfeld, das auf die Erträge drückt, und der Digitalisierung sind die zunehmenden regulatorischen Belastungen eine dritte gravierende Herausforderung für die Kreditwirtschaft. Letztlich dürften die immer weiter steigenden Regulierungslasten längerfristig auch negativ auf die Konditionen beim Kreditnehmer durchschlagen.

Generell sollten bei künftigen Meldeanforderungen die Möglichkeiten zu einer Begrenzung der Bürokratiekosten durch die Regelsetzer konsequent genutzt werden. Einen wichtigen Beitrag würden hierzu ausreichende Umsetzungszeiträume von mindestens 24 Monaten nach der offiziellen Bekanntmachung und eine Abstimmung von verschiedenen sich überlappenden Meldeanforderungen leisten.

Auch sollten bei den Meldeanforderungen Inkonsistenzen und Duplizierungen vermieden werden. Duplizierungen bestehen beispielsweise bei den Meldungen im Unternehmenskreditregister AnaCredit und den Meldungen im Millionenkreditmeldewesen. Geringere Meldelasten könnten ebenso erreicht werden, wenn bei nationalen Umsetzungen europäischer Regulierungswerke auf nationale Ergänzungen verzichtet würde und eingeräumte Vereinfachungsmöglichkeiten genutzt würden.

Mit Blick auf die besondere Belastung kleinerer Banken durch bürokratische Anforderungen sollten Meldeerleichterungen für kleinere Kreditinstitute genutzt werden. Im Fall von Kreditregistern - wie etwa AnaCredit oder dem von der AFS vorgeschlagenen Immobilienkreditregister - kann der Meldeaufwand zudem erheblich reduziert werden, wenn die Erfassung auf die neu vergebenen Kredite beschränkt wird.

Autor:

Dr. Andreas Bley

Mail: [a.bley@bvr.de](mailto:a.bley@bvr.de)



## Geldpolitik und Geldmarkt

### EZB bestätigt ihren geldpolitischen Kurs

Der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) hat am 20. Oktober keine Hinweise auf eine Anpassung seiner Geldpolitik geliefert. Vielmehr bekräftigte der Rat auf seiner geldpolitischen Sitzung seinen bislang ultralockeren geldpolitischen Kurs. Ihre geldpolitischen Instrumente ließ die EZB dabei unverändert. So blieben die Leitzinsen, wie z. B. der Hauptrefinanzierungssatz oder der Einlagenzins, unverändert bei 0 bzw. -0,4 %. Auch der Umfang des Wertpapieraufkaufprogramms blieb ungetastet.

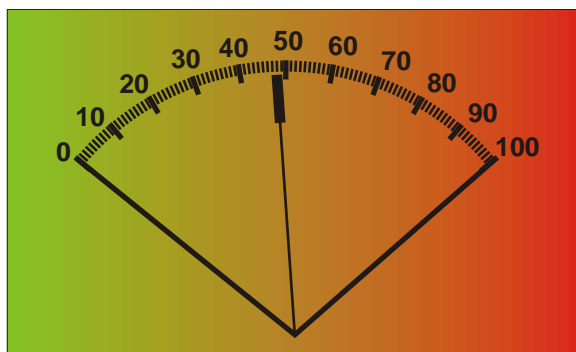
Im Anschluss an die Ratssitzung nahm EZB-Präsident Mario Draghi den Spekulationen über eine baldige Reduzierung der Anleihekäufe den Wind aus den Segeln. Der EZB-Präsident erklärte, dass der Rat nicht über einen schrittweisen Ausstieg aus dem milliardenschweren Wertpapieraufkaufprogramm diskutiert habe. In diesem Zusam-

menhang erklärte er, dass ein abruptes Ende der Wertpapieraufkäufe unwahrscheinlich sei.

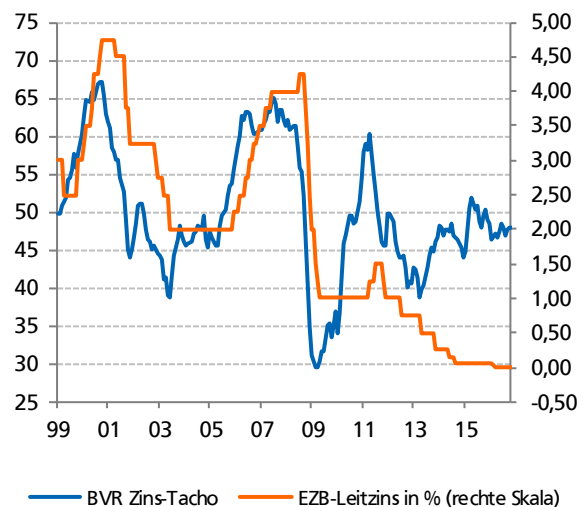
In diesem Zusammenhang betonte Draghi noch einmal, dass die europäische Notenbank weiterhin alle ihr zur Verfügung stehenden Instrumente einsetzen werde, wenn dies geldpolitisch notwendig erscheine. Viele Analysten sahen in diesen Aussagen ein klares Bekenntnis der EZB zu anhaltend hohen Wertpapieraufkäufen und Zinsen nahe bzw. unter 0 % bis weit in das kommende Jahr hinein.

Konkrete Hinweise auf die zukünftige Geldpolitik gab der EZB-Präsident nicht. Der Rat der EZB dürfte aber auf der nächsten Sitzung am 1. Dezember Hinweise auf den weiteren geldpolitischen Kurs der EZB für 2017 geben. Dann nämlich liegen wieder ihre aktuellen Konjunktur- und Inflationsprognosen für den gesamten Währungsraum vor, anhand derer die Notenbanker den weiteren Kurs abstecken dürften.

**BVR Zins-Tacho**



	Aug 16	Sep 16	Okt 16
BVR Zins-Tacho	47	48	48
Konjunktur (50 %)	53	56	57
Preise/Kosten (40 %)	38	37	36
Liquidität (10 %)	51	50	51



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



## Geldpolitik und Geldmarkt

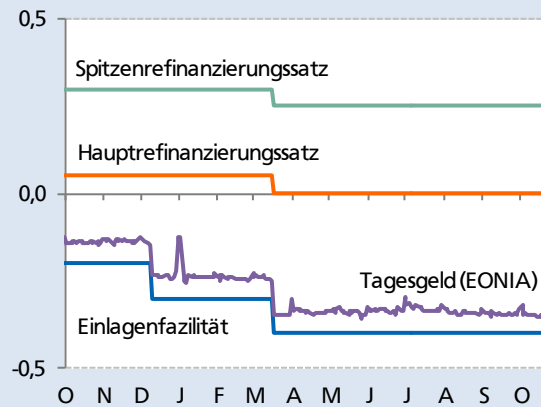
### Inflationsrisiken bleiben moderat

Die Inflationsrisiken im Währungsraum bleiben auch im Herbst weitestgehend ausgeglichen. Der BVR Zins-Tacho bestätigt dies mit einem Punktestand von 48 von 100 möglichen Punkten. Allerdings liegt der Zins-Tacho nicht nur auf mittlerem Niveau. Auch zeigte er sich in den vergangenen Monaten wenig dynamisch. So verzeichnete das Barometer zur Messung der Risiken bei den Verbraucherpreisen im Euroraum seit August lediglich einen Anstieg um 1 Punkt. Die Zahlen zum Zins-Tacho zeigen damit auch, dass weder Inflations- noch Deflationsrisiken im Euroraum aktuell ein Thema sind.

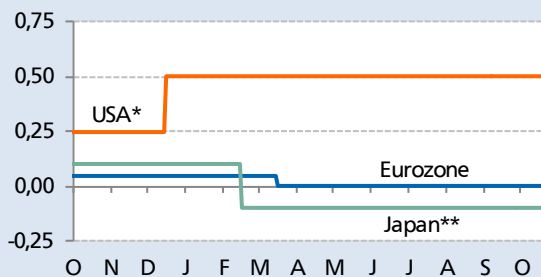
### Geldmarktzinsen etwas niedriger

Die Zinsen auf dem europäischen Geldmarkt haben sich im Oktober geringfügig von der Stelle bewegt. Der 3-Monats-Euribor fiel auf Monatssticht leicht um 1 Basispunkt auf -0,31 %. Der Zwölfmonatszins verzeichnete ebenfalls einen leichten Rückgang in Höhe von 1 Basispunkt, auf -0,07 %. Der Tagesgeldsatz lag im Monatsdurchschnitt bei -0,34 %. Im September hatte der Tagesgeldzins EONIA im Monatsdurchschnitt ebenfalls bereits auf diesem Niveau gelegen.

**Wichtige Zinsen im Euroraum**  
Zinssätze in %



**Notenbankzinsen international**  
in %



\*Die Federal Reserve hat seit 16.12.2008 einen Zielbereich von 0-0,25 % für die Federal Funds Target Rate festgesetzt. \*\*Die Bank of Japan hat seit 19.12.2008 ein Tagesgeld-Zielbereich von rund 0,1 % festgesetzt.

**Geld- und Kapitalmarkt**  
Zinssätze in %



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Rentenmarkt

### Renditeanstieg am Rentenmarkt

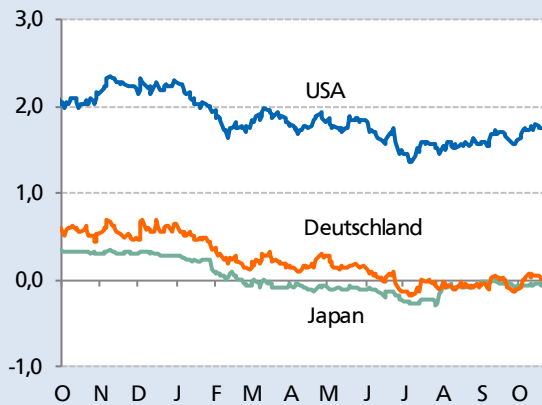
Staatsanleihen waren in den ersten drei Oktoberwochen deutlich weniger gefragt als im September. Bundesanleihen wie auch Schuldverschreibungen anderer Euro-Staaten verzeichneten in der Folge einen deutlichen Anstieg ihrer Renditen im Vergleich zum Vormonatsultimo. Bis zum 21. Oktober verzeichnete die Umlaufrendite börsennotierter Bundeswertpapiere einen Renditeanstieg in Höhe von 14 Basispunkten auf -0,14 %. Die Rendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit stieg im gleichen Zeitraum um 12 Basispunkte auf 0,0 %. Staatspapiere aus dem übrigen Euroraum verzeichneten ebenfalls einen Renditeanstieg. Die Renditen von US-Treasuries mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren kletterten auf Monatsicht um 13 Basispunkte auf 1,74 %.

Grund für den deutlichen Renditeanstieg waren in der ersten Oktoberwoche vor allem Spekulationen über eine baldige Reduzierung der EZB-Anleihekäufe. Diese Spekulationen zerschlugen sich jedoch spätestens nach dem geldpolitisch relevanten Treffen der EZB-Ratsmitglieder. So signalisierte EZB-Präsident Mario Draghi nach dem Ratstreffen, dass die EZB beabsichtige, die Zinsen noch lange niedrig und die Anleihekäufe wohl bis weit ins kommende Jahr hoch halten zu wollen. Vor diesem Hintergrund verzeichneten Staatsanleihen deutliche Renditerückgänge. In der zweiten Monatshälfte sorgten unterm Strich bessere Konjunkturaussichten für die Weltwirtschaft für einen geringeren Hunger nach besonders sicheren Papieren bei Investoren. Insbesondere aus China kamen positive Impulse.

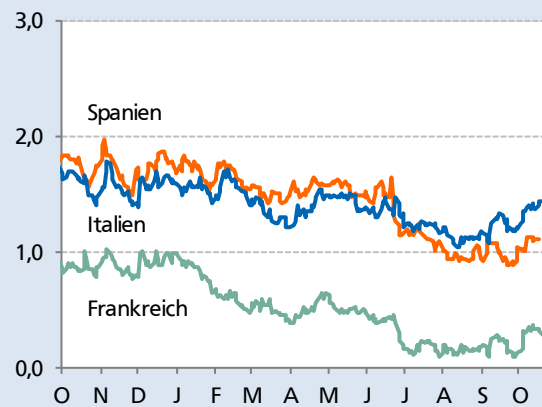
**Zinsstruktur am Rentenmarkt**  
Spread Bundesanleihen mit Restlaufzeiten 10/1 Jahr, in %



**Bedeutende Benchmarkanleihen**  
Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



**Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums**  
Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



Quelle: Thomson Reuters Datastream

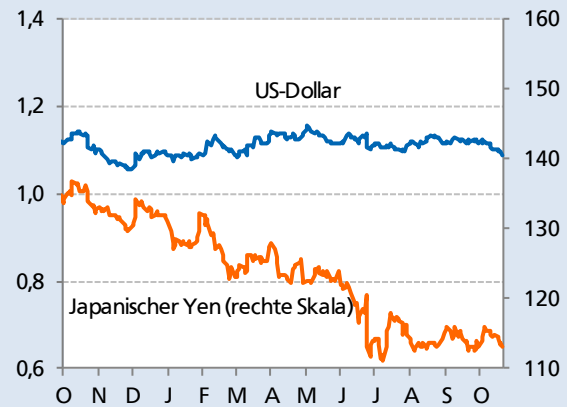
## Devisenmarkt

### Euro fällt auf 1,09 US-Dollar

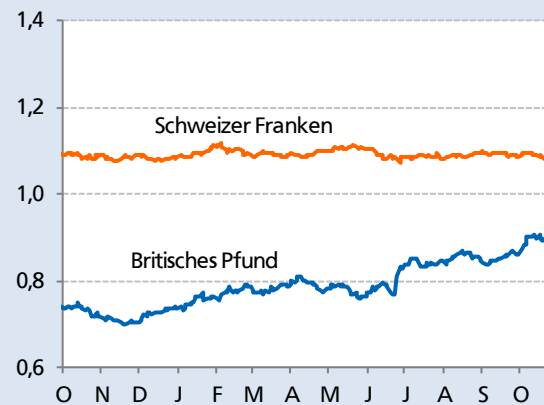
Der Euro-Dollar Kurs ist im Oktober zurückgegangen. Von Seiten der Konjunkturen der beiden Wirtschaftsräume gab es wenig Impulse. Dies- wie jenseits des Atlantiks blieben die Konjunkturerwartungen mehr oder weniger unverändert. Verluste musste der Euro hinnehmen, als sich die Erwartungen erhärteten, dass die EZB doch länger als zunächst spekuliert den ultralockeren Kurs ihrer Geldpolitik fortsetzen werde. Spätestens im Anschluss an die EZB-Pressekonferenz zur Ratssitzung vom 20. Oktober war an den Finanzmärkten klar, dass die EZB eine stufenweise Verringerung der Anleihekäufe vorerst nicht auf der Agenda steht. Viele Anleger erhoffen sich neue Hinweise in der nächsten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rates am 1. Dezember. In den Fokus der Finanzmärkte dürfte in den kommenden zwei Wochen wieder die Geldpolitik in den USA rücken. Da sich der geldpolitische Kurs der US-Notenbank aktuell stark an der US-Konjunktur ausrichtet, dürften die US-Konjunkturdaten, wie z. B. die Zahlen zum BIP-Wachstum, an den Märkten weiterhin genau beobachtet werden.

Gegenüber der schwedischen Krone konnte der Euro im Oktober hingegen deutliche Kursgewinne verzeichnen. So belasteten die Krone unerwartet schwache schwedische Inflationszahlen. Denn, eine schwache Teuerungsrate erweitert den Spielraum für eine expansivere Geldpolitik der schwedischen Reichsbank. Mit rund 9,70 Kronen je Euro notierte der Euro-Kronen Kurs so hoch wie seit August 2015 nicht mehr.

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



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



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



\*Nominale Wertentwicklung des Euro gegenüber den 19 wichtigsten Handelspartnern des Euroraums. Eine Bewegung nach oben entspricht einer Aufwertung des Euro  
Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Aktienmarkt

### DAX im Plus

Der DAX hat in den ersten drei Oktoberwochen dazugewinnen können. Im Vergleich zum Vormonatsultimo stieg der deutsche Leitindex um 1,9 % auf 10.710 Punkte. Der Dow Jones verzeichnete hingegen einen leichten Rückgang in Höhe von -0,9 % auf 18.146 Punkte.

An den deutschen Aktienmärkten sorgten vor allem positive Konjunkturmeldungen aus China sowie Deutschland für eine bessere Stimmung. Dabei erhöhte der erste Anstieg der chinesischen Erzeugerpreise seit August 2012 die Konjunkturoffnungen im Reich der Mitte und der gesamten Welt. In Deutschland hellte vor allem eine positive Entwicklung des ZEW-Indexes der Konjunkturerwartungen von führenden Finanzmarktökonomern und Analysten die Stimmung auf.

Auch die zurückhaltende Positionierung der EZB hinsichtlich einer weniger expansiven Geldpolitik in 2017 für einen leichten Auftrieb am DAX sorgte die Aussicht auf einen weitgehend unverändert expansiven Kurs der EZB. Das günstige monetäre Umfeld dürfte damit von Seiten der großen Zentralbanken erhalten bleiben. Denn nicht nur signalisiert die EZB wenig Bereitschaft zur Kehrtwende, auch tut sich die US-Notenbank immer noch schwer mit einer klaren Fortsetzung ihrer Zinswende. In Japan und Großbritannien dürften die Geldpolitiken in 2017 unvermindert expansiv bleiben.

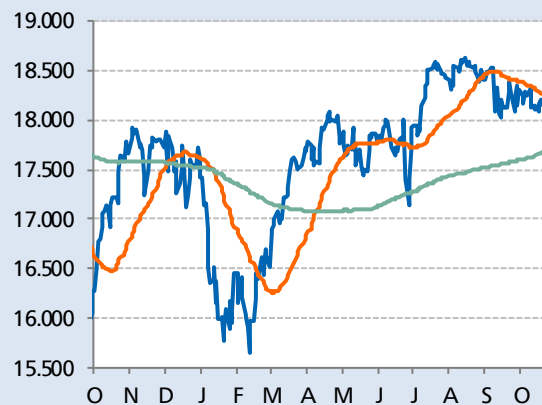
**Deutscher Aktienmarkt**  
Dax, 40-/200-Tagesschnitt



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



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



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Eurokonjunktur

### Moderates Wachstum dürfte anhalten

Am 29. September haben die an der Gemeinschaftsdiagnose teilnehmenden Forschungsinstitute ihr neues Herbstgutachten vorgelegt. Nach Einschätzung der Forschungsinstitute wird sich die wirtschaftliche Erholung im Euroraum fortsetzen, trotz der Belastungen durch das Brexit-Votum. Dafür spreche die bis zuletzt hohe Beschäftigungsdynamik, die den privaten Konsum begünstige. Wachstumsimpulse seien zudem von der allmählich wieder stärker aufwärtsgerichteten Weltwirtschaft zu erwarten. Darüber hinaus sei angesichts der leicht expansiven Fiskalpolitik und der günstigen Finanzierungsbedingungen mit einem beschleunigten Anstieg der Investitionen zu rechnen.

Vor diesem Hintergrund prognostizieren die Forschungsinstitute, dass das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Währungsraums im laufen-

den Jahr um 1,6 % und in 2017 um 1,5 % expandieren wird. Die Arbeitslosenquote werde im Jahresdurchschnitt 2016 voraussichtlich 10,1 % betragen und im kommenden Jahr auf 9,2 % sinken.

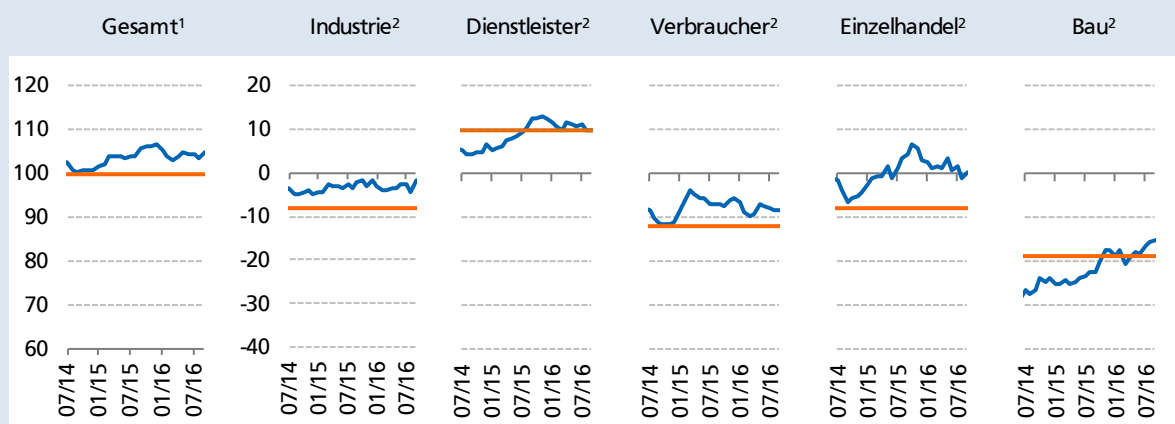
### Wirtschaftsklima festigt sich

Für eine Fortsetzung des moderaten Wachstums spricht auch der Verlauf des Wirtschaftsklimaindexes der EU-Kommission. Der für den Euroraum ermittelte Wirtschaftsklimaindex legte im September merklich um 1,4 Punkte auf 104,9 Punkten zu. Damit konnte die Stimmungseintrübung vom August (-1,0 Punkte) mehr als ausgeglichen werden. Maßgeblich für den jüngsten Anstieg des Indexes war eine deutliche Klimaverbesserung in den Industrie-, Einzelhandels- und Bauunternehmen.

### Industrielle Erzeugung legt zu

Im August haben die Industriebetriebe des Euro-

#### Wirtschaftsklima im Euroraum



1) Euroraum, in Punkten - Gewichtung: 40 % Industrievertrauen, 30 % Dienstleistungsvertrauen, 20 % Verbrauchervertrauen, 5 % Einzelhandelsvertrauen, 5 % Bauvertrauen

2) Saldo in Prozentpunkten (= Differenz aus positiven und negativen Antworten)

Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Eurokonjunktur

raums ihre Produktion spürbar ausgeweitet. Der Ausstoß ist im Vergleich zum Vormonat saisonbereinigt um 1,8 % expandiert. In naher Zukunft ist angesichts der günstigen Auftragsentwicklung tendenziell mit einem weiteren Produktionswachstum zu rechnen. So ist der Order-Indikator, nach der Schwäche vom August, im September um 4,6 Punkte gestiegen. Er befindet sich zudem mit -9,6 Punkten deutlich über seinem Vorjahresstand (-11,2 Punkte).

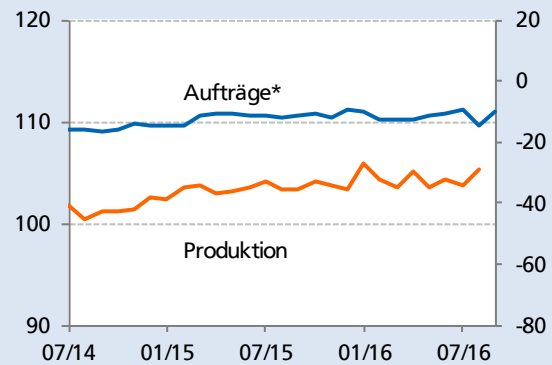
### Höhere Inflationsrate

Basierend auf dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) legte die Inflationsrate im September gegenüber August um 0,2 Prozentpunkte auf 0,4 % zu. Für den Anstieg der Inflationsrate waren in erster Linie die Energiepreise verantwortlich, die im September weniger stark nachgaben als im Vormonat (-3,0 % gegenüber -5,6 %). Zur Entwicklung der Erzeugerpreise liegen derzeit für September noch keine Angaben vor. Im August waren die Erzeugerpreise um 2,1 % gesunken.

### Arbeitslosenquote unverändert

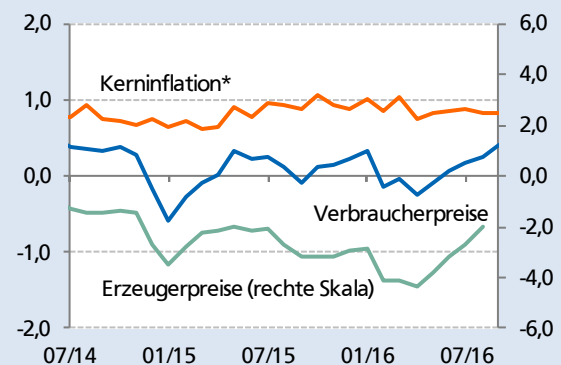
Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote des Euroraums blieb im August gegenüber den Vormonaten unverändert bei 10,1 %. Im Vergleich zum entsprechenden Vorjahresmonat ist sie jedoch um 0,6 Prozentpunkte zurückgegangen.

**Aufträge und Produktion**  
Euroraum, 2010=100, saisonbereinigt



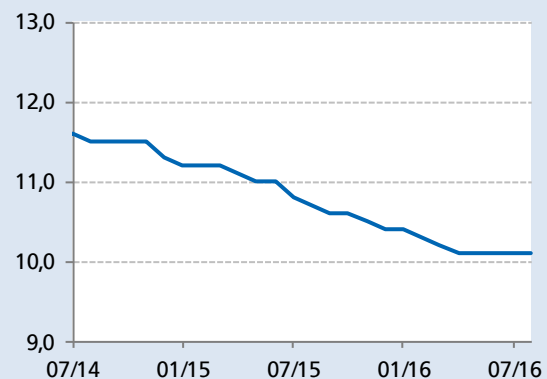
\*rechte Skala, Order-Indikator der EU-Kommission, Saldenwerte

**Verbraucher- und Erzeugerpreise**  
Euroraum, in % gg. Vorjahr



\*ohne Energie und unbearbeitete Lebensmittel

**Arbeitslosenquote**  
Euroraum, in %, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Deutsche Konjunktur

### Forscher prognostizieren anhaltenden Aufschwung

In ihrem aktuellen Herbstgutachten, das den Titel „Deutschland gut ausgelastet – Wirtschaftspolitik neu ausrichten“ trägt, sehen die führenden deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute die Konjunktur hierzulande weiterhin in einem moderaten Aufschwung. Nach Einschätzung der Konjunkturforscher wird das deutsche Bruttoinlandsprodukt (BIP), vor dem Hintergrund des unerwartet wachstumsstarken ersten Halbjahres, im Jahresdurchschnitt 2016 mit 1,9 % etwas deutlicher steigen, als noch im Frühjahrsgutachten erwartet worden war (1,6 %). Ihren BIP-Prognosewert für 2017 korrigierten die Konjunkturforscher hingegen geringfügig von 1,5 % auf 1,4 % nach unten.

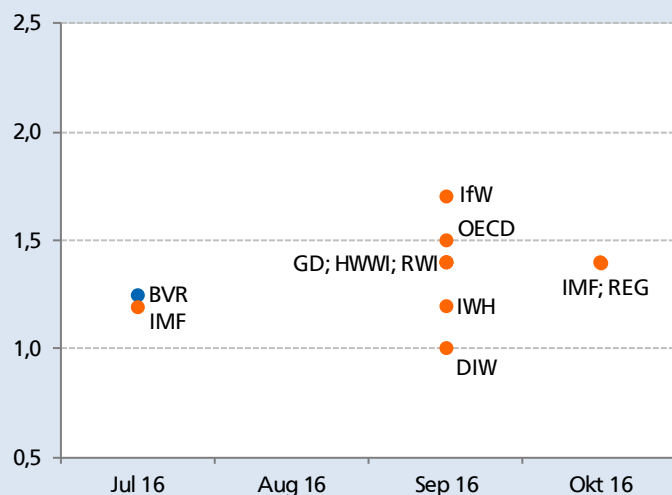
Der BVR teilt den Wachstumsausblick der Wirtschaftsforschungsinstitute im Wesentlichen, geht angesichts der hohen weltwirtschaftlichen Unsi-

cherheiten für 2016 und 2017 aber von einem etwas niedrigere BIP-Wachstum von 1,5 % bzw. 1,3 % aus.

### Industrie durch Sonderfaktoren begünstigt

Im August hat sich das Bild, dass die amtlichen Verlaufsdaten für die deutsche Industrie zeigen, etwas aufgehellt. Wie das Statistische Bundesamt anhand vorläufiger Daten mitteilte, ist die saison- und kalenderbereinigte Industrieproduktion gegenüber dem Vormonat um deutliche 3,3 % gestiegen. Grund für den kräftigen Anstieg dürfte aber weniger die Konjunktur, sondern eher die ungewöhnliche Lage der Schul- und Werksferien sein, die durch das verwendete Verfahren zur Kalenderbereinigung nur unzureichend berücksichtigt werden kann. In dem von vorübergehenden Sonderfaktoren weniger betroffenen Zweimonatsvergleich Juli/August gegenüber Mai/Juni hat der industrielle Ausstoß stagniert (0,0 %). Etwas

**Konjunktur 2017 - Prognosen für Deutschland**  
Jahreswachstumsrate des BIP in %, preisbereinigt



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



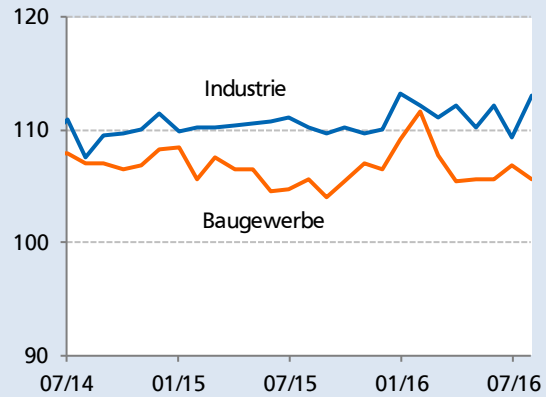
## Deutsche Konjunktur

günstiger zeigt sich die Situation im Baugewerbe. Hier ist die Produktion im August zwar gesunken (-1,2 %), im Zweimonatsvergleich war jedoch ein moderater Anstieg zu verzeichnen (+0,6 %). Für die nächsten Monate lassen die unerwartete Stimungsverbesserung in der gewerblichen Wirtschaft und die Entwicklung des industriellen Auftrageingangs tendenziell einen weiteren Anstieg der Industrieproduktion erwarten. Der Auftrags-eingang hat sich im August gegenüber dem Vormonat um 1,0 % erhöht. Dabei standen ein merklicher Zuwachs der inländischen Bestellungen (+2,6 %) einem geringfügigen Rückgang der Auslandsnachfrage (-0,2 %) gegenüber. Im Zweimonatsvergleich stiegen die Aufträge insgesamt um 0,6 %.

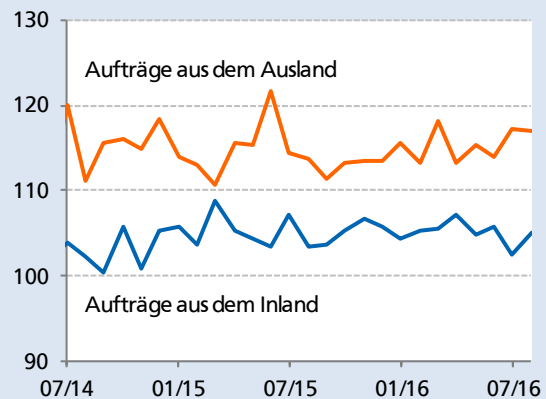
### Exporte legen zu

Nicht nur die jüngsten Angaben zur Industriekonjunktur, auch die aktuellen Daten zum Außenhandel Deutschlands fielen überwiegend günstig aus. Gemäß den amtlichen Angaben hat die deutsche Wirtschaft im August Waren im Wert von 96,5 Mrd. Euro exportiert und Waren im Wert von 76,5 Mrd. Euro importiert. Die Ausfuhren lagen damit um 9,8 % über ihren Vorjahresstand, die Einfuhren sind binnen Jahresfrist um 5,3 % gestiegen. Gegenüber dem Vormonat legten die Ausfuhren kalender- und saisonbereinigt um 5,4 % zu, nachdem sie im Juli noch um 2,6 % nachgegeben hatten. Die Einfuhren sind, nach einem Rückgang um 0,7 % im Juli, im August mit einer Verlaufsrate von 3,0 % gestiegen.

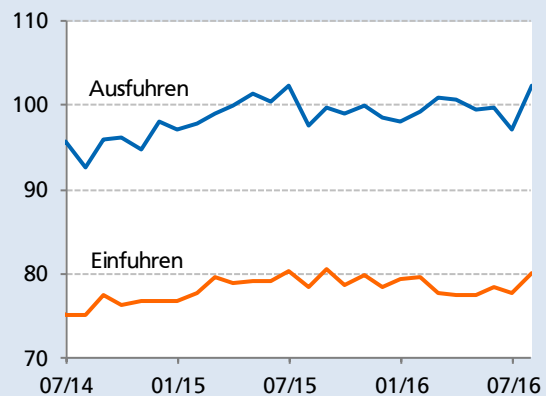
**Produktion**  
2010=100, preis- und saisonbereinigt



**Aufträge**  
2010=100, preis- und saisonbereinigt



**Außenhandel**  
in Mrd. Euro, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Deutsche Konjunktur

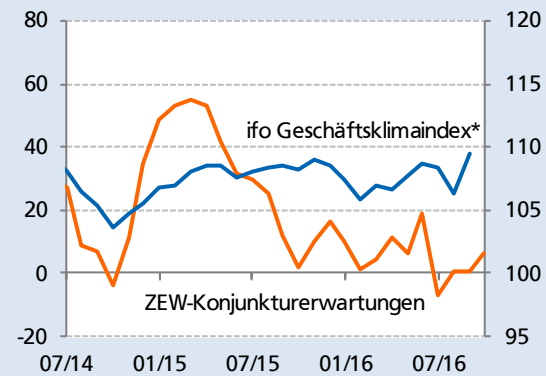
### Leichte Aufhellung der Konjunkturerwartungen

Von Unternehmen und Finanzmarktexperten wurden die wirtschaftlichen Perspektiven Deutschlands zuletzt günstiger beurteilt als zuvor. Der auf einer monatlichen Unternehmensumfrage basierende ifo Geschäftsklimaindex ist im September gegenüber dem Vormonat um deutliche 3,2 Punkte auf 109,5 Punkte gestiegen. Zuvor hatte der Stimmungsindikator zwei Monate in Folge nachgegeben, wozu nicht zuletzt der Ausgang des britischen EU-Referendums beigetragen haben dürfte. Maßgeblich für den Anstieg des Geschäftsklimaindexes waren die Erwartungen, die insgesamt optimistischer beurteilt wurden. Aber auch die aktuelle Lage wurde besser bewertet. Die auf einer regelmäßigen Umfrage unter Finanzmarktexperten beruhenden ZEW-Konjunkturerwartungen sind im Oktober gegenüber dem Vormonat um 5,7 Punkte auf 6,2 Punkte gestiegen, nachdem sie im September noch stagniert hatten.

### Verbraucherpreise ziehen etwas an

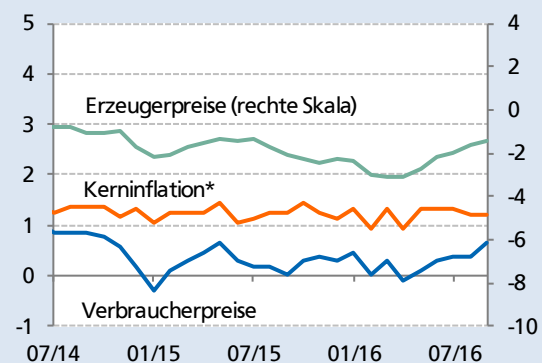
Die Inflationsrate, auf Grundlage der jährlichen Veränderung des Verbraucherpreisindexes (VPI), ist zuletzt von 0,4 % im Juli und August auf 0,7 % im September gestiegen. Nach wie vor wird die Gesamtentwicklung in erster Linie durch die Energiepreise gedämpft. Sowohl Kraftstoffe (-3,5 %) als auch Haushaltsenergie (-3,7 %) haben sich für die Verbraucher im September abermals verbilligt. Insgesamt hat sich der Rückgang der Energiepreise gegenüber den Vormonaten aber merklich

**Wirtschaftliche Einschätzung**  
Saldenwerte, saisonbereinigt



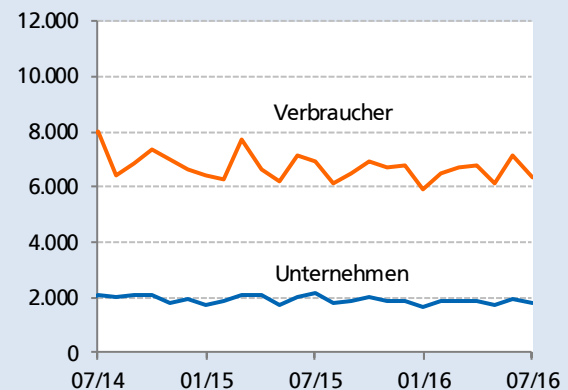
\*rechte Skala, 2010=100

**Verbraucher- und Erzeugerpreise**  
gg. Vorjahr in %



\*ohne Energie und Lebensmittel

**Insolvenzen**  
Monatliche Fallzahlen



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Deutsche Konjunktur

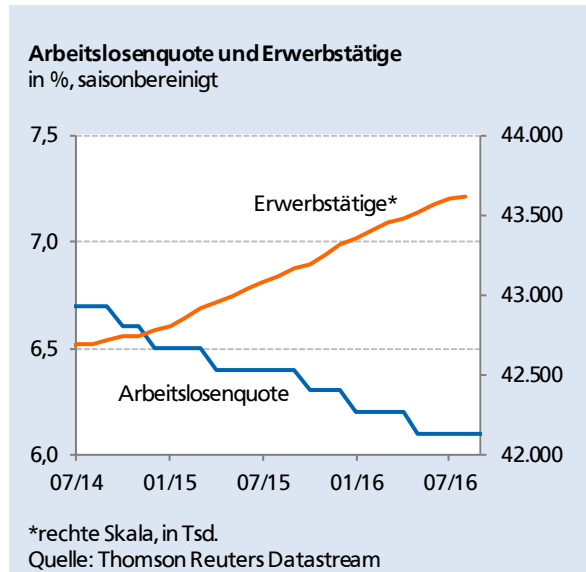
abgeschwächt (-3,6 % gegenüber -7,0 % im Juli und -5,9 % im August). Bei den industriellen Erzeugerpreisen scheint die Abwärtsbewegung allmählich auszulaufen. Sie sind im September um 1,4 % zurückgegangen. Im Juli und August hatten die Erzeugerpreise noch um -2,0 % bzw. -1,6 % nachgegeben

### Deutlich weniger Firmenpleiten

In Deutschland hält der langjährige Abwärtstrend in den amtlichen Insolvenzdaten an. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes wurden von den Amtsgerichten im Juli 1.805 Unternehmens- und 6.338 Verbraucherinsolvenzen gemeldet. Gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat ist die Anzahl der Firmenpleiten um deutliche 17,5 % gesunken. Die Zahl der Verbraucherinsolvenzen gab mit einer Jahresrate von -8,5 % ebenfalls merklich nach.

### Herbstbelegung am Arbeitsmarkt

Der deutsche Arbeitsmarkt entwickelt sich insgesamt weiterhin günstig. So ist die Arbeitslosenzahl im Zuge der einsetzenden Herbstbelegung im September gegenüber dem Vormonat um 77.000 auf 2,608 Mio. Menschen gesunken. In der um die üblichen jahreszeitlichen Effekte bereinigten Rechnung war, nach stetigen Rückgängen in den Vormonaten, jedoch ein leichter Anstieg zu verzeichnen (+1.000). Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote verharrte im September mit 6,1 % auf dem Stand vom August. Die Erwerbstätigkeit hat weiter zugenommen. Gemäß den jüngsten offiziellen



Daten ist die Erwerbstätigenzahl im August gegenüber dem Vorjahresmonat um 506.000 auf 43,74 Mio. Personen gestiegen. Gegenüber dem Vormonat war sie saisonbereinigt mit 15.000 im Plus. Die Anzahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten kletterte zuletzt, im Juli, gegenüber dem Vorjahr um 496.000 auf 31,24 Mio. Menschen. Der Stellenaufbau dürfte sich in naher Zukunft fortsetzen. Darauf deutet zumindest der amtliche Stellenindex BA-X hin. Der Index ist von August auf September um 2 Punkte auf 221 Punkte gestiegen und befindet sich damit weiterhin deutlich über seinem Vorjahresniveau.