

Volkswirtschaft special

Meinungen, Analysen, Fakten

EZB-Aufkaufprogramm: Geringer Nutzen, hohe Risiken

- Das aktuelle Staatsanleiheaufkaufprogramm der EZB lässt sich mit den aktuellen makroökonomischen Entwicklungen im Euroraum nicht rechtfertigen. Zum einen bessert sich der Konjunkturausblick für den Euroraum am aktuellen Rand, zum anderen ist trotz niedriger Inflationsraten momentan kein ernsthaftes Deflationsrisiko für den gesamten Währungsraum zu erkennen.
- Ein derart großvolumiges und breit angelegtes Ankaufprogramm sollte akuten Notlagen vorbehalten sein und wäre daher allenfalls bei einer deutlichen Verschlechterung der Wirtschafts- und Preisaussichten angezeigt. Statt in Aktionismus zu verfallen, hätte die EZB zunächst die Effekte ihrer jüngsten Maßnahmenpakete abwarten sollen. Schließlich hat der Ankauf von Pfandbriefen und Kreditverbriefungen (ABS) erst Ende 2014 begonnen.
- Die Risiken der quantitativen Lockerung überwiegen den ökonomischen Nutzen. So läuft die EZB Gefahr, mit ihrer Politik einen Mantel über die notwendigen Veränderungen in den einzelnen Euro-Staaten zu legen. Das eigentliche Problem der Eurozone, nämlich die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit in Teilen der Peripherie, kann durch die Geldpolitik nicht nachhaltig gelöst werden. Ein Stocken des Reformprozesses dürfte die konjunkturelle Dynamik und die finanzielle Situation der unter Druck geratenen Euro-Staaten schwächen. Damit einher gehen auch höhere Haftungsrisiken der EZB und mit ihr des gesamten Währungsraumes.
- Die Aussicht auf Zinsen anhaltend nahe Null schwächt die Altersvorsorge in Deutschland, indem sie das Sparen nicht mehr lukrativ erscheinen lässt. Damit drohen bei der privaten Altersvorsorge zusätzliche Vorsorgelücken zu entstehen. Die expansive Geldpolitik der EZB wird daher, je länger sie dauert und je aggressiver sie ausgestaltet ist, eine immer stärkere Belastung für die private Altersvorsorge. Zudem erhöht der breite Anleiheaufkauf das Risiko von Übertreibungen bei Vermögenspreisen.

Meinung

EZB-Aufkaufprogramm: Geringer Nutzen, hohe Risiken

Das Ringen um mehr Wachstum und Inflation im Euroraum hat in den vergangenen Monaten spürbar zugenommen. Mit einem Programm der quantitativen Lockerung möchte die Europäische Zentralbank (EZB) nun ihren Teil zu einer steigenden, besseren Wirtschaftsentwicklung in Europa beitragen. Am vergangenen Donnerstag, dem 22. Januar, beschloss der EZB-Rat ein erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten im Wert von mindestens 1,14 Bil. Euro. Der Aufkauf von Staatsanleihen durch die Notenbank lässt sich mit den aktuellen makroökonomischen Entwicklungen im Euroraum nicht rechtfertigen. Zum einen bessert sich der Konjunkturausblick für den Euroraum am aktuellen Rand, zum anderen besteht trotz niedriger Inflationsraten momentan kein ernsthaftes Deflationsrisiko für den gesamten Währungsraum. Ein solch breit angelegtes Ankaufprogramm sollte einer akuten Notlage vorbehalten sein. Eine weitere geldpolitische Lockerung wäre daher allenfalls bei einer deutlichen Verschlechterung der Wirtschafts- und Preisaussichten angezeigt. Statt in Aktionismus zu verfallen, hätte die EZB zunächst die Effekte ihrer jüngsten Maßnahmenpakete abwarten sollen. Schließlich hat der Ankauf von Pfandbriefen und Kreditverbriefungen (ABS) erst Ende 2014 begonnen.

Eckdaten des EZB-Aufkaufprogramms

Zusammen mit den nationalen Notenbanken wird die EZB ab März 2015 monatlich am Sekun-

därmarkt auf Euro lautende Investment-Grade-Wertpapiere von Euro-Staaten, Emittenten mit Förderauftrag sowie von europäischen Institutionen, unter Zurechnung der bereits beschlossenen Aufkaufprogramme, im Wert von 60 Mrd. Euro kaufen. Das Aufkaufprogramm soll vorerst bis mindestens Ende September 2016 laufen. Das Gesamtprogramm beläuft sich damit auf mindestens 1,14 Bil. Euro. Die Käufe sollen erst dann eingestellt werden, wenn eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung zu erkennen ist. Das heißt, die Preisentwicklung im Währungsraum sollte sich zumindest deutlich in Richtung des mittelfristigen Inflationsziels von unter, aber nahe 2 % bewegen. Das Aufkaufvolumen kann daher auch deutlich höher ausfallen.

Die quantitative Lockerung der EZB schließt die bisherigen Ankaufprogramme für ABS-Papiere (ABSPP) und für gedeckte Schuldverschreibungen (CBPP3) ein. Sie dürften rund 10 Mrd. Euro der monatlichen Ankäufe ausmachen. Die Ankäufe von Anleihen der öffentlichen Hand aus dem Euroraum orientieren sich am Kapitalschlüssel des Eurosystems, d.h. den jeweiligen Kapitalanteilen der nationalen Zentralbanken im Euroraum.

Die Ankäufe von Vermögenswerten werden vom EZB-Rat kontrolliert und koordiniert. Die Umsetzung der Ankäufe hingegen wird überwiegend von den einzelnen Notenbanken ausgeführt. Mögliche Verluste aus Ankäufen von zusätzlichen Vermögenswerten sollen wiederum zu maximal 20 % vom gesamten Eurosystem getragen. Bei den übrigen zusätzlichen Ankäufen von Vermögenswerten

Meinung

tragen die nationalen Notenbanken die Risiken.

Unter das Programm fallen Staatsanleihen mit einer Bonitätsnote von mindestens "BBB-". Die europäischen Notenbanken können allerdings unter bestimmten Umständen auch Anleihen von Staaten kaufen, deren Bonität unterhalb dieser Grenze liegt. Die betreffenden Staaten qualifizieren sich für das Anleiheaufkaufprogramm, wenn sie an einem anerkannten Hilfsprogramm teilnehmen. Maximal dürfen die Notenbanken des Eurosystems 33 % der Staatsanleihen eines Euro-Staates in ihren Bilanzen haben. Der Höchstsatz für einzelne Schuldtitel beträgt 25 %. Die EZB möchte damit erreichen, dass die Märkte hinreichend liquide bleiben. Ein Kauf von Staatsanleihen am Primärmarkt ist ihr nach den europäischen Verträgen untersagt.

Aufkäufe momentan nicht gerechtfertigt

Der Währungsraum konnte im vergangenen Jahr erfolgreich die langwierige Rezession überwinden. Seit dem dritten Quartal 2013 liegt die gesamtwirtschaftliche Produktion im Euroraum – wenn auch nur leicht – über ihren Vorjahresniveaus. Die Abwärtsrisiken im Euroraum bleiben trotz der vorsichtigen Erholung bestehen. Allerdings fallen sie zunehmend niedriger aus. Die Stimmungskennzeichen bestätigen die Entwicklung der Euro-Wirtschaft. So bewegen sich die Einkaufsmanagerindizes des Dienstleistungs- und Industriesektors mit einigem Auf und Ab seit rund 18 Monaten durchgehend oberhalb der Wachstum signalisierenden Marke von 50 Punkten. In den vergangenen zwei Monaten konnte sich der Frühindikator

Euroraum lässt Rezession hinter sich
BIP, reale Jahreswachstumsrate in %



Frühindikatoren signalisieren moderates Wachstum
Einkaufsmanagerindizes des Euroraums



Kreditabbau schwächt sich ab
Kreditbestand, Jahreswachstumsrate in %



Quelle: Datastream

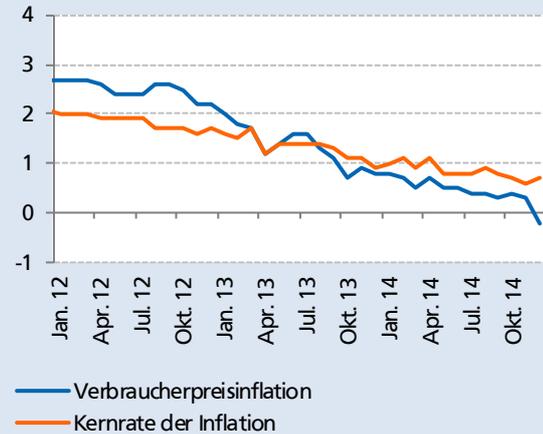
Meinung

wieder von dieser Schwelle distanzieren. Aktuell spiegelt der Einkaufsmanagerindex des Dienstleistungs- und Industriesektors mit 52,2 Punkten für Januar 2015 ein leichtes Wachstum im Währungsraum wider.

Die konjunkturellen Aussichten der Euro-Wirtschaft haben sich mit dem gesunkenen Ölpreis und der Abwertung des Euro zusätzlich aufgehellt. Im Zuge besserer Exportaussichten wird die europäische Wirtschaft daher in diesem Jahr stärker wachsen. Nach Ansicht des BVR dürfte das um Preiseffekte bereinigte Wachstum der Wirtschaftsleistung in 2014 bei knapp unter 1,0 % gelegen haben. Im laufenden Jahr wird das Wachstum mit 1,1 % etwas höher ausfallen. In 2012 und 2013 war die Wirtschaftskraft des Euroraumes noch um -0,7 bzw. -0,4 % geschrumpft.

Die Zahlen der EZB zur Geldmengen- und Kreditentwicklung im Währungsraum lassen eine Besserung der konjunkturellen Verhältnisse im Währungsraum erkennen. Das Kreditvolumen lag im November 2014 zwar weiterhin unterhalb des Vorjahreswertes. Seit Mai 2014 ist die Jahreswachstumsrate der Kredite an den Privaten Sektor allerdings beständig von -2,0 % auf -0,9 % gestiegen, was für eine anstehende Trendwende bei der Kreditentwicklung spricht. Die Ergebnisse der aktuellen Umfrage der EZB zur Kreditvergabe im Euroraum (Bank Lending Survey) bestätigen die sich bessernde Finanzierungssituation. Nach den aktuellen Umfrageergebnissen hat im vierten Quartal nicht nur die Nachfrage aus dem Privaten Sektor, d.h. Unternehmen und private Haushalte, spürbar

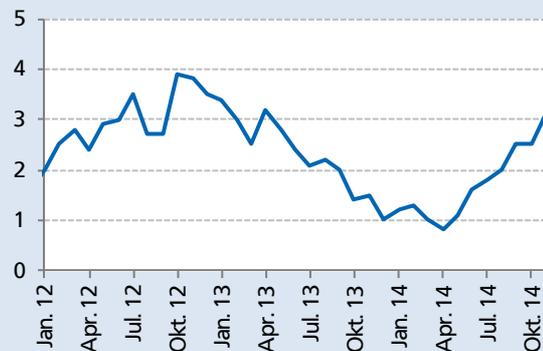
Energiepreise drücken Inflation
Jahreswachstumsrate in %



Energiepreise stark rückläufig
HWWI Energiepreisindex (Euro), 2010=100



Geldmengenwachstum legt zu
M3, Jahreswachstumsrate in %



Quelle: Datastream

Meinung

zugelegt, sondern es sind auch die vergleichsweise hohen Kreditstandards deutlich zurückgegangen.

Die aktuell leicht rückläufigen Verbraucherpreise sind momentan nicht mit einer Deflation, also eines breit angelegten und lange anhaltenden Preisrückgangs, gleichzusetzen. Zwar könne die Verbraucherpreisinflation im Euroraum noch über mehrere Monate hinweg negativ ausfallen. Allerdings ist die niedrige Inflation in erster Linie eine Folge der zum Teil stark rückläufigen Preise für Energie und Nahrungsmittel. Die Kernrate der Inflation, d.h. die Entwicklung der Verbraucherpreise ausschließlich der Nahrungsmittel- und Energiepreise, liegt daher mit 0,6 % noch deutlich über der Nullprozentmarke. Auch die Entwicklung der Geldmenge M3 gibt keine Hinweise auf eine bevorstehende Deflation im Währungsraum. So hat sich das Geldmengenwachstum im November 2014 im Vorjahresvergleich saisonbereinigt von 2,5 auf 3,1 % beschleunigt.

Die Europäische Zentralbank rechtfertigt ihre expansiven geldpolitischen Maßnahmen damit, dass sich die Inflationserwartungen im Euroraum von dem angestrebten mittelfristigen Inflationsziel zu lösen drohen. Inflationserwartungen lassen sich allerdings nicht unmittelbar beobachten. Hinweise auf die Inflationserwartungen im Währungsraum liefert der von der EZB geschaltete Survey of Professional Forecasters (SPF), eine Umfrage der EZB unter Finanzmarktexperten zu Preis- und Konjunkturerwartungen. Die aktuellen Zahlen der Umfrage liefern momentan Hinweise auf eine leichte Ver-

minderung der Inflationserwartungen in den vergangenen Quartalen. So fielen die langfristigen Inflationserwartungen für 2019 laut der Umfrage im Quartalsvergleich zuletzt um durchschnittlich 0,03 Prozentpunkte auf 1,77 %. Vor einem Jahr hatte die durchschnittlich erwartete Inflationsrate für den Euroraum nur unwesentlich höher bei rund 1,86 % gelegen. Es ist zweifelhaft, dass solch schwachen Signale auf sinkende Inflationserwartungen eine solch scharfe geldpolitische Maßnahme rechtfertigen, zumal auch die EZB davon ausgeht, dass die Inflation im laufenden Jahr wieder deutlich über die Nullprozentmarke steigen werde.

Hohe Risiken, wenig Nutzen

Die Europäische Zentralbank wandelt mit ihrer aktuellen geldpolitischen Entscheidung auf den Spuren anderer bedeutender Notenbanken, wie der Federal Reserve, der Bank of England und der Bank of Japan. Zwar sollen nach Berechnungen der Federal Reserve und der Bank of England die Anleiheaufkaufprogramme – in der Hochzeit der Finanzkrise – durchaus einen preis- und konjunkturstimulierenden Effekt gehabt haben. Ein Vergleich zum Euroraum lässt sich jedoch per se nur schwer ziehen, ist doch die aktuelle Ausgangssituation im Währungsraum momentan eine andere als in den Hochzeiten der Finanzkrise in den USA und Großbritannien. So befanden sich die Kapital- und Geldmarktzinsen in der weltgrößten Volkswirtschaft zu Beginn des ersten Fed-Anleiheaufkaufprogramms in 2008 auf einem deutlich höheren Niveau als aktuell im Euroraum.

Meinung

Das bereits niedrige Zinsniveau im Währungsraum spiegelt sich in den europäischen Kapitalmarktzinsen wieder, die wöchentlich neue Rekordtiefs erreichen. So rentierten Bundesanleihen bis zu einer Restlaufzeit von fünf Jahren bereits im Vorfeld der geldpolitischen Entscheidung der EZB unter der Nullprozentmarke. Zudem bewegt sich der Großteil der Staatspapiere aus dem übrigen Euroraum seit längerem unter dem Renditeniveau von US-Treasuries. Selbst die Anleihen einiger Sorgenkinder des Euroraumes, wie z.B. Spanien, Italien oder Irland, rentieren aktuell niedriger als ihre Pendants aus den USA.

Darüber hinaus trafen die frühen Anleiheaufkaufprogramme in den USA im Anschluss an die Lehman-Pleite in 2008 auf nur noch eingeschränkt funktionsfähige Finanzmärkte. In dieser Gemengelage hat die quantitative Lockerung ein deutlich höheres Wirkungspotential. In Ländern wie Japan, wo große quantitative Lockerungen der Notenbank auf ein bereits niedriges Zinsniveau trafen, blieben nachhaltig stimulierende Effekte breiter Anleiheaufkaufprogramme auf die heimische Kreditvergabe und Preisbildung hingegen weitestgehend aus. Trotz milliardenschwerer Anleiheaufkaufprogramme leidet die japanische Wirtschaft nach wie vor unter niedrigen Inflations- und BIP-Wachstumsraten. Denn, Zinsen werden nicht nur nach unten hin in ihrer Mobilität immer zäher, sondern es lässt auch der stimulierende Effekt von Zinssenkungen auf die Kreditvergabe und Konjunktur auf einem solch niedrigen Zinsniveau signifikant nach. Vor diesem Hintergrund wird das Anleiheaufkaufprogramm der EZB bestenfalls einen

bescheidenen Beitrag zur Belebung der europäischen Wirtschaft und zur Erhöhung des Preisauftriebs liefern.

Bei der quantitativen Lockerung der EZB überwiegen die Risiken den ökonomischen Nutzen. So geht die europäische Notenbank und mit ihr der gesamte Währungsraum mit den milliardenschweren Anleihekäufen ein ernstzunehmendes Haftungsrisiko ein. Im Falle breiter Zahlungsausfälle prominenter Schuldner müsste entgegen der aktuellen Beschlüsse des EZB-Rates sehr wohl die EZB und mit ihr auch sogar der europäische Steuerzahler in letzter Konsequenz für die Verluste aufkommen. Die Eintrittswahrscheinlichkeit dieses Szenarios ist zwar gering, doch wäre der Schaden bei Eintritt großer Verluste aus den Wertpapieraufkäufen immens. Angesichts des jüngsten Wahlerfolges der reformkritischen Partei Syriza bei der griechischen Parlamentswahl und den immer lauter werdenden Fantasien über einen erneuten Schuldenschnitt Griechenlands erscheint dieses Szenario aber nicht gänzlich unmöglich.

Darüber hinaus schwächt der Ankauf von Euro-Staatsanleihen die Anreize zur Fortsetzung der Reformagenda im Euroraum. Die europäische Geldpolitik läuft dabei Gefahr mit ihrer mittlerweile ultra-lockeren Geldpolitik, einen Mantel über die notwendigen Veränderungen in den einzelnen Euro-Staaten zu legen. Das eigentliche Problem der Eurozone, nämlich die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit, wird dadurch nicht gelöst. Es bleibt dabei: Geldpolitik ist kein Ersatz für Reformen. Ein Stocken des Reformprozesses dürfte die konjunkturel-

Meinung

le Dynamik und die finanzielle Situation der unter Druck geratenen Euro-Staaten schwächen. Damit einher ginge auch ein höheres Ausfallrisiko staatlicher Schulden, welche unter anderem von der EZB gehalten werden.

Neben den Verlust- und Haftungsrisiken bedeutet die quantitative Lockerung neue Geldschwemme für den Währungsraum. Im Fahrwasser dieser zusätzlichen Liquidität werden insbesondere die als sehr sicher geltenden Staatsanleihen, wie z.B. Bundesanleihen, noch weitere Renditerückgänge verzeichnen. Diese besonders sicheren Kapitalmarktpapiere bilden allerdings die Grundlage nachhaltiger und langfristig angelegter Sparpläne. Die Aussicht auf Zinsen anhaltend nahe Null schwächt die Altersvorsorge in Deutschland, indem sie das Sparen der Bundesbürger nicht mehr lukrativ erscheinen lässt. Damit drohen bei der privaten Altersvorsorge zusätzliche Vorsorgelücken zu entstehen. Die expansive Geldpolitik der EZB bedeutet, je länger sie dauert und je aggressiver sie ausgestaltet ist, eine immer stärkere Belastung für die private Altersvorsorge.

Der breite Anleiheaufkauf erhöht überdies das Risiko von Übertreibungen bei Vermögenspreisen. Die hohen Liquiditätsspritzen sind dabei der Treibstoff immer neuer Höhenflüge an den Aktien- oder Rentenmärkten. Aber auch die Risiken auf den Immobilienmärkten steigen durch eine ultralockere Geldpolitik. Das vergangene Jahrzehnt hat dies anschaulich gezeigt. So wäre es im Fall Spaniens oder Irlands ohne die billige und reichlich verfügbare Liquidität nicht zu solch großen Übertrei-

bungen auf den hiesigen Immobilienmärkten gekommen. Das Platzen dieser Immobilienblasen verursachte massive Verluste im Bankensektor, welcher nur durch enorme Hilfszahlungen des öffentlichen Sektors gerettet werden konnte. In der Folge gerieten die öffentlichen Haushalte selbst in den beiden Ländern in eine ernstzunehmende Schieflage. Einzig internationale Hilfsprogramme der EU und des IWF retteten die Länder vor dem Staatsbankrott.

Autor:

Jan Philip Weber

Mail: j.weber@bvr.de

Geldmenge

Kreditvergabe kommt Trendwende näher

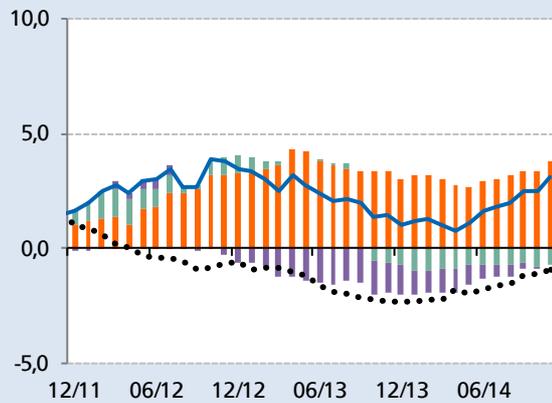
Bei der Kreditvergabe im Währungsraum zeichnet sich eine Trendwende ab. Zwar schrumpfte die Summe der Darlehen der Banken an den Privaten Sektor des Euroraumes im November des vergangenen Jahres erneut. Allerdings fiel der Rückgang mit -0,9 % im Vergleich zum Vorjahresmonat den sechsten Monat in Folge geringer aus als Vormonat. Im Oktober hatte der Bestand an Krediten noch 1,1 % unter seinem Vorjahresniveau gelegen.

Im Monatsvergleich verringerte sich die Kreditvergabe an Unternehmen um nur noch 1 Mrd. Euro. Der Rückgang fiel damit schwächer aus als in den Vormonaten. Im September und Oktober hatte der Rückgang noch 3 bzw. 2 Mrd. Euro betragen. Die Kreditvergabe an private Haushalte ging ebenfalls um 1 Mrd. Euro zurück. Sie fiel damit allerdings schwächer aus als in den beiden Vormonaten, als die Kreditvergabe noch um jeweils 4 Mrd. Euro gestiegen war.

Geldmengenwachstum legt zu

Das Geldmengenwachstum im Euroraum fiel im November erneut stärker aus als im Vormonat. So lag das das breit abgegrenzte Geldmengenaggregat M3 nach den aktuellen Zahlen der EZB im November saisonbereinigt bei 3,1 %. Im Oktober hatte die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 noch bei 2,5 % gelegen. Maßgeblich für den Anstieg war erneut die besonders liquide Geldmenge M1 mit einem Wachstumsbeitrag von 3,8 Prozentpunkten. Einen Monat zuvor hatte dieser noch bei

Beiträge zum M3-Wachstum
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



- Marktfähige Finanzinstrumente (M3-M2)
- Termin- und Spareinlagen (M2-M1)
- Bargeld und Sichteinlagen (M1)
- M3 insgesamt
- Kredite an Privatsektor

Quelle: Datastream, Berechnungen des BVR

3,4 Prozentpunkten gelegen. Der Wachstumsbeitrag der Termin- und Spareinlagen fiel mit -0,7 Prozentpunkten etwas weniger stark aus als im Oktober. Damals hatte der Wachstumsbeitrag noch bei -0,8 Prozentpunkte gelegen. Der Beitrag der marktfähigen Finanzinstrumente trug im November weder positiv noch negativ zum Geldmengenwachstum bei.

Geldpolitik und Geldmarkt

BVR-Zins Tacho gibt keinen Hinweis auf erhöhtes Deflationsrisiko

Der **BVR Zins-Tacho** ist in den vergangenen Monaten leicht gesunken. Seit November verringerte sich der Index um 2 Zähler auf 44 Punkte. Das Barometer zur Messung des mittelfristigen Inflationsrisikos signalisiert damit aber noch kein erhöhtes Deflationsrisiko für den Euroraum. Vielmehr liegen die Inflationsrisiken für den Währungsraum auf einem moderaten Niveau.

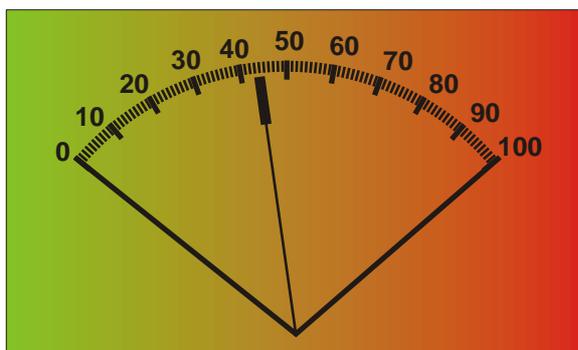
Der jüngste Rückgang ist in erster Linie eine Folge der rückläufigen Preise für Energierohstoffe. Getrieben wird der Rückgang momentan von einem stark sinkenden Ölpreis. Der Preisindikator, der sich Lohnstückkosten, Rohstoffpreisen und dem Außenwert des Euro zusammensetzt, sank seit November 2014 um 7 Zähler auf 39 Punkte. Der Rückgang der Rohstoffpreise konnte nur zum Teil vom nachlassenden Außenwert des Euro ausgegli-

chen werden. Der Konjunkturindex, der das größte Gewicht am Gesamtindex hält, verzeichnete hingegen im gleichen Zeitraum einen leichten Aufwärtstrend. Der Liquiditätsindex legte im Zuge des stärkeren Geldmengenwachstums und der nachlassenden Kontraktion der Kreditvergabe ebenfalls leicht zu.

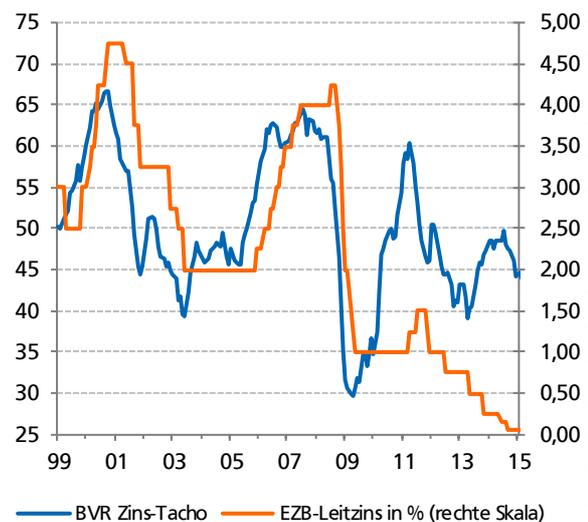
Geldmarktzinsen sinken

Die Zinsen auf dem europäischen Geldmarkt sind im Januar auf niedrigem Niveau zurückgegangen. Auslöser war die erneute Lockerung der europäischen Geldpolitik. Der 3 Monats-Euribor fiel um 2 Basispunkte und notierte am Dienstag, dem 27. Januar, bei 0,05 %. Der Zinssatz für Zwölfmonatsgelder sank im gleichen Zeitraum um knapp 4 Basispunkte. Der 12-Monats-Euribor lag am 27. Januar bei 0,28 %. Der Tagegeldsatz EONIA blieb unterhalb der Nullzinsmarke.

BVR Zins-Tacho



	Nov 14	Dez 14	Jan 15
BVR Zins-Tacho	46	44	44
Konjunktur (50 %)	47	48	49
Preise/Kosten (40 %)	46	41	39
Liquidität (10 %)	39	39	40



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

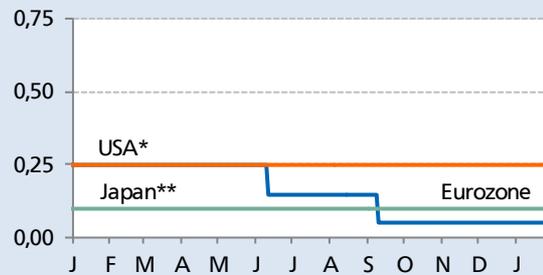
Schweizerische Notenbank löst Euro-Wechselkursziel

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat in der vergangenen Woche für einen Paukenschlag an den Märkten gesorgt. Sie überraschte die Finanzmärkte mit der Aufgabe ihres vor über drei Jahren eingeführten Euro-Mindestzielkurses von 1,20 Franken. Darüber hinaus führte die SNB Negativzinsen ein. So werden die Guthaben der Banken bei der SNB zukünftig mit -0,25 % verzinst. Ziel der Negativzinsen ist die Schwächung des Franken.

Die Notenbanker der Schweiz hatten in den vorangegangenen drei Jahren erfolgreich den Franken nicht unter die Wechselkursmarke von 1,20 Franken je Euro fallen lassen. Um dieses Ziel zu erreichen hatte die schweizerische Notenbank immer wieder am Markt mit Devisenkäufen in Milliardenhöhe interveniert. Dabei kaufte die SNB (vor allem Bundesanleihen) in erster Linie in Euro notierte Staatspapiere finanziert mit Schweizer Franken.

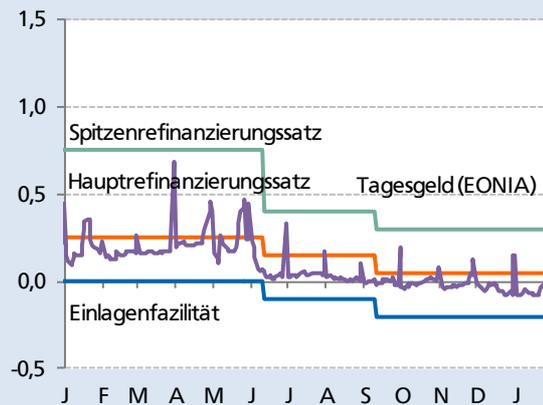
Ziel war die Schaffung eines günstigen Exportklimas über das Verhindern einer zu starken Aufwertung des Franken. Die Schweizerische Nationalbank begründete ihre Abkehr vom Zielkurs mit einem gesunkenen Überbewertungsdruck des Franken. Danach sah es allerdings nach Bekanntgabe der geldpolitischen Entscheidung der SNB nicht aus. So kam es im Anschluss zur geldpolitischen Entscheidung zu massiven Kursauschlägen des Euro-Franken Kurses.

Notenbankzinsen international
in %

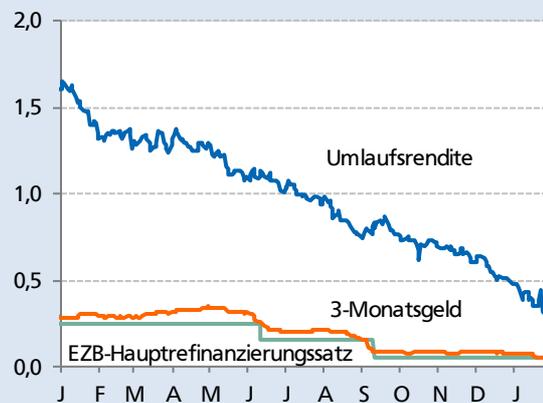


*Die Federal Reserve hat seit 16.12.2008 einen Zielbereich von 0-0,25 % für die Federal Funds Target Rate festgesetzt. **Die Bank of Japan hat seit 19.12.2008 ein Tagesgeld-Zielbereich von rund 0,1 % festgesetzt.

Wichtige Zinsen im Euroraum
Zinssätze in %



Geld- und Kapitalmarkt
Zinssätze in %



Quelle: Datastream

Rentenmarkt

Bundesanleihen bleiben beliebt

Staatsanleihen waren in der abgelaufenen Woche gefragt. Daran konnte auch die Debatte um einen möglichen Austritt Griechenlands im Falle eines Wahlsieges der reformkritischen Partei Syriza nichts ändern. Zwar hatten zu Monatsbeginn noch viele Anleger ein Wiederaufflammen der Krise in Griechenland gefürchtet. Im Laufe des Monats änderte sich allerdings die Sicht der Investoren auf Griechenland und den Euroraum. So setzte sich an den Märkten die Überzeugung durch, dass der Erfolg von Syriza eher eine Anti-Spar-Bewegung sei als eine Anti-Euro-Bewegung. Vor diesem Hintergrund sank die Rendite griechischer Staatspapiere mit einer Restlaufzeit von 5 Jahren im Januar um knapp 100 Basispunkte auf 10,2 %. In 2012 – dem Höhepunkt der Schuldenkrise – war die Rendite 5-jähriger griechischer Papiere zwischenzeitlich auf über 60 % gestiegen. Die Renditen deutscher Staatsanleihen sprangen im Januar von einem Allzeittief zum nächsten und die Zinsstrukturkurve verflachte sich weiter. Sie profitierten wie auch andere Staatsanleihen aus dem Euroraum von der Entscheidung der EZB. Darüber hinaus stützten schwache Konjunkturdaten aus den USA den Anleihemarkt. Die Umlaufrendite börsennotierter Bundesanleihen fiel im Januar um 15 Basispunkte auf 0,33 %. Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen lag am 27. Januar mit 0,39 % rund 16 Basispunkte unter seinem Vormonatswert. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen sank um 34 Basispunkt auf 1,83 %.

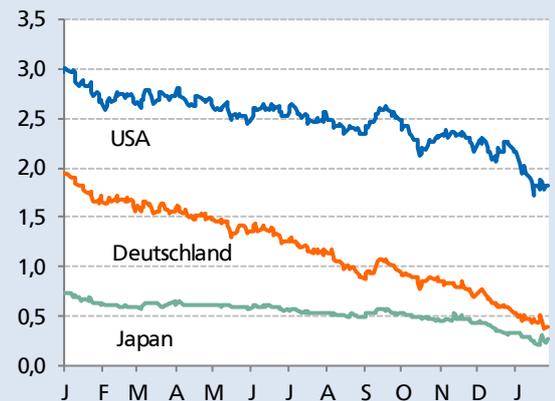
Zinsstruktur am Rentenmarkt

Spread Bundesanleihen mit Restlaufzeiten 10/1 Jahr, in %



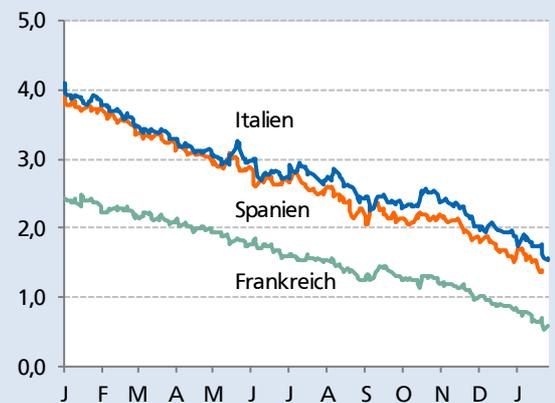
Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



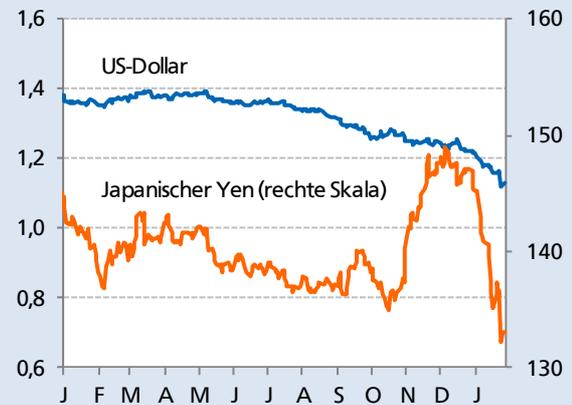
Quelle: Datastream

Devisenmarkt

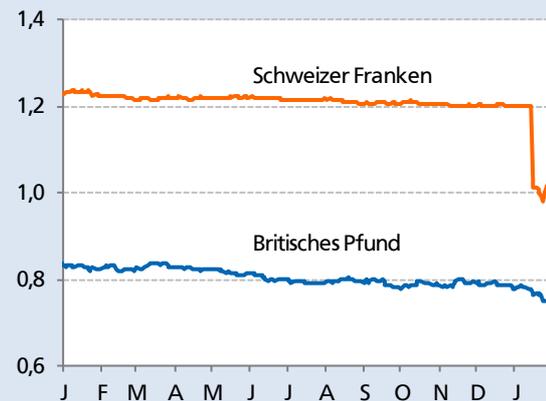
Euro sinkt auf 1,13 US-Dollar

Die Geldpolitiken verschiedener Notenbanken haben im Januar an den Devisenmärkten für Furore gesorgt. Dominierendes Thema war im Januar die europäische Geldpolitik. Insbesondere der Ausblick auf eine anhaltend ultra-lockere EZB-Geldpolitik schwächte den Euro im Monatsverlauf gegenüber dem US-Dollar. Viele Händler wetteten im Nachgang der geldpolitischen Entscheidung der EZB noch entschiedener gegen den Euro. Im Zuge dessen beschleunigte sich der Sinkflug des Euro-Dollar-Kurses. Dabei dürfte eine Rolle gespielt haben, dass die EZB in größerem Umfang Anleihen kaufen wird, als im Vorfeld an den Finanzmärkten erwartet worden war. In der Spitze sackte die Gemeinschaftswährung auf 1,11 US-Dollar ab. Das war der niedrigste Stand seit September 2003. Zum Monatsende kam es zu einer Bodenbildung beim Euro-Dollar-Kurs und einer leichten Erholung. Im Vergleich zum Vormonatsultimo verlor der Euro gegenüber dem US-Dollar 8 US-Cent und fiel damit nach den Zahlen der EZB bis zum 27. Januar auf 1,13 US-Dollar je Euro. Gegenüber dem Schweizer Franken wertete der Euro im Zuge der Aufgabe des Euro-Wechselkurszieles der Schweizerischen Nationalbank noch deutlicher ab. Insgesamt fiel der Euro-Franken-Kurs um 20 Rappen auf 1,0 Franken je Euro. Damit herrschte Ende Januar zwischen Franken und Euro Parität. In der Spitze hatte der Frankenkurs des Euro kurz nach Bekanntgabe der geldpolitischen Entscheidung der SNB sogar vorübergehend bei 0,78 Franken je Euro gelegen.

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: Datastream

Aktienmarkt

DAX profitiert von Geldpolitik

Der DAX hat einen fulminanten Jahresauftakt hingelegt. Im Vergleich zum Vormonatsultimo legte der deutsche Leitindex knapp 8,5 % an Wert zu. Am 27. Januar notierte der Deutsche Aktienindex damit bei 17.629 Punkten. Getrieben wurde diese Entwicklung von der Aussicht auf eine anhaltend stark expansive Geldpolitik im Euroraum. Viele Anleger begrüßten das umfassende und großzügige Anleiheaufkaufprogramm der Europäischen Zentralbank, das letztendlich noch höher ausfiel als im Vorfeld erwartet worden war. Die Aussicht auf neue Geldschwemme aus Frankfurt ließ das erwartete Kurspotential europäischer und vor allem deutscher Aktien steigen. Der deutlich sinkende Euro-Wechselkurs unterstützte diese Entwicklung. Der klare Sieg für das Linksbündnis Syriza in Griechenland sorgte vorerst nicht für Verunsicherung am deutschen Aktienmarkt. Der Dax gab im Nachgang zur griechischen Parlamentswahl kaum Punkte ab. Der Dow Jones präsentierte sich nicht annähernd so stark wie die europäischen Aktienmärkte. Im Vergleich zum Vormonatsultimo sank der US-Index um 2,4 % auf 17.387 Punkte. Grund für die schwache Entwicklung waren zum Teil enttäuschende Konjunkturdaten und die Sorge der Anleger, die Federal Reserve könne angesichts der schwachen Inflationsentwicklung in den USA die Zinswende doch noch etwas aufschieben. Darüber hinaus investierten viele Investoren verstärkt in europäische Aktien und Rentenwerte.

Deutscher Aktienmarkt
Dax, 40-/200-Tagesschnitt



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



Aktienmarkt USA
Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Datastream

Eurokonjunktur

Belebung zeichnet sich ab

Derzeit mehren sich die Hinweise, die auf eine leichte Beschleunigung des gesamtwirtschaftlichen Wachstums im Euroraum deuten. So ist die Industrieproduktion zuletzt drei Monate in Folge gestiegen und die Arbeitslosenquote tendiert weiter nach unten. Die allmähliche Entspannung der Arbeitsmarktlage und der gesunkene Ölpreis dürften zu einer Belebung des Privatkonsums führen. Zudem gehen vom rückläufigen Euro-Wechselkurs Wachstumsimpulse für die Exportwirtschaft aus.

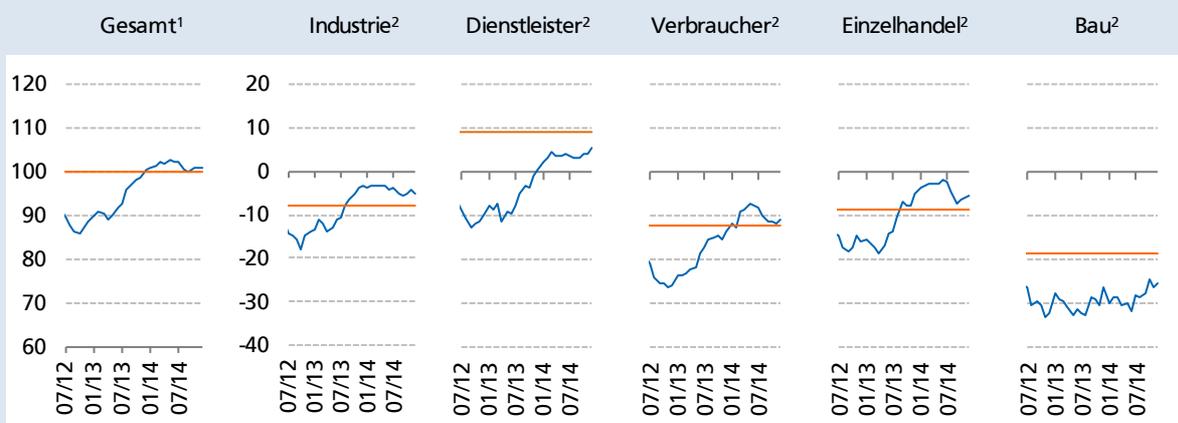
Auch die Fachleute des ifo Instituts, des Insee und des Istat erwarten, dass das Wirtschaftswachstum im Euroraum etwas an Fahrt gewinnen wird. In ihrer jüngsten Gemeinschaftsprognose gehen sie davon aus, dass das Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Währungsraums im Jahresendquartal 2014 gegenüber dem Vorquartal preis- und saisonbereinigt um 0,2 % gestiegen ist. Für das erste und zweite Quar-

tal 2015 rechnen sie mit einem etwas höheren BIP-Zuwachs von jeweils 0,3 %. Grundlage für diese Prognose ist, dass es zu keiner erneuten Eskalation der europäischen Staatsschuldenkrise kommt. Erste amtliche Daten zum Wirtschaftswachstum im vierten Quartal werden von Eurostat am 13. Februar veröffentlicht.

Stabiles Wirtschaftsklima

Die wirtschaftliche Stimmung ist zuletzt im Euroraum unverändert geblieben. Der von der EU-Kommission ermittelte Wirtschaftsklimaindex verharrte im Dezember auf seinem Vormonatsniveau von 100,7 Punkten. Dabei stand einer spürbaren Klimagesamtheit im Dienstleistungssektor einer merklichen Klimagesamtheit in der Industrie gegenüber. Insgesamt lässt die Entwicklung des Wirtschaftsklimas für die nächsten Monate eine Fortsetzung der konjunkturellen Erholung erwarten.

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: Datastream

Eurokonjunktur

Industrie mit höherer Produktion

Im November ist die **Industrieproduktion** im Euroraum abermals gestiegen. Der industrielle Ausstoß gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt geringfügig um 0,1 % zu. Ausschlaggebend für den nunmehr dritten Anstieg der Industrieproduktion in Folge waren die Vorleistungs-, Verbrauchs- und Gebrauchsgüterproduzenten, die ihre Erzeugung um 0,3 %, 0,5 % bzw. 1,9 % ausweiteten. In den nächsten Monaten ist mit einem weiteren Anstieg der Industrieproduktion zu rechnen. Dies lässt zumindest die Entwicklung des **Order-Indikators** erwarten, der trotz eines Rückgangs im Dezember seit einigen Monaten leicht nach oben tendiert.

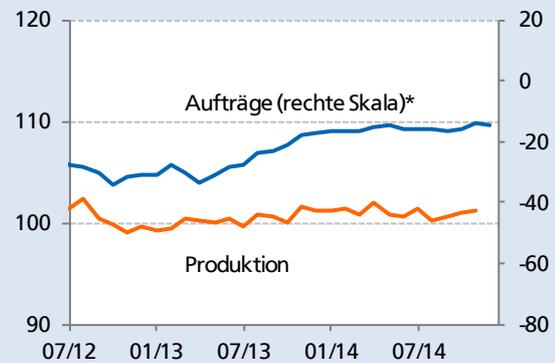
Negative Inflationsrate

Die Inflationsrate des Euroraums ist weiter zurückgegangen. Gemessen an der Jahresrate des Harmonisierten Verbraucherpreiseindex ist sie von 0,3 % im November auf -0,2 % im Dezember gesunken. Sie lag damit so niedrig wie seit September 2009 nicht mehr. Der Hauptgrund für den Rückgang der Inflationsrate waren abermals die Energiepreise, die im Dezember um deutliche 6,3 % nachgaben. Ohne Berücksichtigung der Energiepreise legten die Verbraucherpreise um 0,6 % zu.

Arbeitslosenquote unverändert

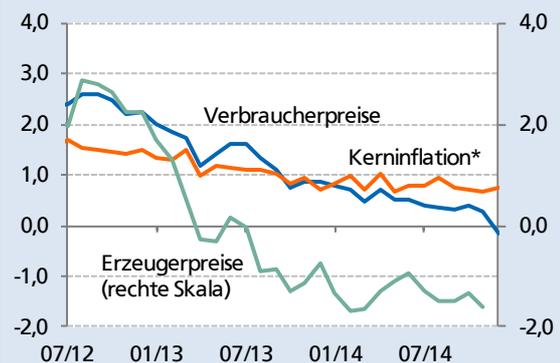
Im November ist die saisonbereinigte Arbeitslosenquote gegenüber dem Vormonat unverändert bei 11,5 % geblieben. Im Vorjahresvergleich (11,9 %) war jedoch ein leichter Rückgang zu verzeichnen.

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: Datastream

Deutsche Konjunktur

Wirtschaftsleistung um 1,5 % gestiegen

Das Statistische Bundesamt hat am 15. Januar erste Daten zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung Deutschlands für das Jahr 2014 veröffentlicht. Gemäß den Angaben ist das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP), wie in der Dezember-Konjunkturprognose des BVR prognostiziert, gegenüber dem Vorjahr um 1,5 % gestiegen. Das Wirtschaftswachstum fiel damit deutlich stärker aus als in den Jahren 2012 (+0,4 %) und 2013 (+0,1 %).

Für den BIP-Anstieg in 2014 waren erneut vor allem die Konsumausgaben verantwortlich, die – von der guten Arbeitsmarkt- und Verdienstentwicklung begünstigt – um spürbare 1,1 % zunahmen. Aber auch vom Außenhandel gingen Wachstumsimpulse aus. Sowohl die Exporte (+3,7 %) als auch die Importe (+3,3 %) stiegen. Das Außenhandelsgeschäft legte angesichts des schwierigen

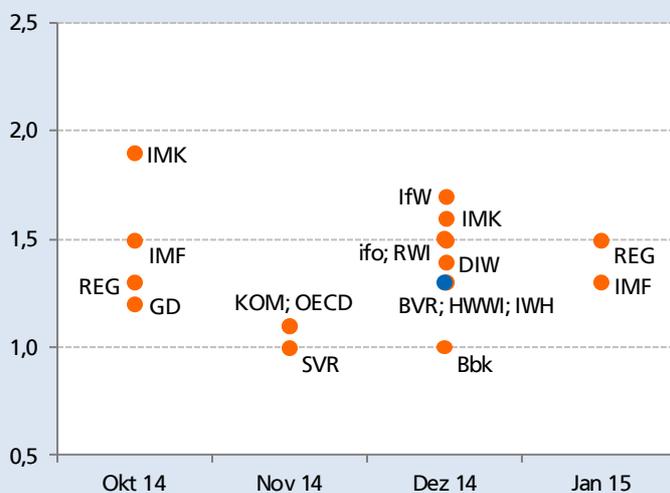
internationalen Umfelds (Stichworte: Ukrainekonflikt, schwache Eurokonjunktur) allerdings weniger schwungvoll zu als in früheren Jahren. Auch die Ausrüstungsinvestitionen expandierten wegen der globalen Unsicherheiten im langjährigen Vergleich nur moderat (+3,7 %). Die Bauinvestitionen wurden in 2014 allerdings vergleichsweise kräftig ausgeweitet (+3,4 %).

Im laufenden Jahr 2015 ist in Deutschland mit einem ähnlich starken Wirtschaftswachstum wie im Vorjahr zu rechnen. Die Bundesregierung rechnet in Ihrem heute veröffentlichten Jahreswirtschaftsbericht mit einem BIP-Zuwachs von 1,5 %.

Amtliche Verlaufsdaten überwiegend günstig

Im November fielen die amtlichen Daten zur Industriekonjunktur und zum deutschen Außenhandel überwiegend gut aus. So ist die **Industrie-** **produktion** gegenüber Oktober preis-, kalender-

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

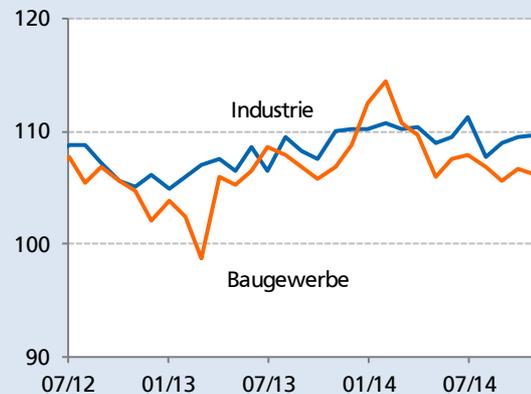
Deutsche Konjunktur

und saisonbereinigt leicht um 0,3 % gestiegen. Der industrielle **Auftragseingang** ist allerdings im November zurückgegangen (-2,4 %), nachdem er im Vormonat kräftig gestiegen war (+2,9 %). In dem für konjunkturelle Analyse zwecke aussagekräftigeren Zweimonatsvergleich August/September gegenüber Oktober/November legten die Bestellungen aber um 2,2 % zu. Die **Ausfuhren** der deutschen Wirtschaft sind im November mit einer Verlaufsrate von 2,1 % gesunken. Im Vorjahresvergleich sind sie jedoch erneut merklich gestiegen (+1,4 %).

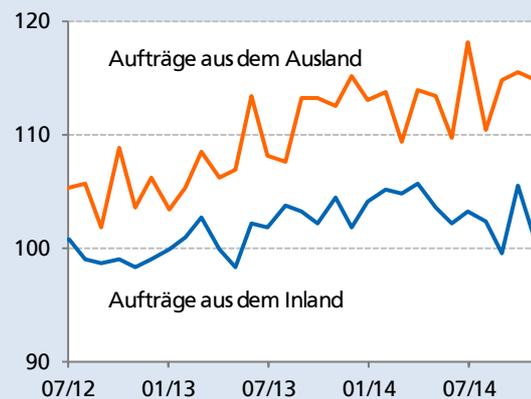
Stimmung hellt sich weiter auf

Zu Jahresbeginn hat sich die wirtschaftliche Stimmung in Deutschland weiter aufgehellt. Die **ZEW-Konjunkturerwartungen** sind im Januar den dritten Monat in Folge gestiegen. Der Frühindikator legte gegenüber Dezember um kräftige 13,5 Punkte zu und befindet sich mit 48,4 Punkten weiterhin über seinem langjährigen Mittelwert (24,5 Punkte). Die wichtigsten Gründe für die Aufhellung der Konjunkturerwartungen dürften im rückläufigen Ölpreis und in der Abwertung des Euro-Wechselkurses liegen. Von diesen Faktoren gehen merkliche Wachstumsimpulse aus. Auch der **ifo Geschäftsklimaindex** legte im Januar gegenüber dem Vormonat zu (um 1,2 Punkte auf 106,7 Punkte), nachdem er bereits im November und Dezember gestiegen war. Zum Anstieg des Frühindikators trugen seine Lage- und seine Erwartungskomponente bei. Das Geschäftsklima hat sich, mit Ausnahme des Baugewerbes, in allen betrachteten Wirtschaftsbereichen aufgehellt.

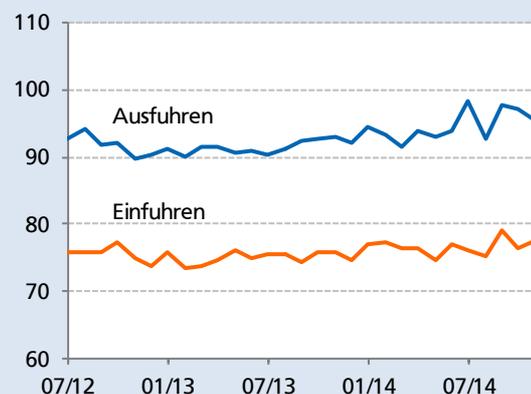
Produktion
2010=100, preis- und saisonbereinigt



Aufträge
2010=100, preis- und saisonbereinigt



Außenhandel
in Mrd. Euro, saisonbereinigt



Quelle: Datastream

Deutsche Konjunktur

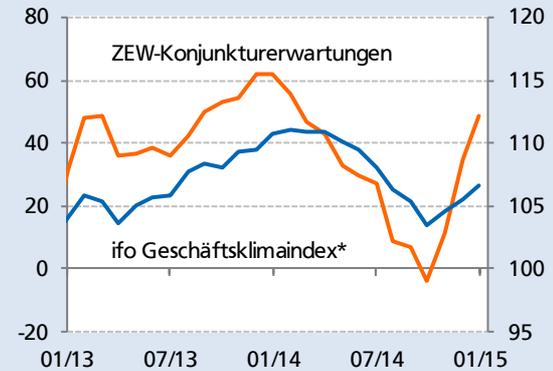
Inflationsrate bei 0,2 %

Die Inflationsrate ist zuletzt weiter zurückgegangen. Der **Verbraucherpreisindex (VPI)** Deutschlands lag im Dezember um 0,2 % über seinem Vorjahresstand. Im November waren die Verbraucherpreise noch um 0,6 % gestiegen. Wie bereits in den Vormonaten wurde die Gesamtentwicklung erneut vor allem durch die Energiepreise geprägt. Diese sind im Dezember um 6,6 % gesunken, nachdem sie im Vormonat um 2,5 % zurückgegangen waren. Im Durchschnitt des Jahres 2014 lag die Inflationsrate bei 0,9 %. Bei den **Erzeugerpreisen** gewerblicher Produkt hat sich die Abwärtsbewegung im Dezember fortgesetzt. Die Erzeugerpreise sind um 1,7 % gesunken. Die Entwicklung der Erzeugerpreise lässt für die Preise auf der Verbraucherstufe in den kommenden Monaten weiterhin nur einen moderaten Anstieg erwarten.

Weniger Insolvenzen

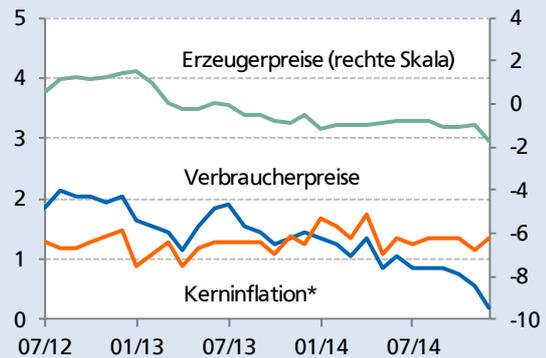
Bei den amtlichen Insolvenzdaten hält der Abwärtstrend an. Wie das Statistische Bundesamt mitteilte, wurden von den deutschen Amtsgerichten im Oktober 2.125 Unternehmens- und 7.355 Verbraucherinsolvenzen gemeldet. Die Anzahl der Firmenpleiten ist damit gegenüber dem Vorjahr um 4,4 % gesunken; die Zahl der Verbraucherinsolvenzen ging um 6,1 % zurück. Nach Wirtschaftsbereichen differenziert, waren zuletzt die meisten Unternehmensinsolvenzen abermals im Handel (422 Fälle) und im Baugewerbe (315 Fälle) zu verzeichnen.

Wirtschaftliche Einschätzung saisonbereinigt



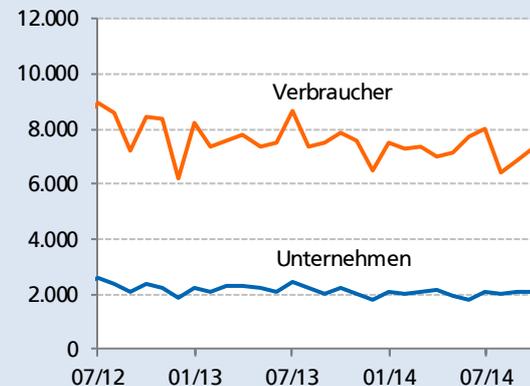
*rechte Skala, 2010=100

Verbraucher- und Erzeugerpreise gg. Vorjahr in %



*ohne Energie und Lebensmittel

Insolvenzen Monatliche Fallzahlen



Quelle: Datastream

Deutsche Konjunktur

Beschäftigungsaufbau setzt sich fort

Zum Jahreswechsel zeigt sich der deutsche Arbeitsmarkt weiter in einer guten Grundverfassung. Der Beschäftigungsaufbau setzt sich fort und die Arbeitslosigkeit befindet sich nach wie vor auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau. Nach vorläufigen Angaben der Bundesagentur für Arbeit (BA) waren im Dezember 2,764 Mio. Menschen arbeitslos. Die **Arbeitslosenzahl** ist damit im Vormonatsvergleich zwar um 47.000 Personen gestiegen. Der Anstieg hatte jedoch vor allem saisonale Gründe. In saisonbereinigter Rechnung ist die Arbeitslosigkeit um 27.000 gesunken. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote lag im Dezember bei 6,5 %.

Die Anzahl der **Erwerbstätigen** ist nach aktuellen Schätzungen des Statistischen Bundesamtes im November gegenüber dem Vorjahr um 411.000 auf 43,1 Mio. Menschen gestiegen. Noch deutlicher fiel der Zuwachs in den Daten zur sozialversicherungspflichtigen **Beschäftigung** aus. Gemäß der jüngsten BA-Hochrechnung lag die Beschäftigtenzahl im Oktober um 524.000 Personen über dem Vorjahreswert.

Für die nächsten Monate lassen Frühindikatoren wie der Stellenindex BA-X einen weiteren Beschäftigungsaufbau erwarten. Der BA-X ist im Dezember gegenüber dem Vormonat um 4 Punkte auf 181 Punkte gestiegen.

Erwerbstätige u. Arbeitslosenquote
in Tsd., saisonbereinigt

