

# Volkswirtschaft special

Meinungen, Analysen, Fakten

## Investitionen mit Luft nach oben

- Die Investitionen wachsen in Deutschland nicht stark genug, um die Leistungsfähigkeit der Wirtschaft nachhaltig zu steigern. Dies zeigt ein Vergleich des aktuellen Konjunkturaufschwungs mit vergangenen Zyklen. Die Anlageinvestitionen dürften, folgt man der Frühjahrsprognose der Forschungsinstitute, vom konjunkturellen Tiefpunkt Anfang 2013 bis Anfang 2016 preisbereinigt um 9 % steigen. Im Anschluss an vergangene Konjunkturtiefs in den Jahren 1996, 2005 und 2009 waren die Investitionen um 14, 19 bzw. 13 % und damit deutlich stärker gestiegen. Die Investitionsquote, also das Verhältnis der Anlageinvestitionen in laufenden Preisen zum Bruttoinlandsprodukt, dürfte praktisch unverändert auf dem Niveau von 20 % verharren.
- Zur Stärkung der Investitionen sind stärkere Impulse der Wirtschaftspolitik nötig. So wäre es sinnvoll, die öffentlichen Investitionen stärker als bisher von der Bundesregierung geplant auszuweiten. Dabei sollte auch die Gründung einer Infrastrukturgesellschaft für die Bundesfernstraßen geprüft werden. Dies würde dazu beitragen, Erhaltungsinvestitionen zu verstetigen und so für eine gleichbleibend hohe Qualität des Verkehrsnetzes sorgen. Hierfür müssten die erforderlichen finanzpolitischen Spielräume durch Umschichtungen im Bundeshaushalt erschlossen werden.
- Für die privaten Investitionen ist der entscheidende Hemmschuh die immer noch hohe Unsicherheit über die künftige Wirtschaftsentwicklung und Wirtschaftspolitik. Durch immer niedrigere Zinsen kann die Zurückhaltung der Investoren nicht aufgelöst werden. Der Mittelstand benötigt eine stetige und zukunftsorientierte Politik. Angesichts der immer noch schwelenden Griechenlandkrise und der globalen Unsicherheiten sollte die Wirtschaftspolitik nicht selbst zum Risikofaktor werden, wie beispielsweise im Bereich der Energie- und Sozialpolitik.

Meinung

**Investitionen mit Luft nach oben**

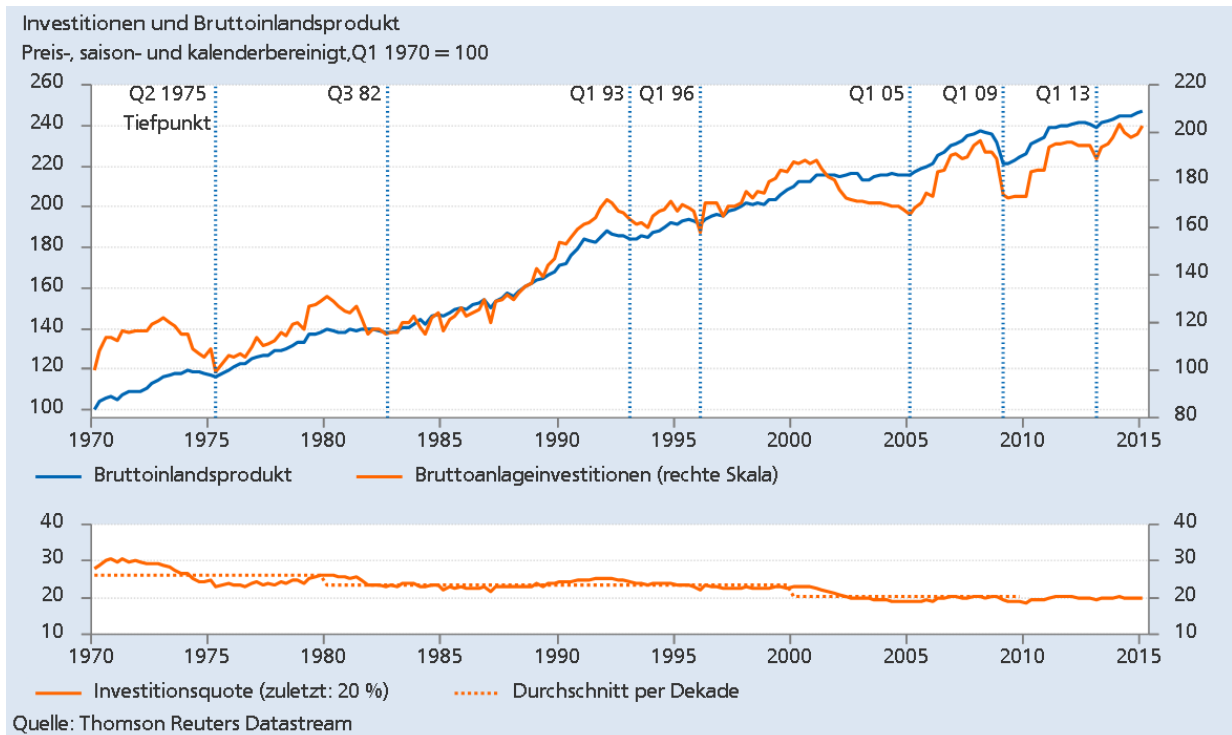
Die Investitionen haben sich in Deutschland in den vergangenen Jahren enttäuschend entwickelt. Aufgrund der soliden Verfassung der deutschen Wirtschaft und der günstigen Finanzierungsbedingungen war immer wieder mit einem kräftigen Anspringen der Investitionen gerechnet worden, die tatsächliche Investitionstätigkeit blieb dann aber deutlich hinter den Erwartungen zurück. Im Ergebnis beläuft sich die Investitionsquote in Deutschland aktuell auf 20 %. Damit bewegt sie sich auf einem ähnlichen Niveau wie in den vergangenen Jahren.

Im historischen Vergleich stellt dies jedoch eine schwache Investitionstätigkeit dar. Im Durchschnitt der 1980er und 1990er Jahre hatte der Anteil der Investitionen am Bruttoinlandsprodukt mit 23,5 %

noch deutlich höher gelegen, absolut beläuft sich der Unterschied auf rund 100 Mrd. Euro pro Jahr. Panel-Schätzungen der Investitionsquote im Vergleich der Industriestaaten, die das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) im vergangenen Jahr im Rahmen einer Studie des Gemeinschaftsausschusses durchgeführt hat, zu dessen Mitgliedern auch der BVR zählt, unterstreichen die Diagnose einer schwachen Investitionstätigkeit.

**Mehr Investitionen wünschenswert**

Ob die Investitionsquote der Vergangenheit als Maßstab für eine adäquate Investitionstätigkeit in der Gegenwart verwendet werden kann, ist in der Fachdiskussion umstritten. Wenig kontrovers ist allerdings, dass in der aktuellen Konjunkturlage eine stärkere Investitionstätigkeit sowohl des Staates als auch der Privatwirtschaft wünschenswert wäre.



## Meinung

Die lebhaftere Entwicklung der Investitionen im ersten Quartal dieses Jahres – die Anlageinvestitionen stiegen nach Meldung des statistischen Bundesamts zum Ende der dritten Maiwoche gegenüber dem Vorquartal recht stark um 1,5 % – ändert diesen Befund nicht. Im weiteren Verlauf des Jahres dürfte das Wachstum deutlich niedriger ausfallen. Für dieses und das kommende Jahr rechnen die Forschungsinstitute in ihrer im April veröffentlichten Frühjahrsprognose mit einem jahresdurchschnittlichen Zuwachs der Anlageinvestitionen um 2,0 und 2,8 %, dies entspricht einem etwa halb so starken Quartalswachstum wie für den Jahresbeginn gemeldet.

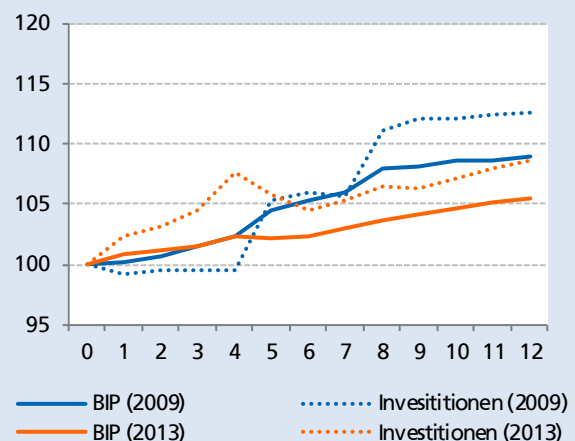
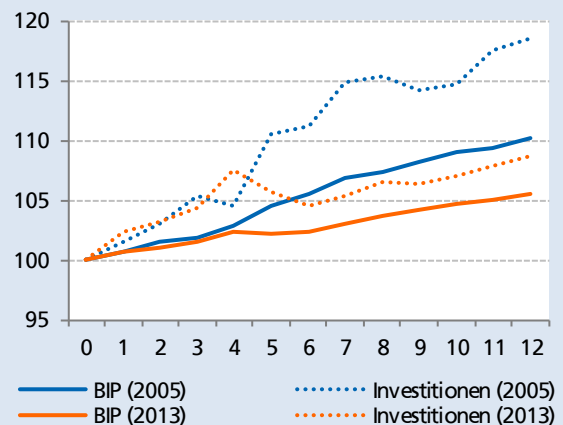
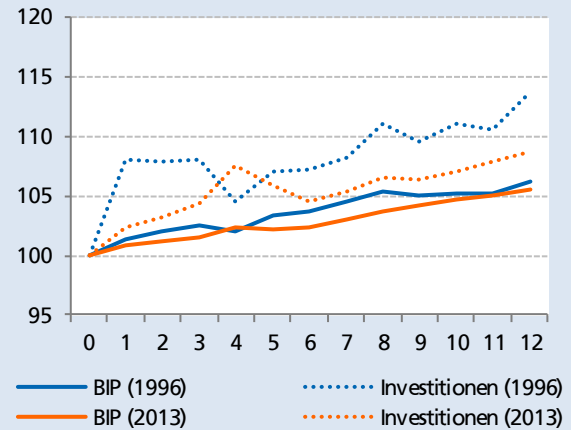
Mit Blick auf die gute Wirtschaftslage ist der Investitionsausblick somit alles andere als ein Feuerwerk. Die Investitionsquote dürfte unter diesen Annahmen praktisch unverändert bleiben. Investitionen bewegen sich mit der Konjunktur und neigen zu deutlich stärkeren Ausschlägen als das Bruttoinlandsprodukt. In wirtschaftlichen Aufschwungphasen sind Zuwachsraten der Investitionen weit oberhalb der Marke von 5 % nicht ungewöhnlich.

### Investitionen im Zyklusvergleich eher schwach

Dass die Investitionsdynamik aktuell nicht besonders stark verläuft, bestätigt ein Vergleich mit vergangenen Konjunkturzyklen. Die Tiefpunkte lassen sich auf die ersten Quartale der Jahre 1996, 2005, 2009 und für den aktuellen Zyklus auf das erste Quartal 2013 festlegen. Die Datierung beruht auf einfachen Regeln, denen zufolge Tiefpunkte u. a. durch einen Wechsel von negativen zu positivem

#### Investitionszyklen im Vergleich

Bruttoanlageinvestitionen und Bruttoinlandsprodukt (BIP), preis-, saison- und kalendebereinigt\*



\*Quartalsweise, ausgehend vom konjunkturellen Tiefpunkt (1. Quartal 1996, 1. Quartal 2005, 1. Quartal 2009 und 1. Quartal 2013). Die Jahre 2015 und 2016 entsprechen der Frühjahrsdiagnose der Forschungsinstitute  
Quelle: Destatis, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2015 und Berechnungen des BVR

---

## Meinung

---

Wachstum ausgezeichnet sind, und ein steter Wechsel von Hoch- und Tiefpunkten und einer Mindestlänge des Gesamtzyklus von mindestens fünf Quartalen gewährleistet wird. Für die Entwicklung von Wirtschaftsleistung und Investitionen wird die Frühjahrsprognose der Forschungsinstitute als Grundlage verwendet.

Der Vergleich zeigt, dass die Investitionsdynamik im aktuellen Konjunkturzyklus nicht besonders ausgeprägt ist. In den drei abgeschlossenen Zyklen lagen die Bruttoanlageinvestitionen am Ende des dritten Jahrs nach dem Tiefpunkt in 1996, 2005 und 2009 um 14 %, 19 % bzw. 13 % höher, im aktuellen Zyklus dürfte der Anstieg bei 9 % liegen.

Um Unterschiede beim konjunkturellen Impuls einzubeziehen, kann auch verglichen werden, um wie viele Prozentpunkte das Investitionswachstum den Zuwachs des BIPs übertraf. Auch diese Berechnung stützt das Ergebnis einer vergleichsweise schwachen Investitionsdynamik. Der aktuelle Zyklus und der aus dem Jahr 2009 sind mit einem Anstieg um 3,2 bzw. 3,7 Prozentpunkte auf Dreijahressicht vergleichbar, während nach den Tiefpunkten 1996 und 2009 ein mehr als doppelt so starker Anstieg um 7,5 bzw. 8,2 Prozentpunkte verzeichnet wurde.

### **Niedrigzins zündet den Investitionsmotor nicht**

Der eher verhaltene Investitionsausblick ist angesichts der niedrigen Zinsen paradox. Mit ihrer Niedrigzinspolitik hat die Europäische Zentralbank die Finanzierungskosten in Deutschland auf einen historischen Tiefstand heruntergeschleust. Typische

Mittelstandskredite (Volumen unter 1 Mio. Euro mit einer Zinsbindung von fünf Jahren) werden im Neugeschäft mit Zinssätzen von rund 2 % verzinst, in der gleichen Größenordnung liegen auch die Zinssätze für Hypothekarkredite mit 10-jähriger Zinsbindung. Gleichzeitig ist der Kreditzugang leicht wie noch nie. Die Ifo-Kredithürde notiert aktuell auf dem niedrigsten Stand seit Beginn ihrer Erhebung im Jahr 2003.

Doch sind die Finanzierungsbedingungen nicht der einzige und oft nicht der wichtigste Treiber der Investitionsentscheidung. Neben den Finanzierungskosten wird der Ertrag einer Investition insbesondere von den Ertragserwartungen bestimmt. Angesichts des in der Regel sehr langfristigen Charakters von Investitionen spielen die Zukunftsaussichten eine entscheidende Rolle. Auch wenn eine Investition gemessen am Gegenwartswert der Erträge und Kosten grundsätzlich lohnend erscheint, kann es optimal sein, sie in die Zukunft zu verschieben, wenn eine hohe Unsicherheit über die künftigen Ertragsströme vorherrscht. Dies ist ein zentrales Ergebnis der Theorie der Investitionen als Realloptionen (siehe beispielsweise Avinash Dixit und Robert Pindyck, *Investment under Uncertainty*, Princeton University Press, 1994).

### **Vorteile des Abwartens**

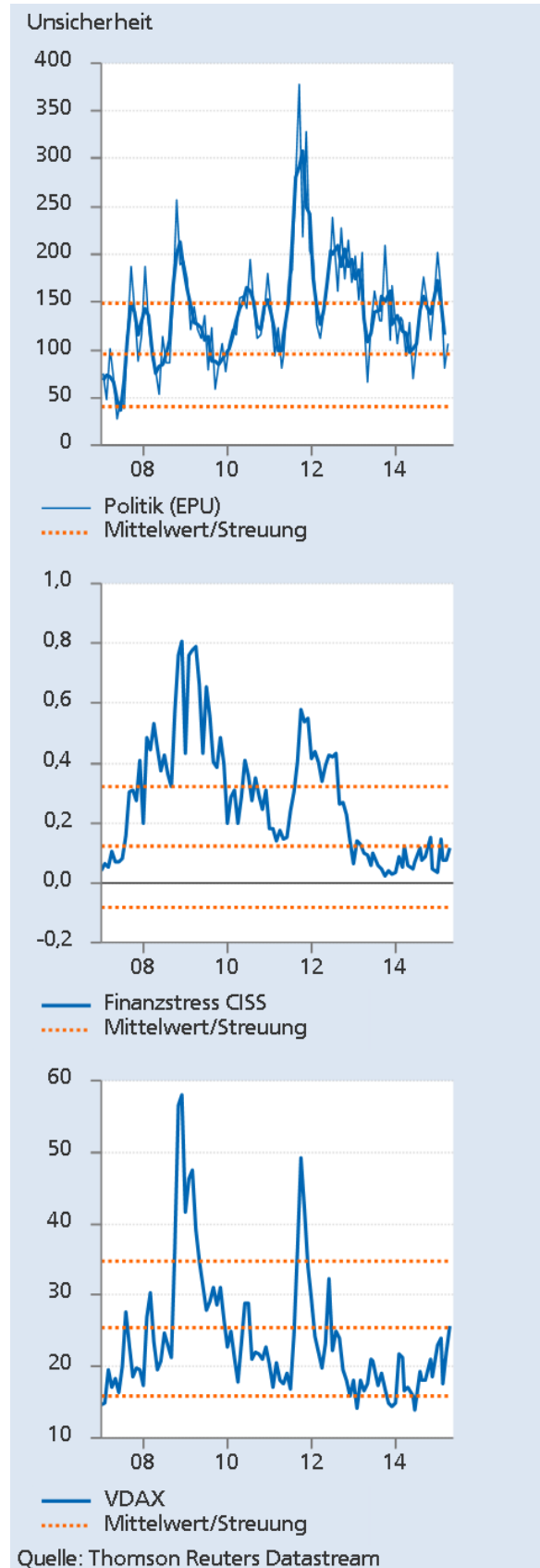
Das Abwarten neuer Informationen kann für Unternehmen sehr wertvoll sein, da mit der Entscheidung zu investieren in der Regel hohe und im Nachhinein nicht mehr einholbare Kosten verbunden sind. Mit der Investition geht die zeitliche Flexi-

## Meinung

Stabilität verloren. Günstige Finanzierungsbedingungen als investitionsfördernder Faktor können daher durch den dämpfenden Faktor einer hohen Unsicherheit aufgewogen werden. Beide Faktoren sind voneinander abhängig, denn die derzeit niedrigen Zinsen sind eine geldpolitische Reaktion auf eine Situation, die hohe Unsicherheit mit sich gebracht hat. Insofern löst sich der scheinbare Widerspruch des Paradoxons auf.

Unsicherheit kann mit Hilfe verschiedener Variablen gemessen werden. So ist beispielsweise der VDAX ein Maß für die Unsicherheit am Aktienmarkt. Besser für die Investitionstätigkeit geeignet ist der Index wirtschaftspolitischer Unsicherheit (Economic Policy Uncertainty, EPU-Index), der von den US-Forschern Baker, Bloom und Davis für verschiedene Länder berechnet wird ([www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com)). Der EPU-Index basiert auf einer Auswertung von Zeitungen (in Deutschland die FAZ und das Handelsblatt), die systematisch auf die Häufigkeit von Meldungen zur Unsicherheit im Zusammenhang mit der Wirtschaftspolitik untersucht werden.

Zahlreiche Studien weisen einen negativen Zusammenhang zwischen wirtschaftspolitischer Unsicherheit und der Investitionstätigkeit nach, eine solche Untersuchung findet sich im BVR Volkswirtschaft special 7/2013. Besonders deutlich ist der investitionsdämpfende Effekt in Phasen einer besonders hohen Unsicherheit.



---

## Meinung

---

### **Unsicherheit klingt seit Jahresbeginn deutlich ab**

Anders als die finanzmarktbezogene Unsicherheit ist die wirtschaftspolitische Unsicherheit nach dem Höhepunkt der Euro-Schuldenkrise im Sommer 2011 – im Zuge der damaligen Debatte um die Umschuldung Griechenlands – nicht nachhaltig zurückgegangen. Im Frühjahr 2013 und 2014 hatte sich die Unsicherheit stark verringert, nahm dann aber unter dem Einfluss der Abschwächung der Konjunktur im Euroraum, der zunehmenden Risiken infolge der Ukraine Krise und der beginnenden Deflationsdebatte nach kurzer Zeit wieder deutlich zu.

Dies gilt sowohl für Europa insgesamt als auch für Deutschland, während beispielsweise in den USA der Unsicherheitsindikator im Zuge der Euro-Schuldenkrise deutlich weniger stark angestiegen ist. Aktuell deutet sich erneut ein Abklingen der Unsicherheit in Richtung des langjährigen Durchschnitts an. Ursache für die Beruhigung dürfte das günstigere konjunkturelle Umfeld auch infolge der immer noch niedrigen Rohstoffpreise und des schwächeren Euro sowie das massive Anleiheaufkaufprogramm der EZB sein.

### **Griechenland-Krise als Risikofaktor**

Wie nachhaltig der Rückgang der wirtschaftspolitischen Unsicherheit in Deutschland und Europa insgesamt sein wird, lässt sich aktuell nur schwer beurteilen. Viel hängt von der weiteren Entwicklung der Griechenland-Krise ab. Kaum mehr erreichbar erscheint angesichts der mangelnden Handlungs-

bereitschaft der griechischen Regierung die ideale Lösung einer glaubwürdigen Fortführung der Reformen zur Modernisierung des Staatswesens und zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit der griechischen Volkswirtschaft. Nur schwer vorstellbar erscheint über längere Zeit auch ein weiteres „Durchwursteln“ mit kurzfristigen Zugeständnissen, zu hoch sind die anstehenden Zahlungsverpflichtungen Griechenlands.

Nun gilt es zwei Gefahren zu vermeiden. Es darf einerseits nicht zu einem „Money for Nothing“ kommen, d.h. der Gewährung weiterer Hilfen für die griechischen Staatsfinanzen ohne strenge Bedingungen. Dies wäre nicht nur ein Schlag ins Gesicht der Anpassungsländer, die ihre Reformversprechen eingehalten haben (Portugal, Spanien, Irland), sondern auch ein verheerender Präzedenzfall mit Blick auf künftige Problemlagen in der Währungsunion, der noch über viele Jahre nachwirken würde.

Sollte eine Insolvenz Griechenlands unvermeidbar sein, sollte die europäische Politik andererseits verantwortlich handeln. Der Schaden für die Gläubiger sollte möglichst minimiert werden, gleichzeitig sollte alles versucht werden, um ein Abrutschen der griechischen Wirtschaft ins Bodenlose zu vermeiden. Dies wäre insbesondere zu befürchten, wenn das griechische Bankensystem seine Grundfunktionen für die Volkswirtschaft nicht mehr wahrnehmen könnte. Ohne weitere, aber begrenzte finanzielle Solidarität seitens der europäischen Partnerländer wird dies voraussichtlich nicht zu erreichen sein.

---

## Meinung

---

An den Finanzmärkten hat die anhaltende Krise um Griechenland bislang zu keinen großen Verwerfungen geführt. Ein zusammenfassendes Bild liefert der Finanzstressindikator CISS der Europäischen Zentralbank, der die Situation am Aktien-, Devisen-, Geld- und Anleihenmarkt sowie dem Bankensektor zusammenfasst. Der Indikator bewegt sich aktuell auf einem ähnlich entspannten Niveau wie in den Jahren vor dem Beginn der Finanzkrise in 2007.

### **Stärkere Impulse der Wirtschaftspolitik nötig**

Für die Wirtschaftspolitik gilt der Grundsatz: was gut für ein nachhaltiges Wachstum ist auch gut für die Investitionstätigkeit. Um die privaten Investitionen zu beleben, sollte die Wirtschaftspolitik sich noch stärker als bisher auf die Verringerung von Unsicherheiten hin ausrichten. Angesichts der immer noch schwelenden Griechenlandkrise und der globalen Unsicherheiten kann es sich die Wirtschaftspolitik nicht leisten, selber zum Risikofaktor zu werden, wie insbesondere im Bereich der Energie- und Sozialpolitik.

Neben der Stetigkeit der Wirtschaftspolitik sollte eine Erhöhung des Trendwachstums aktiver angegangen werden. Denn zwar sind die konjunkturellen Aussichten, bei allen bestehenden Risiken, insgesamt freundlich. Das Wachstum dürfte in diesem und dem nächsten Jahr deutlich oberhalb des langjährigen Trends liegen. Das Problem ist, dass das Trendwachstum von etwa 1,3 % nur sehr bescheiden ausfällt.

Um eine nachhaltig höhere Wachstumsdynamik zu erreichen, müssten die Angebotsfaktoren stärker ausgeweitet werden, als dies aktuell der Fall ist. Die Spielräume zur Mobilisierung eines höheren Arbeitsvolumens müssten stärker genutzt werden, beispielsweise durch einen weiteren Anstieg der Erwerbsbeteiligung, eine anhaltende qualifizierte Einwanderung und Anreize zur Ausweitung der Arbeitsstunden Teilzeitbeschäftigter (siehe BVR Volkswirtschaft special 13/2014).

Auch ist der Produktivitätsanstieg in Deutschland ausbaufähig. Die Chancen der Digitalisierung werden insbesondere im Dienstleistungssektor noch nicht ausreichend genutzt. Die Produktivitätsschere zum Benchmark USA öffnet sich seit Mitte der 1990er Jahre (siehe BVR Volkswirtschaft special 2/2015).

### **Mehr Mittel für Infrastruktur mobilisieren**

Schließlich ist eine nachhaltig höhere private und öffentliche Investitionstätigkeit notwendig, um den Kapitalstock zu modernisieren und auszubauen. Positiv sind die Anstrengungen der Bundesregierung zu bewerten, zusätzliche Haushaltsspielräume aufgrund der sprudelnden Steuereinnahmen für mehr Investitionen in die Infrastruktur zu verwenden. Allerdings sind die bisher vorgesehene Mittel noch nicht ausreichend.

Seit dem Millennium haben die staatlichen Nettoinvestitionen nur in einem Jahr gereicht, um den Verzehr des Kapitalstocks auszugleichen. Um hier eine Trendwende einzuleiten, müssen die Anstren-

---

## Meinung

---

gungen stärker ausfallen und über einen ausgedehnten Zeitraum aufrechterhalten werden. Die Spielräume hierzu dürften durchaus vorhanden sein, wenn die Bundesregierung nicht alleine auf zusätzliche Steuereinnahmen zurückgreift sondern auch Mittel durch Umschichtungen im Haushalt erschließt.

Gerade die in den vergangenen Jahren und Jahrzehnten zu beobachtende Vernachlässigung von Erhaltungsinvestitionen spricht für organisatorische Ineffizienzen. Daher sollte eine neue institutionelle Organisation der Verkehrsinfrastruktur geprüft werden. Die vom Bundeswirtschaftsminister berufene Expertenkommission, die im April ihren Bericht zur Stärkung von Investitionen in Deutschland vorgelegt hat, empfiehlt die Gründung einer Infrastrukturgesellschaft für die Bundesfernstraßen. Aufgabe der Infrastrukturgesellschaft wäre die Instandhaltung und der Betrieb des Bundesfernstraßennetzes aus einer Hand. Die Finanzierung sollte vollständig oder überwiegend über Nutzerentgelte erfolgen.

### Autor:

Dr. Andreas Bley

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



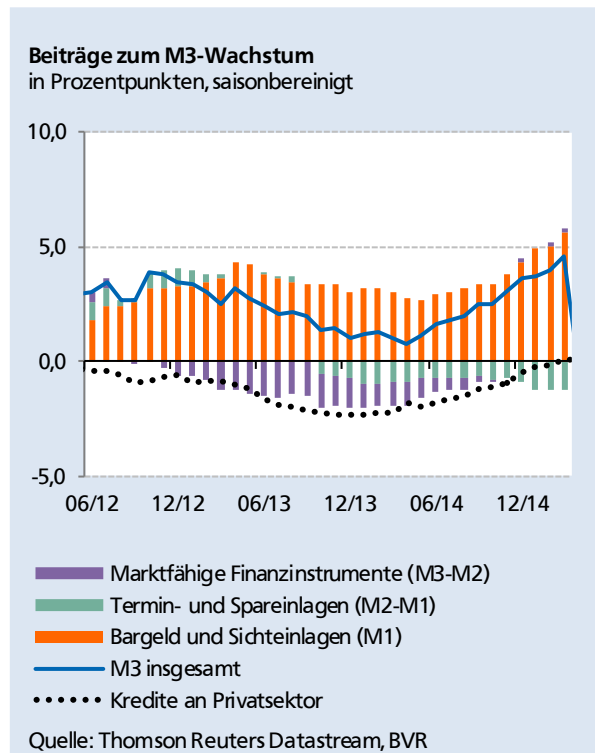
## Geldmenge

### Positives Kreditwachstum im Euroraum

Die Kreditvergabe hat auf ihrem Weg der Besse- rung eine symbolträchtige Hürde genommen. Erst- mals seit drei Jahren liegt der Bestand der Kredite an den Privaten Sektor wieder über seinem Vorjah- resniveau. Nach den Zahlen der Europäischen Zent- ralbank (EZB) verzeichneten die Kredite an Unter- nehmen und private Haushalte im März einen An- stieg um 0,1 % im Vergleich zum Vorjahresmonat. Im Jahr 2012 hatte die Jahreswachstumsrate der Kreditbestände noch bei -2,3 % ihren Tiefpunkt er- reicht. In den vergangenen 12 Monaten distanzier- ten sich die Jahreswachstumsraten dann sukzessive von ihrem Tief. Im Januar und Februar dieses Jah- res hatte die Jahreswachstumsrate bei -0,2 bzw. -0,1 % gelegen. Besonders kräftig entwickelte sich im März die Kreditvergabe an die privaten Haus- halte. Im Monatsvergleich stieg diese um 11Mrd. Euro. Die Kreditvergabe an Unternehmen kontra- hierte hingegen um 3 Mrd. Euro, nachdem sie im Februar noch um 10 Mrd. gestiegen war.

### Geldmengenwachstum legt im März zu

Die Geldmenge M3 im Euroraum hat ihr Expansi- onstempo noch einmal erhöht. Nach den aktuellen Zahlen der EZB lag das Wachstum des breit abge- grenzten Geldmengenaggregats M3 im März sai- sonbereinigt bei 4,5 %. Das waren 0,5 Prozent- punkte mehr als noch im Februar. Getragen wird das Wachstum weiterhin von der besonders liqui- den Geldmenge M1. Im Februar lag deren Wachs- tumsbeitrag bei 5,6 Prozentpunkten nach 5,0 Pro- zentpunkten im Februar. Der Wachstumsbeitrag



der Termin- und Spareinlagen fiel mit -1,2 Prozent- punkten genauso hoch aus wie im Februar. Der Wachstumsbeitrag der marktfähigen Finanzinstru- mente blieb ebenfalls unverändert bei 0,2 Prozent- punkten zu.

## Geldpolitik und Geldmarkt

### BVR Zins-Tacho mit leichtem Aufwärtstrend

Der BVR Zins-Tacho signalisiert mit insgesamt 53 Punkten ein moderates Inflationsrisiko für den Euroraum. Der Tacho bestätigte damit seinen Vormonatswert. In den Monaten zuvor hatte das Barometer zur Messung des mittelfristigen Inflationsrisikos allerdings einen deutlichen Anstieg verzeichnet. Noch im Dezember 2014, dem Höhepunkt der Deflationssorgen im Euroraum, hatte der Zins-Tacho bei 44 Zählern gelegen. Hiernach stieg das Barometer kontinuierlich um insgesamt 9 Punkte an.

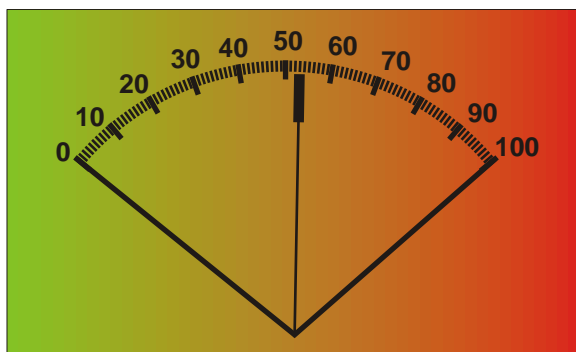
Der Anstieg des Tachos erfolgte bislang auf breiter Basis: Alle drei Subindikatoren legten in den vergangenen fünf Monaten deutlich zu. Der Preisindikator, der sich aus der Entwicklung der Lohnstückkosten, Rohstoffpreise und des Außenwertes des Euro zusammensetzt, kletterte um mehr als 10 Punkte auf 52 Zähler. Dazu beigetragen hat in

erster Linie der schwächere Euro. Der Konjunkturindex legte im Zuge des besseren konjunkturellen Umfeldes um rund 8,5 Punkte zu. Der Anstieg des Liquiditätsindex fiel mit rund 6 Punkten etwas schwächer aus. Die höhere Wachstumsdynamik der Geldmenge M3 sowie der Kredite trugen entscheidend zum Anstieg des Subindikators Liquidität bei.

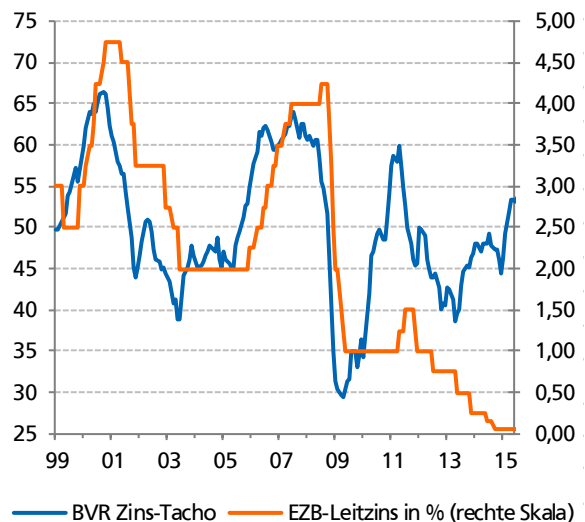
### Leichter Rückgang der Geldmarktzinsen

Die Zinsen für Termingeschäfte auf dem europäischen Geldmarkt sind im Mai leicht zurückgegangen. Der 3-Monats-Euribor fiel im Mai um 1 Basispunkt und notierte am Dienstag, dem 27. Mai, mit -0,01 % knapp unterhalb der Nullzinsmarke. Der Zinssatz für Zwölfmonatsgelder fiel im gleichen Zeitraum ebenfalls um 1 Basispunkt. Zum Ende des Monats notierte der 12-Monats-Euribor bei 0,16 %. Der Tagesgeldsatz EONIA lag im Mai durchschnittlich bei -0,1 % und damit rund 3 Basispunkte niedriger als im April.

**BVR Zins-Tacho**



	Mrz 15	Apr 15	Mai 15
BVR Zins-Tacho	52	53	53
Konjunktur (50 %)	56	57	56
Preise/Kosten (40 %)	49	51	52
Liquidität (10 %)	43	45	45

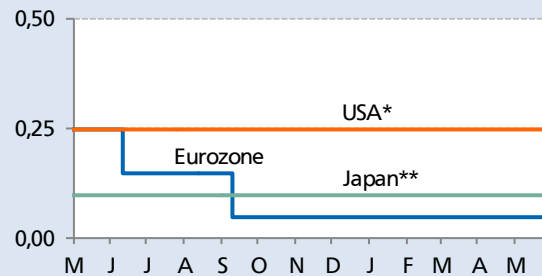


Der BVR Zins-Tacho ist ein Indikator für die Inflationsrisiken im Euroraum. Ein Anstieg des BVR Zins-Tachos zeigt steigende, eine Abnahme sinkende Inflationsrisiken an. Eine detaillierte Beschreibung des BVR Zinstachos befindet sich im BVR Volkswirtschaft special Nr. 13/2007

## Geldpolitik und Geldmarkt

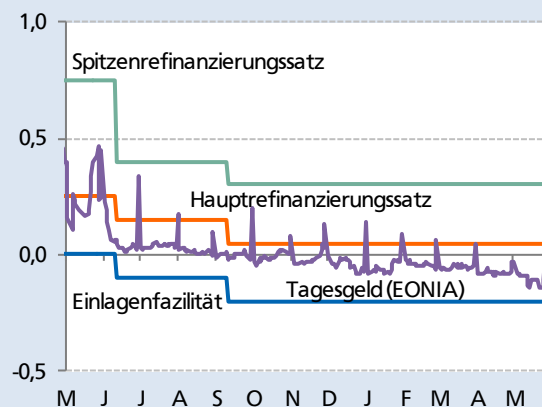
Die Zinsen auf dem europäischen Geldmarkt sind in den vergangenen sechs Monaten noch einmal sichtbar zurückgegangen. Grund hierfür ist die ausgesprochen expansive Geldpolitik der EZB. Im Zuge des umfangreichen Wertpapieraufkaufprogramms der europäischen Notenbank fielen die Terminzinsen seit Jahresbeginn spürbar. Im Vergleich zum Vorjahresresultimo verzeichnete der 3-Monats-Euribor einen Rückgang in Höhe von 9 Basispunkten. Seit Ende April notiert der Zins für Dreimonatsgelder unterhalb der Nullzinsmarke. Der Tagesgeldsatz sank in den ersten fünf Monaten dieses Jahres ebenfalls deutlich. Noch im Januar lag der Tagesgeldsatz im Schnitt bei -0,04 %. Im Oktober 2014, d.h. vor der Ankündigung der quantitativen Lockerung der EZB, hatte der Tagesgeldsatz noch bei rund 0 % gelegen und damit im Monatsdurchschnitt rund 10 Basispunkte niedriger.

**Notenbankzinsen international**  
in %

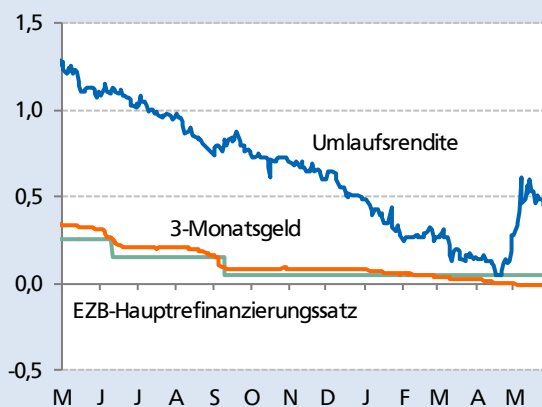


\*Die Federal Reserve hat seit 16.12.2008 einen Zielbereich von 0-0,25 % für die Federal Funds Target Rate festgesetzt. \*\*Die Bank of Japan hat seit 19.12.2008 ein Tagesgeld-Zielbereich von rund 0,1 % festgesetzt.

**Wichtige Zinsen im Euroraum**  
Zinssätze in %



**Geld- und Kapitalmarkt**  
Zinssätze in %



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Rentenmarkt

### Renditen legen zu

Die Renditen von Staatsanleihen haben im Mai eine Kehrtwende vollzogen. Auf breiter Front kam es zu einem spürbaren Rückgang der Nachfrage nach Staatspapieren aus der Eurozone aber auch aus Übersee. Sowohl Anleihen der Kern- als auch Peripherieländer des Währungsraums verzeichneten einen deutlichen Renditeanstieg. Der Ausverkauf an europäischen Staatspapieren ist in erster Linie als eine Anpassung der Erwartungen auf Anlegerseite zu werten. So lassen sich die Renditen von nahe und unter 0 %, wie z. B. bei Bundeswertpapieren, nicht mehr mit den aktuellen makroökonomischen Bedingungen rechtfertigen. In den vergangenen Wochen stiegen mit den höheren Wachstumserwartungen auch die Inflationserwartungen für Deutschland und den gesamten Währungsraum. Insbesondere Spanien und Irland erleben dabei auf Seiten der ehemaligen Krisenstaaten eine vergleichsweise robuste Konjunkturbelebung. Zudem hob die Erholung des Ölpreises die Inflationserwartungen sowohl dies- wie auch jenseits des Atlantiks leicht an. Ab Monatsmitte schwächte sich der Renditeanstieg etwas ab. Ausschlaggebend waren in erster Linie mäßige Konjunkturdaten aus Europa und den USA. Die Umlaufrendite börsennotierter Bundesanleihen fiel im Mai um 14 Basispunkte auf 0,42 %. Damit distanzierte sich die Umlaufrendite wieder sichtbar von der Nullzinsmarke. Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen lag am 27. März mit 0,55 % rund 18 Basispunkte über seinem Vormonatswert. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen stieg um 9 Basispunkt auf 2,13 %.

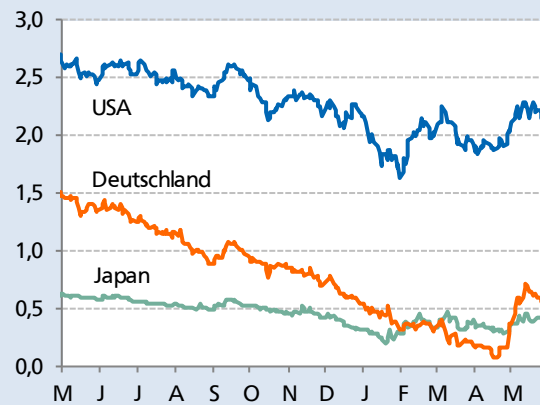
#### Zinsstruktur am Rentenmarkt

Spread Bundesanleihen mit Restlaufzeiten 10/1 Jahr, in %



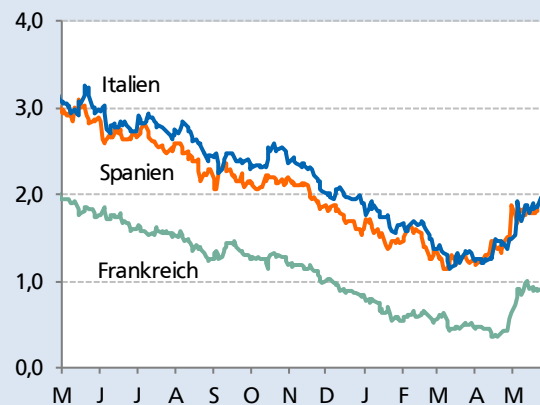
#### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



#### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



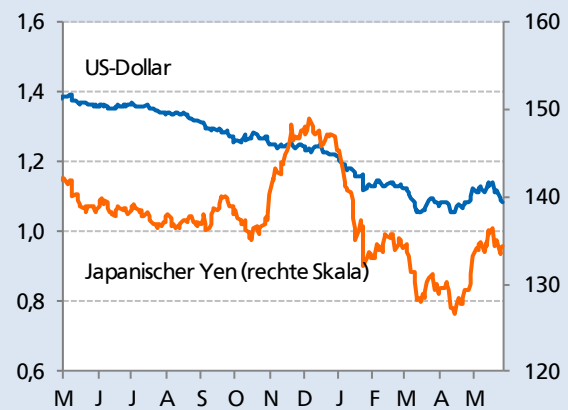
Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Devisenmarkt

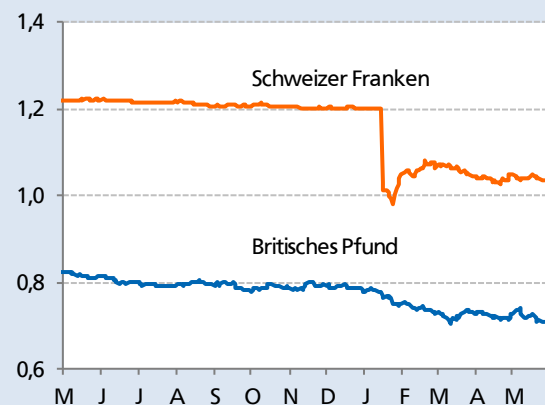
### Auf und Ab des Euro im Mai

Der Euro folgte im Mai einem Wechselbad der Gefühle. In der ersten Monathälfte zeigte sich der Euro noch kraftvoll. Die Gemeinschaftswährung setzte ihren Anstieg aus dem April fort. Gegenüber dem US-Dollar verzeichnete die europäische Gemeinschaftswährung einen deutlichen Sprung nach oben. Nachdem der Euro-Dollar Kurs im April auf bis zu 1,05 US-Dollar gefallen war, kletterte der Wechselkurs des Euro zum Greenback bis zum 11. Mai in der Spitze auf 1,14 US-Dollar. Der Euro profitierte dabei von optimistischeren Konjunkturaussichten für den Euroraum und nachlassenden Zinserwartungen für die USA. In der zweiten Monathälfte änderte sich das Bild. Ein Grund für den schwächeren Euro war die Ankündigung der EZB, dass sie ihre Anleiheaufkäufe angesichts der saisonbedingt schwachen Umsätze an den Rentenmärkten in den Sommermonaten Juli und August teilweise vorziehen wird. Überdies belastete das Ringen um die Zahlungsfähigkeit Griechenlands den Euro. Seit Wochen bemühen sich die EU-Kommission, die Europäische Zentralbank sowie der IWF um eine Einigung mit Griechenland. Eine besondere Rolle spielen hierbei vor allem Reformen der Mehrwertsteuer, der Renten und des Arbeitsmarktes. Für Unruhe sorgten auch die Regionalwahlen in Spanien, bei denen insbesondere links-populistische Parteien Stimmungsgewinne verzeichneten. Nach einem Auf und Ab pendelte sich der Euro zum Ende des Monats bei einem Kurs von 1,09 US-Dollar ein. Im Vergleich zum Vormonatsultimo verlor der Euro damit gegenüber dem US-Dollar knapp 3 US-Cent.

**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 Deutsche Aktienindex hat sich im Mai wieder zurück in die Gewinnzone gekämpft. Nachdem er im April zum Teil deutliche Verluste hatte hinnehmen müsse, erholte sich der deutsche Leitindex im Laufe des Monats. Angetrieben wurde die Nachfrage nach Aktien unter anderem von der Aussicht auf vorgezogene und damit höhere Wertpapieraufkäufe der EZB in den kommenden zwei Monaten. Darüber hinaus stützten dies- wie jenseits des Atlantiks Spekulationen auf eine spätere bzw. schwächere Zinswende in den USA. Die Aussicht auf eine anhaltende Niedrigzinsphase belebte das Börsengeschehen in Frankfurt trotz mäßiger Konjunkturdaten. Darüber hinaus belebte der schwächere Euro die Nachfrage nach deutschen Aktien. Anleger hoffen, dass eine schwächere Währung die Gewinne von Unternehmen erhöht, da deren Waren auf dem Weltmarkt durch einen niedrigeren Wechselkurs billiger werden. Zur Monatsmitte hatten noch die höheren Renditen an den Anleihemärkten die Attraktivität von Aktien geschmälert und zu Umschichtungen geführt. Vor allem Aktien hatten in den vergangenen Monaten von einem regelrechten Anlagenotstand im Zuge der niedrigen Renditen an den Anleihemärkten profitiert. Darüber hinaus belastete die hohe Unsicherheit über die Zukunft Griechenlands das Geschäft mit Aktien, wobei zum Ende des Monats die Hoffnung auf eine Einigung für steigende Kurse sorgte. Der Deutsche Aktienindex lag am 27. Mai bei 11.771 Punkten. Das waren 2,8 % mehr als zum Vormonatsultimo. Der Dow Jones kletterte im Vergleich zum Vormonatsultimo um 1,8 % 18.163 Punkte.

**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

### Höheres Wirtschaftswachstum

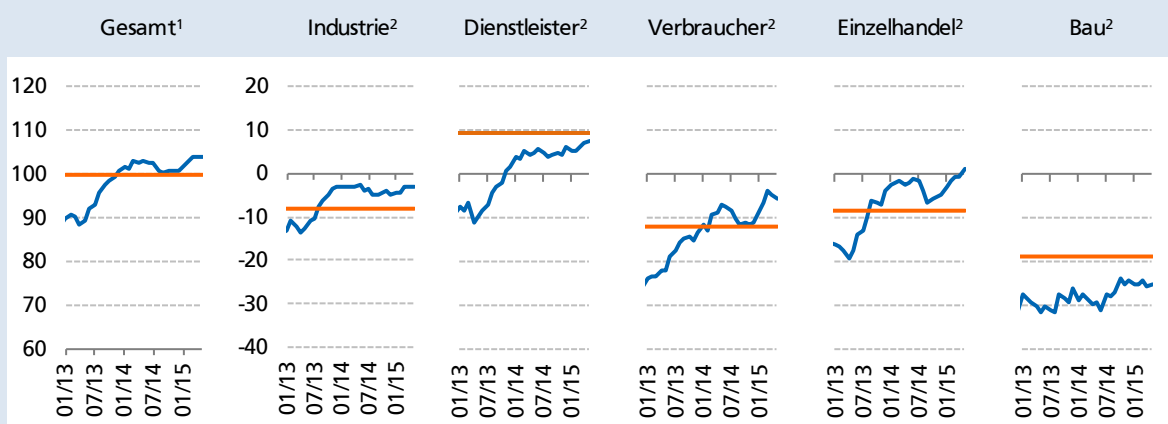
Im Euroraum dürfte die gesamtwirtschaftliche Entwicklung zu Jahresbeginn wie allgemein erwartet etwas an Schwung gewonnen haben. Nach ersten vorläufigen Schätzungen von Eurostat expandierte das preis- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Währungsraums im ersten Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0,4 %. Im vierten Quartal 2014 war das BIP noch mit einer Verlaufsrate von 0,3 % gestiegen. Unter den großen Volkswirtschaften des Euroraums fiel der BIP-Zuwachs insbesondere in Spanien (+0,9 %) und Frankreich (+0,6 %) sehr kräftig aus. Aber auch in Italien war nach Quartalen rückläufiger bzw. stagnierender Wirtschaftsaktivität zum Jahresauftakt ein Wachstum zu verzeichnen, das mit einer Verlaufsrate von 0,3 % genauso stark ausfiel wie in Deutschland. In Griechenland (-0,2 %) ist das BIP in den ersten drei Monaten des Jahres allerdings nochmals zurückgegangen.

Im laufenden zweiten Quartal ist mit einer Fortsetzung des merklichen Wirtschaftswachstums im Euroraum zu rechnen. Dafür sprechen unter anderem nach wie vor niedrige Ölpreis, der die Unternehmen und Verbraucher von der Kostenseite her entlastet, und das niedrige Niveau des Euro-Wechselkurses, das dem Exportgeschäft Impulse gibt.

### Stabile Wirtschaftsstimmung

Das wirtschaftliche Klima ist im Euroraum zuletzt stabil geblieben. Nach Angaben der EU-Kommission verharrete der Wirtschaftsklimaindex im Mai auf seinem Vormonatsniveau von 103,8 Punkten. Das nach wie vor hohe Niveau des Stimmungsindikators signalisiert, dass die konjunkturellen Auftriebskräfte im Euroraum an Einfluss gewinnen. Im Mai standen einer Klimaverbesserung im Dienstleistungssektor, im Einzelhandel und im Baugewerbe einer Eintrübung im Verbrauchervertrauen gegenüber.

#### 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

### Industrieproduktion etwas gesunken

Im März hat sich die leichte Aufwärtsbewegung der Industrieproduktion des Euroraums zunächst nicht fortgesetzt. Der industrielle Ausstoß gab nach vorläufigen Angaben gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um 0,3 % nach. Zuvor, im Februar, war die Industrieproduktion allerdings sehr kräftig gestiegen (+1,0 %). Für die nächsten Monate lässt der Order-Indikator der EU-Kommission wieder einen Anstieg der Industrieproduktion erwarten. Der Order-Indikator ist zuletzt von -11,1 Punkten im März auf -10,5 Punkte im April gestiegen.

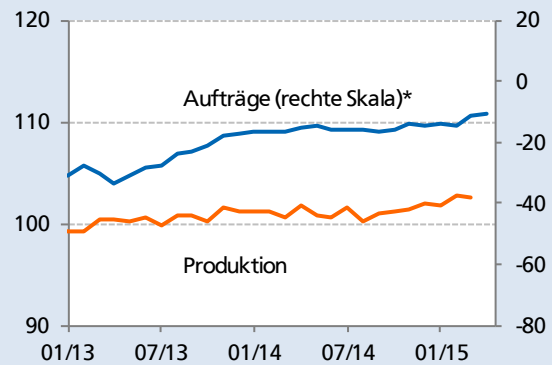
### Leichter Anstieg der Inflationsrate

Gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) hat sich die die Inflationsrate des Euroraums jüngst geringfügig von -0,1 % im März auf 0,0 % im April erhöht. Für den Anstieg waren in erster Linie die Nahrungsmittelpreise verantwortlich, die im April etwas stärker angehoben wurden (+1,0 %) als im Vormonat (+0,6 %). Angaben zu den Erzeugerpreisen gewerblicher Produkte liegen derzeit für April noch nicht vor. Im März waren sie um 2,3 % gesunken.

### Stagnierende Arbeitslosenquote

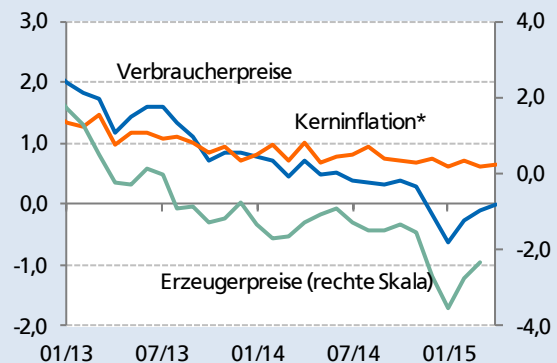
Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote des Euroraums blieb im März gegenüber dem Vormonat unverändert bei 11,3 %. Innerhalb des Währungsraums wiesen erneut Griechenland (25,7 %) und Spanien (23,0 %) die höchsten Quoten auf.

**Aufträge und Produktion**  
Euroraum, saisonbereinigt



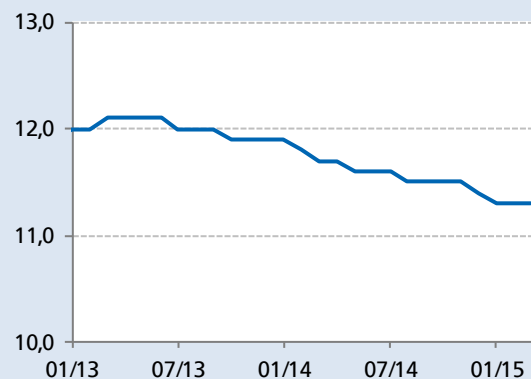
\*Order-Indikator der EU-Kommission

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



\*ohne Energie und unbearbeitete Lebensmittel

**Arbeitslosenquote**  
Euroraum, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream



## Deutsche Konjunktur

### Moderates Wachstum zu Jahresbeginn

Die deutsche Wirtschaft befindet sich angesichts der günstigen Arbeitsmarktentwicklung, der vielfach kräftigen Verdienststeigerungen sowie der stimulierenden Effekte des Ölpreises und des Euro-Wechselkurses weiterhin im Aufschwung. Das Wirtschaftswachstum hat sich zuletzt allerdings abgeschwächt. Nach aktuellen Angaben des Statistischen Bundesamtes ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschlands im ersten Quartal, wie vom BVR prognostiziert, gegenüber dem Vorquartal preis-, saison- und kalenderbereinigt um 0,3 % gestiegen. Der Zuwachs fiel damit in etwa so stark aus wie im Durchschnitt der Jahre seit der Wiedervereinigung. Er blieb aber deutlich hinter dem dynamischen Jahresendquartal 2014 zurück (+0,7 %).

Das Wirtschaftswachstum wurde im ersten Quartal vor allem von der Binnennachfrage getragen.

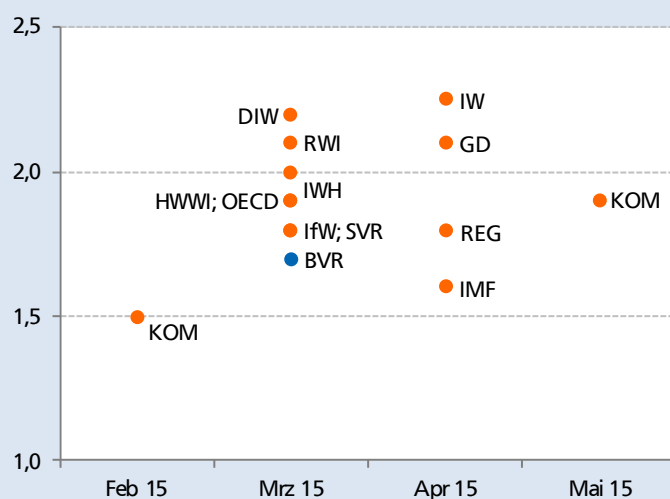
Sowohl die privaten und staatlichen Konsumausgaben (+0,6 % bzw. +0,7 %) als auch die Ausrüstungs- und Bauinvestitionen (+1,5 % bzw. +1,7 %) wurden merklich ausgeweitet. Der Außenhandel hat den BIP-Anstieg hingegen rechnerisch gedämpft, da die Importe (+1,5 %) stärker expandierten als die Exporte (+0,8 %).

Für das laufende zweite Quartal legen Schätzungen des BVR eine leichte Beschleunigung des gesamtwirtschaftlichen Wachstums nahe. Demnach ist im Frühjahrsquartal mit einer BIP-Zuwachs von 0,4 % zu rechnen.

### Gemischte Industrie- und Außenhandelsdaten

Im März hat sich die verhalten aufwärtsgerichtete Entwicklung in den amtlichen Daten zur deutschen Industriekonjunktur fortgesetzt. Wie das Statistische Bundesamt anhand vorläufiger Angaben mitteilte, ist die **Industrieproduktion** gegen-

**Konjunktur 2015 - Prognosen für Deutschland**  
preisbereinigt, Jahreswachstumsrate des BIP in %



Quelle: BVR

- 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

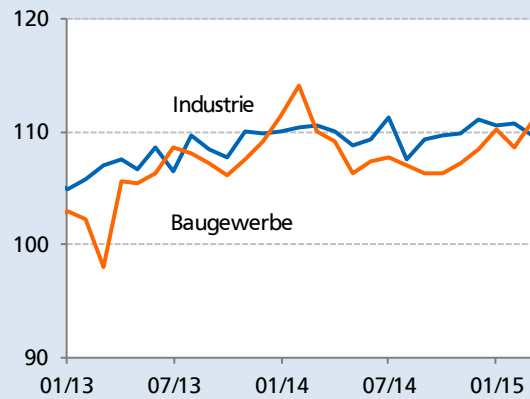
## Deutsche Konjunktur

über dem Vormonat preis-, saison- und kalenderbereinigt um 0,8 % zurückgegangen. Im gesamten ersten Quartal hat sich die Erzeugung aber geringfügig um 0,1 % erhöht. Auch im Baugewerbe wurde die Produktion im Jahresauftaktquartal ausgeweitet (+2,4 %), wozu die nach wie vor günstigen Rahmenbedingungen und die milden Temperaturen beitrugen. Der industrielle **Auftragseingang** ist nach ersten amtlichen Schätzungen im März moderat mit einer Verlaufsrate von 0,9 % gestiegen. Maßgeblich hierfür war ein deutlicher Zuwachs bei den Inlandsorders (+4,3 %), der die rückläufige Nachfrage aus dem Ausland (-1,6 %) überkompensierte. Über die ersten drei Monate des Jahres betrachtet sind die Bestellungen jedoch um 1,6 % gesunken. Im Gegensatz zu den eher verhaltenen Industriedaten fielen die Daten zum **Außenhandel** im März überraschend positiv aus. Die Ausfuhren der deutschen Wirtschaft nahmen gegenüber dem Vormonat kalender- und saisonbereinigt um 1,2 % zu, nachdem sie bereits im Februar um deutliche 1,4 % gestiegen waren. Die Einfuhren sind sogar um 2,4 % expandiert, was auf eine anhaltend hohe Binnennachfrage schließen lässt.

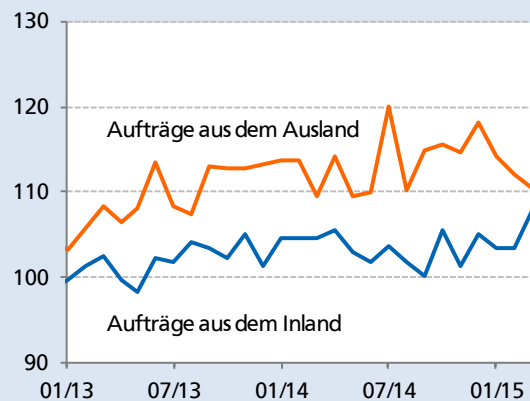
### Stimmungsindikatoren geben etwas nach

Im Mai sind wichtige Indikatoren zur wirtschaftlichen Stimmung in Deutschland zurückgegangen. So ist der **ifo Geschäftsklimaindex** gegenüber dem Vormonat geringfügig um 0,1 Punkte auf 108,5 Punkte gesunken, nachdem er zuvor sechs Monate in Folge gestiegen war. Maßgeblich für den Rückgang des wohl bekanntesten konjunkturellen

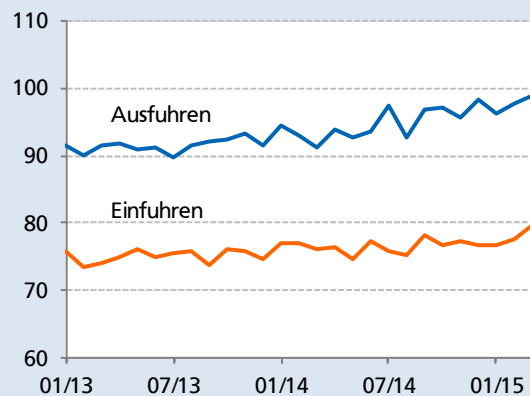
**Produktion**  
2010=100, preis- und saisonbereinigt



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



**Außenhandel**  
in Mrd. Euro, saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

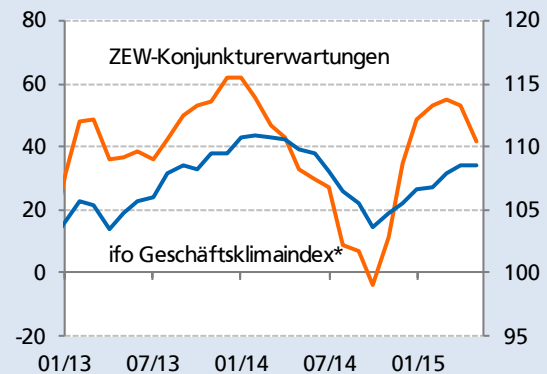
## Deutsche Konjunktur

Frühindikatoren Deutschlands waren die Geschäftserwartungen. Die Aussichten wurden von den vom ifo Institut befragten Unternehmen insgesamt etwas weniger positiv bewertet als zuvor. In Hinblick auf die aktuelle Geschäftslage fielen die Bewertungen allerdings nochmals besser aus. Die vom Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) anhand einer Umfrage unter Finanzmarktexperten ermittelten **ZEW-Konjunkturerwartungen** sind im Mai den zweiten Monat in Folge gesunken. Sie gaben um 11,4 Punkte auf 41,9 Punkte nach. Zum Rückgang der Stimmungskennindikatoren dürften die jüngsten Turbulenzen an den Aktien- und Rentenmärkten sowie das Wirtschaftswachstum Deutschlands im ersten Quartal beigetragen haben, das hinter den Erwartungen vieler Fachleute geblieben ist.

### Inflationsrate bei 0,5 %

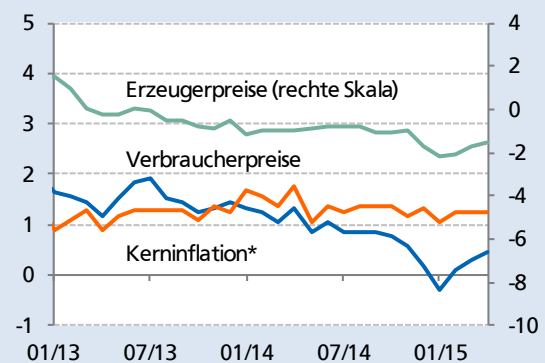
Gemessen am **Verbraucherpreisindex (VPI)** ist die Inflationsrate Deutschlands zuletzt von 0,3 % im März auf 0,5 % im April gestiegen. Nach wie vor wird die Gesamtentwicklung vor allem durch die Energiepreise entlastet. Diese gaben im April (-5,9 %) ähnlich stark nach wie im März (-5,7 %). Die Nahrungsmittelpreise sind jedoch merklich gestiegen (+1,1 %), nachdem sie zuvor noch zurückgegangen waren (-0,1 %). Bei den Erzeugerpreisen gewerblicher Produkte hat sich der Abwärtstrend abgeschwächt fortgesetzt. Der **Erzeugerpreisindex** ist im April um 1,5 % gesunken. Zuvor, im Februar und März, hatten die Erzeugerpreise noch um 2,1 % bzw. 1,7 % nachgegeben.

**Wirtschaftliche Einschätzung**  
saisonbereinigt



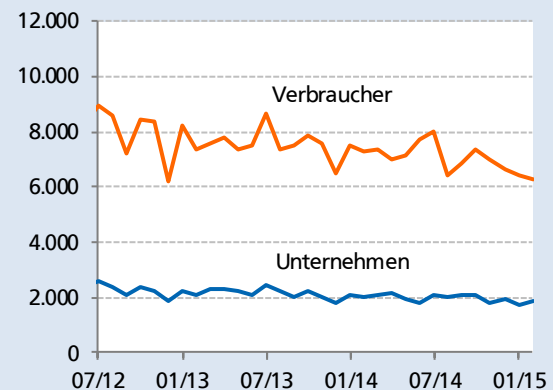
\*rechte Skala, 2010=100

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



\*ohne Energie und Lebensmittel

**Insolvenzen**  
Monatliche Fallzahlen



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Deutsche Konjunktur

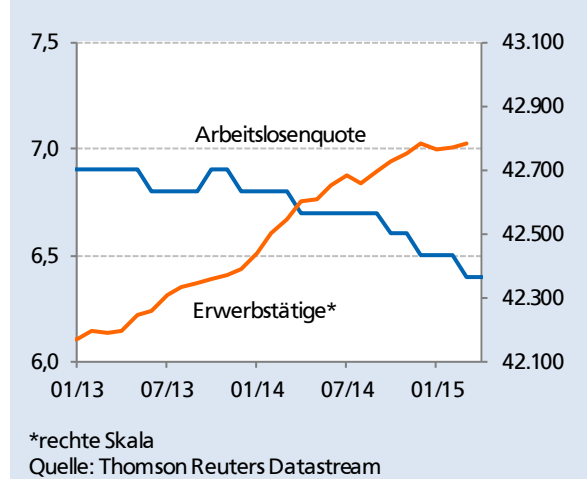
### Deutlich weniger Insolvenzen

Vor dem Hintergrund der günstigen konjunkturellen und strukturellen Rahmenbedingungen hat sich in Deutschland der rückläufige Trend in den Insolvenzdaten fortgesetzt. Wie das Statistische Bundesamt mitteilte, wurden im Februar 1.879 Unternehmens- und 6.299 Verbraucherinsolvenzen registriert. Die Anzahl der Firmenpleiten ging gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat um 8,2 % zurück. Bei den Verbraucherinsolvenzen war binnen Jahresfrist sogar ein Rückgang um 13,4 % zu verzeichnen. Die Summe der offenen Gläubigerforderungen aus beantragten Unternehmensinsolvenzen ist im Februar gegenüber dem Vorjahresmonat von 1,8 Mrd. Euro auf 1,5 Mrd. Euro gesunken.

### Arbeitsmarkt mit konjunkturellem Rückenwind

Der deutsche Arbeitsmarkt steht weiterhin im Zeichen der allgemeinen Frühjahrsbelebung und der guten Konjunktur. Im April wurden von der Bundesagentur für Arbeit (BA) 2,843 Mio. Arbeitslose registriert. Dies waren 89.000 Menschen weniger als im März. Ein Rückgang der **Arbeitslosenzahl** ist im April jahreszeitlich bedingt durchaus üblich, da die Aktivitäten in den Außenberufen nach der Winterzeit ausgeweitet werden. Vor dem Hintergrund der günstigen Konjunktorentwicklung fiel der Rückgang aber erneut überdurchschnittlich aus. Unter Berücksichtigung der saisonal üblichen Effekte ist die Arbeitslosenzahl um 8.000 Personen gesunken. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote

**Erwerbstätige u. Arbeitslosenquote**  
in Tsd., saisonbereinigt



blieb im April gegenüber dem Vormonat unverändert bei 6,4 %.

In Hinblick auf die Erwerbstätigkeit und Beschäftigung setzten sich die Aufwärtstrends fort. Nach aktuellen Angaben des Statistischen Bundesamtes ist die **Erwerbstätigenzahl** im März gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um 10.000 auf 42,78 Mio. Personen gestiegen. Die saisonbereinigte **Beschäftigtenzahl** legte der jüngsten BA-Hochrechnung zufolge von Januar auf Februar sogar um 65.000 Menschen zu.

In naher Zukunft dürfte der Beschäftigungsaufbau anhalten. Dies lässt zumindest der BA-Stellenindex **BA-X** erwarten, der von 184 Punkten im März auf 186 Punkte im April gestiegen ist.