

# DIGITALES ARCHIV

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft  
ZBW – Leibniz Information Centre for Economics

## Periodical Part

Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2015

## Provided in Cooperation with:

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, Berlin

*Reference:* Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2015 (2018).

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/11159/2994>

## Kontakt/Contact

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft/Leibniz Information Centre for Economics  
Düsternbrooker Weg 120  
24105 Kiel (Germany)  
E-Mail: [rights\[at\]zbw.eu](mailto:rights[at]zbw.eu)  
<https://www.zbw.eu/>

## Standard-Nutzungsbedingungen:

Dieses Dokument darf zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen. Sofern für das Dokument eine Open-Content-Lizenz verwendet wurde, so gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

<https://savearchive.zbw.eu/termsfuse>

## Terms of use:

*This document may be saved and copied for your personal and scholarly purposes. You are not to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public. If the document is made available under a Creative Commons Licence you may exercise further usage rights as specified in the licence.*

# VOLKSWIRTSCHAFT KOMPAKT

Wirtschaftspolitik, Finanzmärkte, Konjunktur

Herausgeber: Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken · BVR · Volkswirtschaft/Mittelstandspolitik  
Verantwortlich: Dr. Andreas Bley · Schellingstraße 4 · 10785 Berlin · Telefon: 030 2021-15 00 · Telefax 030 2021-1904  
Internet: <http://www.bvr.de> · E-Mail: [volkswirtschaft@bvr.de](mailto:volkswirtschaft@bvr.de)

## Euroraum baut zu wenig Schulden ab

Die Bundesregierung sollte die ausgesprochen gute Konjunktur nutzen, um die staatlichen Schulden zu verringern. Das in den Sondierungsgesprächen zwischen CDU/CSU und SPD festgehaltene Ziel eines ausgeglichenen Haushalts ist nicht ehrgeizig genug. Zu dem kräftigen Aufschwung passt ein Haushaltsüberschuss von 1 % besser als die „schwarze Null“. Die Bundesregierung geht in ihrem heute präsentierten Jahreswirtschaftsbericht von einem Wirtschaftswachstum von 2,4 % aus, das ist ein Prozent mehr als das Trendwachstum. In den kommenden Jahren sollte ferner ein Teil der Mehreinnahmen für Steuerentlastungen und Investitionen genutzt werden.

Viel zu wenig ambitioniert zeigen sich auch die europäischen Nachbarstaaten bei der Rückführung der Schulden. Zwar dürfte die Schuldenquote des Euroraums auch in 2018 leicht zurückgehen. Mit 87 % wird sie um 7 Prozentpunkte niedriger liegen als bei ihrem Höchststand im Jahr 2014. Doch sind davon 3 Prozentpunkte und damit fast die Hälfte alleine auf die Konsolidierung in Deutschland zurückzuführen. Gerade in Frankreich, Italien und Spanien, den größten Partnerländern im Euroraum hat sich bei der Rückführung der Schulden in den vergangenen Jahren besonders wenig getan.

Die europäischen Regeln zur Haushaltsüberwachung haben sich in den vergangenen Jahren als nicht wirksam genug erwiesen. Bei einer Überarbeitung könnten die Einrichtung eines unabhängigen Haushaltswächters auf der europäischen Ebene, die Einrichtung nationaler Stabilitätsräte in allen Mitgliedstaaten und eine stärkere Orientierung an der Entwicklung der staatlichen Ausgaben einen Beitrag zur Verbesserung der Haushaltsüberwachung leisten.



### Inhalt

<b>Euroraum baut zu wenig Schulden ab</b>	<b>2</b>
Dr. Andreas Bley E-Mail: <a href="mailto:a.bley@bvr.de">a.bley@bvr.de</a>	
<b>Finanzmärkte</b>	<b>7</b>
Dr. Jan Philip Weber E-Mail: <a href="mailto:j.weber@bvr.de">j.weber@bvr.de</a>	
<b>Konjunktur</b>	<b>12</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	

## Euroraum baut zu wenig Schulden ab

Die prekäre Lage der Staatsfinanzen im Euroraum ist im Zuge des robusten konjunkturellen Aufschwungs aus dem Blickfeld der Öffentlichkeit geraten. Das gute Wirtschaftsklima, der anhaltende Aufwärtstrend bei der Beschäftigung und solide steigende Einkommen haben die Sorgen der Krisenjahre in den Hintergrund treten lassen.

Zu Recht zeigen die Spreads der Anleiherenditen keinen deutlichen Abwärtstrend. Denn in den hochverschuldeten Staaten des Euroraums ist bislang keine spürbare Rückführung der Staatsschulden zu erkennen. So ist beispielsweise der Renditespread Portugals seit Anfang 2017 im Zuge der Stabilisierung des Bankensektors deutlich zurückgegangen, dies hat aber gerade nur den vorangegangenen Anstieg im Zuge der Krise um die portugiesischen Banken wieder ausgeglichen. In Italien und Spanien sind die Spreads in dem betrachteten Zeitraum sogar geringfügig gestiegen, während sie im ebenfalls hochverschuldeten Belgien leicht zurückgegangen sind.

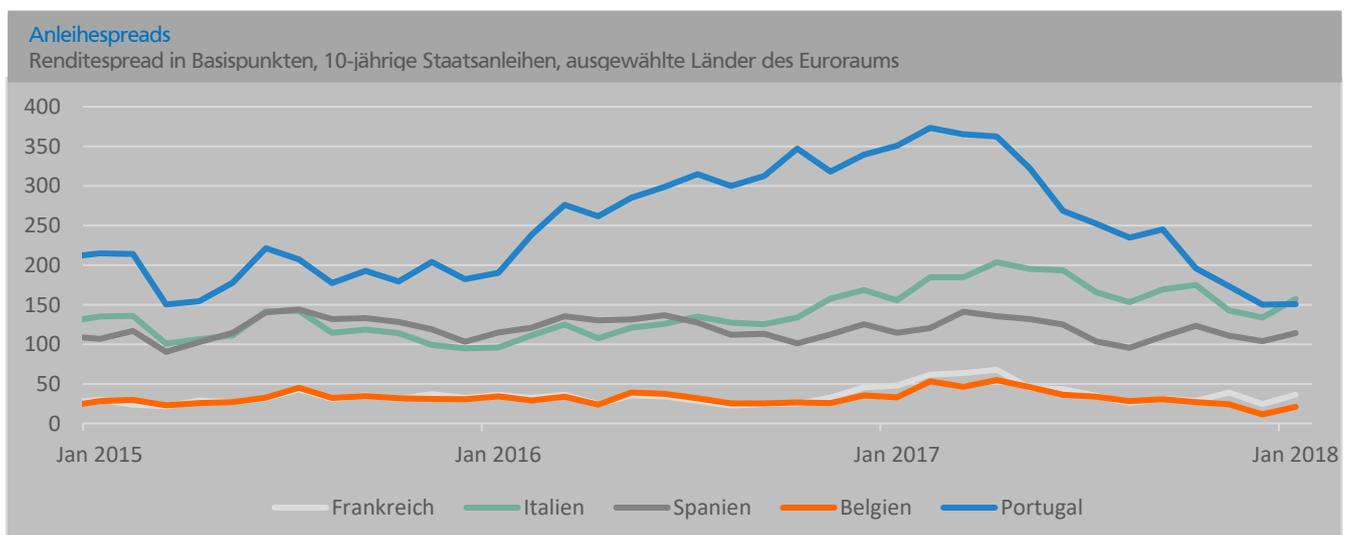
Nach der Herbstprognose der Europäischen Kommission vom November 2017 dürften sich die Schulden der öffentlichen Hand im Euroraum in diesem Jahr auf 10.091 Mrd. Euro belaufen, dies sind 87,2 % des Bruttoinlandsprodukts. Im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung ist der Schuldenstand in den vergangenen Jahren etwas zurückgegangen, im Jahr 2014 hatte die Schuldenquote noch auf einem Höchststand von 94,2 % gelegen.

- Ein Großteil der bisherigen Konsolidierung ist durch die Haushaltspolitik in Deutschland erzielt worden. Die Schuldenquote des Euroraums läge ohne Deutschland mit 98,0 % um 11 Prozentpunkte höher. Der Rückgang hätte ohne Deutschland nur bei 4 statt 7 Prozentpunkten gelegen.
- Deutschland und die Niederlande sind die einzigen Länder mit einem Abbau der Staatsschulden in diesem Zeitraum (um zusammen rund 150 Mrd. Euro), im Euroraum insgesamt kam es zu dem Rückgang dadurch, dass die Schulden langsamer als die Wirtschaftskraft stiegen.
- Die höchsten Schuldenquoten dürften in 2018 Italien, Portugal und Belgien mit 131 %, 124 % und 103 % aufweisen. Auch in Zypern, Spanien und Zypern liegen die Raten mit 98 %, 97 % und 97 % jeweils fast im dreistelligen Bereich.

Gerade in den drei größten Partnerländern Frankreich, Italien und Spanien hat sich in den vergangenen Jahren wenig getan. Zusammengenommen weisen die drei Staaten eine Schuldenquote von 108 % auf, die Schuldenquote ist damit fast genauso groß wie 2014 (109%).

### Mangelnder politischer Wille

Vor dem Hintergrund des konjunkturellen Aufschwungs im Euroraum, der im Jahr 2014 begonnen hat, sind die schwachen Konsolidierungsfortschritte



Quelle: Thomson Reuters Datastream

immer weniger auf ein widriges wirtschaftliches Umfeld, sondern stattdessen auf einen mangelnden politischen Willen zurückzuführen, gerade in den Hochschuldenländern.

Dies zeigt sich auch bei der Betrachtung der öffentlichen Haushaltsdefizite. Diese erreichten im Durchschnitt des Euroraums im Jahr 2009 einen Spitzenwert von 6,2 % und sind seitdem langsam zurückgegangen auf prognostizierte 0,9 % in diesem Jahr. Ohne den leichten Haushaltsüberschuss in Deutschland wäre die Defizitquote mit 1,7 % deutlich höher. In Frankreich, Spanien und Italien bleiben die Defizitquoten mit 2,9 %, 2,4 % und 1,8 % überdurchschnittlich.

Die Eurostaaten sollten deutlich mehr für den Schuldenabbau tun. Dies entspräche nicht nur den europäischen Haushaltsregeln, sondern ist auch unverzichtbar, um für schlechte Zeiten die nötigen Haushaltsspielräume zurückzugewinnen. Das preisbereinigte Wirtschaftswachstum dürfte in diesem Jahr wie in Deutschland oberhalb der Marke von 2 % liegen, das nominale Wirtschaftswachstum somit bei gut 3,5 %. Mit dem Rückenwind der Konjunktur könnte im Euroraum also bei einem ausgeglichenen Staathaushalt die Schuldenquote allein in 2018 um 3,5 Prozentpunkte verringert werden. Über mehrere Jahre hinweg wäre somit ein deutliches Abschmelzen der Schuldenquote erreichbar, anstelle des eher anämischen Rückgangs der vergangenen Jahre.

### Staaten schlecht gewappnet für Zinswende

Mehr Haushaltsdisziplin wäre auch geboten, um für einen möglichen Zinsanstieg gewappnet zu sein. Zwar zeichnet sich eine erste Zinserhöhung der Europäischen Zentralbank (EZB) noch nicht ab. Doch sind die Chancen gestiegen, dass das Aneihekaufprogramm bis zum Ende dieses Jahres ausläuft, hierauf deuten Äußerungen von Mitgliedern des EZB-Rats hin. Bei einer Fortsetzung des Aufschwungs wären dann eine Zinswende in der ersten Hälfte des Jahres 2019 angezeigt, die voraussichtlich auch einen Renditeanstieg am langen Ende des Anleihemarktes mit sich bringen würde.

Dieser würde sich zwar wegen der Laufzeitstruktur nur allmählich auf die Staatsfinanzierung auswirken,

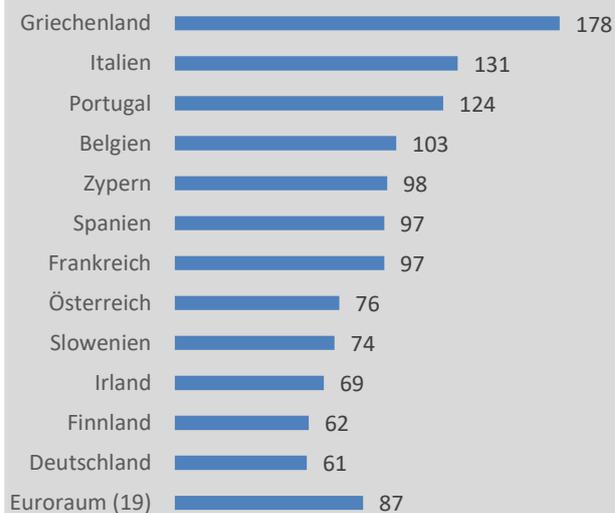
doch wären die Zusatzbelastungen gerade für die Hochschuldenländer durchaus beträchtlich. Nach Berechnungen der Bundesbank vom Juli 2017 lag die Zinsersparnis in Italien im Jahr 2016 bei 2,3 % des Bruttoinlandsprodukts. Mit einer Zinswende müsste diese haushaltspolitische Entlastung Schritt für Schritt durch eine zurückhaltende Finanzpolitik ausgeglichen werden.

### Schwarze Null in Deutschland nicht ausreichend

Aufgrund der Hochkonjunktur sollte in Deutschland ein Haushaltsüberschuss angestrebt werden. Das in den Sondierungsgesprächen festgehaltene Ziel eines ausgeglichenen Haushalts ist nicht ehrgeizig genug. Ein Haushaltsüberschuss in Höhe von 1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts würde besser zu dem kräftigen Aufschwung passen als die „schwarze Null“.

Die hierfür nötigen Spielräume sind vorhanden. So geht die Bundesregierung in ihrem heute vorgestellten Jahreswirtschaftsbericht von einem Wirtschaftswachstum in Höhe von 2,4 % im Jahr 2018 aus. Damit wächst die deutsche Wirtschaft rund einen Prozentpunkt stärker als im langjährigen Trend und entsprechend günstig stellt sich die Entwicklung der staatlichen Steuerein-

**Euro-Länder mit Schuldenquoten oberhalb von 60 %**  
Öffentliche Schulden in % des BIPs, 2018



Quelle: Europäische Kommission, Prognose vom November 2017

nahmen dar, gleichzeitig ist die Zinslast für die öffentlichen Haushalte historisch niedrig. In den kommenden Jahren sollte ferner ein Teil der Mehreinnahmen für Steuerentlastungen und Investitionen genutzt werden.

Moderate Haushaltsüberschüsse würden das Ziel steigender öffentlicher Investitionen nicht gefährden, erforderlich wäre nur der Verzicht auf weitere teure sozialpolitische Wohltaten. Die hohe Ausgabenfreude der potentiellen Koalitionspartner wird nicht nur im Bereich sozialpolitischer Wohltaten deutlich, sondern auch beispielsweise im Bereich der Europapolitik.

Dort findet sich der Hinweis, dass die Europäische Union (EU) bei der Erstellung des nächsten mehrjährigen Finanzrahmens finanziell gestärkt werden soll und spezifische Haushaltsmittel befürwortet „für wirtschaftliche Stabilisierung und soziale Konvergenz sowie für die Unterstützung von Strukturreformen in der Eurozone, die Ausgangspunkt für einen künftigen Investivhaushalt für die Eurozone sein können“.

### Europäische Haushaltsregeln überarbeiten

Nach den Vorgaben des Maastrichter Vertrags stellen eine staatliche Defizitquote von 3 % und eine Schuldenstandsquote von 60 % wichtige Orientierungspunkte dar, auch wenn sich der komplexe Überwachungsmechanismus hauptsächlich auf die konjunkturbereinigten Defizite bezieht und ohnehin eine Vielzahl von Ausnahmetatbeständen berücksichtigt.

Doch haben die europäischen Haushaltsregeln eine zu hohe Komplexität erreicht. Das Handbuch der Kommission („Vademecum“) zum Stabilitäts- und Wachstumspakt umfasst inzwischen mehr als 200 Seiten Erläuterungen zur Anwendung des Regelwerks. Dennoch ist die Bindungswirkung viel zu gering. Denn obwohl das Regelwerk engmaschig ist, erlaubt es breite Auslegungsspielräume.

Auch zeigen die bei der letzten großen Reform im Jahr 2011 eingebrachten Neuerungen nicht den erwünschten Biss. So wurde beispielsweise für Länder mit Schuldenquoten über 60 % ein Schuldenabbau vorgeschrieben und im Sanktionsverfahren mit dem Prinzip der

umgekehrten Mehrheiten die Chance auf Sanktionsbeschlüsse erhöht. Letzteren Mechanismus hat die Kommission selber ausgehebelt, indem sie im Sinne der von Sanktionen bedrohten Länder (Frankreich und Spanien) gleich auf den Vorschlag einer Sanktion verzichtet hat.

### Unabhängiger Haushaltswächter

Drei Maßnahmen erscheinen besonders zielführend auf dem Weg zu einer effektiveren Haushaltsüberwachung:

Die EU - und insbesondere der Euroraum – benötigt einen unabhängigen Haushaltswächter. Hierfür wäre der Rettungsfonds ESM ein natürlicher Kandidat. Allerdings wäre die Voraussetzung eine Übertragung des Rettungsfonds in EU-Recht eine Voraussetzung, die eine Veränderung der europäischen Verträge erforderlich machen würde. Dabei müsste dafür Sorge getragen werden, dass die Institution nicht geschwächt wird. Die strikte Konditionalität der Mittelvergabe und die Einstimmigkeit der Mittelgeber bei Rettungsmaßnahmen dürften keinesfalls aufgegeben werden.

Eine unabhängigere Überwachung wäre auch innerhalb der bestehenden Verträge möglich, wenn ein Kommissar alleine für die Haushaltsüberwachung verantwortlich gemacht würde und die Tätigkeit mit entsprechenden „Chinese Walls“ von der Tätigkeit der übrigen Kommissare abgegrenzt würde.

### Einrichtung nationaler Stabilitätsräte

Ein zweites Konstruktionsdefizit ist die mangelnde nationale Identifizierung mit dem Ziel der Haushaltsstabilität in mehreren Eurostaaten. Stabile öffentliche Finanzen sind nicht nur zum Schutz des Euro, also der Währungsgemeinschaft insgesamt, sondern mindestens genauso sehr im eigenen nationalen Interesse erforderlich.

Daher sollten die Vereinbarungen aus dem Fiskalvertrag des Jahres 2012, mit dem in den Mitgliedstaaten das Ziel eines ausgeglichenen Haushalts auf nationaler Ebene verankert wurde, um unabhängige nationale

Stabilitätsräte, die einheitliche europaweite Mindeststandards erfüllen müssen, ergänzt werden. Diese sollten die Einhaltung der Haushaltsregeln auf nationaler Ebene überprüfen.

### Stärker am Ausgabenwachstum orientieren

Bisher spielt bei der Beurteilung der Haushaltsentwicklung das konjunkturbereinigte Defizit eine zentrale Rolle. Mithilfe statistischer Verfahren wird berechnet, wie hoch der Haushaltsfehlbetrag im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt wäre, wenn eine normale Konjunktur vorliegen würde. Eingeführt wurde dieses anspruchsvolle Verfahren im Jahr 2005, nachdem Deutschland (neben Frankreich) die 3 %-Defizithürde in einer konjunkturell schwierigen Phase verfehlt hatte und einer Sanktion nur knapp entgangen war.

So richtig dieser Indikator in der Theorie ist, in der Praxis haben sich die Schätzungen als zu stark fehleranfällig herausgestellt. Entsprechend eingeschränkt ist die Akzeptanz dieser Schätzungen bei den nationalen Finanzministern. Daher spricht einiges dafür, die laufende Haushaltsüberwachung im Defizitverfahren stattdessen an einer Obergrenze für das absolute Ausgabenwachstum auszurichten.

Der zentrale Vorzug einer solchen Ausgabenregel ist die hohe Transparenz für die Politik und Öffentlichkeit, die von einem in Milliarden Euro gemessenen Limit ausgeht. Gleichzeitig weist eine richtig gestaltete Ausgabenregel eine vergleichbare Flexibilität des Staatshaushaltes im Verhältnis zu den Schwankungen der Konjunktur auf.

Für die Einführung einer Ausgabenregel haben sich neben der Kommission auch der deutsche Sachverständigenrat (in seinem jüngsten Jahresgutachten vom September 2017) sowie andere Expertengruppen ausgesprochen. Die Regierungen würden dann im Haushaltsverfahren Obergrenzen für ihr Ausgabenwachstum erhalten, die sich am realen Trendwachstum zusätzlich des Inflationsziels der Europäischen Zentralbank orientieren. Herausgerechnet würden Zinszahlungen, die marktgetrieben sind und damit kurzfristig nicht von der Politik gesteuert werden können. Immer noch würde die Ausgabenregel damit zwar von

Schätzgrößen (Trendwachstum) abhängen, die Schätzungenauigkeiten wären aber deutlich niedriger.

Auf die Höhe des Ausgabenwachstums sollte sich darüber hinaus auch die Höhe der öffentlichen Schuldenquote auswirken. Die Staatsschuldenquote sollte anders als bislang das Defizit in dem Regelwerk die Rolle des „fiskalischen Ankers“ übernehmen. Hoch verschuldete Staaten sollte ein entsprechend niedrigeres Ausgabenwachstum erzielen dürfen, das mit dem Bereits im Stabilitätspakt verankerten Schuldenabbaupfad vereinbar ist.

Sollte die Ausgabenregel überschritten werden, würde sich entsprechend der Zielwert für die folgenden Jahre verringern. Entsprechend würde eine Unterschreitung zusätzliche Ausgabenspielräume in den darauffolgenden Jahren eröffnen. Eine andauernde Erhöhung des Ausgabenwachstums wäre ebenfalls möglich, falls die Einnahmesituation sich strukturell verbessert, beispielsweise durch höhere Steuereinnahmen infolge einer Steuerreform. Entsprechend wären Steuerentlastungen auch nur erlaubt, wenn die Ausgabensteigerungen entsprechend verringert würden.

Eine so festgelegte Ausgabenregel würde im Konjunkturzyklus symmetrischer wirken als das bisherige Regelwerk, denn die Ausgabenregel bindet die Regierungen auch in Zeiten sprudelnder Steuereinnahmen. Simulationsrechnungen des Brüsseler Think-Tanks Bruegel zeigen, dass sich eine Ausgabenregel im Vorfeld der Finanzkrise disziplinierend auf Spanien ausgewirkt hätte, wegen der Schuldenkomponente hätte sie auch das Ausgabenwachstum in Italien gedämpft.

Bei einer solchen Überarbeitung der europäischen Haushaltsregeln sollten gleichzeitig die zahlreichen Ausnahmeklauseln im Stabilitäts- und Wachstumspakt gestrichen werden. Das Ergebnis wäre dann ein wesentlich schlankeres und praxisgerechteres Regelwerk.

Parallel zu einer Reform der Haushaltsregeln sollte auch ein Schuldenrestrukturierungsverfahren entwickelt werden, sodass in der Zukunft die Nichtbeistandsklausel („No-bailout“) des Maastrichter Verträge glaubwürdig wird und die Marktkräfte gestärkt werden.

## Finanzmärkte

### Kreditwachstum etwas schwächer

Die Kreditvergabe an den Privaten Sektor im Euroraum hat Ende 2017 leicht an Dynamik eingebüßt. Dank der Geldflut durch die ultralockere Geldpolitik blieb sie aber auch im vergangenen Dezember auf Expansionskurs. Den Zahlen der Europäischen Zentralbank (EZB) zufolge nahmen die um Verbriefungen und Verkäufe bereinigten Kredite an Unternehmen im Vorjahresvergleich saisonbereinigt um 2,9 % zu. Im November hatte die Jahreswachstumsrate noch bei 3,1 % gelegen. Im Vormonatsvergleich stieg die Unternehmenskreditvergabe um 7 Mrd. Euro nach 16 Mrd. Euro im November. Die Jahreswachstumsrate der Kredite an die privaten Haushalte lag saisonbereinigt bei 2,8 % und damit unverändert auf ihrem Vormonatsniveau. Im Monatsvergleich steigerte sich die Kreditvergabe an Privatpersonen im Dezember um 11 Mrd. Euro. Das sind 5 Mrd. Euro weniger als im November 2016.

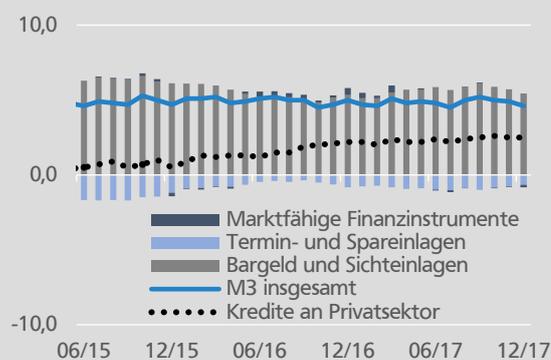
### Geringerer Geldmengenzuwachs

Die Jahreswachstumsrate der breit gefassten Geldmenge M3 lag im Dezember 2017 bei 4,6 %. Das waren 0,3 Prozentpunkte weniger als im November. Das Wachstum wurde wie in den Monaten zuvor weitestgehend von der besonders liquiden Geldmenge M1 getragen, deren Wachstumsbeitrag im Dezember bei 5,5 Prozentpunkten lag. Von den weniger liquiden Termin- und Spareinlagen ging hingegen eine dämpfende Wirkung auf das Geldmengenwachstum in Höhe von -0,6 Prozentpunkten aus. Der Wachstumsbeitrag der marktfähigen Finanzinstrumente fiel mit -0,2 Prozentpunkten ebenfalls negativ aus.

### Inflationsrisiken legen leicht zu

Der BVR Zins-Tacho ist seit November um 3 Zähler gestiegen. Mit 54 von 100 möglichen Punkten signalisiert das Barometer aber weiterhin ein moderates mittelfristiges Inflationsrisiko für den Euroraum. Ursächlich für den Anstieg sind die bessere Euro-Konjunktur sowie der Anstieg der Energiepreise im Vergleich zum Vorjahr.

Beiträge zum M3-Wachstum  
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



BVR Zins-Tacho  
in Punkten



	Nov. 17	Dez. 17	Jan. 18
<b>BVR Zins-Tacho</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>58</b>
Konjunktur (50 %)	74	75	76
Preise/Kosten (40 %)	38	39	38
Liquidität (10 %)	53	53	53

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

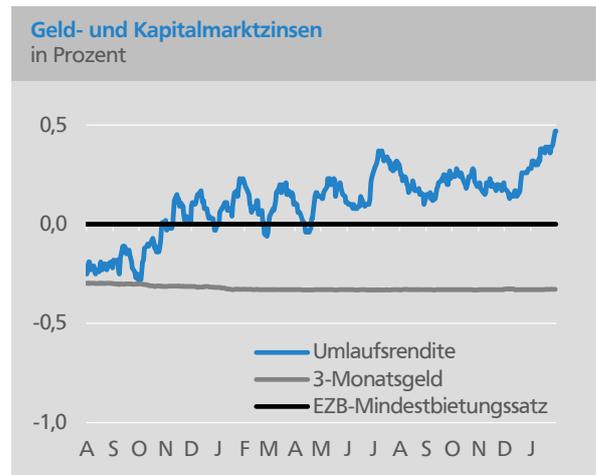
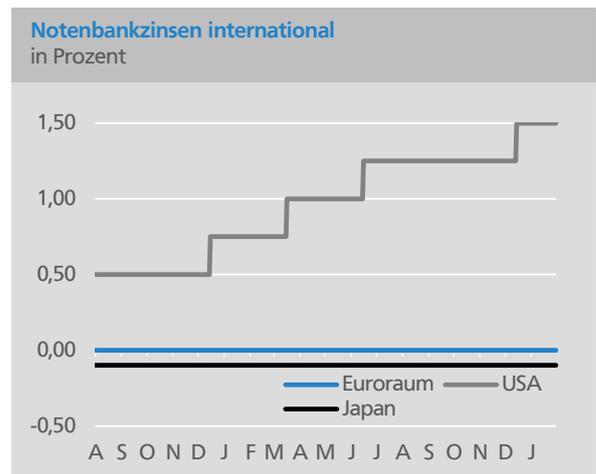
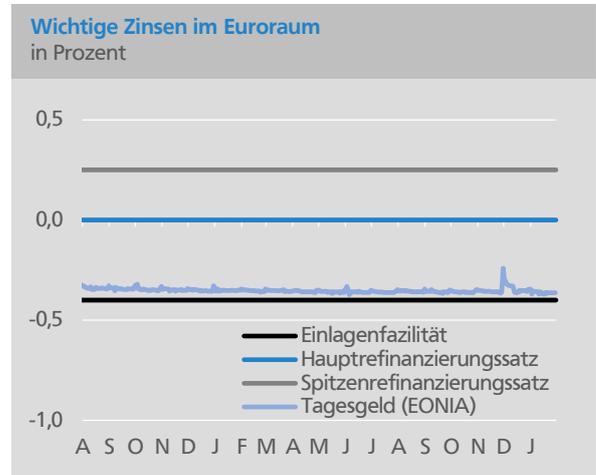
Quelle: Thomson Reuters Datastream

### EZB-Geldpolitik bleibt unverändert

Der EZB-Rat hat auf seiner aktuellen geldpolitischen Sitzung versucht, die Hoffnungen auf eine baldige Normalisierung der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum zu dämpfen. So beließen die führenden Notenbanker des Euroraumes zum einen die Leitzinsen und das milliardenschwere Wertpapieraufkaufprogramm unverändert. Der Hauptrefinanzierungssatz und die Einlagefazilität notierten damit nach wie vor auf ihren Rekordtiefs von 0 bzw. -0,4 %. Zum anderen beließ der Rat seine Forward Guidance, d.h. den Ausblick der Notenbank auf die künftige Geldpolitik, unverändert. Der Rat teilte in seinem geldpolitischen Statement mit, dass die EZB weiterhin bis mindestens Ende September 2018 Wertpapiere im Wert von 30 Mrd. Euro monatlich aufkaufen werde. Auch eine Verlängerung bzw. Ausweitung des Aufkaufprogramms sei weiterhin denkbar, wenn es keine nachhaltige Annäherung der Inflation an ihren Zielwert von knapp 2 Prozent geben sollte. Darüber hinaus reagierte Draghi mit Unverständnis auf die Spekulationen über eine baldige Straffung der EZB-Geldpolitik. Der EZB-Präsident betonte, dass sich einige EZB-Ratsmitglieder sehr überrascht von den Spekulationen an den Märkten nach Veröffentlichung des jüngsten Sitzungsprotokolls des Rates gezeigt hätten. So hatten Anleger und Investoren in dem Protokoll Hinweise auf eine baldige geldpolitische Wende gesehen. EZB-Präsident Mario Draghi stellte klar, dass die Diskussion im Rat über das weitere Vorgehen erst noch bevorstehe. Leitzinsanhebungen stünden, so Draghi, sowieso erst nach der Beendigung der Wertpapierkäufe an. Ein Anstieg der Zinsen noch in diesem Jahr sei nahezu ausgeschlossen, so der EZB-Präsident.

### Geldmarktzinsen leicht rückläufig

Die Zinsen auf dem europäischen Geldmarkt haben leicht nachgegeben. Während der 3-Monats-Euribor am 29. Januar auf seinem Vormonatsultimo von -0,33 % blieb, sank der 12-Monats-Euribor um 1 Basispunkt auf -0,19 %. Der Tagesgeldsatz notierte im Monatschnitt bei -0,36 %. Das waren 2 Basispunkte weniger als im Vormonat.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Bundesanleiherenditen legen zu

Die Renditen von Bundesanleihen und den meisten anderen Staatspapieren des Euroraumes haben im Januar sichtbar zugelegt. Die Umlaufrendite börsennotierter Bundeswertpapiere stieg im Januar um 19 Basispunkte auf 0,47 %. Die Rendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit kletterte im gleichen Zeitraum um 26 Basispunkte auf 0,68 %. Die Renditen von französischen und irischen Staatspapieren mit zehnjähriger Restlaufzeit stiegen ebenfalls deutlich um 18 bzw. 44 Basispunkte auf 0,96 bzw. 1,11 %. Spanische und griechische Staatspapiere wurden hingegen auf Monatsbasis stärker nachgefragt. Hier sorgte die Heraufstufung der Schuldnerbonitäten dieser Länder durch Fitch und Standard & Poor's für ein gesteigertes Interesse an diesen Staatspapieren und fallende Renditen.

Getrieben wurden die Renditen im Januar von den Erwartungen, dass die EZB noch in diesem Jahr ihre Wertpapieraufkäufe einstellen und damit die Wende in der Geldpolitik einleiten werde. Die beschwichtigenden Worte Mario Draghis auf der EZB-Presskonferenz im Nachgang zur Sitzung des geldpolitischen Rates konnten die Erwartungen nicht erschüttern. Darüber hinaus drückte die gute konjunkturelle Lage die Kurse von Staatspapieren. Viele Investoren wendeten sich im Zuge eines gestiegenen Vertrauens in den Euroraum risikoreicheren Anlageklassen zu. Der Beginn der Koalitionsverhandlungen in Deutschland stützte den Trend steigender Renditen. Viele erhoffen sich von einer schnellen Regierungsbildung in Deutschland einen zusätzlichen stabilisierenden Effekt auf die Politik im Euroraum.

Aus den USA kamen im Januar renditetreibende Impulse. Dort stiegen die Renditen von US-Treasuries mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren um 31 Basispunkte auf 2,72 %. Grund hierfür waren neben der erwarteten Fortführung der Zinsstraffung der Fed die Stärke des Dow Jones. Viele Anleger wendeten sich im Laufe des Monats mehr und mehr dem Aktienmarkt zu. Für die aktuelle Zinssitzung der US-Notenbank Fed wird heute keine Zinsanhebung erwartet.

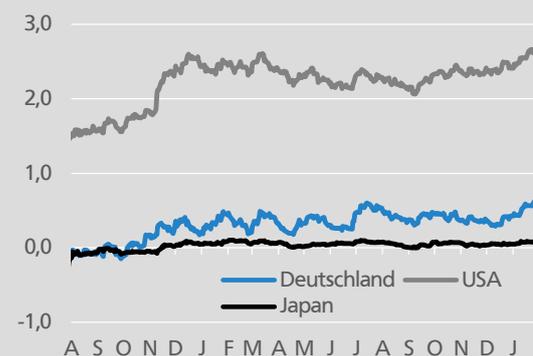
#### Zinsstruktur am Rentenmarkt

Spread Bundesanleihen mit Restlaufz. 10/1 Jahr, in Prozent



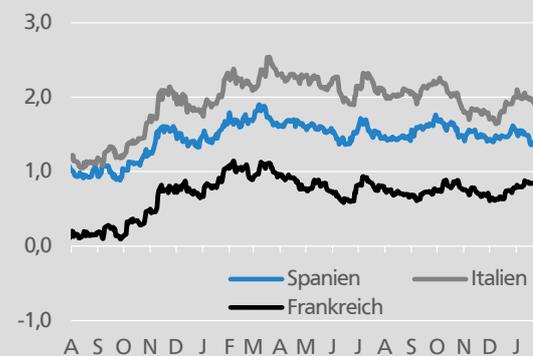
#### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



#### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Euro stark, Dollar schwach

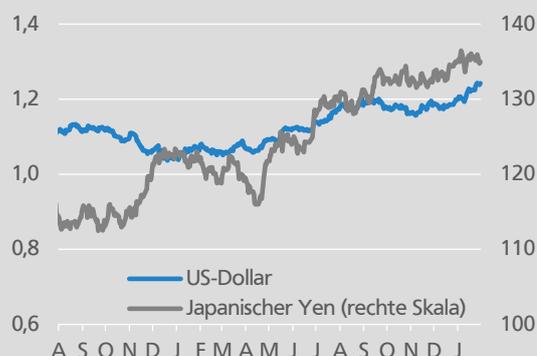
Die europäische Gemeinschaftswährung hat im Januar von der Schwäche des US-Dollar profitiert. Auf Monatsbasis konnte der Euro einen deutlichen Kursgewinn realisieren. Ende Januar notierte der Euro-Dollar Kurs bei etwas mehr als 1,24 US-Dollar und damit 4 US-Cent mehr als Ende des vergangenen Jahres. Der Wechselkurs lag damit so hoch wie seit Dezember 2014 nicht mehr.

Die aktuelle Stärke des Euro ist unter anderem auf Spekulationen zurückzuführen, die EZB werde noch in diesem Jahr die endgültige Abkehr von ihrer ultra-lockeren Geldpolitik beschließen. Diese Erwartungshaltung an den Märkten konnten auch durch die kritischen Worte des EZB-Präsidenten nicht erschüttert werden. Mario Draghi hatte auf die zunehmenden Spekulationen mit demonstrativem Unverständnis reagiert. Darüber hinaus stärkte die kraftvolle Konjunktur im Euro-Raum die Gemeinschaftswährung. Viele Händler gehen davon aus, dass sich die Eurozone in einer besseren Verfassung befindet als noch im vergangenen Jahr. Die Bonitätsheraufstufungen von Spanien und Griechenland stützten das Vertrauen in den Euroraum zusätzlich. Die Unsicherheit über die Regierungsbildung in Deutschland sowie kritische Äußerungen einiger europäischer Notenbanker über den starken Euro und dessen preisdämpfenden Effekt konnten den Euro nur vorübergehend belasten.

Darüber hinaus profitierte der Euro von der Schwäche des US-Dollars. Viele sehen in der erratischen Wirtschaftspolitik Donald Trumps einen zentralen Grund für die aktuelle Dollar-Schwäche. Für Verunsicherung sorgten auch die Aussagen des US-Finanzministers Steven Mnuchin, der mit seinen Worten zum Dollar den Eindruck erweckte, als ob die USA aktiv die Dollarschwäche fördern würden. Das Dementi des US-Präsidenten half dabei kaum, die Verunsicherung zu zerstreuen. EZB-Präsident Mario Draghi sah sich sogar gezwungen, darauf hinzuweisen, dass Staaten und öffentliche Institutionen nach wie vor im Sinne eines fairen und nachhaltigen internationalen Handels keinen Einfluss auf die Wechselkurse nehmen sollten.

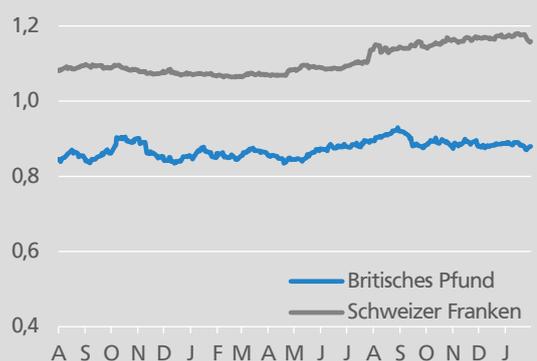
### Euro-Wechselkurs (I)

Ausländerwährung pro Euro



### Euro-Wechselkurs (II)

Ausländerwährung pro Euro



### Effektiver Wechselkurs des Euro

in Euro, Quartal 1, 1999=100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Starker Euro bremst DAX

Der Aufschwung am DAX hat sich Ende Januar verlangsamt. Nachdem der DAX zunächst in die Vollen gegangen war und immer neue Allzeithochs erreicht hatte, kam es ab Monatsmitte immer wieder zu Rücksetzern. Trotzdem reichte es für den DAX auf Monats-sicht für ein Plus. So lag der DAX am 30. Januar mit 13.198 Punkten rund 2,2 % über seinem Vormonatsul-timo. Der Dow Jones ging am gleichen Tag mit 26.077 Punkten aus dem Handel. Das waren 5,5 % mehr als Ende Dezember 2017.

Getrieben wurde der DAX im Januar in erster Linie von einem starken Konjunkturoptimismus. Die Mehrzahl der Anleger geht davon aus, dass das Wirtschaftswachstum in Deutschland und der Eurozone in diesem Jahr nicht zu erschüttern sei. Die Hoffnung auf hohe Unternehmensgewinne im Euroraum ließ auch die Börsen in den anderen Staaten des Euroraumes steigen. In den USA profitierte der Dow Jones ebenfalls von der guten konjunkturellen Lage in den USA und den Erwartungen, dass sich der Aufschwung weiter fortsetzen werde. Gute Unternehmensdaten stützten dabei die Aktienindizes dies- wie jenseits des Atlantiks.

Belastend wirkte sich ab Monatsmitte der starke Euro aus. Viele Investoren fürchteten, dass der starke Euro das Wirtschaftswachstum in Deutschland schmälern könnte. Darüber hinaus kam es immer wieder zu Gewinnmitnahmen. Die Normalisierung des Leitzinsniveaus in den USA sorgte hingegen für keine Verunsicherung. Auch der bevorstehende Wechsel an der Spitze der Fed verunsicherte die US-Börse nicht. Im Februar endet die Amtszeit Janet Yellens an der Spitze der US-Notenbank. Ihr Nachfolger ist Jerome Powell, der seit 2012 Mitglied des Federal Reserve Board of Governors ist. Er wird am 5. Februar die Nachfolge von Yellen an der Spitze der weltweit bedeutendsten Notenbank antreten. ■

**Deutscher Aktienmarkt**  
Dax, 40-/200-Tagesschnitt



**Aktienmarkt im Euroraum**  
Euro-Stoxx 50, 40-/200-Tagesschnitt



**Aktienmarkt USA**  
Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Konjunktur

### Wachstum auf 10-Jahreshoch

Zum Jahresende 2017 hat sich das merkliche gesamtwirtschaftliche Wachstum im Euroraum fortgesetzt. Gemäß der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat legte das preis-, kalender- und saisonbereinigte BIP im vierten Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0,6 % zu, nachdem es bereits im dritten Quartal (leicht aufwärtsrevidiert) um 0,7 % gestiegen war. Im Jahresdurchschnitt erreichte das Wirtschaftswachstum mit 2,5 % den höchsten Wert seit 10 Jahren. Angaben zur Wirtschaftswachstum der einzelnen Mitgliedsstaaten des Euroraums werden voraussichtlich am 14. Februar veröffentlicht.

### Industrie nach wie vor im Aufwind

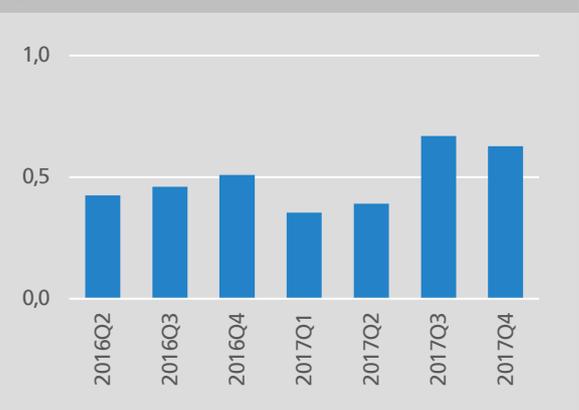
Die Industriekonjunktur ist im Währungsraum weiter aufwärtsgerichtet. Nach ersten Angaben von Eurostat legte die Industrieproduktion im November gegenüber dem Vormonat preis- und saisonbereinigt um 1,0 % zu. Der Zuwachs übertraf damit den Anstieg vom Oktober (+0,4 %). Derzeit sprechen einige Indikatoren dafür, dass das Wachstum der Industrieproduktion in den kommenden Monaten anhalten wird. So befindet sich beispielsweise der Order-Indikator auf einem hohen Stand. Er kletterte jüngst von 7,7 Punkten im November auf 8,2 Punkte Dezember.

### Preisanstieg weiterhin moderat

Im Euroraum bleibt der allgemeine Preisauftrieb moderat. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) lag im Dezember um 1,4 % über seinem Vorjahreswert. Im November waren die Verbraucherpreise noch etwas stärker gestiegen (+1,5 %). Ähnlich wie bereits in den Vormonaten trugen zur Gesamtteuerung insbesondere die Preiserhöhungen bei Energie (+2,9 %) und Nahrungsmittelpreisen (+2,1 %) bei. Auf der industriellen Erzeugerstufe legten die Preise zuletzt, im November, um 2,8 % zu und damit etwas stärker als im Vormonat (2,5 %).

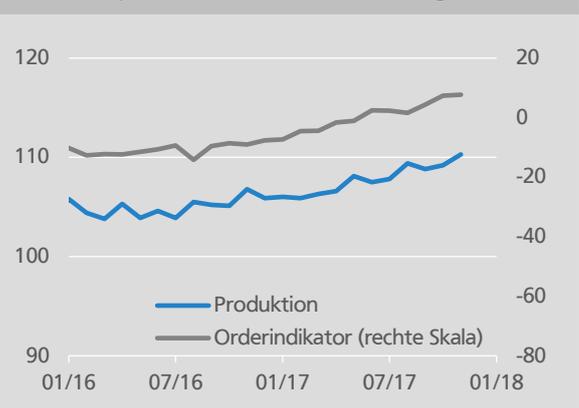
#### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Euroraum

gg. Vorquartal in Prozent, preis-, kalender- und saisonb.



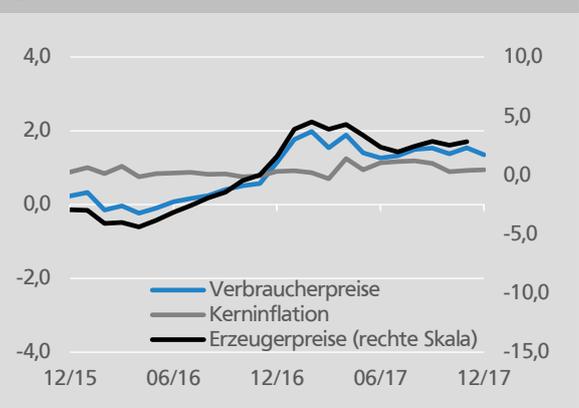
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2010=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



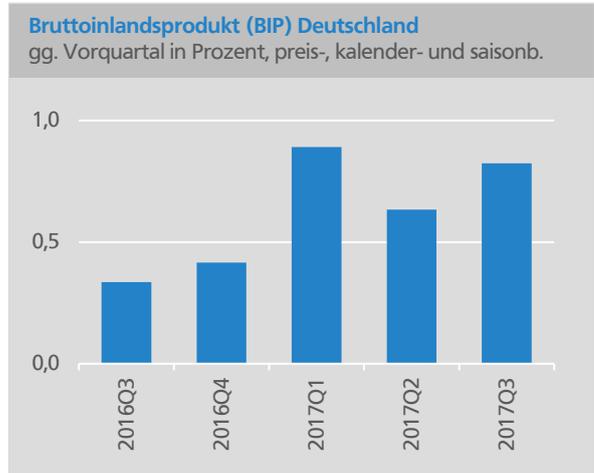
Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Deutsches BIP in 2017 um 2,2 % gestiegen

Das Statistische Bundesamt hat am 11. Januar erste Schätzungen zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung Deutschlands für das Jahr 2017 vorgelegt. Den Angaben zufolge ist das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) um 2,2 % gestiegen und damit so kräftig wie seit sechs Jahren nicht mehr. Der Zuwachs fiel in ähnlicher Größenordnung aus, wie im Rahmen der Dezember-Konjunkturprognose des BVR erwartet wurde (+2,3 %).

Wie bereits in den Vorjahren kamen die Wachstumsimpulse 2017 in erster Linie vom Konsum. Die privaten Konsumausgaben legten vor dem Hintergrund der günstigen Arbeitsmarkt- und Verdienstenwicklung nahezu unverändert deutlich zu wie im Vorjahr (+2,0 % gegenüber +2,1 %). Die Konsumausgaben des Staates, die 2016 infolge der stark gestiegenen Zuwanderung erheblich ausgeweitet wurden, expandierten hingegen 2017 schwächer (1,4 % gegenüber 3,7 %). Die Investitionen trugen wie im Vorjahr mit 0,6 Prozentpunkten zum BIP-Anstieg bei, wobei die Bauinvestitionen (+2,6 %) etwas hinter der Dynamik der Ausrüstungsinvestitionen und der sonstigen Anlageinvestitionen (jeweils +3,5 %) zurückblieben. Der Außenhandel wurde insgesamt stärker ausgeweitet als in 2016 und war rechnerisch für 0,2 Prozentpunkte des gesamtwirtschaftlichen Wachstums verantwortlich.

Gemäß der aktuellen Konjunkturprognose des BVR wird das merkliche Wirtschaftswachstum im laufenden Jahr voraussichtlich anhalten. Demnach dürfte das preisbereinigte BIP in 2018 ebenfalls um 2,2 % expandieren.



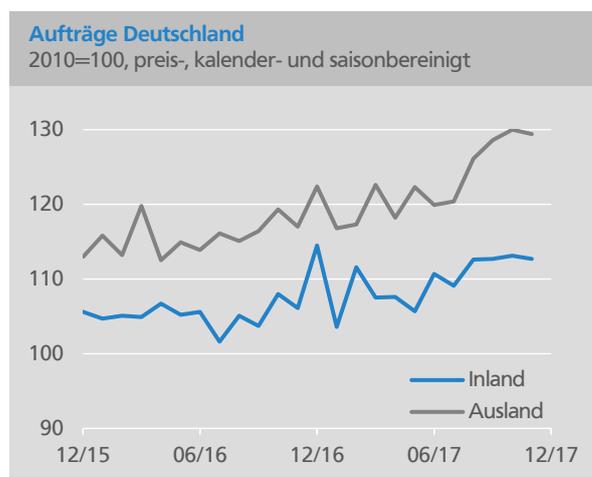
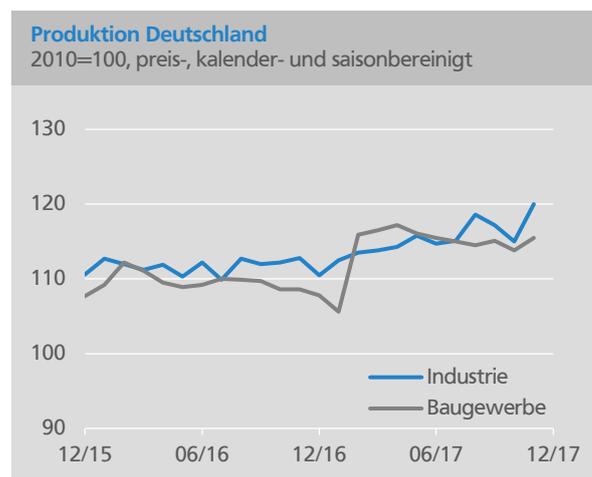
Quelle: Thomson Reuters Datastream, BVR

### Stimmungshoch hält an

Der ifo Geschäftsklimaindex legte im Januar um 0,4 Punkte auf 117,6 Punkte zu. Damit befindet sich der Stimmungsindikator wieder auf dem Höchststand, den er im November erstmals erreicht hatte. Maßgeblich für den Anstieg war die aktuelle Lage, die von den befragten Unternehmen per Saldo häufiger mit „gut“ bewertet wurde als zuvor. Der Optimismus in den Geschäftserwartungen für das nächste halbe Jahr ließ allerdings etwas nach, wozu der höhere Euro-Wechselkurs und die Sorgen vor einer globalen Zunahme protektionistischer Maßnahmen beigetragen haben dürften. Von Finanzmarktexperten wurden die wirtschaftlichen Perspektiven Deutschlands dagegen günstiger bewertet. Die ZEW-Konjunkturerwartungen legten von Dezember auf Januar um 3 Punkte auf 20,4 Punkte zu.

### Sehr gute Industriedaten

Im November fielen die amtlichen Industriedaten insgesamt sehr positiv aus. Die saison-, preis- und kalenderbereinigte Industrieproduktion legte gegenüber dem Vormonat um kräftige 4,3 % zu, nachdem sie im Oktober im Zuge einer ungewöhnlichen Kalendertage-Konstellation um 1,2 % gesunken war. Besonders deutlich wurde der Ausstoß bei den Herstellern von Investitionsgütern (+5,7 %) ausgeweitet, was sich auch als weiteres Indiz für eine Belebung der Ausrüstungsinvestitionen interpretieren lässt. Erfreulich stimmt zudem, dass die Unternehmen des Bauhauptgewerbes ihre Produktion im November ebenfalls erhöhten (+1,5 %). In naher Zukunft ist mit einem weiteren Anstieg der Industrieproduktion zu rechnen. Darauf deutet nicht zuletzt der hohe Stand wichtiger Stimmungsindikatoren und der Industrie-Auftragseingang hin. Zwar sind die Aufträge im November mit einer Verkaufsrate von 0,4 % gesunken. In den Vormonaten hatten die Bestellungen jedoch sichtlich zugelegt. So war im von kurzfristigen Schwankungen weniger stark beeinträchtigten Dreimonatsvergleich ein Bestellzuwachs von 4,2 % zu verzeichnen. Die Nachfrageimpulse gingen dabei stärker vom Ausland als vom Inland aus.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Inflationsrate auf 1,6 % gesunken

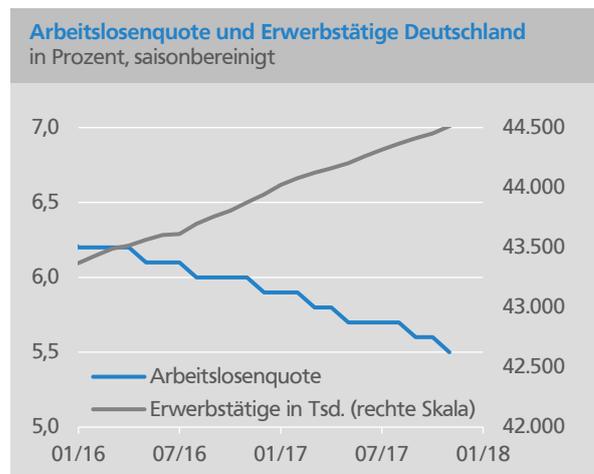
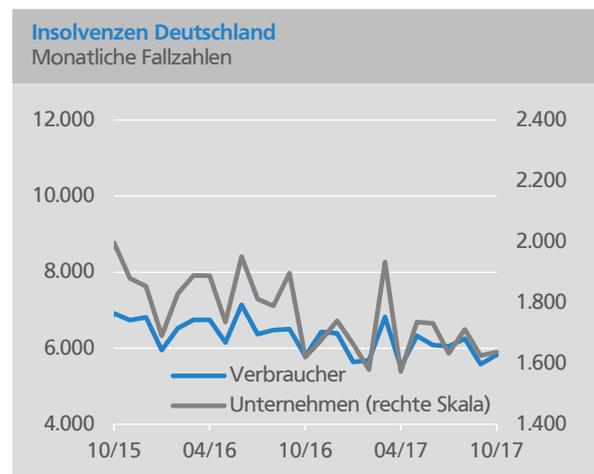
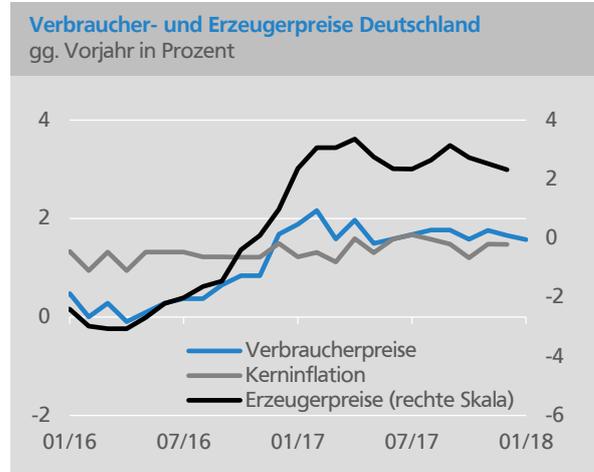
Zu Jahresbeginn hat in Deutschland der allgemeine Preisauftrieb etwas nachgelassen. Nach vorläufigen amtlichen Angaben lag der Verbraucherpreisindex (VPI) im Januar um 1,6 % über seinem Vorjahresstand. Zuvor, im November und Dezember, waren die Verbraucherpreise noch um 1,8 % bzw. 1,7 % gestiegen. Zum Rückgang der Inflationsrate trugen insbesondere die Energiepreise bei, die sich weniger stark verteuerten als zuvor (+0,9 % gegenüber +3,7 % bzw. 1,3 %). Die Erzeugerpreise sind zuletzt, im Dezember, um 2,3 % gestiegen.

### Leichter Anstieg der Insolvenzen

Entgegen dem allgemeinen Abwärtstrend hat die Zahl der Insolvenzen in Deutschland im Oktober leicht zugenommen. Von den Amtsgerichten wurden 1.637 Unternehmens und 5.820 Verbraucherinsolvenzen gemeldet, 1,0 % bzw. 0,4 % mehr als im Vorjahresmonat. Grund für den Anstieg dürfte in erster Linie ein Basiseffekt sein. So waren die Firmen- und Verbraucherpleiten im Oktober 2016 besonders deutlich gesunken (-18,8 % bzw. -15,6 %) und das Ausgangsniveau für die jüngsten Veränderungsraten entsprechend niedrig.

### Arbeitsmarkt weiterhin in guter Verfassung

Ende 2017 haben sich die günstigen Trends am deutschen Arbeitsmarkt fortgesetzt. Wie die Bundesagentur für Arbeit mitteilte, ist die Arbeitslosenzahl im Dezember zwar gegenüber dem Vormonat um 17.000 auf 2,385 Mio. Menschen gestiegen. Der Anstieg fiel jedoch erneut schwächer aus als jahreszeitlich üblich. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote verharrte im Dezember auf ihrem Vormonatsstand von 5,5 %. In den Daten zur Erwerbstätigkeit und zur sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung hielten die langjährigen Aufwärtstrends an. Die Erwerbstätigenzahl legte zuletzt, im November, gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um merckliche 50.000 Menschen zu. ■



Quelle: Thomson Reuters Datastream