

# Volkswirtschaft special

Meinungen, Analysen, Fakten

## Reformbedarf im Euroraum bleibt trotz des guten Wirtschaftsklimas hoch

- Das Wachstum kehrt allmählich nach Europa zurück. Aktuell signalisieren die Stimmungs- und Frühindikatoren der Euro-Wirtschaft eine Fortsetzung des Aufschwungs. Die ausgesprochen gute Stimmungslage dürfte den konjunkturellen Aufschwung im Euroraum allerdings überzeichnen. Unter der Annahme, dass sich die strukturelle Erneuerung in Krisen- wie auch Kernländern des Währungsraumes fortsetzt, rechnet der BVR für 2014 mit einem leichten Wirtschaftswachstum im Euroraum in Höhe von 1,0 %.
- Die wirtschaftliche Lage in den fünf Programmländern Spanien, Portugal, Griechenland, Irland und Zypern besserte sich im vergangenen Jahr spürbar. Trotz der jüngsten Fortschritte sind die Zielmarken aber noch nicht erreicht. Nach wie vor leiden die Krisenstaaten unter einer ganzen Reihe von Anpassungsnotwendigkeiten und einem akuten Reformbedarf. Neben der weiterhin hohen Gesamtverschuldung, d.h. der öffentlichen wie auch privaten Verbindlichkeiten, befinden sich die Arbeitsmärkte in den fünf Programmländern weiterhin in einer schlechten Verfassung.
- Die Probleme in den Programmländern dürfen nicht über die Reformbedarfe in den übrigen Euro-Mitgliedsländern hinwegtäuschen. So haben sich in den beiden großen Volkswirtschaften Italien und Frankreich in den vergangenen Jahren ernstzunehmende strukturelle Wirtschafts- und Finanzprobleme offenbart. Sowohl im Bereich der gesamtwirtschaftlichen Verschuldung als auch bei der Wettbewerbsfähigkeit sind in den beiden Euro-Staaten zu geringe Fortschritte gemacht worden.
- Die Herstellung effizienter Wirtschaftsstrukturen und nachhaltiger Finanzen im privaten wie auch öffentlichen Sektor sind eine Grundvoraussetzung dafür, dass der Währungsraum langfristig nicht den Anschluss an andere bedeutende Wirtschaftsräume verliert. Zielmarken müssen dabei nicht nur der nachhaltige Abbau der Arbeitslosigkeit, sondern auch eine Stärkung der Wachstumskräfte sein. Darüber hinaus sollte das Wachstum nicht durch neue Sozialleistungen, wie aktuell in Deutschland, aufs Spiel gesetzt werden.

---

## Meinung

---

### **Reformbedarf im Euroraum bleibt trotz des guten Wirtschaftsklimas hoch**

Das Wachstum kehrt allmählich nach Europa zurück. In den vergangenen Monaten festigte sich der konjunkturelle Aufschwung im Euroraum. Getragen wurde die Erholung von einer stärkeren Inlandsnachfrage. Sowohl der private Konsum als auch die Investitionstätigkeit lagen Ende 2013 erstmals seit 2011 wieder leicht über ihren Vorjahreswerten. Gleichwohl fällt das Wachstum bislang gering aus. Unter der Annahme, dass sich die strukturelle Erneuerung in Krisen- wie auch Kernländern des Währungsraumes fortsetzt, rechnet der BVR für 2014 mit einem leichten Wirtschaftswachstum im Euroraum in Höhe von rund 1,0 %.

Aktuell signalisieren die Stimmungs- und Frühindikatoren der Euro-Wirtschaft eine Fortsetzung des Aufschwungs. In den vergangenen Monaten stieg der Einkaufsmanagerindex des Industrie- und Dienstleistungssektors auf aktuell 54 Zähler. Der Frühindikator liegt damit über der Wachstum signalisierenden Schwelle von 50 Punkten. Auch der Stimmungindex der europäischen Kommission zum Wirtschaftsklima signalisiert ein freundliches Konjunkturbild. Der ESI-Index liegt mit momentan mit 102 Punkten über seinem langjährigen Durchschnitt.

Die ausgesprochen gute Entwicklung der Früh- und Stimmungsindikatoren dürfte den aktuellen konjunkturellen Aufschwung im Euroraum allerdings überzeichnen. Der Aufwärtstrend in Europa ist weiterhin wenig gefestigt. Angesichts der aus-

geprägten strukturellen Probleme und Anpassungsbedarfe in den Krisen- wie Kernländern des Währungsraumes wird die konjunkturelle Erholung mittelfristig anfällig für externe Schocks, wie etwa eine Eskalation der Krise in der Ukraine, oder interne Entwicklungen, wie einem Erlahmen des Reformwillens in den Krisenländern, bleiben.

### **Besserung der Lage in Programmländern**

Die wirtschaftliche Dynamik verteilt sich aktuell deutlich weniger ungleichmäßig auf die Mitglieder des Währungsraumes als in den Jahren zuvor. Verantwortlich hierfür sind die Fortschritte in den Euro-Krisenstaaten. So besserte sich die wirtschaftliche Lage in den fünf Programmländern Spanien, Portugal, Griechenland, Irland und Zypern im vergangenen Jahr. Spanien, Portugal und Irland konnten dabei sogar ihre langfristigen Rezessionen überwinden, alle drei Krisenstaaten dürften in diesem Jahr wieder ein positives Wachstum verbuchen. Griechenland und Zypern werden in 2014 hingegen noch in der Rezession verbleiben. Gleichwohl dürfte sich die Kontraktion der gesamtwirtschaftlichen Produktion in den beiden Volkswirtschaften abschwächen.

Im Zuge der Finanzmarktkrise hat der Abbau von Überhängen am Kreditmarkt sowie die Schrumpfung aufgeblähter Märkte, wie z.B. der Bausektor in Spanien, das Wachstum in den Krisenstaaten erheblich belastet. Zudem bremste der rigide Sparkurs der öffentlichen Hand die wirtschaftliche Dynamik. Die Verbesserung der wirtschaftlichen Lage in den Programmstaaten ist daher auch ein Zei-

## Meinung

chen für die nachlassende dämpfende Wirkung der strukturellen Anpassungsprozesse.

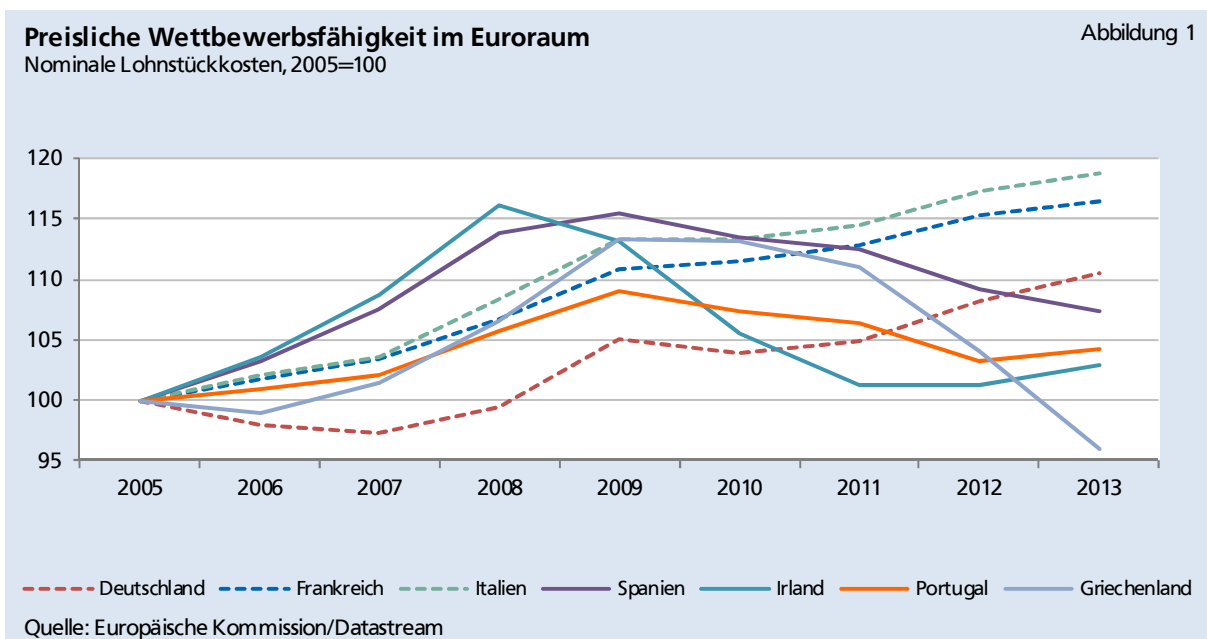
Die Programmländer des Währungsraumes haben in den vergangenen Jahren wichtige Reformen auf nationaler Ebene eingeleitet. So wurde in Spanien unter anderem das Renteneintrittsalter erhöht, diverse Subventionen gestrichen sowie der Beamtenapparat kostengünstiger gestaltet. In Portugal kam es zu ähnlichen Reformen. Unter dem Druck der internationalen Geldberggemeinschaft beschloss das portugiesische Parlament umfangreiche Kürzungen der Renten sowie der Ausgaben des öffentlichen Sektors. In Griechenland kam es in den vergangenen Jahren zu weitreichenden Reformen des Gesundheits- und Rentensystems sowie zu einem drastischen Stellenabbau in der öffentlichen Verwaltung.

Flankiert wurden die Maßnahmen von umfassenden Steuererhöhungen. Diese haben im vorver-

gangenen Jahr einen positiven Beitrag zur Inflationsrate geliefert. Das Auslaufen dieses Einmaleffektes dürfte das Verbraucherpreiswachstum in diesem Jahr zusätzlich gedämpft haben. Daneben zeigen die Zahlen zu den nominalen Lohnstückkosten, dass es den Krisenstaaten in der Mehrzahl gelungen ist, über Lohnanpassungen ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern (siehe Abbildung 1). Die bessere Wettbewerbsfähigkeit geht auch mit geringeren Leistungsbilanzdefiziten bis hin zu Leistungsbilanzüberschüssen einher.

### Zielmarken allerdings noch nicht erreicht

Trotz der jüngsten Fortschritte in den Euro-Krisenstaaten sind die Zielmarken aber bei weitem noch nicht erreicht. Nach wie vor leiden die Euro-Krisenstaaten unter einer ganzen Reihe von Anpassungsnotwendigkeiten und einem zum Teil akuten Reformbedarf. Neben der weiterhin hohen Gesamtverschuldung, d.h. der öffentlichen wie



## Meinung

auch privaten Verbindlichkeiten, befinden sich die Arbeitsmärkte in den fünf Programmländern weiterhin in einer schlechten Verfassung. Der Reform- und Entwicklungsbedarf in den Krisenstaaten bleibt daher hoch.

Die Verschuldungsquoten in den betroffenen Euro-Staaten liegen mehrheitlich auf wenig nachhaltigen Niveaus. Bei der Staatsverschuldung ist bislang keine Kehrtwende erkennbar. Zwar verringerte sich das Tempo der Neuverschuldung. Trotz aller Sparanstrengungen setzten aber die Staatsschulden im Verhältnis zur Wirtschaftskraft in den Programmländern ihren Anstieg fort. Die private Verschuldung, d.h. die Schulden der privaten Haushalte und nicht-finanziellen Unternehmen, fällt am aktuellen Rand mit durchschnittlich 215 % des BIP in den Programmländern (ohne Zypern) ebenfalls immer noch ausgesprochen hoch aus.

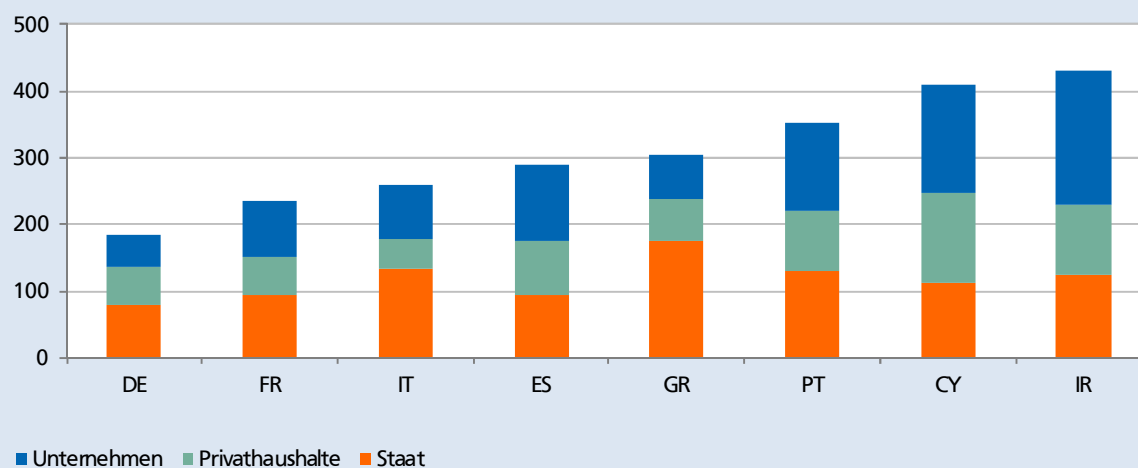
Die Verschuldung setzt sich in den fünf verschie-

denen Programmstaaten ungleich zusammen. Während Irland und Spanien als Folge massiver Fehlinvestitionen am Immobilienmarkt unter einer hohen Verschuldung des privaten Sektors leiden, haben in Griechenland kreditfinanzierten öffentliche Ausgaben im Zuge aufgeblähter und ineffizienter Verwaltungen und Institutionen die Staatsschulden stetig wachsen lassen. Vor diesem Hintergrund fällt die Gesamtlast aus öffentlicher und privater Verschuldung in Prozent des BIP in Spanien fast so hoch aus wie in Griechenland (siehe Abbildung 2).

Neben der hohen Verschuldung sind auch die Arbeitsmärkte in den Krisenstaaten weit von nachhaltigen Niveaus entfernt. In keinem Programm-land liegt die Arbeitslosigkeit unter der Marke von 10 %. In Spanien und Griechenland sind die Arbeitslosenquoten mit über 25 % am höchsten. Die Arbeitslosenquote in Irland von rund 13 % fällt dagegen deutlich weniger dramatisch aus. Gleich-

**Verschuldung nach Sektoren**  
in Prozent des BIP, konsolidiert, 2012

Abbildung 2



Quelle: Eurostat/Datastream

---

## Meinung

---

wohl liegt diese aber immer noch höher als die Rekordarbeitslosenquote von 12,1 % des vereinigten Deutschland im Jahr 2005.

### **Probleme auch in Nicht-Programmländern**

Die allmählichen Fortschritte in den Programmländern sollten nicht über die zusätzlich bestehenden Reformbedarfe in den übrigen Euro-Mitgliedsländern hinwegtäuschen. Neben dem Programmland Spanien haben sich in den beiden großen Volkswirtschaften Italien und Frankreich in den vergangenen Jahren ernstzunehmende strukturelle Wirtschafts- und Finanzprobleme offenbart. Sowohl im Bereich der gesamtwirtschaftlichen Verschuldung als auch bei der Wettbewerbsfähigkeit ist in diesen beiden Euro-Staaten noch zu wenig gemacht worden. Im Unterschied zu den Programmländern konnte die italienische wie auch die französische Volkswirtschaft bislang keine Verbesserung ihrer preislichen Wettbewerbsfähigkeit erreichen (siehe Abbildung 1). So sind die nominalen Lohnstückkosten in den beiden Volkswirtschaften unvermindert angestiegen. Zwar ist es zuletzt auch in Deutschland zu steigenden Lohnstückkosten gekommen. Während diese aber in Deutschland eine Folge des robusten deutschen Arbeitsmarktes waren, sind sie in Frankreich und Italien eine Folge ineffizienter Arbeitsmarktstrukturen.

Hohe Lohnrigiditäten sowie ein hoher Kündigungsschutz für bestimmte Wirtschaftszweige schwächen die Beschäftigung in Frankreich und Italien. Vor diesem Hintergrund liegen die Arbeitslosenquoten mit 10,8 und 12,2 % in den beiden

Ländern mehr als doppelt so hoch wie in Deutschland. Nach Einschätzung der großen deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute ist eine Trendwende in diesem Jahr an den Arbeitsmärkten in Frankreich und Italien nicht zu erwarten. Diese Defizite wirken sich aktuell negativ auf das Wachstum in diesen Ländern aus. Der makroökonomische Anpassungsbedarf in Frankreich und Italien erscheint daher mittlerweile ähnlich hoch wie in den Programmländern.

### **Euroraum hinkt USA hinterher**

Eine nachhaltige Stärkung der Wirtschaft des Euroraums hängt nicht einzig von der Genesung der Programmstaaten ab. Vielmehr ist entscheidend, dass auch die Nicht-Programmländer des Währungsraumes effiziente und nachhaltige Wirtschafts- und Finanzstrukturen schaffen bzw. erhalten. Die sogenannten BIG-4 des Euroraums, d.h. Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien, sind der entscheidende Motor der Euro-Konjunktur, stehen sie doch aktuell für etwas mehr als drei Viertel der gesamten Wirtschaftskraft des Euroraums.

Eine Besserung der wirtschaftlichen Verhältnisse in den vier großen Euro-Staaten hängt vom weiteren Reformwillen in der Politik ab. Dies gilt in besonderer Weise für die neuen Regierungen in Italien und Frankreich. Dabei ist nicht nur wichtig, dass die Verschuldung im privaten wie auch öffentlichen Sektor zurückgefahren, sondern dass gleichzeitig auch die wirtschaftliche Dynamik über strukturelle Reformen wiedergewonnen wird.

## Meinung

Die Herstellung effizienter Wirtschaftsstrukturen und nachhaltiger Finanzen im privaten wie auch öffentlichen Sektor sind auch eine Grundvoraussetzung dafür, dass der Währungsraum langfristig nicht den Anschluss an andere bedeutende Wirtschaftsregionen verliert. Der Vergleich mit den USA macht deutlich, dass der Euroraum im Zuge der Euro-Staatsschuldenkrise weiter ins Hintertreffen geraten ist. Die schwächeren Wachstumsraten für den gesamten Währungsraum sind dabei die Folge einer strukturell niedrigeren Wirtschaftsdynamik. Diese macht sich in erster Linie in niedrigeren Produktivitätsraten aber auch in einer strukturell höheren Arbeitslosigkeit bemerkbar (siehe Abbildung 3).

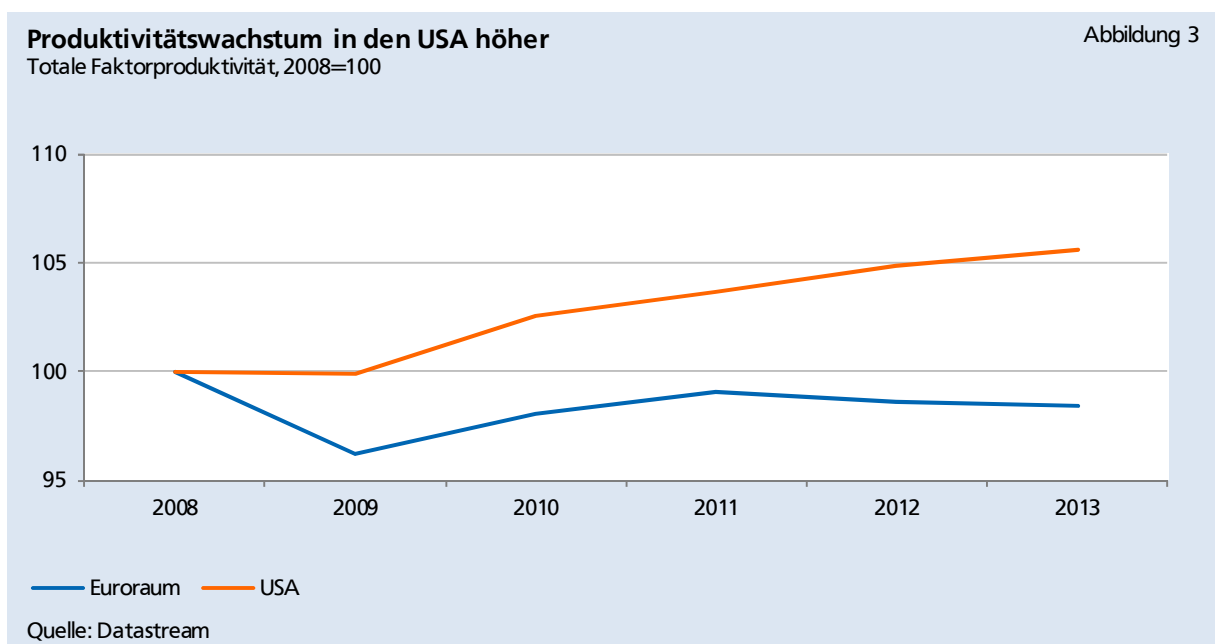
Mit den angekündigten großen Reformvorhaben in Italien und Frankreich steht für den Euroraum ein wichtiges, entscheidendes Jahr auf dem Weg zu einer wettbewerbsfähigeren und robusteren Volkswirtschaft an. Zielmarken müssen dabei nicht

nur der nachhaltige Abbau der Arbeitslosigkeit, sondern auch eine Stärkung der Wachstumskräfte sein. Darüber hinaus sollte das Wachstum nicht durch neue Regulierungen und Sozialleistungen aufs Spiel gesetzt werden. Dies trifft in besonderer Weise auf Deutschland zu, das unter anderem dank umfassender Strukturreformen zu Beginn des neuen Jahrtausends in den Krisenjahren bislang die Wachstumslokomotive des Euroraums war. Vor diesem Hintergrund erscheinen zum Beispiel die Pläne der Bundesregierung zur Herabsetzung des Renteneintrittsalters in Deutschland angesichts des sich abzeichnenden Fachkräftemangels in Deutschland als wenig nachhaltig.

Autor:

Jan Philip Weber

Mail: [j.weber@bvr.de](mailto:j.weber@bvr.de)



## Geldmenge

### Kreditvergabe bleibt schwach

Die Kreditvergabe im Währungsraum kommt nicht in die Gänge. Seit dem Frühjahr 2012 liegt die Summe der Kredite an Unternehmen und private Haushalte des europäischen Währungsraumes unter ihren Vorjahreswerten. Eine Trendwende ist aktuell nicht in Sicht. Im März lag die Kreditsumme wie schon im Februar 2,2% unter ihrem Vorjahresmonat.

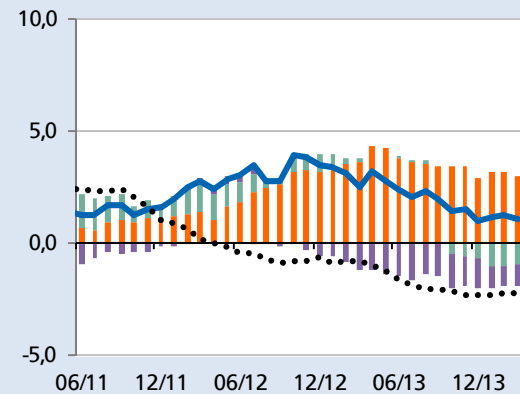
Die Kreditvergabe an Unternehmen schrumpfte im März erneut, wenn auch nicht so stark wie in den Monaten zuvor. Die Banken vergaben im Februar knapp 4 Mrd. Euro weniger an Unternehmenskrediten als einen Monat zuvor. Im Februar hatte die Kontraktion noch bei -13 Mrd. Euro gelegen. Expandieren konnte im Monatsvergleich hingegen die Kreditvergabe an private Haushalte. Sie stieg im März leicht um 2 Mrd. Euro. Im Februar war sie allerdings noch um 6 Mrd. Euro gestiegen.

### Geldmengenwachstum schwächer

Das Geldmengenwachstum im Euro-Raum hat im März nachgelassen. Nach den aktuellen Zahlen der Europäischen Zentralbank (EZB) lag das breit abgegrenzte Geldmengenaggregat M3 im März saisonbereinigt bei 1,1 %. Im März hatte die Wachstumsrate noch bei 1,3 % gelegen.

Wachstumstreiber war erneut die besonders liquide Geldmenge M1, wenngleich dieser 0,2 Prozentpunkte niedriger ausfiel als im Februar. M1 lieferte einen Wachstumsbeitrag zum gesamten Geldmen-

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



Quelle: EcoWin, Berechnungen des BVR

genwachstum M3 von 3,0 Prozentpunkten. Der Wachstumsbeitrag der Termin- und Spareinlagen fiel mit -0,9 Prozentpunkten wieder negativ aus. Im Februar hatte der Wachstumsbeitrag bei -1,0 Prozentpunkten gelegen. Der Beitrag der marktfähigen Finanzinstrumente lag ebenfalls bei -0,9 Prozentpunkten.

### EZB bestätigt geldpolitischen Kurs

Der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) hat auf seiner April-Sitzung seinen geldpolitischen Kurs der letzten Monate bestätigt. So blieb der Hauptrefinanzierungssatz für den Euroraum unverändert bei 0,25 %. Neue unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen beschloss der EZB-Rat nicht. Den Forderungen nach einer geldpolitischen Antwort auf den aktuell niedrigen Preisdruck im Euroraum

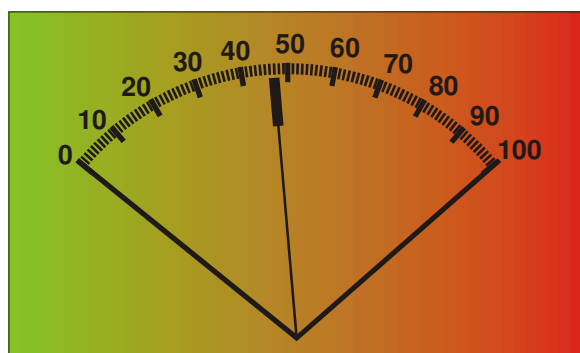
## Geldpolitik und Geldmarkt

gaben die europäischen Notenbanker damit nicht nach. Im Vorfeld der Ratssitzung hatte unter anderem der Internationale Währungsfonds (IWF) in Person seiner Direktorin Christine Lagarde zur Ankurbelung der Preisdynamik im Währungsraum von Seiten der EZB eine quantitative Lockerung gefordert.

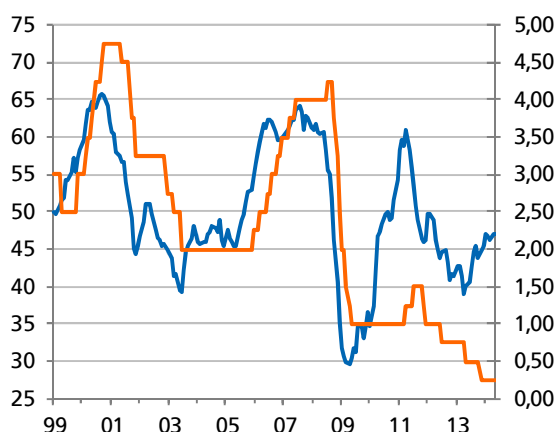
Auf der Pressekonferenz im Anschluss zur Ratssitzung erklärte EZB-Präsident Mario Draghi, dass im Rat durchaus über weitere geldpolitische Maßnahmen gesprochen wurde. Diskussionsgegenstände waren dabei niedrigere Zinssätze bzw. ein niedrigerer Einlagezins, eine Verlängerung der Vollzuteilung zum Festzins und eine quantitative Lockerung. Bezugnehmend auf die Diskussion um die Deflationsdebatte sowie der stockenden Kreditvergabe im Währungsraum stellte der Präsident der europäischen Notenbank noch einmal heraus, dass die EZB die aktuellen Entwicklungen sehr genau prüft. Dabei sei sich der EZB-Rat einig gewe-

sen, auch unkonventionelle Instrumente einzusetzen, die ihm innerhalb seines Mandats zur Verfügung stehen, um die Risiken einer zu lange dauernden Niedrigpreisphase abzuwehren. Allerdings stellte Mario Draghi fest, dass das Risiko für eine Deflation im Euroraum nicht gestiegen sei. Der erneute Rückgang der Inflationsrate auf 0,5 % im April sei dabei die Folge eines Basiseffektes rund um das Osterfest das dieses Jahr in den April und nicht wie in 2013 in den März fiel. In der Regel geht mit dem Osterfest auch eine höhere Preissteigerung einher. Für die kommenden Monate erwartet der EZB-Rat eine etwas höhere Inflationsrate. Diese dürfte in diesem wie auch im kommenden Jahr weiter langsam ansteigen und erst Ende 2016 bei rund 2 % liegen. Die Konjunktur werde sich derweil weiter vorsichtig aber stetig bessern. Trotz der jüngsten Erholung seien aber weiterhin Abwärtsrisiken für die Euro-Wirtschaft vorhanden. So könnten die Entwicklungen in den Schwellenländern wie auch geopolitische Risiken, wie sie in

### BVR Zins-Tacho



	Feb 14	Mrz 14	Apr 14
BVR Zins-Tacho	47	46	47
Konjunktur (50 %)	52	52	55
Preise (40 %)	43	43	41
Liquidität (10 %)	35	32	33



— BVR Zins-Tacho — EZB-Leitzins in % (rechte Skala)

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



## Geldpolitik und Geldmarkt

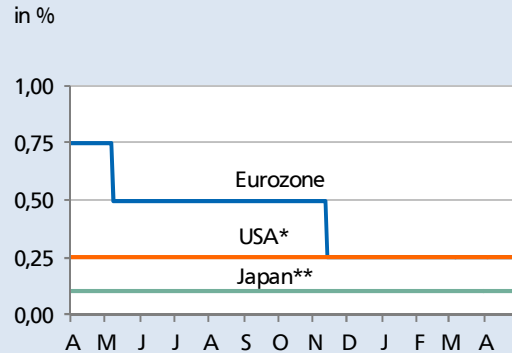
der Krimkrise noch einmal offenbar wurden, die wirtschaftlichen Aktivitäten im Euroraum belasten.

Der **BVR Zins-Tacho** zeigt momentan kein erhöhtes Deflationsrisiko für den Euroraum an. Das Barometer des BVR zur Messung des mittelfristigen Inflationsrisikos für den Euroraum weist mit 47 von 100 möglichen Punkten vielmehr einen moderaten Preisdruck im Währungsraum aus. Im Zuge der sich bessernden konjunkturellen Lage folgte der Zins-Tacho in den vergangenen Monaten sogar einem leicht steigenden Verlauf, was einer Zunahme des mittelfristigen Inflationsrisikos gleichkommt.

### Geldmarktzinsen legen leicht zu

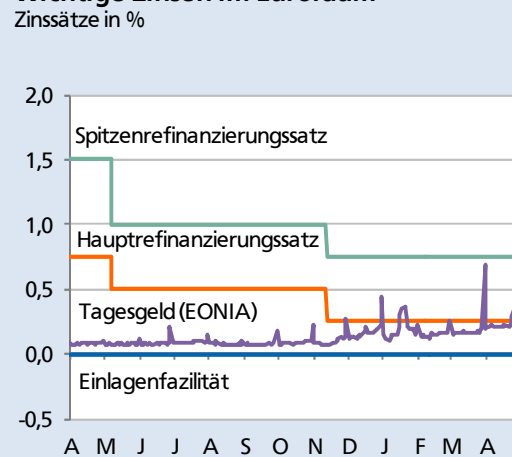
Die Zinsen für Termingeschäfte am europäischen Geldmarkt haben ihren Aufwärtstrend im April fortgesetzt. Der Zins für Dreimonatsgelder stieg im Monatsverlauf um 3 Basispunkte auf 0,35 %. Der 12-Monats-Euribor kletterte im gleichen Zeitraum um 3 Basispunkte auf 0,62 %. Ausschlaggebend hierfür dürfte die rückläufige Überschussliquidität im Währungsraum gewesen sein. Darüber hinaus sorgte die Ukraine Krise für Verunsicherung am europäischen Geldmarkt, was den Zinsen zum Monatsende einen zusätzlichen leichten Auftrieb gegeben hat.

### Notenbankzinsen international

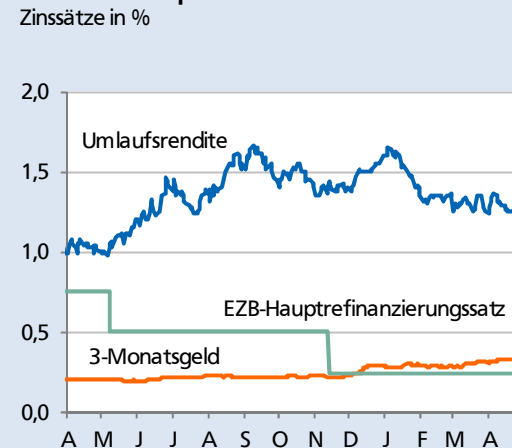


\*Die Federal Reserve hat seit 16. 12.2008 einen Zielbereich von 0-0,25 % für die Federal Funds Target Rate festgesetzt. \*\*Die Bank of Japan hat seit 19. 12.2008 ein Tagesgeld-Zielbereich von rund 0,1 % festgesetzt.

### Wichtige Zinsen im Euroraum



### Geld- und Kapitalmarkt



Quelle: EcoWin

## Rentenmarkt

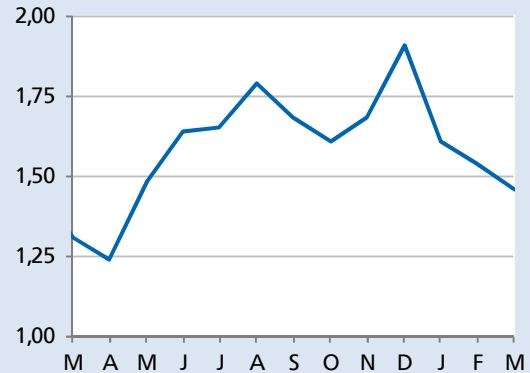
### Sicherheit gefragt

Anleger bevorzugten im April unterm Strich besonders sichere Anlageformen. Bundesanleihen aber auch US-Treasuries konnten von diesem Trend profitieren. Grundlage dieser Entwicklung waren schwächere Aktienmärkte, eine zunehmende Unsicherheit im Hinblick auf die wirtschaftlichen Folgen des Ukraine-Konflikts und gedämpfte Leit-zinserwartungen in den USA. Aus dem Protokoll der jüngsten Sitzung des Offenmarktausschusses war herauszulesen, dass die geldpolitischen Entscheidungen nicht als strafferer Zinskurs der Fed verstanden werden sollte.

Anleihen aus der Euro-Peripherie erfreuten sich ebenfalls einer erhöhten Nachfrage. Portugal wagte im April die erste Anleiheemission seit drei Jahren, die auf ein reges Interesse stieß. Die Emission war ein Test, ob sich Portugal auch nach Auslaufen des internationalen Kreditprogramms am Finanzmarkt finanzieren kann. Das Hilfsprogramm der EU und des Internationalen Währungsfonds läuft am 17. Mai aus. Die Renditen von Staatsanleihen aus Spanien und Italien gingen auf Monatsicht ebenfalls zurück. Die Umlaufrendite börsennotierter Bundesanleihen fiel um 2 Basispunkte auf 1,26 %. Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen sank um 7 Basispunkte auf 1,50 %. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen fiel um 1 Basispunkt auf 2,71 %.

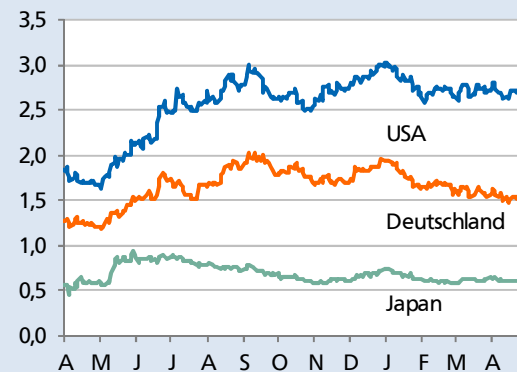
### Zinsstruktur am Rentenmarkt

Spread Bundesanleihen mit Restlaufzeiten 10/1 Jahr, in %



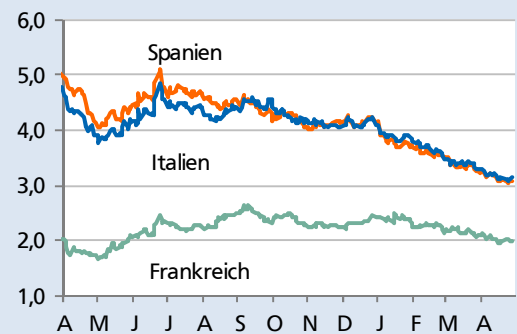
### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



Quelle: EcoWin

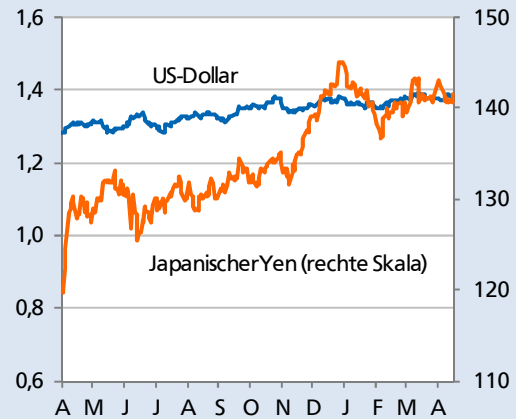
## Devisen

### Euro legt zu

Der Euro hat im April Stärke bewiesen. Auf Monatsbasis konnte die Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar noch einmal um knapp 1 US-Cent zulegen. Der Euro-Dollar Kurs lag nach den Zahlen der EZB zum Ende des Monats bei 1,386 US-Dollar je Euro. Zu Beginn des Monats hatten noch Spekulationen über eine erneute Lockerung der europäischen Geldpolitik in Form eines Anleiheaufkaufprogramms den Euro belastet. EZB-Präsident Mario Draghi betonte bei verschiedenen öffentlichen Auftritten im April die Bereitschaft der EZB, wenn nötig, durch neue Sondermaßnahmen, wie z.B. ein Wertpapierankaufprogramm, Deflationsgefahren zu bekämpfen. Darüber hinaus stellte der EZB-Präsident fest, dass der Euro-Kurs für die Geldpolitik eine zunehmend wichtige Rolle spielen wird. Spekulationen, dass die zinspolitische Wende in den USA vorsichtiger erfolgen und damit deutlich länger dauern dürfte, stärkten den Euro gegenüber dem US-Dollar zur Monatsmitte hin. Die US-Notenbank dürfte demnach die Zinsen wohl deutlich später und weniger aggressiv als bislang angenommen anheben. Einige führende US-Notenbanker bestätigten diesen Eindruck. Darüber hinaus fiel dem Euro die Unsicherheit über den Konflikt um die Ukraine nicht auf die Füße. So kam dem US-Dollar als Weltleitwährung die gestiegene Verunsicherung bislang weniger als sonst zugute. Die Entwicklungen im April zeigten noch einmal deutlich, dass Euro wie auch US-Dollar gleichermaßen als sicherer Hafen von der Unsicherheit in Osteuropa profitiert haben.

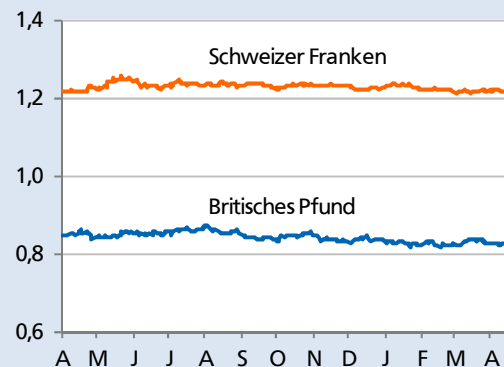
#### Euro-Wechselkurs (I)

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

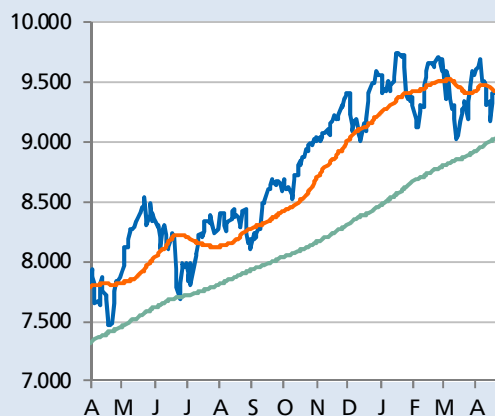
## Aktien

### DAX im Minus

Der Dax hat im vergangenen Monat Kursverluste hinnehmen müssen. Zwar war der deutsche Leitindex zu Beginn des Monats noch mit ordentlichem Elan in die Woche gestartet. In der zweiten Aprilwoche setzte allerdings eine Gegenbewegung ein, in deren Verlauf der DAX deutliche Verluste hinnehmen musste. Auslöser dieser Entwicklung waren anhaltende Sorgen um den weiteren Verlauf des Konflikts zwischen der Ukraine und Russland und den daraus entstehenden Konflikten zwischen dem westen und der Ukraine, welche sich negativ auf den Welthandel und die wirtschaftliche Dynamik auswirken könnte. Im Zuge der anhaltenden Unruhen in der Ostukraine ist das Risiko eines Bürgerkriegs in Ukraine gestiegen. Darüber hinaus ging an der Wall Street Mitte des Monats die Sorge vor einer Überhitzung des Marktes um. Viele Anleger stießen daraufhin vermehrt Aktien ab. In der zweiten Monatshälfte blieben die Sorgen um die Ukraine bestehen. Darüber hinaus belastete eine durchwachsene Bilanzsaison in den USA die Kurse an den Börsen dies- wie jenseits des Atlantiks. Positive Konjunkturdaten aus Europa und den USA konnten die Kursverluste an den Aktienmärkten aber eingrenzen. Darüber hinaus sorgte eine Welle an Übernahmerüchten für steigende Kurse zum Monatsende. Im Vergleich zum Vormonat verzeichnete der DAX einen Kursrückgang in Höhe von -1,1 % auf 9.446 Punkten. Der Dow Jones verlor -0,1 % und lag am Freitag, dem 28. April bei 16.449 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

### Frühjahrgutachten lässt Wachstum erwarten

Die an der Gemeinschaftsdiagnose teilnehmenden Wirtschaftsforschungsinstitute haben am 10. April ihr aktuelles Frühjahrgutachten vorgelegt. Dem Gutachten zufolge wird das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Euroraums, nach zwei Jahren Schrumpfung, in 2014 um 1,1 % und in 2015 um 1,5 steigen. Die Wirtschaftsforscher gehen davon aus, dass die dämpfenden Effekte der Strukturanpassungen nachlassen werden. Darüber hinaus dürfte auch die Finanzpolitik im Währungsraum als Ganzes weniger restriktiv wirken. Die Arbeitslosenquote des Euroraums wird nach Einschätzung der Gutachter leicht von 12,0 % in diesem Jahr auf 11,8 % im kommenden Jahr zurückgehen. Für die Verbraucherpreise wird ein Anstieg von 1,0 % in 2014 und 1,3 % in 2015 prognostiziert.

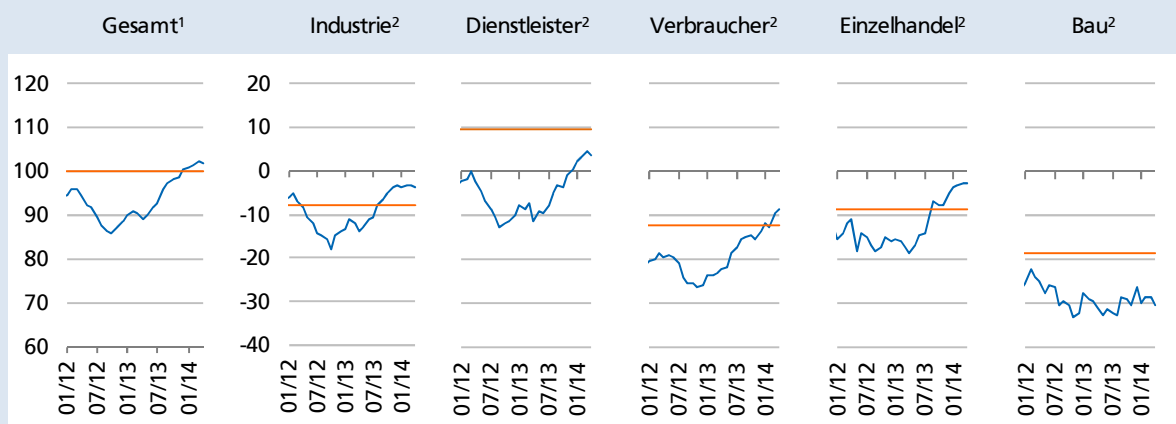
Die Wachstumsprognose der Forschungsinstitute ist allerdings mit erheblichen geopolitischen und

weltwirtschaftlichen Risiken behaftet. Sie steht beispielsweise unter dem Vorbehalt, dass der Konflikt zwischen der Ukraine und Russland nicht weiter eskaliert und dass es in den Schwellenländern zu keiner „harten Landung“ der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung kommt.

### Wirtschaftsklimaindex leicht gesunken

Im April hat sich das Wirtschaftsklima im Euroraum etwas eingetrübt. Der Wirtschaftsklimaindex der EU-Kommission ging im Vormonatsvergleich um 0,5 Punkte auf 102,0 Punkte zurück. Der Stimmungsindikator befindet sich aber weiterhin über seinem langfristigen Mittelwert von 100 Punkten und signalisiert ein Fortschreiten der konjunkturellen Erholung im Euroraum. Für den leichten Rückgang des Indikators war vor allem eine Klimateintrübung bei den Bau- und Dienstleistungsunternehmen verantwortlich.

### 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

### Produktionsplus in der Industrie

Die Industriebetriebe des Euroraums haben ihre Erzeugung im Februar etwas ausgeweitet. Gemäß ersten Schätzungen von Eurostat ist die saison- und kalenderbereinigte **Industrieproduktion** im Vormonatsvergleich um 0,2 % gestiegen. Im Januar hatte der Ausstoß den aktuellen Angaben zufolge noch stagniert. Innerhalb der Industrie stand zuletzt einer leichten Produktionsausweitung bei den Vorleistungs- (+0,6 %) und Verbrauchsgüterherstellern (+0,5 %) merkliche Produktionsvermindierungen im Energie- (-1,7 %) und Gebrauchsgüterbereich (-1,2 %) gegenüber.

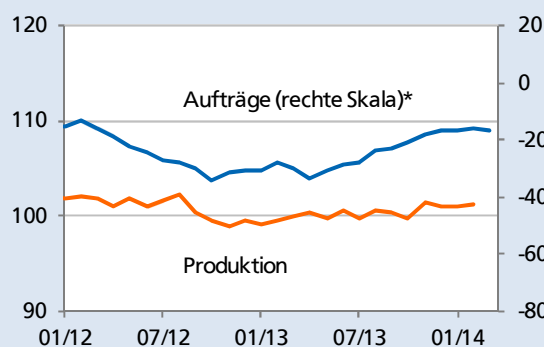
Für die nächsten Monate lassen Anhaltspunkte wie der **Order-Indikator** der EU-Kommission eine Fortsetzung des Produktionswachstums erwarten. Der Order-Indikator ist zuletzt, im März, zwar leicht um 0,4 Punkte auf -16,7 Punkte zurückgegangen. Er tendierte aber in den Vormonaten sichtlich nach oben.

### Rückläufige Preisentwicklung

Der Abwärtstrend bei den Verbraucher- und Erzeugerpreisen hat sich zuletzt weiter fortgesetzt. Gemäß den inzwischen von Eurostat bestätigten Angaben ist der Anstieg der **Verbraucherpreise**, gemessen an der Jahresrate des Harmonisierten Verbrauchpreisindex (HVPI), von 0,7 % im Februar auf 0,5 % im März gesunken. Für den Rückgang waren vor allem die Energiepreise verantwortlich, die im März abermals spürbar (-2,1 %) nachgaben. Zudem hat sich der Anstieg der Preise für Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak (+1,0 %) sowie für Dienstleistungen (+1,1 %) merklich abgeschwächt.

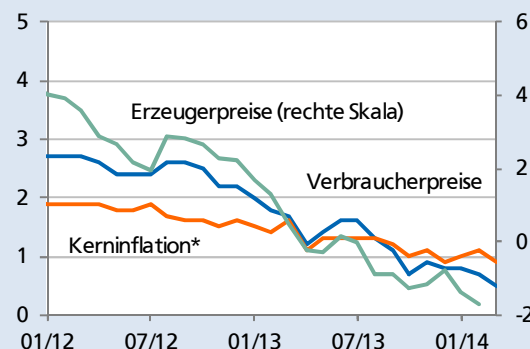
Die **Erzeugerpreise** gewerblicher Produkte haben sich im Februar um 1,7 % vermindert, nachdem sie im Januar um 1,4 % gesunken waren. Informationen zur Erzeugerpreis-Entwicklung im März werden voraussichtlich am 5. Mai veröffentlicht.

**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

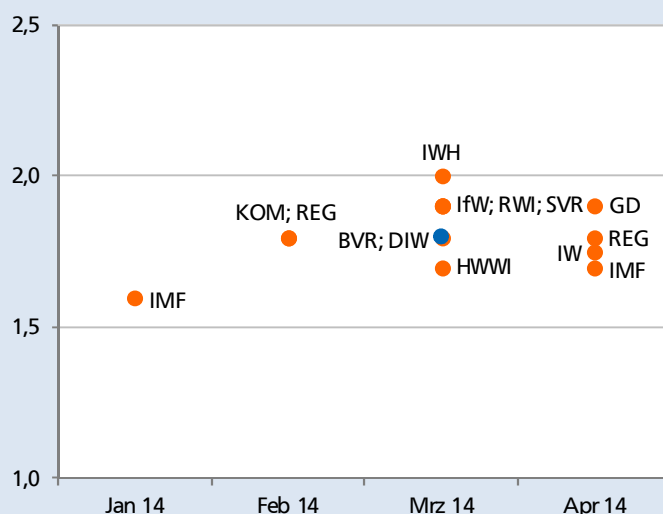
### Forschungsinstitute sehen Deutschland im Aufschwung

Gemäß dem Frühjahrsgutachten der Wirtschaftsforschungsinstitute befindet sich Deutschland in einem konjunkturellen Aufschwung, der allerdings von Seiten der Wirtschaftspolitik Gegenwind erfährt. So werden unter anderem die Einführung des allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns und der abschlagfreien Rente ab 63 überwiegend kritisch bewertet. Die Forschungsinstitute gehen davon aus, dass das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschlands im laufenden Jahr um 1,9 % und in 2015 um 2,0 % expandieren wird. Die wesentlichen Wachstumsimpulse werden demnach weiterhin von der Binnennachfrage ausgehen. Mit der Erholung des Euroraums dürfte aber auch der Außenhandel insgesamt wieder zum Wachstum beitragen. Nach Einschätzung der Institutsökonominnen werden die Verbraucherpreise in diesem Jahr um 1,3 % und im kommenden Jahr

um 1,8 % steigen. Die Erwerbstätigenzahl dürfte von 42,15 Mio. in 2014 auf 42,24 Mio. in 2015 zulegen.

Der BVR teilt die Einschätzung der Forschungsinstitute in Hinblick auf das Wirtschaftswachstum Deutschlands in 2014. Mit 1,8 % liegt der aktuelle BIP-Prognosewert des BVR nur leicht unter dem entsprechenden Wert des Frühjahrsgutachtens. Die deutliche Aufhellung des Weltwirtschaftsklimas und die steigende Industrieproduktion in Deutschland lassen ein Anziehen des Außenhandels und der inländischen Investitionstätigkeit erwarten. Der Wachstumsausblick ist aber nicht frei von Risiken. Sollte sich der Konflikt zwischen Russland und der Ukraine weiter zuspitzen, würde sich dies negativ auf das deutsche Exportgeschäft und die Investitionsneigung der Unternehmen auswirken. Das Wirtschaftswachstum würde in diesem Fall deutlich niedriger ausfallen als prognostiziert.

**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

### Industrieproduktion aufwärtsgerichtet

Im Februar hat die deutsche Industrie ihre Erzeugung erneut ausgeweitet. Nach vorläufigen amtlichen Schätzungen ist die **Industrieproduktion** im Vormonatsvergleich kalender- und saisonbereinigt um 0,5 % gestiegen. Zu dem nunmehr vierten Anstieg in Folge trugen vor allem die Hersteller von Vorleistungsgütern bei, die ihren Ausstoß um 1,3 % erhöhten. Im Gegensatz zur Industrie ist die Produktion im Baugewerbe im Februar geringfügig gesunken (-0,1 %). Sie war allerdings im Januar, durch das mildere Winterwetter begünstigt, sehr kräftig (+4,5 %) expandiert.

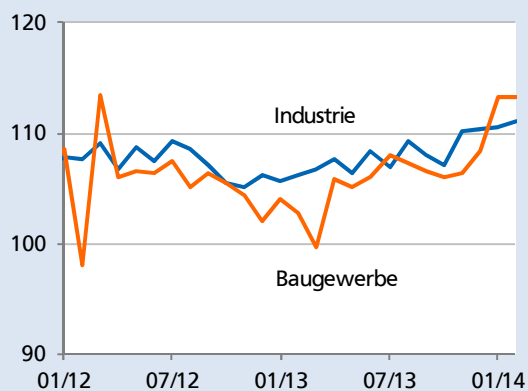
Der industrielle **Auftragseingang** legte im Februar um 0,6 % zu. Er war bereits im Januar mit einer Verlaufsrate von 0,1 % gestiegen. Im von kurzfristigen Schwankungen weniger anfälligen Zweimonatsvergleich Januar/Februar gegenüber November/Dezember nahmen die Bestellungen um 0,7 % zu. Die Nachfrageimpulse gingen im Februar in erster Linie von den Inlandsbestellungen aus, die mit 1,2 % stärker zulegen als die Aufträge aus dem Ausland (+0,2 %). Das jüngste Produktions- und Auftragsplus legt für das erste Quartal eine merkliche Beschleunigung des gesamtwirtschaftlichen Wachstums nahe.

### Stimmungsindikatoren jüngst uneinheitlich

Die anhand einer regelmäßigen Umfrage unter Finanzmarktexperten ermittelten ZEW-Konjunkturerwartungen sind im April zum vierten Mal in Folge gesunken. Sie gaben um 3,4 Punkte nach

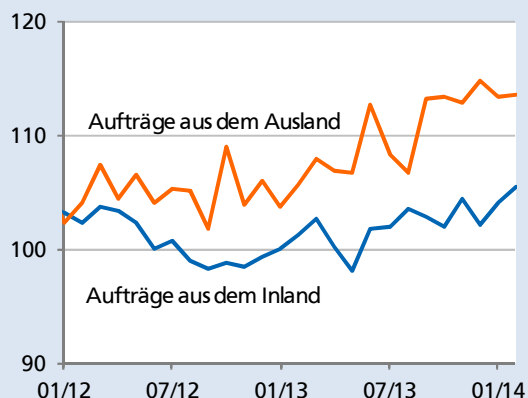
#### Produktion

2010=100, preis- und saisonbereinigt



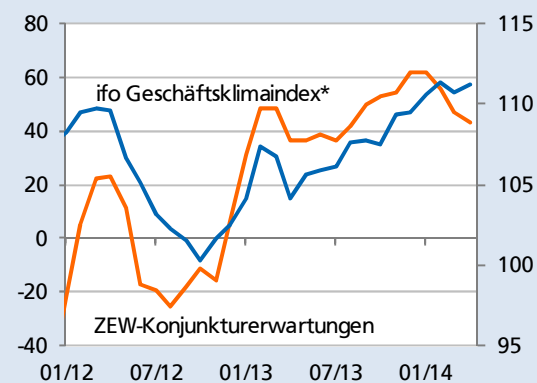
#### Aufträge

2010=100, preis- und saisonbereinigt



#### Wirtschaftliche Einschätzung

saisonbereinigt



Quelle: EcoWin

\*rechte Skala, 2005=100



## Deutsche Konjunktur

und stehen nunmehr bei 43,2 Punkten. Zum Rückgang des Stimmungsindicators dürfte vor allem der weiterhin schwelende Ukrainisch-Russische-Konflikt und die Sorgen um die Wirtschaftsentwicklung in den Schwellenländern beigetragen haben. Der Rückgang der Indikatoren ist aber auch vor dem Hintergrund der bereits sehr günstigen Konjunkturlage in Deutschland zu sehen, die eine weitere Verbesserung unwahrscheinlich werden lässt.

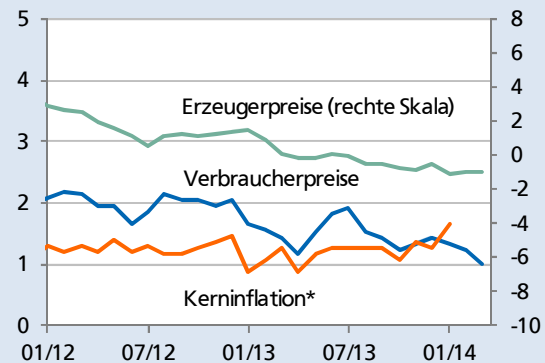
Der auf Basis einer Unternehmensumfrage berechnete ifo Geschäftsklimaindex ist jedoch im April gegenüber dem Vormonat um 0,5 Punkte auf 111,2 Punkte gestiegen, nachdem er im März etwas nachgeben hatte. Trotz geopolitischer und konjunktureller Sorgen beurteilten die befragten Unternehmen ihre Geschäftsaussichten insgesamt etwas positiver als zuvor. Die aktuelle Lage wurde ebenfalls günstiger bewertet.

### Inflationsrate bei 1,0 %

Die allgemeine Teuerung hat zuletzt merklich nachgelassen. Gemäß den inzwischen bestätigten amtlichen Angaben ist die Inflationsrate, basierend auf der Jahresrate des **Verbrauchspreises (VPI)**, von 1,2 % im Februar auf 1,0 % im März zurückgegangen. Wie schon in den Vormonaten trugen zum Rückgang des Gesamtindex vor allem die Preise für Mineralölprodukte (-4,2 %) bei. Ohne Berücksichtigung von Energie (Haushaltsenergie und Kraftstoffe) hätte die Inflationsrate bei 1,4 % gelegen.

### Verbraucher- und Erzeugerpreise

gegenüber Vorjahr in %



\*ohne Energie und Lebensmittel  
Quelle: EcoWin

Der **Erzeugerpreisindex** lag im März um 0,9 % unter seinem Vorjahresstand. Im Februar waren die Erzeugerpreise ebenfalls um 0,9 % gesunken. Auch auf der Erzeugerstufe hatten die Energiepreise (-2,6 %) den höchsten Einfluss auf die Entwicklung des Gesamtindex. Allerdings waren die Vorleistungsgüterpreise (-1,9 %) ebenfalls rückläufig. Insbesondere die Preise für Getreidemehl (-12,9 %) und Nichteisenmetalle (-11,1 %) verbilligten sich merklich.

### Deutlich weniger Insolvenzen

Zu Jahresbeginn hat sich der Abwärtstrend in den amtlichen Insolvenzdaten fortgesetzt. Wie das Statistische Bundesamt mitteilte wurden im Januar von den deutschen Amtsgerichten 2.055 Unternehmens- und 7.482 Verbraucherinsolvenzen gemeldet. Die Anzahl der Firmenpleiten ist gegenüber dem Vorjahresmonat um 7,5 % zurückgegangen, die Zahl der Verbraucherpleiten gab sogar um 8,7 % nach. In naher Zukunft dürfte sich

## Deutsche Konjunktur

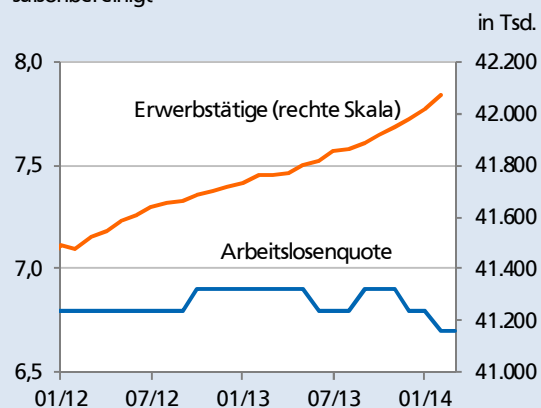
das Insolvenzgeschehen angesichts der nach wie vor günstigen konjunkturellen und strukturellen Rahmenbedingungen weiter entspannen.

### Konjunktur und Witterung beflügeln Arbeitsmarkt

Der deutsche Arbeitsmarkt zeigt sich weiterhin in einer soliden Grundverfassung. Wie die Bundesagentur für Arbeit (BA) mitteilte ist die **Arbeitslosenzahl** im März gegenüber dem Vormonat um 83.000 auf 3,055 Mio. Menschen zurückgegangen. Der Rückgang fiel angesichts der guten Konjunktur-entwicklung und des milden Winterwetters stärker aus als im Zuge der Frühjahresbelebung allgemein üblich. Unter Herausrechnung der üblichen saisonalen Schwankungen verminderte sich die Arbeitslosenzahl um 12.000 Personen. Sie ist damit bereits den vierten Monat in Folge gesunken. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote lag im März bei 6,7 %.

Die solide Verfassung des Arbeitsmarkts zeigt sich auch in der beschleunigten Zunahme der Erwerbstätigkeit. So ist die **Erwerbstätigenzahl** nach jüngsten Schätzungen des Statistischen

**Erwerbstätige und Arbeitslosenquote**  
saisonbereinigt



Quelle: EcoWin

Bundes-amtes im Februar gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um 48.000 Menschen gestiegen (Januar: +44.000). Die saisonbereinigte **Beschäftigtenzahl** legten nach BA-Berechnungen zuletzt, im Januar, sogar um 67.000 zu (Dezember: +37.000). In naher Zukunft ist mit einem weiteren Beschäftigungsaufbau zu rechnen. Darauf deuten auch die BA-Daten zu den offenen Stellen hin. Deren Anzahl lag im März bei 447.000 und damit um rund 4.000 über dem Stand des Vorjahresmonats. Nach BA-Angaben sind derzeit insbesondere in den Bereichen Verkauf, Mechatronik, Energie und Elektro, Metall-, Maschinen- und Fahrzeug-

### Arbeitsmarkt

Deutschland	März	Veränderung gegen		Saisonbereinigt
		Vormonat	Vorjahresmonat	gg. Vormonat
Arbeitslose	3.054.722	-83.144	-43.091	-12.000
Offene Stellen	447.082	17.769	3.540	1.000
Erwerbstätige <sup>1)</sup>	41.685.000	10.000	314.000	48.000
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte <sup>2)</sup>	29.378.300	-158.300	413.640	67.000
Arbeitslosenquote	7,1	-0,2	-0,2	-
Arbeitslosenquote (West)	6,2	-0,2	-0,1	-
Arbeitslosenquote (Ost)	10,6	-0,4	-0,7	-
Quelle: EcoWin			1) Februar	2) Januar

## Deutsche Konjunktur

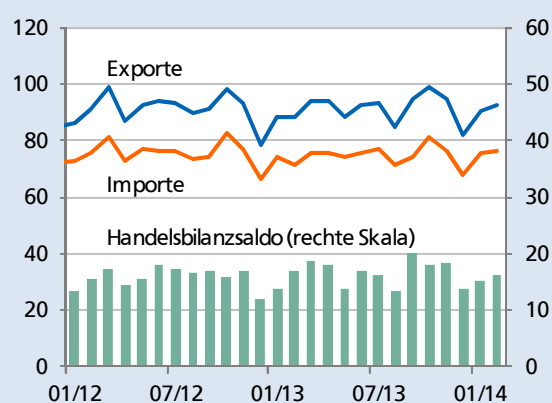
technik, Verkehr, Logistik, Tourismus, Gastronomie sowie im Gesundheitsbereich Arbeitskräfte gesucht.

### Schwaches Exportgeschäft

Der Außenhandel der deutschen Wirtschaft hat im Februar etwas an Schwung verloren. Nach amtlichen Angaben sind die Exporte in saison- und kalenderbereinigter Rechnung gegenüber dem Vormonat um 1,3 % zurückgegangen. Sie waren jedoch zuvor, im Januar, mit einer Verlaufsrate von 2,2 % sehr deutlich expandiert. Auch bei den Importaktivitäten war eine Abschwächung feststellbar. Sie sind nach einem Zuwachs von 4,1 % im Januar zuletzt lediglich um 0,4 % gestiegen. Insgesamt wurden von Deutschland im Februar Waren im Wert von 92,4 Mrd. Euro ausgeführt und Waren im Wert von 76,1 Mrd. Euro eingeführt. Die Außenhandelsbilanz, als Saldo von Exporten und Importen, schloss mit einem Überschuss von 16,3 Mrd. Euro ab. Der Exportüberschuss hat sich damit im Vergleich zum Februar 2012 (16,8 Mrd. Euro) etwas vermindert.

Die jüngste Außenhandelsschwäche dürfte nur von kurzfristiger Natur sein. Für die nächsten

**Außenhandel**  
in Mrd. Euro



Quelle: EcoWin

Monate lassen Indikatoren wie das ifo Weltwirtschaftsklima eine Belebung erwarten. Voraussetzung für eine solche Belebung ist aber, dass die Nachfrage aus den Schwellenländern nicht einbricht und dass der Konflikt zwischen der Ukraine und Russland keine ernsthaften Handelskonflikte nach sich zieht.

### Außenwirtschaft

	Stand	Veränderung gegen		Stand	Veränderung zum	
	Feb 14	Vorjahresmonat		Jan-Feb 14	Vorjahreszeitraum	
	in Mrd. €	in Mrd. €	in %	in Mrd. €	in Mrd. €	in %
Exporte	92,4	4,1	4,6	183,1	6,7	3,8
Importe	76,1	4,6	6,5	151,8	5,8	4,0
Handelsbilanzsaldo	16,3	-0,5	-	31,3	0,9	-
Leistungsbilanzsaldo	13,9	-1,8	-	29,1	2,8	-

Quelle: EcoWin