

Volkswirtschaft special

Meinungen, Analysen, Fakten

EZB sollte Experiment negativer Einlagenzinsen beenden

- Der wirtschaftliche Aufschwung im Euroraum hat sich in den vergangenen Monaten gefestigt. Mittlerweile zeichnet sich ein robuster Aufschwung in der Mehrzahl der Euro-Staaten ab. Die Wirtschaftsleistung des Euroraums dürfte in diesem Jahr um knapp 1,5 % zulegen. Die Wachstumsrate des harmonisierten Verbraucherpreisindex für den Euroraum wird zum Jahresende bei mehr als einem halben Prozent liegen.
- Im Zuge der anziehenden Konjunktur und moderat steigender Energie- und Rohstoffpreise haben sich die Deflationssorgen aufgelöst. Dies schafft zusätzliche Spielräume bei der Ausgestaltung des geldpolitischen Kurses im Euroraum. Die EZB sollte diesen nutzen und das Experiment negativer Einlagenzinsen noch in diesem Jahr beenden. Gleichzeitig sollte sie den monatlichen Ankauf von Wertpapieren vermindern, um drohenden strukturellen Engpässen beim Aufkauf von Wertpapieren zu begegnen.
- Die Risiken, die die Negativzinsen und Wertpapieraufkäufe in Milliardenhöhe im Euroraum provozieren, fallen ausgesprochen hoch aus. In den vergangenen Wochen hat die EZB mit ihren Wertpapierankäufen deutliche Fußspuren an den Finanzmärkten hinterlassen, indem sie die Zinsstruktur an den Geld- und Rentenmärkten noch einmal spürbar nach unten gedrückt hat. Neben dem steigenden Risiko von Übertreibungen bei Vermögenswerten gerät auch die private Altersvorsorge im Fahrwasser der Niedrigzinsphase zunehmend unter Druck. Die Niedrigzinspolitik der EZB verschlechtert die Ertragslage der privaten Altersvorsorge massiv. Durch die schwache Ertragslage dürfte sich in Deutschland die private Vorsorgelücke der Bundesbürger in den Jahren der Niedrigzinspolitik signifikant vergrößert haben.

Meinung

EZB sollte Experiment negativer Einlagenzinsen beenden

Es bleiben außerordentliche Zeiten in Europa. Die nicht enden wollende Tragödie um Griechenland sowie die ultralockere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB), durch die der Euro in den kommenden Monaten auf Paritätskurs gehen könnte, dominieren das Tagesgeschehen. Fast in Vergessenheit gerät dabei, dass die konjunkturelle Lage im Währungsraum so vielversprechend ist wie seit Ausbruch der Euro-Schuldenkrise nicht mehr.

Der wirtschaftliche Aufschwung im Euroraum hat sich gefestigt. Mittlerweile zeichnet sich ein robuster Aufschwung in der Mehrzahl der Euro-Staaten ab. Die Schuldenkrise ist damit noch nicht überstanden. Die Euro-Konjunktur war im Zuge der Euro-Schuldenkrise in ein tiefes Tal gerutscht. Angesichts anhaltend hoher Schuldenstände im Privaten wie auch Öffentlichen Sektor und einer immer noch hohen Arbeitslosigkeit sind weitere Reformbedarfe im Euroraum weiterhin angesagt, nicht nur in der Euro-Peripherie. Die Besserung der Lage auf den nationalen Arbeitsmärkten, das moderate Wirtschaftswachstum aber auch die sich sichtbar bessernde Unternehmenskreditvergabe bestätigen aber, dass der Euroraum das tiefe Konjunkturtal hinter sich gelassen hat.

Im Zuge der anziehenden Konjunktur und moderat steigender Energie- und Rohstoffpreise haben sich die Deflationssorgen aufgelöst. Sie waren die zentrale Rechtfertigung für die quantitative Lockerung der EZB. Die Wachstumsrate des harmonisierten

Verbraucherpreisindex für den Euroraum wird zum Jahresende bei mehr als einem halben Prozent liegen. Im kommenden Jahr ist nach Einschätzung der EZB eine Inflationsrate von 1,5 % im Jahresdurchschnitt zu erwarten.

Die Normalisierung der Verbraucherpreisdynamik im Euroraum schafft zusätzlichen Spielraum bei der Ausgestaltung des geldpolitischen Kurses. Die EZB sollte diesen nutzen und das Experiment negativer Einlagenzinsen noch in diesem Jahr beenden. Gleichzeitig sollte sie den monatlichen Ankauf von Wertpapieren vermindern, um drohenden strukturellen Engpässen beim Aufkauf von Wertpapieren zu begegnen.

Den Aussagen ihres Präsidenten Mario Draghi zufolge plant die EZB aktuell aber nicht, Wertpapieraufkäufe vor dem Ende des Programms im September 2016 in ihrem Umfang zurückzufahren. Auch ein Ende des negativen Einlagensatzes steht momentan nicht zur Debatte. Mit diesem geldpolitischen Pfad darf sich die EZB aber nicht zufrieden geben. Denn, die Risiken, die die Negativzinsen und Wertpapieraufkäufe in Milliardenhöhe im Euroraum provozieren, fallen ausgesprochen hoch aus. Bereits heute ist der wirtschaftliche und soziale Schaden höher als der zusätzliche Nutzen, den das Aufkaufprogramm und der Negativzins gebracht haben. Es bestehen Zweifel, ob die aktuellen wirtschaftlichen Verhältnisse im Währungsraum den Ankauf von Wertpapieren in Höhe des spanischen Bruttoinlandsprodukts rechtfertigen.

Meinung

Risiken der quantitativen Lockerung

In den vergangenen Wochen hat die EZB mit ihren Wertpapierankäufen deutliche Fußspuren an den Finanzmärkten hinterlassen. Mit ihren Staatsanleiheaufkäufen drückte sie die Zinsstruktur an den Geld- und Rentenmärkten noch einmal spürbar nach unten. In der Folge notiert mittlerweile ein Großteil zentraler Benchmarkzinsen unter der Nullzinsmarke. Dazu gehört seit vergangener Woche auch der 3-Monats-Euribor, der für viele Finanzgeschäfte als Referenzgröße dient.

Bundeswertpapiere bis zu einer Laufzeit von sieben Jahren rentieren mittlerweile unterhalb der Nullzinsmarke. 10-jährige Bundesanleihen rentieren mit zuletzt 0,16 % bereits nahe der Nullprozentmarke. Auch die Renditen für Staatsanleihen aus der Euro-Peripherie liegen aktuell auf historisch niedrigen Niveaus. Dieser Trend dürfte sich in den kommenden Monaten fortsetzen und der EZB ernsthafte Probleme beim Aufkauf angemessener Papiere bereiten. So hat sich die EZB darauf verpflichtet, keine Wertpapiere zu kaufen, deren Renditen unterhalb des aktuellen Einlagensatzes liegen. Bereits heute rentieren 2-jährige Bundesanleihen knapp unterhalb der Marke von -0,25 %. Sie dürfen also nicht mehr von der Notenbank gekauft werden.

Die Erfüllung der Ankaufspläne könnte aus diesem Grund im Laufe des Jahres zunehmend schwierig werden, da es angesichts der geringen Neuverschuldung des Öffentlichen Sektors in Deutschland auch kein steigendes Angebot an staatlichen

Schuldverschreibungen gibt. Schon heute sind Bundesbank und EZB auf das Angebot von länger laufenden Bundeswertpapieren angewiesen. Die Verfügbarkeit von Bundeswertpapieren könnte theoretisch nur vergrößert werden, indem die EZB den Einlagensatz erneut senkt und damit ihre selbst gesteckten Einschränkungen zugunsten eines größeren Pools an Wertpapieren lockert. Die Zinsen dürfte die europäische Notenbank damit weiter nach unten drücken. Die makroökonomischen Verzerrungen durch ein zu niedriges Zinsniveau würden dadurch noch größer ausfallen, weswegen von einem solchen Schritt in jedem Fall abgeraten werden muss.

Das aktuelle Negativzinsumfeld sowie die stetig neuen Liquiditätsschwemme provozieren eine Entkopplung der Preise von ihren Fundamentaldaten bei Vermögenswerten. Angesichts der hohen Kurse von Aktien und Rentenpapieren mehren sich die Befürchtungen von Investoren und internationalen Institutionen vor einem scharfen Kursverfall an den Finanzmärkten. So hatten der Internationale Währungsfonds (IWF) sowie die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) im April eindringlich vor Übertreibungen an den Aktienmärkten gewarnt. Darüber hinaus nahmen die Spekulationen auf einen Preisverfall bei Bundesanleihen im April zu. An einigen Immobilienmärkten sind ebenfalls Überhitzungstendenzen zu beobachten, wenngleich diese, wie im Fall Deutschlands, noch regional begrenzt auftreten.

Neben dem Risiko von Übertreibungen bei Vermögenswerten gerät auch die private Altersvorsorge

Meinung

im Fahrwasser der Niedrigzinsphase zunehmend unter Druck. Die Nullverzinsung sicherer Anlagen stört das Vorsorgespargen der privaten Haushalte empfindlich. In Deutschland dürfte das Niedrigzinsniveau bereits heute für eine milliardenschwere Schrumpfung zukünftiger Rentenzahlungen aus der privaten Alterssicherung verantwortlich sein. Die schwächere Entwicklung der Sparerträge erhöht die Vorsorgelücke der privaten Haushalte in Deutschland. Belastbare empirische Schätzungen zur genauen Höhe der Verluste durch die Niedrigzinsphase liegen allerdings noch nicht vor. Näherungsweise ließen sich die entgangenen Erträge über das gesamte Geldvermögen der privaten Haushalte berechnen, das aktuell bei rund 5.000 Mrd. Euro liegt. So dürfte jeder Prozentpunkt ungefähr einen Zinsertrag von 50 Mrd. Euro bringen.

Gründe der Konjunkturbelebung

Die konjunkturelle Besserung im Währungsraum steht auf einer vergleichsweise breiten Basis, wengleich die Wachstumsgeschwindigkeiten unterschiedlich hoch ausfallen. Die Europäische Kommission rechnet dieses Jahr damit, dass dieses Jahr wieder alle Mitgliedsstaaten des Währungsraums ein positives Wirtschaftswachstum realisieren. Diese Einschätzung dürfte auch die für Anfang Mai ausstehende Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission bestätigen, mit der wahrscheinlichen Ausnahme Griechenlands. Nach Einschätzung des BVR dürfte die Wirtschaftsleistung in diesem Jahr um knapp 1,5 % steigen.

Die sich bis auf Griechenland deutlich bessernde

wirtschaftliche Lage in den Peripheriestaaten ist zum überwiegenden Teil auf die erfolgreiche Umsetzung struktureller Wirtschaftsreformen zurückzuführen. Der „Doing Business“ Index der Weltbank bestätigt, dass sich das Klima zur Umsetzung unternehmerischer Tätigkeiten in den Krisenstaaten in den vergangenen Jahren verbessert hat. Dazu zählt auch das europäische Sorgenkind Griechenland. Allerdings startete das Land von einem sehr niedrigen Niveau, sodass der Nachholbedarf weiterhin sehr hoch ist.

Zweifellos waren die Reformen und Anpassungen in den Euro-Staaten schmerzhaft. Ihre wachstumsbelebende Wirkung zeigt sich aber nun immer mehr. Neben bürokratischen Erleichterungen bei Unternehmensgründungen spielte im Reformprozess auch die Lockerung von Arbeitsmarktfriktionen eine entscheidende Rolle. Die aktuellen makroökonomischen Schlüsselindikatoren zeigen, dass sich nicht nur Stimmung und Produktion verbessert haben, sondern dass sich auch die Lage auf den Arbeitsmärkten in der Peripherie freundlicher ist. Die schwächere Entwicklung in Frankreich und Italien ist in erster Linie auf das Fehlen wachstumsbelebender Struktur- und Kostenreformen zurückzuführen.

Die niedrigeren Energie- und Rohstoffpreise sowie der deutlich gesunkene Außenwert des Euro haben zusätzliche Wachstumseffekte im Währungsraum ausgelöst. Diese vermischen sich mit der wirtschaftlichen Erholung, die bereits zuvor eingesetzt hat. Insbesondere der gesunkene Wert des Euro dürfte über Preisvorteile das Exportgeschäft eini-

Meinung

ger Euro-Staaten beleben. Der Abwärtstrend des Euro-Dollar Kurses ist auf die auseinanderlaufenden Geldpolitiken in den USA und der Eurozone zurückzuführen. Während die US-Geldpolitik bereits die Zinswende für 2015 vorbereitet, bleibt die Geldpolitik im Euroraum noch längere Zeit expansiv bleiben.

Für eine freundlichere Konjunktorentwicklung sprechen auch die Zahlen zur Geldmengen- und Kreditentwicklung. Mittlerweile liegt die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 bei 4,0 % und damit nahe des einstigen längerfristigen Orientierungswertes der EZB für die Gewährleistung von der Preisstabilität von 4,5 %. Die Kreditvergabe wiederum dürfte im März erstmals seit rund drei Jahren oberhalb der Nullwachstumsmarke liegen. Das unterstreichen die aktuellen Zahlen des Bank Lending Surveys der EZB. Nach den offiziellen Ergebnissen der Umfrage der EZB senkten die Geldhäuser des Euroraums ihre Standards für Unternehmens- und Konsumentenkredite im ersten Quartal 2015. Dies dürfte sich positiv auf die Kreditvergabe auswirken.

Ihren Tiefpunkt hatte das Kreditwachstum Ende 2013 erreicht, als die Jahreswachstumsrate bei -2,3 % notierte. Die Erholung der Kreditvergabe setzte Anfang 2014 ein. Seitdem erholen sich die Jahreswachstumsraten der Kreditvergabe wieder. Die expansive Geldpolitik dürfte an der Besserung der Kreditvergabe einen signifikanten Anteil tragen. Haupttreiber dieser Entwicklung dürften aber die besseren Wirtschaftsstrukturen in den einzel-

nen Volkswirtschaften des Währungsraums gewesen sein, die das Wachstum und die Wachstumspotentiale des Euroraums erhöht haben.

Autor:

Jan Philip Weber

Mail: j.weber@bvr.de

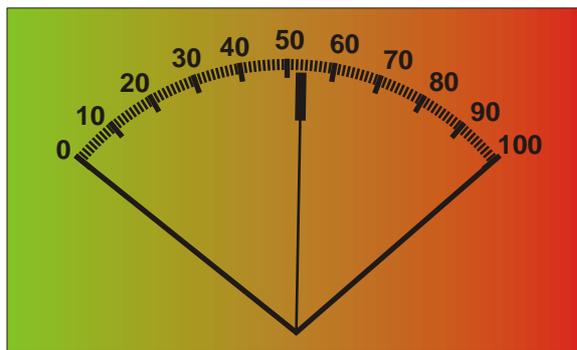
Geldpolitik und Geldmarkt

EZB will Ankaufprogramm wie geplant umsetzen

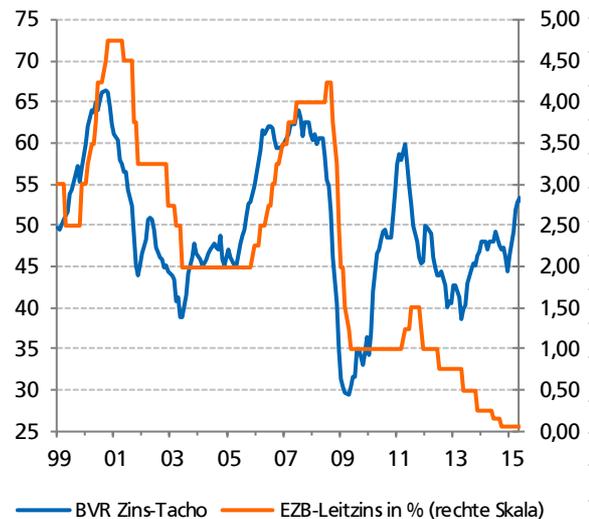
Das umfangreiche Aufkaufprogramm war Hauptthema auf der Pressekonferenz im Anschluss zur EZB-Ratssitzung. Angesichts der sich bessenden Konjunktur- und Inflationsdaten für den Währungsraum waren im Vorfeld der Ratssitzung Spekulationen aufgekommen, die EZB könne Umfang und Laufzeit ihres Wertpapieraufkaufprogrammes vorzeitig verringern. Draghi begegnete den Spekulationen mit einem klaren Bekenntnis zur vollständigen Umsetzung des geldpolitischen Sonderprogrammes bis mindestens September 2016. Die Befürchtungen einiger Marktbeobachter, die EZB könne in den kommenden Monaten nicht mehr genügend öffentliche Anleihen zum Ankauf finden, teilte der EZB-Präsident nicht. Im Falle zu wenig angebotener Staatspapiere könnte die EZB über eine weitere Senkung des Einlagensatzes ihr Aufkaufspektrum erhöhen. Draghi verwies aber

darauf, dass die EZB momentan keine Senkung der Einlagefazilität in Erwägung ziehe. Der Einlagensatz ist der Zins für Gelder, die die Geschäftsbanken über Nacht bei der EZB parken. Dieser dient der EZB auch als Renditeuntergrenze bei ihren Anleihekäufen. In den stetig auf neue Rekordtiefstände sinkenden Zinsen auf Kapitalmarktpapiere sieht der Präsident der EZB kein Problem für die Stabilität an den Vermögensmärkten. Vielmehr sei ein niedrigeres Zinsniveau seitens der EZB erwünscht. So erhoffen sich die europäischen Notenbanker von noch niedrigeren Kapitalmarktzinsen günstigere Kreditkonditionen und mehr Wachstum. Vor diesem Hintergrund führte Draghi die sich aktuell bessernde wirtschaftliche Lage im Währungsraum auf den niedrigeren Ölpreis, der Euro-Abwertung und der expansiven Geldpolitik zurück. Die Leitzinsen ließ der EZB-Rat auf seiner jüngsten Ratssitzung unverändert. Der Hauptrefinanzierungssatz beträgt damit nach wie vor 0,05 %. Der Einlagensatz liegt ebenfalls unverändert bei -0,2 %.

BVR Zins-Tacho



	Feb 15	Mrz 15	Apr 15
BVR Zins-Tacho	49	52	53
Konjunktur (50 %)	52	56	57
Preise/Kosten (40 %)	46	49	50
Liquidität (10 %)	44	43	45



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

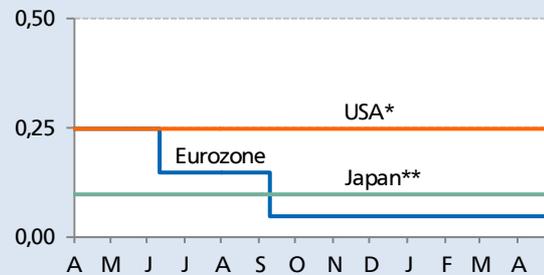
BVR Zins-Tacho signalisiert moderaten Preisdruck

Der BVR Zins-Tacho ist in den vergangenen zwei Monaten sichtbar um 4 Punkte gestiegen. Im April notierte der Zins-Tacho bei 53 Zählern. Das Barometer zur Messung des mittelfristigen Inflationsrisikos signalisiert damit einen moderaten Preisdruck für den Währungsraum. Der Anstieg ist in erster Linie auf den deutlich gestiegenen Konjunkturindex zurückzuführen. Der Konjunkturindex spiegelt damit die sich sichtbar bessermde Konjunktur im Währungsraum wider. Der Preisindikator, der sich aus der Entwicklung der Lohnstückkosten, Rohstoffpreise und des Außenwertes des Euro zusammensetzt, stieg ebenfalls an. Dazu beigetragen hat in erster Linie der schwächere Euro.

Geldmarktzinsen rückläufig

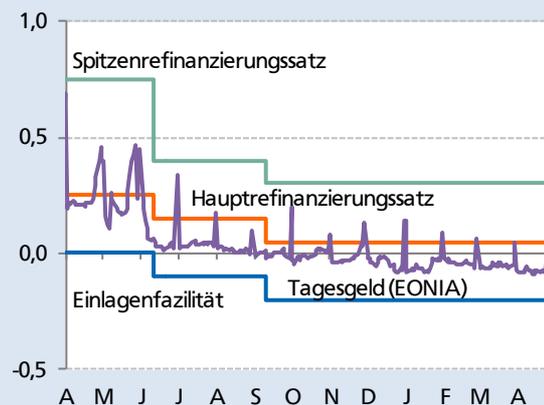
Die Zinsen für Termingeschäfte auf dem europäischen Geldmarkt haben sich im April weiter verringert. Die Wertpapierankäufe der EZB und die damit einhergehende zusätzliche Liquidität waren für den anhaltenden Zinsrückgang verantwortlich. Der 3-Monats-Euribor nahm im Zuge dessen im Monatsverlauf die Nullzinsmarke ins Visier. Binnen Monatsfrist sank der 3-Monats-Euribor um 2 Basispunkte und notierte zum Ende des Monats knapp unterhalb der Marke von 0 Prozent. Der Zinssatz für Zwölfmonatsgelder fiel im April um 3 Basispunkte auf 0,17 %. Im Monatsdurchschnitt lag der Tagesgeldsatz EONIA mit -0,08 % etwas niedriger als im März.

Notenbankzinsen international
in %

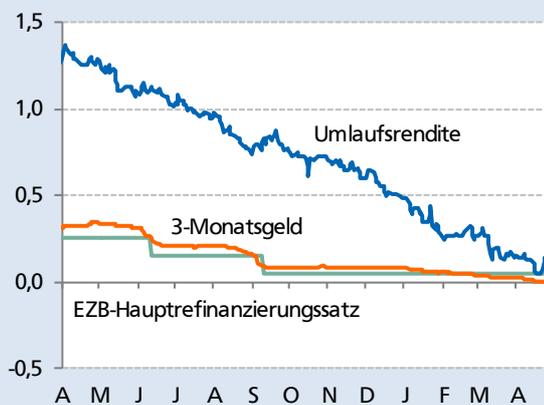


*Die Federal Reserve hat seit 16.12.2008 einen Zielbereich von 0-0,25 % für die Federal Funds Target Rate festgesetzt. **Die Bank of Japan hat seit 19.12.2008 ein Tagesgeld-Zielbereich von rund 0,1 % festgesetzt.

Wichtige Zinsen im Euroraum
Zinssätze in %



Geld- und Kapitalmarkt
Zinssätze in %



Quelle: Datastream

Rentenmarkt

Bundesanleiherenditen rückläufig

Die griechische Schuldenkrise sowie die Geldpolitiken dies- wie jenseits des Atlantiks waren die zentralen Treiber an den Rentenmärkten im April. Staatstitel aus dem Euroraum aber auch aus den USA reagierten sensibel auf den geldpolitischen Ausblick in den beiden Wirtschaftsräumen. Zu Monatsbeginn tendierten US-Staatsanleihen noch aufwärts, da im Zuge positiver Konjunkturdaten von Investorensseite verstärkt auf eine zeitnahe Zinswende im Hochsommer 2015 spekuliert wurde. Im weiteren Monatsverlauf kam es im Zuge enttäuschender Konjunkturdaten zu leichten Anpassungen bei den Zinserwartungen in den USA. So stiegen die Befürchtungen, die Zinswende könne doch später erfolgen. Die Renditen von Bundesanleihen folgten derweil einem klaren Abwärtstrend. Ausschlaggebend hierfür dürften die Staatsanleihekäufe der EZB und der nationalen Notenbanken des Währungsraums gewesen sein. Darüber hinaus stärkten positive Konjunkturnachrichten die Nachfrage. In der zweiten Monathälfte kam es zu einer leichten Gegenbewegung bei Bundesanleihen. Treibende Kraft war dabei die Hoffnung auf Fortschritte bei der Lösung der griechischen Schuldenkrise. Die Umlaufrendite börsennotierter Bundesanleihen fiel im April um 2 Basispunkte auf ein neues Allzeittief von 0,12 %. Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen lag am 27. April mit 0,16 % rund 2 Basispunkte unter seinem Vormonatswert. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen sank im April um 1 Basispunkt auf 1,93 %.

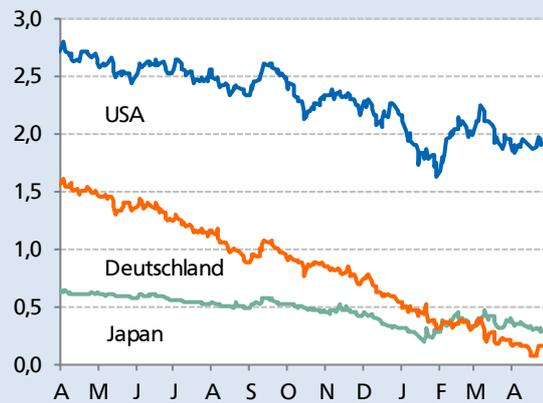
Zinsstruktur am Rentenmarkt

Spread Bundesanleihen mit Restlaufzeiten 10/1 Jahr, in %



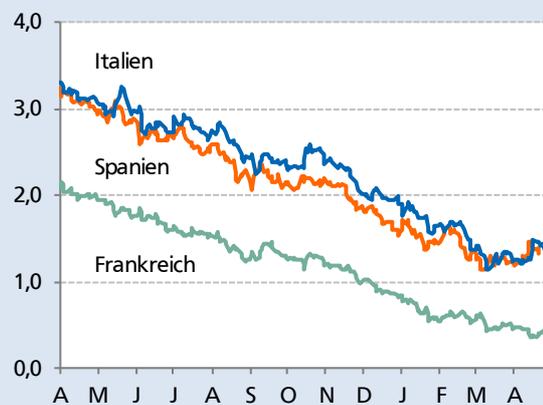
Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



Quelle: Datastream

Devisenmarkt

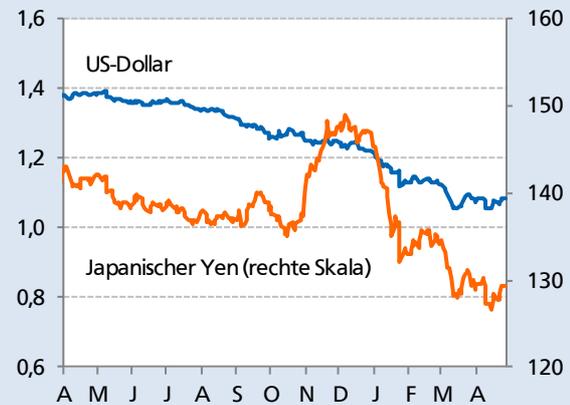
Euro stabilisiert sich bei 1,08 US-Dollar

Der Euro hat sich im April überraschend gut gegenüber dem US-Dollar behaupten können. Nach den schwachen ersten beiden Monaten des neuen Jahres stabilisierte sich der Euro im Monatsverlauf bei 1,08 US-Cent. Zwar hatte die europäische Gemeinschaftswährung zu Beginn des Monats noch Verluste gegenüber dem Greenback hinnehmen müssen. Gute Konjunkturdaten hatten zu dieser Zeit die Erwartungen gestärkt, die Federal Reserve werde bereits im Hochsommer die Zinswende einleiten.

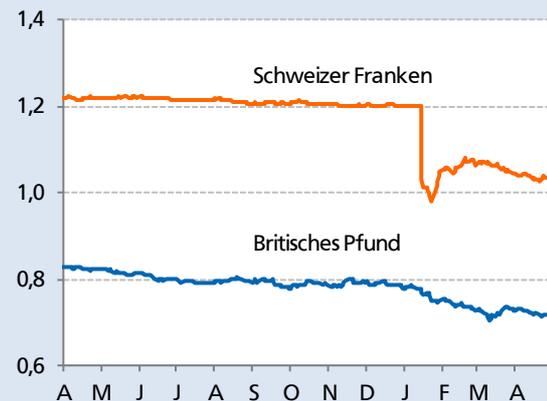
Im weiteren Monatsverlauf kühlte sich der Konjunkturoptimismus in den USA aber weitestgehend ab. Schwächer als erwartete Konjunkturdaten hatten die Befürchtungen an den Finanzmärkten gestärkt, dass mit jeder schlechten Konjunkturzahl die Notenbank eher geneigt seien, die Dollarstärke als Problem zu sehen. An den Devisenmärkten kamen daraufhin Spekulationen auf, die Fed könne ihren zinspolitischen Exit nach hinten verschieben. Das schwächte den US-Dollar. Gleichzeitig stärkten positive Konjunkturnachrichten aus dem Euroraum den Euro gegenüber dem Greenback.

Die Krise um das hochverschuldete Griechenland konnte sich hingegen in der zweiten Monatshälfte kaum am Devisenmarkt durchsetzen, sodass dieser sich in der zweiten Monatshälfte eng um die Marke von 1,08 US-Dollar schwankte.

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 knapp über 12.000 Punkten

Der DAX konnte seine Rekordjagd im April nicht fortsetzen. Zwar hatte der deutsche Leitindex in der ersten Monatshälfte noch einmal Kurs auf die 12.500er Marke genommen. Konjunkturoffnungen dies- wie jenseits des Atlantiks stärkten dabei die Nachfrage nach Aktien. Der DAX profitierte vom sinkenden Euro-Dollar Kurs. Ein schwacher Euro dürfte die exportstarke deutsche Wirtschaft stärken. Zudem beflügelte die Aussicht auf anhaltende Anleiheaufkäufe der EZB den DAX.

In der zweiten Monatshälfte nahmen sich die Anleger zunehmend die Warnungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) sowie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) zu Herzen. Diese hatten eindringlich vor Übertreibungen an den Aktienmärkten weltweit gewarnt. Der deutsche Aktienindex musste daraufhin deutliche Verluste hinnehmen. Enttäuschende Wirtschaftsdaten aus den USA sowie die Sorge um eine unkontrollierte Staatspleite mit anschließendem Austritt Griechenlands aus der Eurozone vermiesen den Anlegern dies- wie jenseits des Atlantiks die Stimmung.

Zum Monatsende konnte der DAX im Zuge neuer Hoffnungen auf einen Fortschritt Streit der Euro-Gruppe mit Griechenland seine Verluste aus der Monatsmitte wieder gutmachen. Der Deutsche Aktienindex ging am 27. April mit 12.039 Punkten aus dem Handel. Das waren 0,6 % mehr als zum Vormonatsultimo. Der Dow Jones stieg im gleichen Zeitraum um 1,5 % auf 18.038 Punkte.

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

Wachstumsdynamik dürfte zulegen

Dem gemeinsamen Wirtschaftsausblicks des ifo Instituts, des INSEE und des ISTAT zufolge, hat sich das gesamtwirtschaftliche Wachstum des Euroraums im ersten Quartal beschleunigt. Demnach ist die Verlaufsrate des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 0,3 % im Jahresendquartal 2014 auf 0,4 % zu Jahresbeginn 2015 gestiegen. Zudem prognostizieren die Institute auch für das zweite und dritte Quartal einen BIP-Anstieg von jeweils 0,4 %. Angesprochen werde die Konjunktur unter anderem durch die Abwertung des Euro-Wechselkurses, die zu einem Aufschwung bei den Exporten führe. Impulse werden auch vom robusten Wachstum beim Privatkonsum erwartet, welcher von den niedrigen Energiepreisen profitiere. Die Investitionen werden der Prognose zufolge ebenfalls leicht zunehmen.

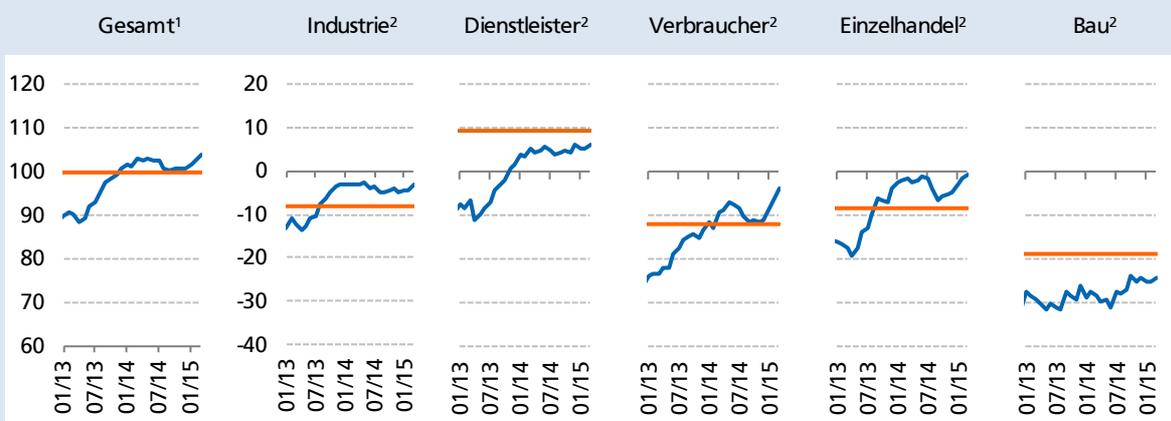
Grundlage für die Prognose sind die Annahmen,

dass sich der Preis für ein Fass Rohöl bei 56 US-Dollar und der Wechselkurs des Euro zum US-Dollar bei 1,10 stabilisieren werden. Darüber hinaus wird angenommen, dass sich die geopolitischen Spannungen im Mittleren Osten und der Ukraine nicht weiter zuspitzen werden sowie dass die Konfrontation zwischen Griechenland und seinen Gläubigern nicht eskalieren wird.

Verbessertes Wirtschaftsklima

Auf ein beschleunigtes Wachstum im Euroraum deutet auch die weitere Verbesserung der wirtschaftlichen Stimmung hin. Der Wirtschaftsklimaindex ist jüngst von 102,1 Punkten im Februar auf 103,9 Punkte im März gestiegen. Er legte damit bereits den vierten Monat in Folge zu. Das Wirtschaftsklima hat sich zuletzt in allen betrachteten Bereichen verbessert. Besonders deutlich fiel die Stimmungsverbesserung bei den Verbrauchern aus.

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

Kräftiger Produktionszuwachs

Die **Industrieproduktion** des Euroraums ist im Februar auf ihren Wachstumspfad zurückgekehrt. Der Ausstoß legte gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um deutliche 1,1 % zu. Damit konnte der Produktionsrückgang vom Januar (-0,3 %) mehr als ausgeglichen werden. In den nächsten Monaten ist mit einem weiteren Produktionswachstum zu rechnen. Hierauf deutet zumindest der **Order-Indikator** der EU-Kommission hin, der zuletzt merklich von -14,6 Punkten im Februar auf -11,2 Punkte im März stieg.

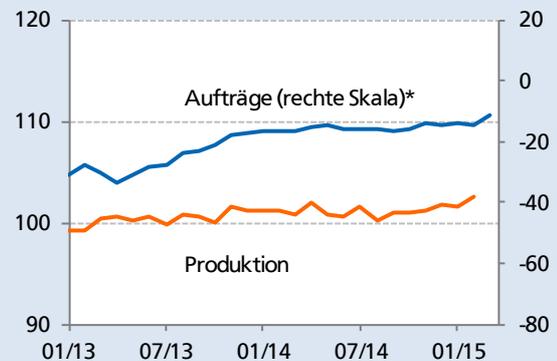
Inflationsrate bei -0,1 %

Die Inflationsrate des Euroraums, gemessen an der jährlichen Veränderungsrate des Harmonisierten **Verbrauchpreisindex** (HVPI), nahm jüngst leicht von -0,3 % im Februar auf -0,1 % im März zu. Für den Anstieg der Gesamtrate waren vor allem die Energiepreise verantwortlich, die im März weniger stark nachgaben (-6,0 %) als zuvor (-7,9 %). Auch bei den **Erzeugerpreisen** hat sich der Rückgang etwas vermindert. Ihre Jahresrate ist von -3,5 % im Januar auf -2,8 % im Februar gesunken. Für März liegen hier noch keine Angaben vor.

Arbeitslosenquote weiter rückläufig

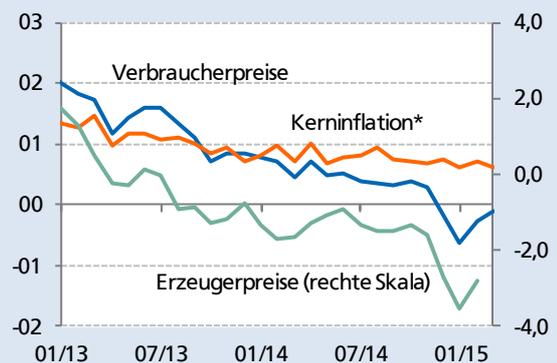
Die Abwärtsbewegung der Arbeitslosenquote des Euroraums hat sich fortgesetzt. Nach Angaben von Eurostat ist sie zuletzt von (aufwärts revidierten) 11,4 % im Januar auf 11,3 % im Februar gesunken.

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

Forschungsinstitute erhöhen BIP-Prognosewert

Die an der Gemeinschaftsdiagnose teilnehmenden Wirtschaftsforschungsinstitute haben am 16. April ihr neues Frühjahrgutachten vorgelegt. Dem Gutachten zufolge befindet sich die deutsche Wirtschaft in einem kräftigen Aufschwung, der insbesondere durch den Verfall des Ölpreises und die starke Abwertung des Euro-Wechselkurses genährt wird. Vor dem Hintergrund der unerwartet günstigen Wirtschaftsentwicklung haben die Forschungsinstitute ihre Prognose zum Anstieg des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts (BIP) Deutschlands für 2015 merklich nach oben revidiert. Während sie im Herbst 2014 noch von einem BIP-Anstieg von 1,2 % ausgingen, rechnen sie nunmehr mit einem Zuwachs um 2,1 %. Dem Frühjahrgutachten zufolge bleiben die zunehmenden Konsumausgaben der wichtigste Antrieb

der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Zudem dürften vom übrigen Euroraum wieder Wachstumsimpulse ausgehen, sodass auch der Außenhandel insgesamt einen positiven Beitrag zum BIP-Anstieg leisten werde. Im Jahr 2016 ist nach Einschätzung der Konjunkturforscher mit einem Wirtschaftswachstum um 1,8 % zu rechnen. Die Euro-Abwertung werde die Konjunktur zwar weiter beleben, die positiven Effekte des gesunkenen Ölpreises dürften aber auslaufen.

Der BVR teilt die optimistische Einschätzung der Wirtschaftsforschungsinstitute zur konjunkturellen Entwicklung Deutschlands im Wesentlichen, ist aber in Hinblick auf die BIP-Entwicklung im laufenden Jahr etwas vorsichtiger. Nach Einschätzung des BVR dürfte das preisbereinigte BIP in 2015 um 1,7 % expandieren.

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

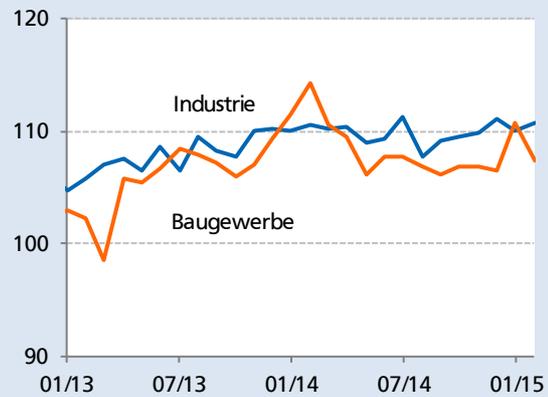
Amtliche Verlaufsdaten tendieren moderat aufwärts

Die deutsche Wirtschaft konnte im Februar ihren grenzüberschreitenden Handel merklich ausweiten. Auch die Industrieproduktion und der industrielle Auftragseingang waren von der Tendenz her aufwärtsgerichtet. Die **Industrieproduktion** legte gegenüber dem Vormonat in preis-, saison- und arbeitstäglich bereinigter Rechnung leicht um 0,5 % zu. Zuvor, im Januar, war sie allerdings abwärts revidiert um 1,0 % gesunken. In dem weniger schwankungsanfälligen Dreimonatsvergleich ist die Industrieproduktion aber um 1,1 % gestiegen. Die Bauproduktion legte im Dreimonatsvergleich ebenfalls zu (+1,5 %). Der industrielle **Auftragseingang** ist im Februar um 0,9 % gesunken. Ausschlaggebend für der Auftragsschwund waren die Auslandsorders, die um 1,6 % nachgaben während die inländische Nachfrage stagnierte. Im Dreimonatsvergleich war jedoch insgesamt ein moderates Bestellplus von 0,6 % zu verzeichnen. Die **Ausfuhren** der deutschen Wirtschaft sind im Februar gegenüber dem Vormonat kalender- und saisonbereinigt um 1,5 % gestiegen. Im Vorjahresvergleich legten sie sogar um 3,9 % zu. Impulse kamen dabei insbesondere aus dem Handel mit den Drittländern (+4,6 %). Die Einfuhren der deutschen Wirtschaft sind im Februar mit einer Verlaufsrate von 1,8 % gestiegen.

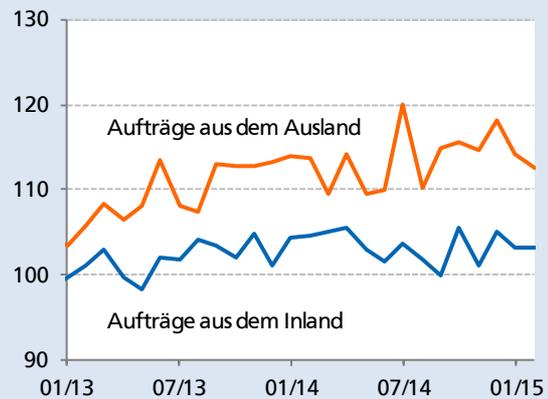
Konjunkturerwartungen etwas weniger optimistisch

Im April sind die **ZEW-Konjunkturerwartungen**

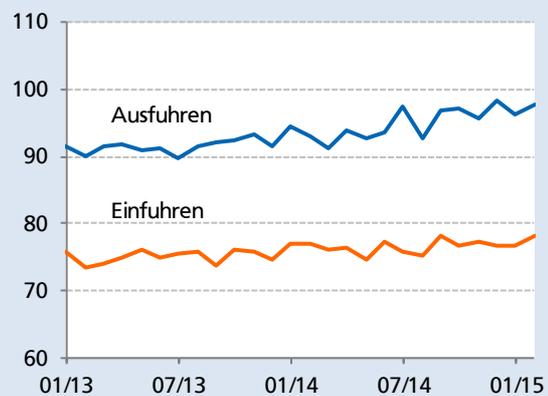
Produktion
2010=100, preis- und saisonbereinigt



Aufträge
2010=100, preis- und saisonbereinigt



Außenhandel
in Mrd. Euro, saisonbereinigt



Quelle: Datastream

Deutsche Konjunktur

gegenüber März leicht um 1,5 Punkte auf 53,3 Punkte gefallen. Hierzu dürften unter anderem die nach wie vor hohen Unsicherheiten über die Situation Griechenlands und die Entwicklung der Weltkonjunktur beigetragen haben. Zudem schränkt das bereits sehr hohe Niveau der Konjunkturerwartungen den Spielraum für eine weitere Verbesserung ein. Im Gegensatz zur den Aussichten wurde die derzeitige Lage von den befragten Finanzmarktexperten insgesamt günstiger beurteilt. Auch die vom ifo Institut befragten Unternehmen haben die wirtschaftlichen Perspektiven im April insgesamt etwas weniger positiv bewertet. Die aktuelle Geschäftslage wurde aber gleichwohl deutlich häufiger mit „gut“ beschrieben. Der **ifo Geschäftsklimaindex** als Mittelwert aus den Lage- und Erwartungseinschätzungen ist vor diesem Hintergrund moderat von 107,9 Punkten im März auf 108,6 Punkten im April gestiegen.

Inflationsrate zieht leicht an

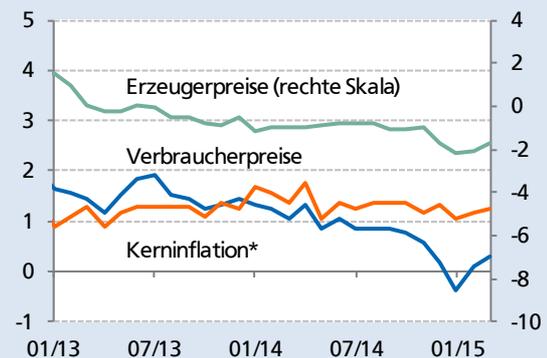
Die auf dem **Verbraucherpreisindex (VPI)** beruhende Inflationsrate Deutschlands hat sich jüngst leicht von 0,1 % im Februar auf 0,3 % im März erhöht. Maßgeblich hierfür waren die Energiepreise. Diese lagen im März zwar weiterhin unter dem Vorjahresniveau (-5,7 %), allerdings weniger deutlich als noch im Februar (-7,3 %). Zudem gingen die Lebensmittelpreise (-0,1 %) weniger stark zurück als im Vormonat (-0,4 %). Bei den Erzeugerpreisen gewerblicher Produkte hat sich der Rückgang weiter abgeschwächt. Der **Erzeugerpreisindex** lag im März um 1,7 % unter seinem Vorjahreswert. Im Januar und Februar waren die Erzeu-

Wirtschaftliche Einschätzung
saisonbereinigt



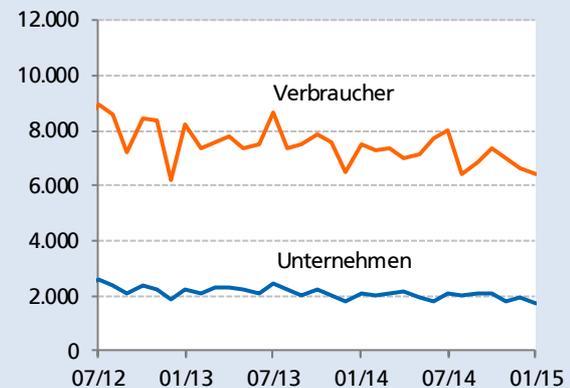
*rechte Skala, 2010=100

Verbraucher- und Erzeugerpreise
gg. Vorjahr in %



*ohne Energie und Lebensmittel

Insolvenzen
Monatliche Fallzahlen



Quelle: Datastream

Deutsche Konjunktur

gerpreise noch um 2,2 % bzw. 2,1 % gesunken.

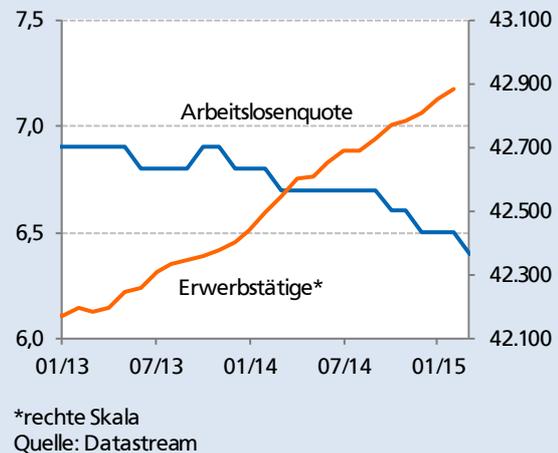
Insolvenzen weiterhin rückläufig

Zu Jahresbeginn hat sich der Abwärtstrend in den Insolvenzdaten Deutschlands fortgesetzt. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes wurden von den Amtsgerichten im Januar 1.739 Unternehmens- und 6.397 Verbraucherinsolvenzen gemeldet. Die Anzahl der Unternehmenspleiten ist gegenüber dem Vorjahresmonat um deutliche 15,4 % gesunken. Die Zahl der Verbraucherinsolvenzen gab mit einer Jahresrate von -14,5 % ähnlich stark nach. Das aus konjunktureller und struktureller Sicht insgesamt günstige Umfeld lässt für die nächsten Monate einen weiteren Rückgang der Insolvenzzahlen erwarten. Wie im Volkswirtschaft special Nr. 3/2015 dargelegt, dürfte die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen im gesamten Jahr 2015 gegenüber dem Vorjahr um 3,2 % auf rund 23.300 Fälle zurückgehen.

Arbeitsmarktentwicklung nach wie vor günstig

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 85.000 auf 2,932 Mio. Menschen zurückgegangen. Der Rückgang fiel damit erneut stärker aus als im Rahmen der Frühjahrsbelebung allgemein üblich. In saisonbereinigter Rechnung ging die Arbeitslosenzahl um 15.000 Personen zurück, nachdem sie bereits im Februar deutlich gefallen war (-20.000). Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote

Erwerbstätige u. Arbeitslosenquote
in Tsd., saisonbereinigt



lag im März bei 6,4 % und damit etwas niedriger als in den Vormonaten (6,5 %).

Die insgesamt günstige Arbeitsmarktlage zeigt sich auch in den monatlichen Verlaufsdaten zur Erwerbstätigkeit und zur Beschäftigung. Gemäß der aktuellen BA-Hochrechnung ist die Anzahl der sozialversicherungspflichtig **Beschäftigten** im Januar gegenüber dem Vorjahr um 585.000 auf 30,32 Mio. Menschen gestiegen. Die **Erwerbstätigenzahl** legte nach jüngsten Schätzungen des Statistischen Bundesamtes im Februar um 384.000 auf 42,49 Mio. Personen zu.

Für die nächsten Monate signalisiert der BA-Stellenindex **BA-X** eine Fortsetzung des Aufwärtstrends in der Beschäftigungsentwicklung. Der BA-X ist leicht von 183 Punkten im Februar auf 184 Punkte im März gestiegen. Er befindet sich damit weiterhin deutlich über seinem Vorjahresstand.