

Volkswirtschaft special

Meinungen, Analysen, Fakten

BVR: Argumente für eine weitere geldpolitische Lockerung überzeugen nicht

- Weitere expansive Maßnahmen der europäischen Geldpolitik sind trotz der aktuell niedrigen Inflationsrate im Euroraum nicht notwendig. Auch wenn in einzelnen Peripheriestaaten die Inflationsrate leicht in den Negativbereich gerutscht ist und die Teuerungsrate für den Euroraum insgesamt im März auf 0,5 % gesunken ist, fällt das Deflationsrisiko für den gesamten Euroraum immer noch gering aus. Angesichts der langsamen aber steten konjunkturellen Erholung im Währungsraum dürfte die Verbraucherpreisinflation die Talsohle bald hinter sich lassen und bis zum Jahresende wieder leicht zunehmen. Der BVR erwartet vor diesem Hintergrund für das Jahr 2014 eine durchschnittliche Inflationsrate im Euroraum von rund 1 %.
- Eine weitere Erhöhung der Liquidität dürfte dem Währungsraum kaum zusätzliche Wachstumsimpulse bringen. Die im Vorfeld der kommenden EZB-Ratssitzung diskutierte quantitative Lockerung in Form von Anleiheaufkäufen würde sich überwiegend auf Staatsanleihen konzentrieren. Unternehmensanleihen und Kreditverbriefungen, insbesondere aus dem Mittelstand, umfassen hingegen nur ein vergleichsweise geringes Volumen. Ein stark dämpfender Einfluss auf die Finanzierungskosten kleinerer und mittelgroßer Unternehmen in den wirtschaftlich geschwächten Ländern ist über diesen Kanal daher kaum zu erwarten.
- Die Bekämpfung der wachstumshemmenden, strukturellen Probleme in den wirtschaftlich schwachen Staaten des Währungsraumes ist nicht die Aufgabe der europäischen Geldpolitik. In der Peripherie müssen hingegen die anstehenden Strukturreformen von nationaler Seite konsequent und entschieden fortgesetzt werden.
- Das Zeitfenster für weitere geldpolitische Lockerungsschritte engt sich angesichts der einsetzenden Erholung zusehends ein. So erhöht sich mit der besseren Konjunktur auch das Spannungsfeld zwischen den extrem niedrigen Zinsen und der konjunkturellen Dynamik. Die EZB sollte daher spätestens in 2015, wenn mit einer stabileren Euro-Konjunktur sowie mit steigenden Leitzinsen in den USA zu rechnen ist, die Möglichkeiten einer Zinswende ausloten.

Meinung

BVR: Argumente für eine weitere geldpolitische Lockerung überzeugen nicht

Die niedrige Inflationsrate hat die Sorgen vor einer Deflation im Euroraum in den vergangenen Wochen spürbar steigen lassen. Aktuell liegt die Wachstumsrate nach einer Schnellschätzung von Eurostat mit 0,5 % deutlich unter dem 2-Prozent-Zielwert der EZB. Der Ruf nach einer geldpolitischen Antwort der Europäischen Zentralbank (EZB) auf die mäßige Teuerung ist dementsprechend laut geworden, insbesondere in den wirtschaftlich schwachen Ländern. Gefordert wird eine quantitative Lockerung nach Machart der US-Notenbank, also die Erhöhung der Liquidität über den Kauf von Staatsanleihen und anderen Wertpapieren.

Hauptursache der niedrigen Inflationsrate im Euroraum ist aber nicht allein die Wirtschaftsschwäche in der Peripherie Europas, sondern die rückläufigen Preise für Energie und anderer Rohstoffe. Vor diesem Hintergrund weist die entsprechende Komponente des Harmonisierten Verbraucherpreisindex für die Entwicklung der Preise von Energie seit Jahresbeginn eine Beschleunigung des Preisrückganges aus. Mittlerweile liegen die Preise für Energie nach den Zahlen des HVPI im Februar mehr als 2 % unter ihrem Vorjahreswert. Niedrigere Preise von Rohstoffen dämpfen überdies die Preise von Vorleistungs- und Produktionsgütern, wodurch sich die Preisentwicklung von Industrieerzeugnissen verlangsamt.

Darüber hinaus sorgt der Wiederherstellungsprozess der Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft in

den Peripherieländern über Lohn- und Kostensenkungen für ausgesprochen niedrige Inflationsraten in der Peripherie. Vor diesem Hintergrund fallen die Inflationsraten in den schwach wachsenden Peripheriestaaten deutlich niedriger aus als in den Kernstaaten des Währungsraumes. Für den Monat März sanken in Spanien sogar das erste Mal seit 2009 die Verbraucherpreise (-0,2 %).

Deflationsrisiko im Euroraum gering

Die Teuerung des Euroraums dürfte den jüngsten Verbraucherpreiszahlen zum Trotz ihre Talsohle bald hinter sich lassen. Im Zuge der allmählichen Konjunkturerholung im Euroraum, eines tendenziell rückläufigen Euro-Dollar-Kurses und wegfallender Basiseffekte des Rückgangs der Rohstoffpreise in 2013 sind im Laufe des Jahres wieder stärker steigende Verbraucherpreise zu erwarten. Der BVR erwartet vor diesem Hintergrund für das Jahr 2014 eine durchschnittliche Wachstumsrate der Verbraucherpreise im Euroraum von rund 1 %. Die Deflationsrisiken erscheinen daher momentan gering.

Die vergangenen Monate geben die berechtigte Hoffnung, dass das Wachstum allmählich nach Europa zurückkehrt. Sowohl die führenden Wirtschaftsforschungsinstitute in Deutschland als auch internationale Organisationen erwarten für dieses Jahr eine langsame aber stete konjunkturelle Erholung im Währungsraum. Die Europäische Kommission geht dabei in ihrer aktuellen Prognose von einem BIP-Wachstum im Euroraum von gut 1,2 % aus. Die jüngsten Wachstumswerte zeigen, dass sich das Wirtschaftswachstum mittlerweile harmo-

Meinung

nischer auf die Mitglieder des Währungsraumes verteilt als in den Jahren zuvor. So konnte die Mehrzahl der europäischen Krisenstaaten ihre zum Teil tiefen Rezessionen im vergangenen Jahr überwinden. Dieser Trend dürfte in 2014 anhalten, wenn auch in einem weiterhin langsamen Tempo.

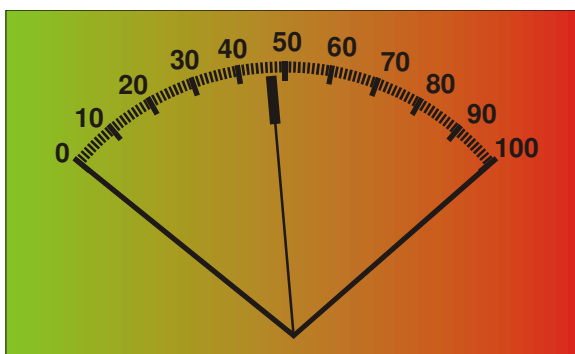
Der preistreibende Effekt der konjunkturellen Erholung hat sich bereits in den vergangenen Monaten in einigen Komponenten des HVPI niedergeschlagen. Entgegen dem Trend bei Energiepreisen verzeichnete die Kerninflationsrate, d.h. die Verbraucherpreise ohne Energie und saisonale Nahrungsmittel, zuletzt einen moderaten Aufwärtstrend. Seit Dezember 2013 stieg diese um 0,2 Prozentpunkte auf eine Jahreswachstumsrate von 1,1 % im Februar 2014. Im Fahrwasser der konjunkturellen Erholung dürfte die Kernrate der Inflation im weiteren Jahresverlauf bis zum Jahresende noch etwas zulegen.

Der BVR-Zins Tacho bestätigt die Einschätzung geringer Deflationsrisiken. So zeigt das Barometer des BVR zur Messung des mittelfristigen Inflationsrisikos kein erhöhtes Deflationsrisiko für den Euroraum. Vielmehr weist der Zins-Tacho mit 47 von 100 möglichen Punkten einen moderaten Preisdruck im Euroraum aus. Im Zuge der sich bessern- den konjunkturellen Lage im Währungsraum folgte dieser in den vergangenen Monaten sogar einem leicht steigenden Trend, was einer Zunahme des mittelfristigen Inflationsrisikos entspricht (siehe Abbildung 1).

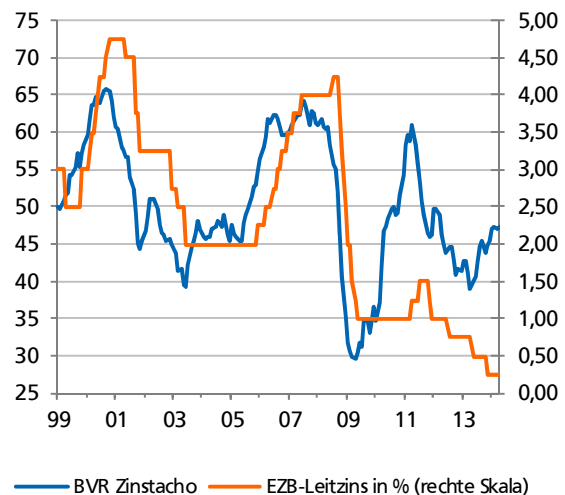
Darüber hinaus dürfte die angekündigte schrittweise Rückführung der expansiven US-Geldpolitik in den USA den Preisrückgang bei Energie und Rohstoffen im Jahresverlauf abschwächen, da Energie und Rohstoffe, die in der Regel in US-Dollar gehandelt werden, über einen niedrigeren Euro-Dollar-Kurs teurer werden würden. Nach den

Abbildung 1

BVR Zinstacho



	Jan 14	Feb 14	Mrz 14
BVR Zins-Tacho	47	47	47
Konjunktur (50 %)	52	53	52
Preise (40 %)	44	43	43
Liquidität (10 %)	35	36	35



Der BVR Zinstacho 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

Meinung

Worten der neuen Gouverneurin der Federal Reserve, Janet Yellen, auf der März-Sitzung des Offenmarktausschusses ist momentan davon auszugehen, dass die US-Notenbank nicht nur die Rückführung des Aufkaufprogramms konsequent fortsetzen werde, sondern auch eine Zinswende bereits im Frühjahr 2015 möglich ist.

Geringer Nutzen einer quantitativen Lockerung

Generell ist der Nutzen weiterer geldpolitischer Impulse über Anleiheaufkäufe oder den Zinskanal in der aktuellen Lage gering. So hat sich zum einen der Wirkungsgrad einer erneuten Leitzinssenkung aufgrund des bereits ausgesprochen niedrigen Zinsniveaus weitestgehend erschöpft. Zum anderen dürfte der weiterhin gestörte Transmissionskanal der Geldpolitik im Euroraum die gewünschten Effekte ausbremsen. Dies hat auch die mäßige Durchschlagskraft niedrigerer Leitzinsen auf die Vergabe und Verzinsung der Unternehmenskredite im Süden Europas gezeigt. Darüber hinaus hat die Krise in Japan gezeigt, dass eine langjährige Nullzinspolitik mitnichten zwangsläufig auch zu einer höheren Kreditvergabe führt.

Befürworter eines Eingreifens der EZB sehen daher in einem breit aufgelegten Anleiheaufkaufprogramm eine adäquate Waffe zur Bekämpfung der Deflationstendenzen im Euroraum. Über den gezielten Aufkauf von Staatsanleihen durch die EZB am Sekundärmarkt erhoffen sich die Anhänger einer expansiveren Geldpolitik niedrigere langfristige Zinsen, was die schleppende Kreditvergabe insbesondere in den Peripherieländern wieder in

Gang bringen soll. Dies wiederum soll im Idealfall den entscheidenden Wachstumsimpuls auslösen, an dessen Ende die Deflationsrisiken im Euroraum signifikant zurückgehen.

Von einer derartigen quantitativen Lockerung im Währungsraum sind jedoch in der gegenwärtigen Situation kaum zusätzliche Wachstumsimpulse für den Währungsraum zu erwarten. Denn die Anleihekäufe dürften sich überwiegend auf Staatsanleihen konzentrieren. Unternehmensanleihen und Kreditverbriefungen, insbesondere aus dem Mittelstand, umfassen nur ein vergleichsweise geringes Volumen. Ein stark dämpfender Einfluss auf die Finanzierungskosten kleinerer und mittelgroßer Unternehmen in den wirtschaftlich geschwächten Ländern ist über diesen Kanal daher kaum zu erwarten.

Die rückläufige Kreditvergabe, die sich in erster Linie auf die Euro-Peripherie beschränkt, ist überdies im Wesentlichen nicht das Ergebnis zu hoher Zinsen oder einer zu geringen Liquiditätsversorgung der Banken. Bereits seit Jahren können Banken im Währungsraum im Zuge der Vollzuteilung von Zentralbankgeld so viel Liquidität von der europäischen Notenbank beziehen wie es ihre Sicherheiten zulassen. Dass die Kreditzinsen im Süden Europas trotzdem höher liegen als in Deutschland oder Frankreich ist in erster Linie auf die höheren Risikoprämien im Zuge einer geringeren Kreditwürdigkeit dort ansässiger Unternehmen zurückzuführen. So leiden die Unternehmen in der Peripherie trotz der jüngsten Erholungstendenzen weiterhin unter der fragilen und angespannten

Meinung

Wirtschaftslage sowie strukturellen Problemen im Bankensektor, die sowohl Kreditnehmer als auch Banken vorsichtig werden lassen.

Die jüngsten verfügbaren Zahlen der SAFE-Umfrage der Europäischen Zentralbank zur Kreditvergabe an Unternehmen im Euroraum vom Herbst 2013 zeigen, dass die Kreditvergabe weder allein ein Problem zu hoher Kreditkosten noch ein singuläres Angebotsproblem ist. So erhalten 9 % der Unternehmen des Euroraumes nach einer Kreditanfrage von ihrer Bank keinen Kredit. In den Peripherieländern Spanien, Portugal und Italien lag die Ablehnungsquote im Schnitt nur etwas höher bei 13 %. Einzig in Griechenland fiel die Ablehnungsquote mit fast einem Drittel extrem hoch aus. Darüber hinaus liegt der Anteil der Unternehmen, die angaben, einen Kredit wegen zu hoher Kreditkosten ausgeschlagen zu haben, im Euroraum nahe Null.

Ein neues Anleiheaufkaufprogramm dürfte vor diesem Hintergrund wenig Wirkungskraft auf dem europäischen Kreditmarkt entfalten und bestenfalls einen bescheidenen Beitrag zur Bekämpfung deflationärer Tendenzen in der Euro-Peripherie leisten. Vielmehr ist zu erwarten, dass die negativen Effekte einer weiteren Lockerung überwiegen. So dürfte der Aufkauf von Staatsanleihen aller Euro-Staaten in Milliardenhöhe nicht die privatwirtschaftliche Nachfrage nachhaltig ankurbeln, sondern vielmehr das Bestreben der Staaten zur Haushaltskonsolidierung konterkarieren, erhöht es doch über niedrigere Zinsaufwendungen der einzelnen Staaten für ihre Verbindlichkeiten den An-

reiz zu mehr Staatsverschuldung.

Als Alternative zu einer breit angelegten quantitativen Lockerung wird auch ein vorübergehendes Aussetzen der geldpolitischen Sterilisierungsgeschäfte der EZB diskutiert. Im Rahmen des Securities Markets Program (SMP) hatte die EZB vom Frühsommer 2010 bis in den Herbst 2012 hinein Staatsanleihen europäischer Krisenstaaten im Wert von knapp 176 Mrd. Euro auf dem Sekundärmarkt aufgekauft. Dieser Betrag wird seitdem über einen Abschöpfungstender jede Woche neu dem Markt entzogen. Ein Aussetzen dieses SMP-Tenders könnte die Geldmarktzinsen am kurzen Ende vorübergehend sinken lassen.

Die Tagesgeldzinsen waren in den vergangenen Wochen im Zuge eines rückläufigen Rückgangs der Überschussliquidität leicht gestiegen. Auslöser war die vorzeitige Rückführung der Zentralbankgelder aus dem 3-Jahrestender der EZB durch eine Reihe von Geschäftsbanken. Dieser Trend dürfte jedoch in den kommenden Monaten anhalten, weshalb auch das Aussetzen des Abschöpfungstenders nur von kurzer Dauer sein dürfte.

Strukturreformen statt neuer Liquiditätsschwemme

Die EZB hat in der Finanz- und der Staatsschuldenkrise einen essentiellen Beitrag bei der Bekämpfung der Krise geleistet. Sowohl das niedrige Leitzinsniveau als auch eine ganze Reihe von Sonderprogrammen haben dabei die Belastungen durch die Krise für den öffentlichen und privaten Sektor

Meinung

des Währungsraumes gelindert. Die Bekämpfung der wachstumshemmenden, strukturellen Probleme in den wirtschaftlich schwachen Staaten des Währungsraumes ist nicht Aufgabe der Geldpolitik. Vielmehr müssen die in der Peripherie anstehenden Strukturreformen von nationaler Seite konsequent und entschieden fortgesetzt werden. Die europäische Geldpolitik sollte hingegen nicht unter dem Druck Erwartungen wecken, die sich mit geldpolitischen Maßnahmen nicht nachhaltig erfüllen lassen. Dies könnte das Vertrauen in die Geldpolitik von Grund auf schädigen. Darüber hinaus würde dem zögerlichen Angehen der strukturellen Probleme durch die Wirtschaftspolitik dadurch nur Vorschub geleistet werden.

Das Zeitfenster für weitere geldpolitische Lockerungsschritte engt sich überdies mehr und mehr ein. So erhöht sich mit dem sich aufhellenden konjunkturellen Klima im Euroraum auch das Spannungsfeld zwischen den extrem niedrigen Zinsen und der konjunkturellen Dynamik. Bereits heute weist der BVR Zins-Tacho unter Betrachtung des mittelfristigen Inflationsrisikos einen Leitzins in Höhe von rund 2 % aus (siehe Abbildung 1). Die vergangenen zwei Jahrzehnte haben gezeigt, dass die Aufrechterhaltung eines solchen Spannungsverhältnisses zu schwerwiegenden Fehlallokationen der Ressourcen eines Wirtschaftsraumes führen kann. Die anhaltend schwachen Konjunkturen in der Peripherie sind hierfür ein warnendes Beispiel.

Spätestens im kommenden Jahr, wenn zum einen mit einer stabileren Konjunktur und zum anderen mit steigenden Leitzinsen in den USA zu rechnen

ist, sollte die EZB daher vielmehr eine Zinswende in Betracht ziehen.

Autor:

Jan Philip Weber

Mail: j.weber@bvr.de

Geldmenge

Kreditnachfrage kommt nicht in Gang

Die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte des europäischen Währungsraumes setzte im Februar 2014 ihre schwache Performance der Vormonate fort. So schrumpfte der Bestand an Krediten im Februar im Vergleich zum Vorjahresmonat um 2,2 %. Die Jahreswachstumsrate lag damit nur 0,1 Prozentpunkte über ihrem Vormonatswert.

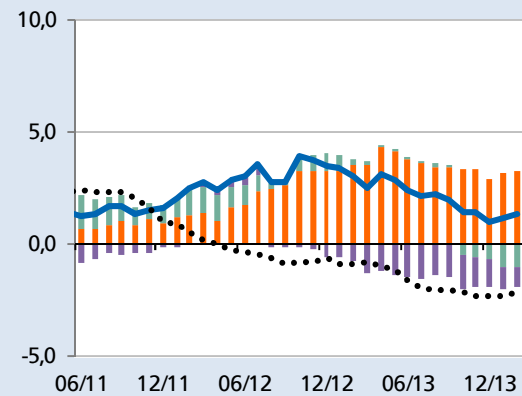
Besonders schwach fiel erneut die Kreditvergabe an Unternehmen aus. So vergaben die Banken im Februar knapp 13 Mrd. Euro weniger Kredite an Unternehmen als einen Monat zuvor. Damit beschleunigte sich die Kreditkontraktion ein weiteres Mal. Im Januar war es noch zu einer Kreditkontraktion in Höhe von 9 Mrd. Euro gekommen. Positiv entwickelte sich hingegen die Kreditvergabe an private Haushalte. Sie stieg im Februar um 6 Mrd. Euro. Im Januar war es noch zu einer Kontraktion in Höhe von 1 Mrd. Euro gekommen.

Geldmenge wächst etwas schneller

Die monetäre Dynamik im Euroraum hat im Februar 2014 leicht zugelegt. Nach den aktuellen Zahlen der Europäischen Zentralbank (EZB) lag das breit abgegrenzte Geldmengenaggregat M3 im Februar saisonbereinigt um 1,3 % höher als ein Jahr zuvor. Im Januar hatte die Jahreswachstumsrate noch bei 1,2 % gelegen.

Wachstumstreiber war wie in den vorangegangenen Monaten die besonders liquide Geldmenge

Beiträge zum M3-Wachstum
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



Quelle: EcoWin, Berechnungen des BVR

M1. Sie lieferte einen Wachstumsbeitrag zum gesamten Geldmengenwachstum M3 in Höhe von 3,3 Prozentpunkten. Der Wachstumsbeitrag der Termin- und Spareinlagen fiel mit -1,1 Prozentpunkten hingegen negativ aus. Im Januar hatte deren Wachstumsbeitrag bei glatten -1,0 Prozentpunkten gelegen. Der Beitrag der marktfähigen Finanzinstrumente fiel zwar mit -0,9 Prozentpunkten ebenfalls negativ aus. Gleichwohl lag der Wachstumsbeitrag damit 0,3 Prozentpunkte höher als im Januar.

Geldpolitik und Geldmarkt

Keine Zinsänderung in der Eurozone

Der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) hat auf seiner Sitzung vom 5. März den bisherigen geldpolitischen Kurs für den Euroraum bestätigt. Der Leitzins blieb damit bei 0,25 %. Die Hoffnungen der Märkte auf ein spezielles Sonderprogramm zur Förderung der in der Euro-Peripherie stockenden Kreditvergabe wurden enttäuscht. Einem möglichen negativen Einlagenzins erteilten die europäischen Notenbanker ebenfalls eine Absage - vorerst zumindest.

Der Präsident der EZB, Mario Draghi, begründete die geldpolitische Entscheidung damit, dass die aktuelle Lage im Währungsraum der EZB keinen Grund gebe, zusätzliche Maßnahmen zu beschließen. Gleichwohl betonte er, dass die Notenbank an ihrer lockeren Geldpolitik in der vorhersehbaren Zukunft festhalten werde und alle nötigen geldpolitischen Maßnahmen ergreifen werde, falls die Situation im Euroraum dies erforderlich machen sollte. Die aktuellen Wirtschaftsaussichten im Währungsraum beschrieb der EZB-Präsident unterm Strich positiv. Seit der letzten geldpolitischen Sitzung im Februar habe sich die Situation sichtbar gebessert. Die Erholung des Währungsraumes schreite langsam voran, so Draghi.

Den aktuellen Prognosen der EZB-Volkswirte zufolge, dürfte die Euro-Wirtschaft für 2014 ein Wachstum von 1,2 % realisieren. Für 2015 rechnet die EZB mit einer Wachstumsrate in Höhe von 1,5 %. Die europäische Notenbank korrigierte ihre Projektionen damit im Vergleich zur Dezember-

Prognose leicht nach oben. Nach Ansicht der EZB wird sich die Inflation ebenfalls von ihren Niedrigständen erholen. Die Notenbanker aus Frankfurt erwarten für dieses Jahr eine durchschnittliche Preissteigerungsrate von 1,0 % bei rückläufigen Ölpreisen. Für 2015 rechnen die EZB-Volkswirte mit einer Teuerung von 1,3 %.

Die aktuell niedrige Teuerungsrate sorgte für Diskussionen über mögliche Deflationstendenzen im Währungsraum. An den Finanzmärkten hatte in diesem Zusammenhang die Furcht vor drohenden japanischen Verhältnissen zugenommen. Vor diesem Hintergrund war an den Märkten die Hoffnung auf neue expansive Maßnahmen der EZB, wie zum Beispiel ein Anleiheaufkaufprogramm nach Machart der Federal Reserve, aufgekommen.

US-Notenbank setzt Rückführung der Anleihekäufe fort

Auf seiner Märzsession bekräftigte der Offenmarktausschuss der Federal Reserve seinen eingeschlagenen Weg hin zu einer restriktiveren Geldpolitik. Die US-Notenbanker beschlossen, ab April das Volumen des Anleihekaufprogramms um weitere 10 Mrd. auf monatlich 55 Mrd. US-Dollar zu vermindern. Im Anschluss zur geldpolitischen Sitzung der US-Notenbank überraschte zudem die neue Fed-Präsidentin Janet Yellen die Märkte mit unerwarteten konkreten Aussagen über den zukünftigen Kurs der US-Geldpolitik. Yellen stellte dabei in Aussicht, dass die US-Notenbank in Betracht zieht, ein halbes Jahr nach dem Auslaufen des Anleiheaufkaufprogramms die Zinswende einzuleiten. Sollte

Geldpolitik und Geldmarkt

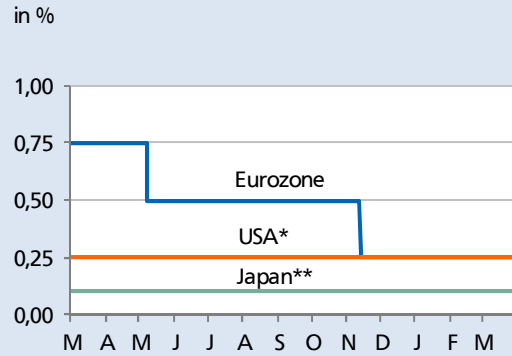
die Fed ihre Anleihekäufe also in diesem Jahr jeden Monat um 10 Mrd. US-Dollar kürzen, dann wäre mit einer ersten Zinsanhebung bereits im Frühjahr 2015 zu rechnen. Das ist deutlich früher als bislang an den Märkten erwartet worden war.

Geldmarktzinsen legen zu

Die Zinsen für Termingeschäfte am europäischen Geldmarkt sind im März gestiegen. Der Zins für Dreimonatsgelder stieg im Monatsverlauf um 2 Basispunkt auf 0,31 %. Der 12-Monats-Euribor kletterte im gleichen Zeitraum um satte 4 Basispunkte auf 0,59 %.

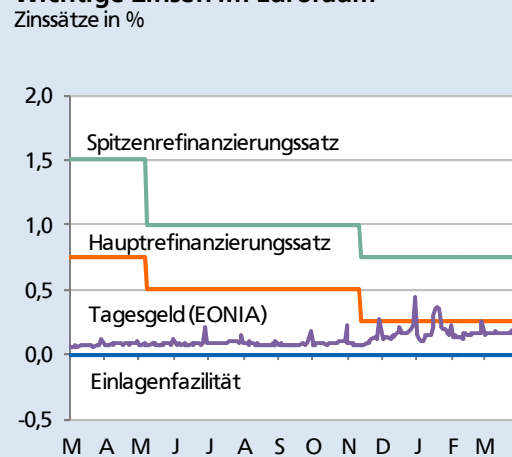
Ausschlaggebend hierfür dürfte die rückläufige Überschussliquidität im Währungsraum sein. In der letzten Märzwoche kam es jedoch zu einer leichten Gegenbewegung. Einige Marktbeobachter erwarten vor dem Hintergrund der europäischen Deflationsdebatte, dass die EZB mit neuen geldpolitischen Maßnahmen die Liquidität zumindest zeitweise wieder erhöhen könnte.

Notenbankzinsen international

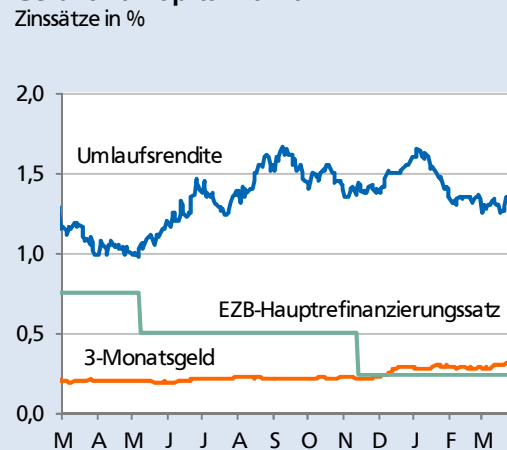


*Die Federal Reserve hat seit 16. 12.2008 einen Zielbereich von 0-0,25 % für die Federal Funds Target Rate festgesetzt. **Die Bank of Japan hat seit 19. 12.2008 ein Tagesgeld-Zielbereich von rund 0,1 % festgesetzt.

Wichtige Zinsen im Euroraum



Geld- und Kapitalmarkt



Quelle: EcoWin

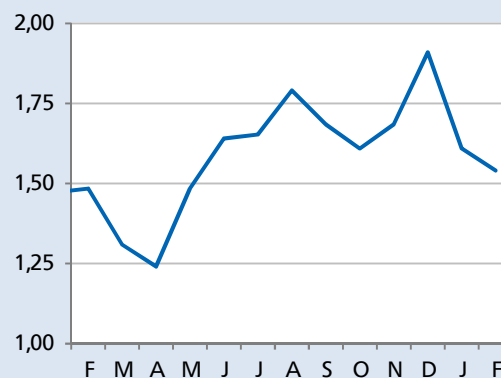
Rentenmarkt

Bundesanleihen gefragt

Bundesanleihen waren im März wieder gefragt. Viele Anleger bevorzugten vor dem Hintergrund der Krimkrise und den daraus entstehenden Unsicherheiten besonders sichere Anlageformen. Bundesanleihen waren Nutznießer dieser Entwicklung. Staatsanleihen aus der Euro-Peripherie waren in dieser Gemengelage ebenfalls gefragt. Sie konnten sogar weitaus größere Renditerückgänge verzeichnen als die besonders sicheren Bundesanleihen. Grund waren zum einen gute Wirtschaftsdaten aus der Eurozone. Die Einkaufsmangerindizes für den Dienstleistungssektor des Euroraums waren deutlich besser ausgefallen als erwartet. Darüber hinaus fürchteten Anleger, dass die deutsche Wirtschaft in besonderer Weise unter einer weiteren Eskalation des Streits mit Russland leiden dürfte. Den größten Renditerutsch realisierten portugiesische Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren. Sie sanken bis zum Monatsende um über 80 Basispunkte auf 4,0 %. Papiere aus Spanien, Italien und Irland mit gleicher Laufzeit sanken im Schnitt um 18 Basispunkte. Die Umlaufrendite börsennotierter Bundesanleihen fiel derweil um 7 Basispunkte auf 1,24 %. Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen sank um ebenfalls 7 Basispunkte auf 1,56 %. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen erhöhte sich hingegen im März um 7 Basispunkte auf 2,72 %. Ausschlaggebend waren die überraschend konkreten Aussagen Janet Yellens im Anschluss an die Sitzung des Offenmarktausschusses, die auf eine deutlich frühere Straffung der US-Geldpolitik schließen lassen als erwartet.

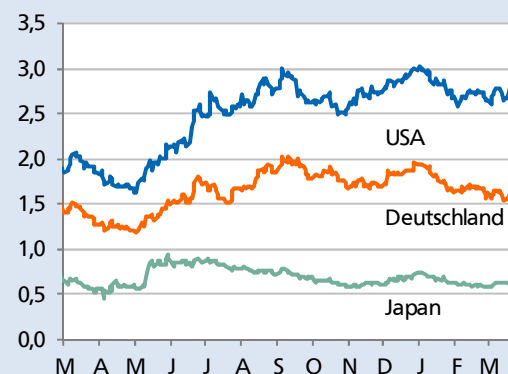
Zinsstruktur am Rentenmarkt

Spread Bundesanleihen mit Restlaufzeiten 10/1 Jahr, in %



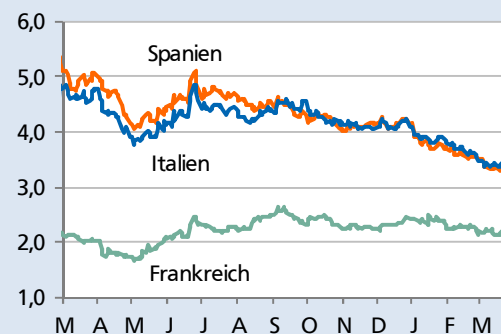
Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



Quelle: EcoWin

Devisen

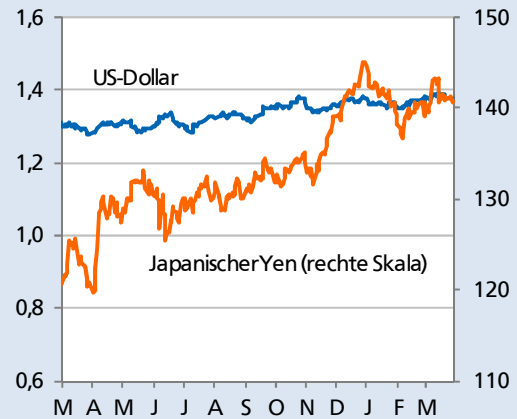
Euro gibt leicht nach

Die europäische Gemeinschaftswährung war kräftig in den Monat März gestartet. Der Euro-Dollar Kurs stieg zwischenzeitlich auf fast 1,40 US-Dollar. An der guten Performance des Euro gegenüber dem Greenback konnte auch die Krise um die Krim nicht viel ändern. Normalerweise fungiert der US-Dollar als Weltleitwährung bei hoher globaler Verunsicherung als sicherer Hafen, was den Kurs des Dollars in solcher Situation stützt. Die Verunsicherungen durch die Krimkrise fielen jedoch nicht hoch genug aus, um die Anleger in den Dollar flüchten zu lassen.

In der zweiten Monatshälfte musste der Euro gegenüber dem Greenback deutliche Verluste hinnehmen. Denn, was die Krimkrise nicht schaffte, erledigte die neue Notenbankchefin Janet Yellen im Nachgang zur Sitzung der geldpolitischen Sitzung der Federal Reserve im Alleingang. So kündigte sie äußerst konkret eine deutlich frühere Zinswende in der US-Geldpolitik an als bislang erwartet worden war. Bereits im Frühjahr 2015 könnte es zur ersten Zinsanhebung kommen seit Mitte 2006. Die Händler passten daraufhin ihre Erwartungen an. Der US-Dollar profitierte von der Aussicht auf eine restriktivere Geldpolitik in den USA. Die zunehmenden Erwartungen einer hingegen expansiveren Geldpolitik im Euroraum verstärkten den Effekt. Im Vergleich zum Vormonatsultimo fiel der Euro-Dollar Kurs in dieser Gemengelage um einen halben US-Cent auf 1,37 US-Dollar.

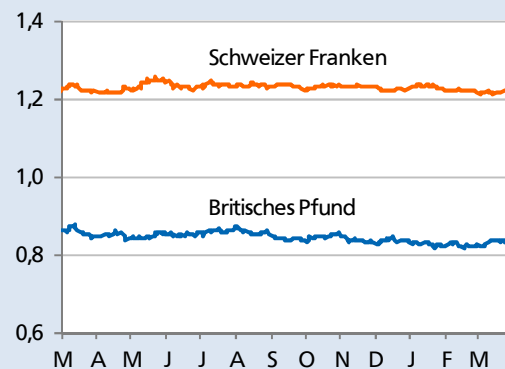
Euro-Wechselkurs (I)

Auslandswährung pro Euro



Euro-Wechselkurs (II)

Auslandswährung pro Euro



Effektiver Wechselkurs des Euro*

in EUR, Quartal 1, 1999 = 100



*Nominale Wertentwicklung des Euro gegenüber den 20 wichtigsten Handelspartnern des Euroraums. Eine Bewegung nach oben entspricht einer Aufwertung des Euro
Quelle: EcoWin

Aktien

DAX leicht im Minus

Aktienmärkte dies- wie jenseits des Atlantiks haben im März Kursverluste hinnehmen müssen. Ausschlaggebend für die schwache Performance der Aktienmärkte waren sich verdichtende Anzeichen einer Konjunkturabkühlung in China. So fielen aktuelle Wirtschaftsdaten, wie zum Beispiel die unerwartet schlechte Bilanz der chinesischen Exportwirtschaft und des Industriesektors, schwach aus. Viele Investoren fürchten, dass daraus negative Konsequenzen für die Weltkonjunktur entstehen könnten. Darüber hinaus dämpfte die Furcht vor einer Eskalation des Konflikts um die Krim die Aktienmärkte. Viele Investoren sorgten sich, dass der Anschluss der Krim an Russland zu ernsthaften Spannungen zwischen dem Westen und Russland führen wird. Die Unsicherheit ließ jedoch im Monatsverlauf nach, nachdem deutlicher wurde, dass der Westen und Russland trotz des Säbelrassels keine unmittelbare weitere Eskalation anstreben. Ab der Monatsmitte erholte sich die Lage dank guter Konjunkturdaten aus den USA wieder. So fiel der jüngste Stresstest für 30-US-Großbanken überwiegend positiv aus. Darüber hinaus überzeugte eine ganze Reihe von Wirtschaftsdaten aus der US-Industrie die Anleger. Insbesondere europäische Aktienmärkte profitierten davon, da sich viele von einer guten US-Konjunktur einen Impuls für die weltweite Nachfrage erhoffen. Der DAX verzeichnete im Vergleich zum Vormonat einen Kursrückgang in Höhe von -1,1 % auf 9.587 Punkten. Der Dow Jones pendelte sich derweil auf seinem Vormonatswert ein und lag am Freitag, dem 28. März, bei 16.323 Punkten.

Deutscher Aktienmarkt

Dax, 40-/ 200-Tagesschnitt



Aktien im Euroraum

Euro-Stoxx 50, 40-/ 200-Tagesschnitt



Aktienmarkt USA

Dow Jones, 40-/ 200-Tagesschnitt



Quelle: EcoWin

Eurokonjunktur

Wirtschaft auf Erholungskurs

Nach zwei Jahren Schrumpfung dürfte die Wirtschaftsleistung des Euroraums in 2014 wieder steigen. Das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) wird im Vorjahresvergleich voraussichtlich in einer Größenordnung von gut 1 % zunehmen, nachdem es 2012 um 0,7 % und 2013 um 0,5 % gesunken war. Zum Wirtschaftswachstum dürfte sowohl die Binnennachfrage als auch der Außenhandel beitragen. Die Expansion der inländischen Nachfrage wird aber – angesichts der andauernden Strukturanpassungsprozesse und der weiterhin hohen Arbeitslosigkeit in mehreren Euro-Staaten – voraussichtlich noch verhalten bleiben.

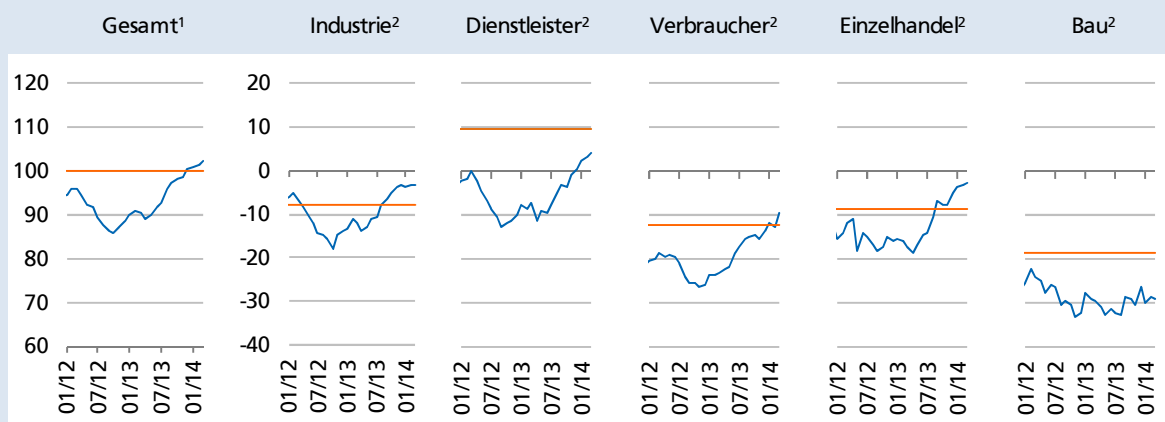
Zuletzt, im vierten Quartal 2013, war das BIP des Euroraums nach inzwischen bestätigten amtlichen Angaben gegenüber dem Vorquartal preis- und saisonbereinigt um 0,3 % gestiegen. Die Wachstumsimpulse kamen vor allem aus dem Ausland.

So sind die Exporte (+1,2 %) vor dem Hintergrund der weltwirtschaftlichen Belebung gestiegen und auch die Importe (+0,4 %) expandierten etwas. Zudem legten die privaten Konsumausgaben (+0,1 %) erneut geringfügig zu und die Bruttoanlageinvestitionen (+1,1 %) wurden ebenfalls weiter ausgeweitet. Die Vorratsinvestitionen sind jedoch erheblich zurückgegangen und haben für sich genommen den BIP-Anstieg um 0,3 Prozentpunkte vermindert. Im ersten Quartal 2014 dürfte das Euroraum-BIP ebenfalls steigen. Hierauf deutet unter anderem der Wirtschaftsklimaindex der EU-Kommission hin.

Stimmung hellt sich weiter auf

Der Wirtschaftsklimaindex legte im März gegenüber dem Vormonat um 1,2 Punkte auf 102,4 Punkte zu. Er tendiert bereits seit Sommer letzten Jahres merklich nach oben. Zum jüngsten Anstieg des Indikators trug vor allem eine deutliche Stim-

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: EcoWin

Eurokonjunktur

mungsaufhellung bei den Verbrauchern bei.

Industrie noch ohne Schwung

Die europäische Industrie hat zu Jahresbeginn einen weiteren Dämpfer erfahren. Gemäß vorläufigen Angaben von Eurostat ist die **Industrieproduktion** im Januar gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt leicht um 0,2 % zurückgegangen. Der Ausstoß hatte sich bereits zuvor, im Dezember, mit einer Verlaufsrate von 0,4 % vermindert. Bei den Energieproduzenten (-2,5 %) fiel der Produktionsrückgang zuletzt wegen des milden Winters besonders stark aus.

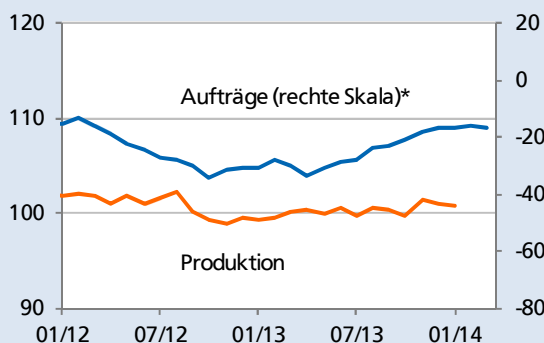
In naher Zukunft dürfte die Industrieproduktion wieder Tritt fassen. Dies lässt zumindest die Entwicklung des **Order-Indikators** erwarten. Der von der EU-Kommission anhand einer monatlichen Unternehmensbefragung ermittelte Indikator zeigt bereits seit Sommer 2013 einen deutlichen Aufwärtstrend. Zuletzt, im Februar, gab er allerdings leicht um 0,4 Punkte auf -16,7 Punkte nach.

Inflationsrate bei 0,6 %

Im März hat sich der Anstieg der **Verbraucherpreise** im Euroraum weiter vermindert. Die Inflationsrate, gemessen an der vorläufigen Jahresrate des Harmonisierten Verbrauchpreisindex (HVPI), ist gegenüber Februar leicht um 0,2 Prozentpunkte auf 0,5 % zurückgegangen. Für den Rückgang der Teuerungsrate waren vor allem die fallenden Energiepreise (-2,1 %) verantwortlich. Ohne Berücksichtigung von Energie fiel die Inflationsrate im Vormonatsvergleich von 1,1 % auf 0,8 %.

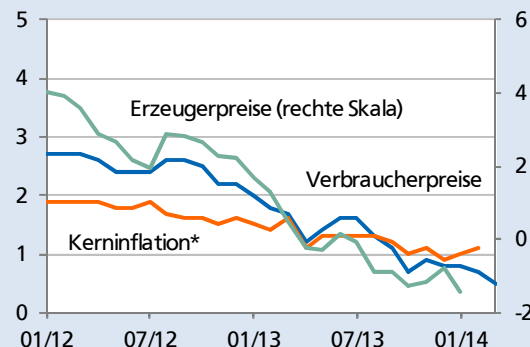
Die **Erzeugerpreise** für gewerbliche Produkte folgen nach wie vor einem Abwärtstrend. Der Erzeugerpreisindex ist im Januar um 1,4 % gesunken. Der Rückgang fiel damit etwas stärker aus als im Dezember (-0,8 %). Maßgeblich hierfür waren die Energiepreise, die mit einer Jahresrate von -3,8 % deutlicher nachgaben als zuvor (-1,9 %). Für Februar und März liegen derzeit noch keine Angaben zur Erzeugerpreis-Entwicklung vor.

Aufträge und Produktion
2010=100, Euroraum, saisonbereinigt



*Order-Indikator der EU-Kommission
Quelle: EcoWin

Verbraucher- und Erzeugerpreise
Euroraum, in % gegenüber Vorjahr



*ohne Energie und unbearbeitete Lebensmittel
Quelle: EcoWin

Deutsche Konjunktur

Fachleute heben Wachstumsprognosen an

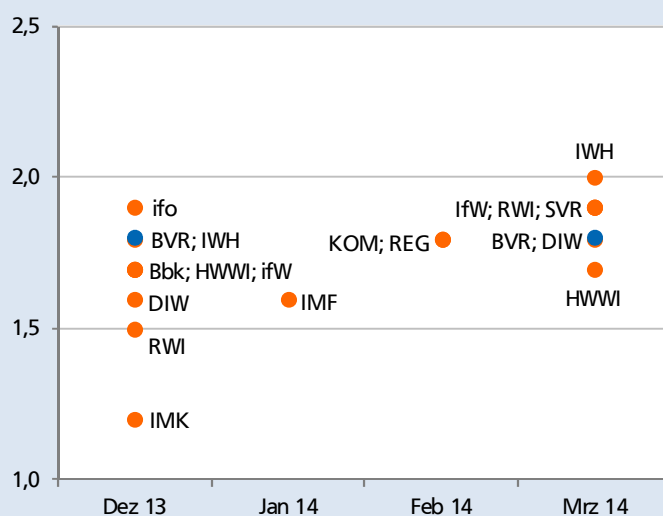
In der vergangenen Woche haben einige Wirtschaftsforschungsinstitute ihre Wachstumseinschätzung für Deutschland und das Jahr 2014 nach oben korrigiert. So gehen beispielsweise die Konjunkturforscher des Rheinisch-Westfälischen Instituts für Wirtschaftsforschung (RWI) in ihrer aktuellen Prognose davon aus, dass das deutsche Bruttoinlandsprodukt (BIP) in diesem Jahr preisbereinigt um 1,9 % steigen wird. Im Dezember hatten sie noch mit einem Anstieg von 1,5 % gerechnet. Auch die Experten des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) haben ihre Wachstumsprognose von zuvor 1,6 % auf aktuell 1,9 % angehoben. Die Aufwärts-Korrekturen werden unter anderem mit dem jüngsten Anstieg der Industrieproduktion Deutschlands und dem hohen Stand von Stimmungskennindikatoren begründet.

Der BVR geht weiterhin davon aus, dass das preisbereinigte BIP Deutschlands in 2014 um etwa 1,8 % steigen wird. Das Wirtschaftswachstum dürfte dabei im Vergleich zum Vorjahr – als die Wirtschaftsleistung um 0,4 % zulegen – nicht nur an Tempo gewinnen, sondern auch auf einer breiteren Basis erfolgen. Neben den Konsumausgaben werden die Investitionen zunehmend zur zweiten Wachstumsstütze werden. Dies setzt allerdings voraus, dass die Krim-Krise nicht weiter eskaliert und dass Weltkonjunktur – wie allgemein erwartet – an Schwung gewinnt.

Industrieproduktion merklich gestiegen

Zu Jahresbeginn hat die Industriekonjunktur in Deutschland an Fahrt aufgenommen. So ist die **Industrieproduktion** nach ersten Berechnungen des Statistischen Bundesamtes im Januar gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 0,3 % gestiegen. Bereits im Dezem-

Konjunktur 2014 - Prognosen für Deutschland
preisbereinigt, Jahreswachstumsrate des BIP in %



- 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

ber hatte sie (aufwärts revidiert) um 0,2 % zugenommen. Im Zweimonatsvergleich Dezember/Januar gegenüber Oktober/November legte die industrielle Erzeugung um deutliche 1,8 % zu. Auch im Baugewerbe ist die Produktion im Zweimonatsvergleich merklich gestiegen (+4,3 %), wozu nicht zuletzt das vergleichsweise milde Winterwetter beigetragen hatte.

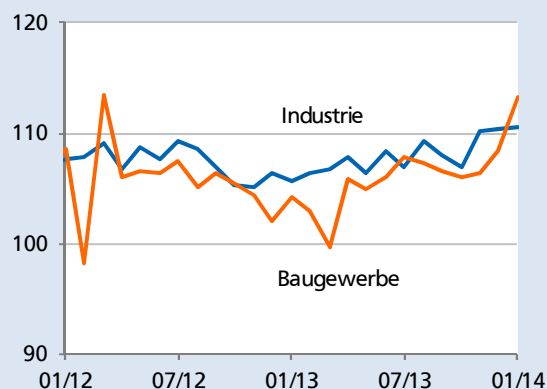
In den nächsten Monaten ist mit einem weiteren Wachstum der Industrieproduktion zu rechnen. Dies legt auch die jüngste Entwicklung des **Industrie-Auftragseingangs** nahe. Die deutschen Industrieunternehmen haben im Vergleich der Monate Dezember/Januar gegenüber Oktober/November ein spürbares Auftragsplus von 1,7 % erzielt. Ähnlich wie in den Vormonaten wurde die Zuwachs vor allem von den Auslandsbestellungen (+2,2 %) getragen, die stärker als die inländischen Aufträge (+0,9 %) expandierten.

Stimmung von hohem Niveau aus etwas gesunken

Angesichts der Zuspitzung des Krim-Konflikts und der Sorgen um die Entwicklung in den Schwellenländern werden die wirtschaftlichen Aussichten Deutschlands von Finanzmarktexperten nicht mehr ganz so optimistisch beurteilt wie zuvor. Die auf einer monatlichen Umfrage unter Finanzmarktexperten basierenden **ZEW-Konjunkturerwartungen** sind daher sichtlich von 55,7 Punkten im Februar auf 46,6 Punkte im März zurückgegangen. Der Stimmungsindikator befindet sich allerdings im langfristigen Vergleich nach wie vor

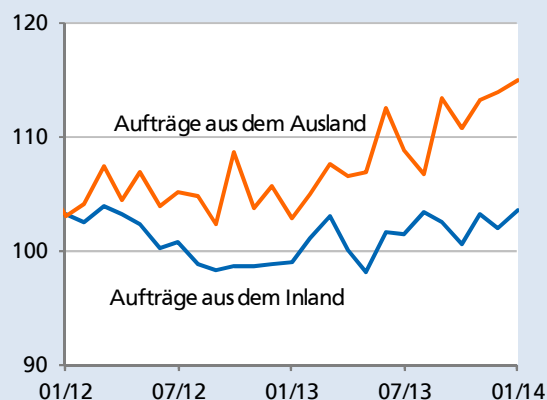
Produktion

2010=100, preis- und saisonbereinigt



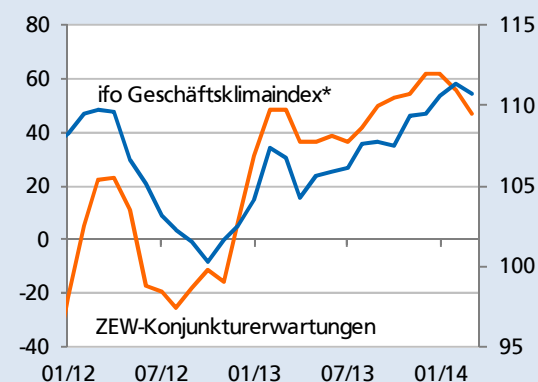
Aufträge

2010=100, preis- und saisonbereinigt



Wirtschaftliche Einschätzung

saisonbereinigt



Quelle: EcoWin

*rechte Skala, 2005=100

Deutsche Konjunktur

auf einem sehr hohen Niveau und signalisiert, dass die befragten Experten mehrheitlich mit einer Fortsetzung der wirtschaftlichen Aufwärtsbewegung in Deutschland rechnen.

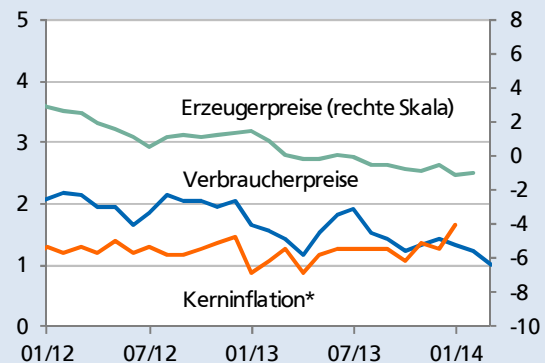
Der **ifo Geschäftsklimaindex** für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands gab im März ebenfalls nach. Er ist gegenüber Februar leicht um 0,6 Punkte auf 110,7 Punkte gesunken, nachdem er zuvor vier Monate in Folge gestiegen war. Auch für den Rückgang des Geschäftsklimaindexes waren ausschließlich die Perspektiven verantwortlich, die von den befragten Unternehmen nicht mehr ganz so optimistisch beurteilt wurden. Die aktuelle Lage wurde hingegen insgesamt nochmals günstiger bewertet. Im März bezeichnete per Saldo rund jedes fünfte Unternehmen die Geschäftslage mit „gut“.

Inflationsrate erneut zurückgegangen

Der Auftrieb bei den **Verbraucherpreisen** hat sich abermals vermindert. Nach vorläufigen Angaben des Statistischen Bundesamtes ist die Inflationsrate, basierend auf der Jahresrate des Verbraucherpreisindex (VPI), von 1,2 % im Februar auf 1,0 % im März zurückgegangen. Im Jahresdurchschnitt 2013 waren die Verbraucherpreise noch um 1,5 % gestiegen. Ähnlich wie bereits in den Vormonaten trugen zum Rückgang des Gesamtindex vor allem die Energiepreise (-1,6 %) bei. Zudem dürften die Preise im Beherbergungs- und Gaststättenbereich wegen der späteren Lage der Osterfeiertage weniger stark gestiegen sein als im März vergangenen Jahres.

Verbraucher- und Erzeugerpreise

gegenüber Vorjahr in %



*ohne Energie und Lebensmittel
Quelle: EcoWin

Die **Erzeugerpreise** gewerblicher Produkte gehen weiter zurück. Der Erzeugerpreisindex lag im Februar um 0,9 % unter seinem Vorjahresstand. Im Januar hatten die Erzeugerpreise allerdings mit einer Jahresrate von 1,1 % noch etwas stärker nachgegeben. Den höchsten Einfluss auf die Entwicklung des Gesamtindex hatten im Februar erneut die Energiepreise, die um 2,6 % sanken. Die Erzeugerpreise für Mineralölprodukte (-6,6 %) sind dabei stärker zurückgegangen als die Erzeugerpreise für elektrischen Strom (-3,0 %) und Erdgas (-2,7 %). Für März liegen momentan noch keine Angaben vor.

Weniger Insolvenzen in 2013

Das Insolvenzgeschehen hat sich im vergangenen Jahr weiter entspannt. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes wurden von den deutschen Amtsgerichten 25.995 **Unternehmensinsolvenzen** gemeldet. Die Anzahl der Firmenpleiten ist im Vorjahresvergleich um 8,1 % zurückgegangen und

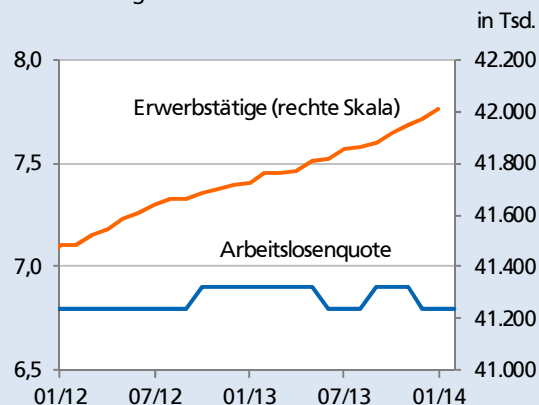
Deutsche Konjunktur

befindet sich damit auf dem niedrigsten Stand seit 1996. Die Anzahl der **Verbraucherinsolvenzen** ist ebenfalls gesunken. Sie ging um 6,6 % auf 91.200 Fälle zurück. Auch bei der Summe der Gläubigerforderungen war ein Rückgang zu verzeichnen. Die Forderungen werden von den Gerichten auf rund 37,8 Mrd. Euro beziffert. In 2012 hatten sie noch bei 51,7 Mrd. Euro gelegen. In 2014 ist vor dem Hintergrund der derzeit günstigen konjunkturellen und strukturellen Rahmenbedingungen mit einer weiteren Entspannung des Insolvenzgeschehens zu rechnen.

Arbeitsmarktentwicklung weiterhin günstig

Am deutschen Arbeitsmarkt haben sich die positiven Trends der Vormonate fortgesetzt. Nach ersten Berechnungen der Bundesagentur für Arbeit (BA) nahm die **Arbeitslosenzahl** zwar von Januar auf Februar um 2.000 Menschen auf 3,138 Mio. zu. Der Anstieg fiel jedoch angesichts des milden Winterwetters und der guten Konjunktorentwicklung erneut geringer aus als saisonal üblich. In saisonbereinigter Rechnung ging die Arbeitslosenzahl um 14.000 zurück, nachdem sie bereits im Januar merklich nachgegeben hatte

Erwerbstätige und Arbeitslosenquote
saisonbereinigt



Quelle: EcoWin

(-28.000). Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote blieb im Februar unverändert bei 6,8 %.

In Hinblick auf die Erwerbstätigkeit und die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung waren zuletzt erneut Zuwächse zu verzeichnen. Nach vorläufigen Angaben des Statistischen Bundesamtes lag die **Erwerbstätigenzahl** im Januar saisonbereinigt um 40.000 Personen über dem Vormonatsniveau. Die **Beschäftigtenzahl** ist gemäß der jüngsten BA-Hochrechnung im Dezember saisonbereinigt um 47.000 Menschen gestiegen. Der Beschäftigungsaufbau dürfte in den nächsten Monaten

Arbeitsmarkt

Deutschland	Februar	Veränderung gegen		Saisonbereinigt
		Vormonat	Vorjahresmonat	gg. Vormonat
Arbeitslose	3.137.866	2.065	-18.376	-14.000
Offene Stellen	429.313	28.465	-1.757	1.000
Erwerbstätige ¹⁾	41.675.000	-384.000	292.000	40.000
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte ²⁾	29.605.200	-262.700	462.539	47.000
Arbeitslosenquote	7,3	0,0	-0,1	-
Arbeitslosenquote (West)	6,4	0,0	0,0	-
Arbeitslosenquote (Ost)	11,0	0,0	-0,5	-
Quelle: EcoWin			1) Januar	2) Februar

Deutsche Konjunktur

weitergehen. Darauf deutet zumindest das ifo Beschäftigungsbarometer hin. Der Indikator ist im März zwar leicht zurückgegangen. Er befindet sich aber nach wie vor auf einem vergleichsweise hohen Stand.

Außenhandel legt deutlich zu

Die Außenhandelsaktivitäten der deutschen Wirtschaft haben zu Jahresbeginn merklich zugenommen. Wie das Statistische Bundesamt mitteilte wurden im Januar von Deutschland Waren im Wert von 90,7 Mrd. Euro ausgeführt und Waren im Wert von 75,7 Mrd. Euro eingeführt. Die Exporte sind damit gegenüber dem Vorjahresmonat um 2,9 % gestiegen, die Importe legten um 1,5 % zu. Zum Anstieg der Ausfuhren trug vor allem die kräftige Nachfrage in den EU-Partnerländern bei (+5,3 %). Das Exportgeschäft mit den Länder außerhalb der EU war hingegen rückläufig (-1,9 %). Im Vergleich zum Dezember sind die Exporte kalender- und saisonbereinigt um 2,2 % und die Importe um 4,1 % gestiegen.

In naher Zukunft ist angesichts der aufgehellten Exporterwartungen und der günstigen Entwicklung des Industrie-Auftragseingangs mit einer weiteren Belebung des Außenhandels zu rechnen.

Außenhandel
in Mrd. Euro



Quelle: EcoWin

Dies setzt allerdings voraus, dass die konjunkturelle Entwicklung in den Schwellenländern keine „hart Landung“ erfährt und dass die Krim-Krise zu keinen ernsthaften Handelskonflikten führt.

Außenwirtschaft

	Stand	Veränderung gegen		Stand	Veränderung zum	
	Jan 14	Vorjahresmonat		Jan 14	Vorjahreszeitraum	
	in Mrd. €	in Mrd. €	in %	in Mrd. €	in Mrd. €	in %
Exporte	90,7	2,6	2,9	90,7	2,6	2,9
Importe	75,7	1,1	1,5	75,7	1,1	1,5
Handelsbilanzsaldo	15,0	1,4	-	15,0	1,4	-
Leistungsbilanzsaldo	16,2	5,6	-	16,2	5,6	-

Quelle: EcoWin