

# DIGITALES ARCHIV

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

## Periodical Part

### Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2019

#### Provided in Cooperation with:

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, Berlin

*Reference:* Volkswirtschaft kompakt / BVR Research ; 2019 (2019).

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/11159/2995>

#### 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/econis-archiv/>

#### 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://zbw.eu/econis-archiv/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)

## Kreditvergabeprogramm TLTRO-III – Einsatz aktuell geldpolitisch nicht geboten

Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank sorgt für Diskussionen, seitdem diese ultra-expansiv ist. Der im letzten Jahr eingeschlagene Pfad zur Vorbereitung auf eine Zinswende ist in der März-Sitzung 2019 korrigiert worden. Nachdem noch zum Jahresende das Ankaufprogramm beendet wurde, startet nun im September ein abermaliges Programm zur Unterstützung der Kreditvergabe.

Wir halten die zielgerichteten Langzeitender (TLTRO) für ein durchaus wirkungsvolles Instrument, welches jedoch zum falschen Zeitpunkt eingesetzt wird. So zeichnet sich im aktuellen Bank Lending Survey der EZB keine Verknappung des Kreditangebotes ab. Eine prozyklische Krediteinschränkung wie sie zuletzt von Peter Praet als Begründung angeführt wurde, ist ebenso wie die geldpolitischen Voraussetzungen einer deutlichen Eintrübung der Preisaussichten nicht gegeben. Vielmehr sehen wir als eigentliches Ziel des neuen Kreditprogramms eine Abmilderung des Klippeneffektes, der sich durch die Fälligkeit von über 50 % des gesamten letzten Programms – davon die Hälfte in lediglich zwei Ländern – zum gleichen Zeitpunkt ergibt.

Das eigentliche Mandat der Europäischen Zentralbank, die Sicherung der Geldwertstabilität, gerät hierbei jedoch in den Hintergrund. Wir empfehlen daher für die Ausgestaltung der bereits beschlossenen TLTRO-III besondere Anreize, die neue Klippeneffekte vermeiden. Zudem halten wir eine schnelle Rückkehr zum Pfad der Zinswende für unabdingbar.



### Inhalt

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Wem dienen die neuen Langzeitender der EZB?</b>                                      | <b>2</b>  |
| Dr. Kai Wohlfarth<br>E-Mail: <a href="mailto:k.wohlfarth@bvr.de">k.wohlfarth@bvr.de</a> |           |
| <b>Finanzmärkte</b>   | <b>6</b>  |
| Dr. Kai Wohlfarth<br>E-Mail: <a href="mailto:k.wohlfarth@bvr.de">k.wohlfarth@bvr.de</a> |           |
| <b>Konjunktur</b>   | <b>11</b> |
| Dr. Gerit Vogt<br>E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>              |           |

## Wem dienen die neuen Langzeitender der EZB?

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat während Ihrer Sitzung am 7. März die Zinswende verschoben und ein neues Kreditprogramm beschlossen. Die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (Targeted Longer-Term Refinancing Operation; TLTRO) werden ab September in der 3. Auflage von der EZB angeboten. Wir halten den Beschluss zum Einsatz dieses Instruments im aktuellen Umfeld geldpolitisch für nicht überzeugend. Wir sehen ein anderes Argument im Vordergrund.

### Argumentation der EZB

Die EZB begründete ihre Entscheidung damit, dass sich die Aussichten für die Konjunktur und die Erreichung des Inflationsziels von 2 % verschlechtert haben. Die Prognosen für das Wirtschaftswachstum und die Inflation wurden herabgesetzt. Zugleich wies Mario Draghi darauf hin, dass diese Maßnahmen die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft erhöhen sollen. So lässt sich das abermalige Angebot zielgerichteter Langzeitender als Vorsichtsmaßnahme für möglicherweise eintretende exogene Schocks interpretieren. Zum Zeitpunkt der Entscheidung war für die Notenbank nicht absehbar wie sich der Brexit gestalten wird und wie sich die internationalen Handelskonflikte entwickeln. Die EZB argumentierte, dass der Transmissionskanal der Kreditvergabe zur vollen Funktionsfähigkeit Unterstützung bedarf. Sie befürchtete eine angebotsseitige Kreditverknappung mit negativen Auswirkungen auf die Konjunktur.

Diese geldpolitische Maßnahme ist vom Zeitpunkt ungewöhnlich, da sie sich auf Risiken bezieht, deren Eintritt noch ungewiss ist. Eine Ankündigung, die Lage genau beobachten und notfalls zu intervenieren, wäre zu diesem Zeitpunkt die bessere Wahl gewesen. TLTRO können zwar einen begrenzten Beitrag zur Erhöhung des Kreditangebotes leisten. Jedoch scheint die Abmilderung des durch die TLTRO-II entstandenen Klippeneffektes die eigentliche Intention der EZB gewesen zu sein.

### Geldpolitische Voraussetzungen für TLTRO nicht plausibel

Der Einsatz zielgerichteter Langzeitender setzt eine

#### Beschlüsse zu TLTRO III:

- Zielgerichteter Langfristender mit 2 Jahren Laufzeit
- Verzinsung: variabel, am Hauptrefinanzierungssatz orientiert
- maximales Volumen 30 % der per 28. Februar 2019 anrechnungsfähigen Kredite an Unternehmen
- konkrete Ausgestaltung steht noch aus

Störung des geldpolitischen Transmissionskanals im Kreditvergabeprozess – wie während der Finanz- und Staatsschuldenkrise – oder zumindest eine hohe Wahrscheinlichkeit für eine entsprechende Störung voraus. Der Kreditmarkt muss im Zielbild der Notenbank also im Gleichgewicht sein, die Nachfrage durch das Angebot zu angemessenen Preisen befriedigt werden.

In Europa expandiert die Kreditvergabe insbesondere an Nichtfinanzielle Unternehmen seit Ende 2016 nachhaltig (siehe Abb. 1). Auch Kredite an private Haushalte expandierten in den aggregierten Datensätzen für die Eurozone bereits seit April 2015. Während am aktuellen Rand das Kreditwachstum auf moderatem Niveau leicht schwankt, könnte auch eine erhöhte Nachfrage ein Indiz für eine Verknappung von Krediten am Markt darstellen.

Der von der EZB selbst erhobene und zuletzt im April 2019 veröffentlichte Bank Lending Survey (BLS) suggeriert jedoch, dass die Unternehmen keinen stark ausweiteten Kreditbedarf hatten (siehe Abb. 2). Vergleichbare Ergebnisse zeigt auch die bei Unternehmen durchgeführte EZB-Umfrage SAFE („Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area“ vom November 2018). Aus dieser ist abzulesen, dass die Nachfrage der kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) nach Bankfinanzierungen im gesamten Euroraum, einschließlich aller vier großen Volkswirtschaften, abnahm (große Unternehmen meldeten etwas häufiger eine erhöhte Nachfrage nach Fremdfinanzierung als KMU). Weiterhin gaben etwa 47 % der befrag-

en KMU für den Untersuchungszeitraum an, dass Bankkredite für sie keine relevante Finanzierungsquelle sind. In der Mehrheit dieser Fälle hatten die KMU keinen Bedarf an einer Finanzierung über einen Bankkredit. Zudem sahen die KMU für den gesamten Euroraum insgesamt eine schneller wachsende Verbesserung des Zugangs zu externen Finanzierungsmitteln als die Zunahme des entsprechenden Finanzierungsbedarfs ihrerseits. Zwar zeigen sich KMU skeptischer hinsichtlich der künftigen Kreditvergabe, wegen sich verändernder konjunktureller und geopolitischer Voraussetzungen, allerdings basiert dies auf Annahmen und Erwartungen, nicht auf Fakten.

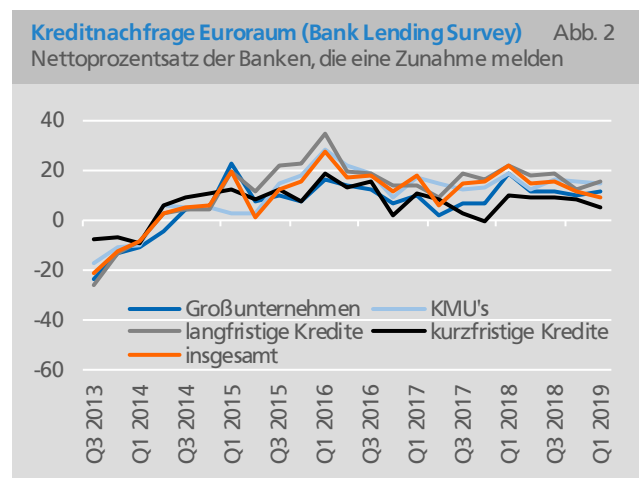
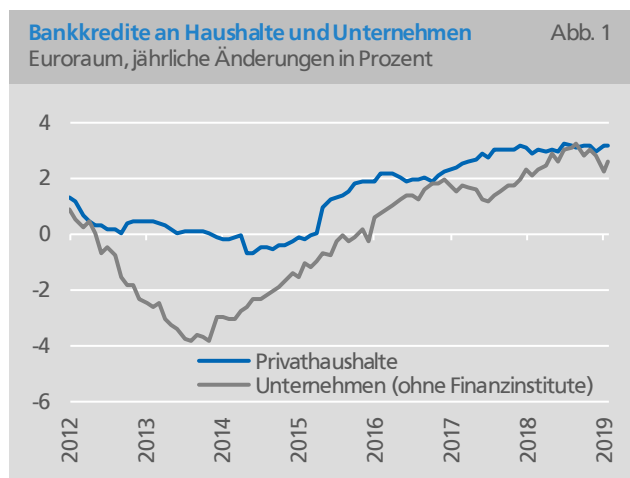
Auffällig ist hingegen, die unterschiedliche Wahrnehmung der Zinsentwicklung im Euroraum. Der Anteil der KMU, die in der SAFE-Umfrage von steigenden Kreditzinsen berichteten, stieg in Italien zuletzt deutlich an, während der Anteil in Deutschland, Spanien und Frankreich lediglich leicht anstieg. Dies scheint in Verbindung mit einer risikoadäquateren Kreditvergabe in den Ländern jedoch schlüssig und deckt sich mit den Angaben der Banken aus dem BLS. Darin wird konstatiert: „Schließlich wirkten sich die Finanzierungskosten der Banken und die regulatorischen Bilanzbeschränkungen aufgrund des Wettbewerbsdrucks weitgehend neutral auf die Kreditstandards für Kredite an Unternehmen in allen wichtigen Ländern des Euroraums aus.“ (siehe Abb. 3).

Für den Zeitraum von Oktober 2018 bis März 2019 beschreibt die SAFE-Umfrage die Erwartung der KMU im Euroraum an eine Verbesserung der Verfügbarkeit externer Finanzierungsquellen (auch zu Bankkrediten), allerdings in einem moderateren Tempo als in früheren Erhebungsrunden.

Doch darf das neue Kreditprogramm nicht allein im engen Korsett des geldpolitischen Preisstabilitätsziels gesehen werden. Das umfangreiche TLTRO-II Programm, von dem noch gut 700 Mrd. Euro ausstehen (siehe Abb. 4) und rund die Hälfte zum 30. Juni 2020 fällig wird, führt in einigen Ländern zu beträchtlichen Klippeneffekten.

### Eigentliches Ziel Italien?

Vor allem basieren diese Klippeneffekte auf einer konzentrierten Fälligkeitsstruktur von Langzeittendern in Spanien und Italien. Das Refinanzierungsvolumen von rund 180 Mrd. Euro für diese beiden Länder sollte ansich vom Markt problemlos absorbiert werden können. Allerdings könnte diese Refinanzierung insbesondere den italienischen Banken schwerfallen. Diese sind aufgrund der schlechten Ratings und der ungünstigen konjunkturellen Lage in Italien aus Investorensicht nur mit hohen Risikoaufschlägen attraktiv. Besonders pikant ist, dass gerade Italien die durch die EZB verschaffte Zeit für Reformen zur Stärkung der Wirtschaft und des Finanzsektors nur unzureichend genutzt hat.



Quelle: Thomson Reuters Datastream, EZB

In Italien profitierte das Wirtschaftswachstum in den vergangenen Jahren vom Stimulus der ultra-expansiven Geldpolitik der EZB und vom robusten Wachstum im Euroraum, was Spielraum für wirtschaftspolitische Reformen bot. Diese wurden in der aktuellen Legislatur zwar vereinzelt angestoßen, teilweise jedoch durch neue Regierungen auf halben Wege abgebrochen oder gar wieder konterkariert. Entsprechend weniger dynamisch ist die konjunkturelle Entwicklung, die Ende 2018 in eine Rezession führte. Exemplarisch für den ungünstigen Ordnungsrahmen steht das Insolvenzrecht. In Italien werden durchschnittlich 60 Monate benötigt um Sicherheiten von Krediten zu verwerten. Dies ist ein Grund für die hohen Bestände von Non-Performing-Loans, die den Transmissionskanal der Kreditvergabe verstopfen und Langzeitender aus Sicht der EZB nötig machten. Während in Italien einige Probleme ungelöst bleiben, kann Spanien im Vergleich der beiden Krisenländer den größeren Erfolg vorweisen. Die frühere Regierung unter Führung von Mariano Rajoy unternahm seit 2012 zahlreiche Reformen. Neben neuen Gesetzen zur Bankensanierung und des Verwaltungsapparates führte insbesondere die liberale Arbeitsmarktreform zu einer nachhaltigen Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit. Entsprechend besser stehen die Kreditinstitute in Spanien da und können sich einfacher und günstiger am Kapitalmarkt refinanzieren.

Die neuen TLTROs haben den faden Beigeschmack,

**Klippeneffekt:**

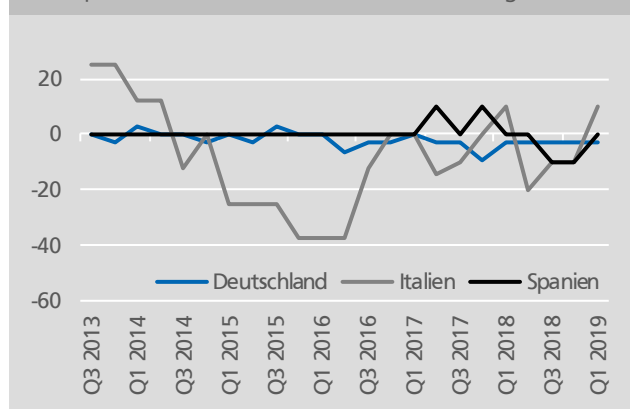
Als Nebeneffekt des zweiten TLTRO-Programms von 2016 sind Klippeneffekte entstanden. Die TLTRO's können für die ab 2020 verbindlich geltende NSFR (Net Stable Funding Ratio) nur angerechnet werden, wenn diese noch mindestens 12 Monate Restlaufzeit haben. Die fälligen TLTRO's in Spanien und Italien ballen sich zum 30. Juni 2020 mit einem Volumen von rund 180 Mrd. Euro.

dass diese vorrangig zur Abfederung des Klippeneffektes in Italien, also nicht überwiegend dem geldpolitischen Ziel der Sicherung der Preisstabilität im Euroraum dienen.

**Wie können weitere Klippen vermieden werden?**

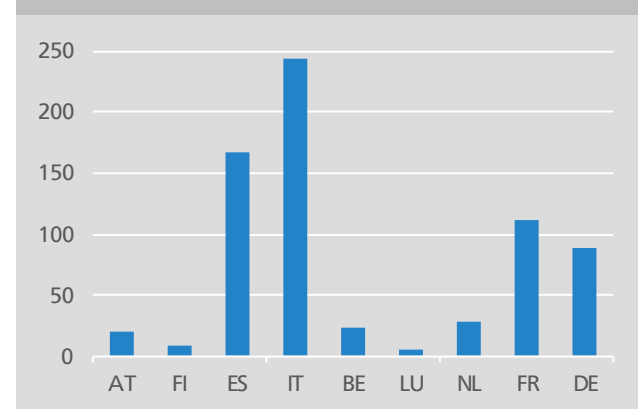
In erster Linie verschaffen die neuen TLTROs den Banken mit hohen auslaufenden TLTRO-Beständen einen zeitlichen Spielraum, um die Refinanzierung zu strecken. Die EZB hat durch die kürzere Laufzeit von zwei Jahren das Signal an die Institute gesendet, die Refinanzierung nicht in einem zu großen Umfang auf die TLTROs auszurichten. Zudem wird die Verzinsung der Langzeitender variabel an den Hauptrefinanzierungssatz gekoppelt. Die Institute müssen bei einer erwarteten Zinswende mit steigenden Zinsen rechnen. Wei-

**Kreditstandards Firmenkredite (Bank Lending Survey) Abb. 3**  
Nettoprozentatzder Banken, die eine Verschärfung melden



Quelle: Thomson Reuters Datastream, EZB

**Volumen längerfristiger Ausleihungen der EZB Abb. 4**  
im Milliarden Euro nach Ländern



tere Details stehen noch aus. Wir halten es für sinnvoll, die Indexierung des Zinssatzes in Stufen einzuteilen. Damit sollen die letzten Tender deutlich teurer werden als die ersten. Dabei ist zu bedenken, dass bereits der fünfte Tender im September 2020 wieder einen Refinanzierungstender für den ersten vom September 2019 darstellen könnte. Schließlich sind diese Refinanzierungsinstrumente regulatorisch nur mit einer Restlaufzeit von mindestens 12 Monaten anrechenbar. Eine gestaffelte Ausgestaltung schafft entsprechende Anreize die Refinanzierung am Kapitalmarkt zu planen und im Zeitverlauf zu verstärken.

Um dem Beigeschmack einer lediglich auf Italien abgestellten neuen Runde von TLTROs entgegen zu wirken, sollten die ersten Tender einen attraktiven Anreiz für alle in Europa tätigen Institute aufweisen. Dieser könnte beispielsweise durch einen Beginn des gestaffelten Aufschlags im negativen Bereich erzeugt werden. So könnte der erste Tender mit einem Abschlag auf den Hauptrefinanzierungssatz bei -0,2 % starten und in Schritten von 20 Basispunkten auf 1,0 % für den letzten Tender im März 2021 steigen.

### Fazit

Aus geldpolitischer Sicht sind die neuen TLTROs nicht überzeugend. Stattdessen steht der Klippeneffekt im Blickpunkt der EZB-Entscheidung. Ein besonderes Augenmerk scheint dabei den italienischen Banken zu gelten. Die EZB sollte zum Schutz ihrer Glaubwürdigkeit ihre Maßnahmen künftig deutlicher sichtbar auf ihr geldpolitisches Mandat ausrichten. Zudem sollte die Europäische Zentralbank weiterhin mit Nachdruck der Politik die notwendigen Maßnahmen zur Stärkung des Bankensektors vor Augen führen. Angesichts der anhaltend aufwärtsgerichteten Inflationsprognosen wäre es zudem sachgerecht die Zinswende nicht erst im Jahr 2020, sondern schon deutlich früher, beispielsweise durch ein Anheben des negativen Einlagesatzes einzuleiten. ■

## Finanzmärkte

### Kreditwachstum volatil, aber intakt

Im Euroraum hat sich das Wachstum der Kreditvergabe an Unternehmen im Februar wieder etwas verstärkt. Während die Rate im Januar im Vorjahresvergleich noch bei (revidierten) 3,4 % lag, stieg das Wachstum im Februar auf 3,7 %. Die volatile Dynamik bei der Kreditvergabe passt in das Bild eines sich abschwächenden Wachstums. Für die Geldpolitik der EZB ein herausforderndes Umfeld. Die Jahreswachstumsrate der um Verkäufe und Verbriefungen bereinigten Kredite an die privaten Haushalte sank im Januar ebenfalls auf 3,3 %.

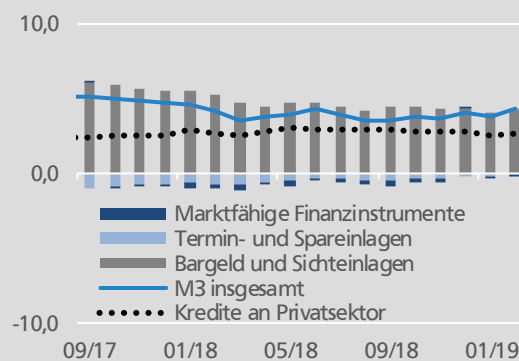
### Auch M3 Geldmengenwachstum wieder gestiegen

Auch die Geldmenge wächst im Februar wieder etwas kräftiger. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 ist auf 4,3 % gestiegen, nachdem sie im Januar auf 3,8 % gefallen war. Die mittel- und langfristige Entfaltung des Geldmengenaggregates M3, zu dem Bargeld, Bankeinlagen, Geldmarktpapiere sowie Schuldverschreibungen gehören, ist eng mit der Entwicklung der Inflation verbunden und erfährt daher besondere Aufmerksamkeit der EZB.

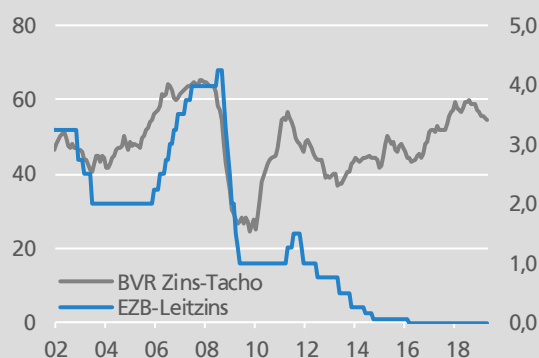
### Schwacher Inflationsdruck im Euroraum

Der BVR Zins-Tacho signalisiert mit 55 von 100 möglichen Punkten ein weiterhin moderates mittelfristiges Inflationsrisiko für den Euroraum – mit sinkender Tendenz. Innerhalb des Indikators ist die Konjunktur weiterhin für den größten Inflationsdruck verantwortlich, allerdings schwächte sich dieser Unterindikator in den letzten 12 Monaten kontinuierlich ab. Auch die Unterindikatoren Preise und Kosten sowie die Kreditdynamik schwächten den Inflationsdruck ab. Beide gingen um jeweils einen Punkt zurück.

Beiträge zum M3-Wachstum  
in Prozentpunkten, saisonbereinigt



BVR Zins-Tacho  
in Punkten



|                       | Feb. 19   | Mrz. 19   | Apr. 19   |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|
| <b>BVR Zins-Tacho</b> | <b>56</b> | <b>55</b> | <b>55</b> |
| Konjunktur (50 %)     | 65        | 64        | 64        |
| Preise/Kosten (40 %)  | 49        | 48        | 48        |
| Kreditdynamik (10 %)  | 42        | 41        | 41        |

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. Hinweise zur Berechnung finden sich im BVR Volkswirtschaft Kompakt vom Februar 2018.

Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Notenbanken expansiver, Handelsrisiken steigen

Von der US-Notenbank (Fed) ist im Jahr 2019 kein weiterer Zinsanstieg zu erwarten. Die von ihr betonten Risiken für die Weltwirtschaft erscheinen der Fed als zu groß. In der letzten Pressemitteilung stellte die Notenbank auch auf die Handelshemmnisse infolge der Handelskonflikte ab. Aber auch der erneut verschobene Brexit sollte weiter für Unsicherheit sorgen. Auch wenn eine mögliche Handelsvereinbarung zwischen den USA und China kolportiert wird, sind weitere Auseinandersetzungen insbesondere mit Europa sehr wahrscheinlich. Zwar wurde seitens der EU für die Aufnahme von Handelsgesprächen – gegen die Stimme von Frankreich – gestimmt, was Sanktionen der US-Seite jedoch nicht ausschließt. Vielmehr zeigt die Entscheidung über US-Zölle aufgrund der 15 Jahre andauernden Subventionsstreitigkeiten im Bezug auf Airbus die Strategie der Trump-Administration auf. Dies lässt erwarten, dass die Unsicherheiten hoch bleiben werden.

Untermauert werden die geopolitischen Risiken durch eine hohe Anzahl von abwärts revidierten Prognosen für die Entwicklung der Weltwirtschaft, wie zuletzt die des Internationalen Währungsfonds. Inwieweit der Konjunkturpessimismus für das laufende Jahr überzeichnet ist, wird sich zeigen. Die Risiken aber bestimmen das Handeln der Notenbanken.

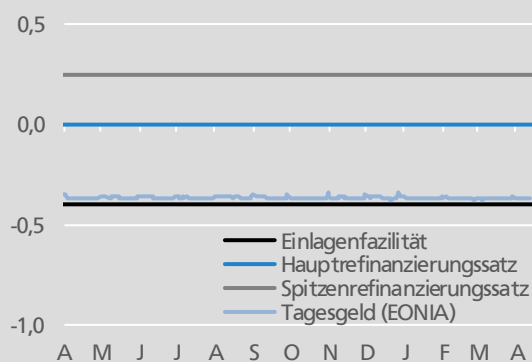
So hat bereits im März die EZB die Zinswende für das Jahr 2019 ausgeschlossen. Die Bewertung der konjunkturellen und geopolitischen Risiken wurde in den letzten beiden Sitzungen intensiv vorgenommen und betont. Auch die Inflation bewegt sich kaum in Richtung der Zielmarke von 2 %, wenngleich die aktuellen Daten zum Februar 2019 mit einer Jahresrate von 1,5 % auch keine Deflationsängste schüren sollten.

## Geldmarksätze bewegen sich kaum

Entsprechend gering schwanken die Sätze am Geldmarkt. Der 3-Monats-Euribor betrug im Monatsschnitt -0,31 %, der 12-Monats-Euribor rund -0,11 % und der Tagesgeldsatz notierte durchschnittlich bei -0,37 %.

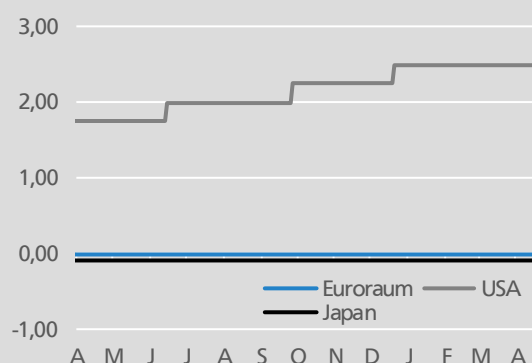
### Wichtige Zinsen im Euroraum

in Prozent



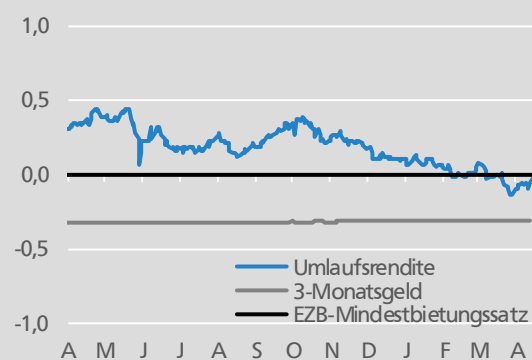
### Notenbankzinsen international

in Prozent



### Geld- und Kapitalmarktzinsen

in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream



### Unsicherheit drückte Renditen! Leitzinsen auch?

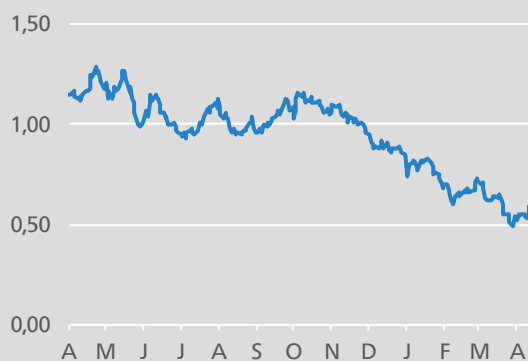
Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit notierten erstmals seit Oktober 2016 wieder unter der Marke von 0 %. Am 27. März – Tag der Konferenz: „The ECB and Its Watchers“ – rentierten die Papiere mit -0,092 %. Nachdem die wichtigen globalen Zentralbanken ihre Konjunkturprognosen angepasst hatten und weitere Frühindikatoren dies untermauern, sanken die Renditen von Anleihen, die als sicherer Hafen gelten – allen voran die Bundesanleihen. Aber auch Staatsanleihen der USA und Frankreichs profitierten von der Suche nach sicheren Anlagemöglichkeiten. Am 15. April rentierten zehnjährige deutsche Staatsanleihen mit 0,058 %, US-Treasuries mit gleicher Laufzeit mit 2,55 und französische Papiere mit 0,42 %.

Die Zinsstrukturkurve der Bundesanleihen flachte sich deutlich ab. Der Abstand zwischen Papieren mit einjähriger und zehnjähriger Restlaufzeit sank bis auf 0,5 %. Die Zinskurve in den USA verlief für sehr kurze Laufzeiten kurzzeitig invers, sodass die Rendite für dreimonatige Restlaufzeiten die von zehnjährigen Restlaufzeiten überstieg. Statistisch korreliert eine solche Konstellation auffällig häufig mit einer darauffolgenden Rezession.

Hinsichtlich der Fantasien für eine erweiterte expansive Geldpolitik, für weiterhin niedrige Renditen, sind aktuell kaum Grenzen gesetzt. So sind die Zwischentöne von Mario Draghi während der letzten EZB-Presskonferenz am 10. März durchaus bemerkenswert. Mit Blick auf mögliche Anpassungen der Geldpolitik in Form eines gestaffelten Einlagesatzes betonte Draghi, dass die Märkte die EZB-Reaktionsfunktion richtig interpretiert haben. Da die erste offizielle Verlautbarung zu Staffelnzinsen (während der Konferenz „The ECB and Its Watchers“) zu deutlich sinkenden Renditen führte, lässt dies die Interpretation zu, dass ein Staffelnzins bei dem Einlagesatz Freiraum für weitere Zinssenkungen schafft. Auch die von Olli Rehn in die Diskussion gebrachte Preisniveausteuerung – nach der die EZB die Zinsen erst erhöht, wenn diese eine angemessene Zeit über 2 % verharrt – deutet auf Gedankenspiele für eine noch expansivere Geldpolitik hin.

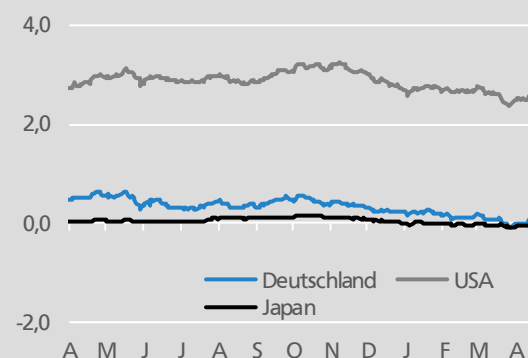
#### Zinsstruktur am Rentenmarkt

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



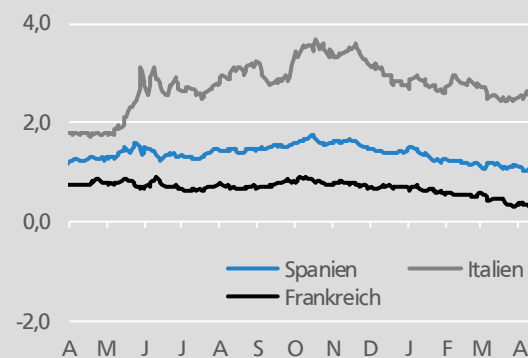
#### Bedeutende Benchmarkanleihen

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



#### Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums

Renditen in Prozent, Staatsanleihen mit zehnjähriger Restl.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

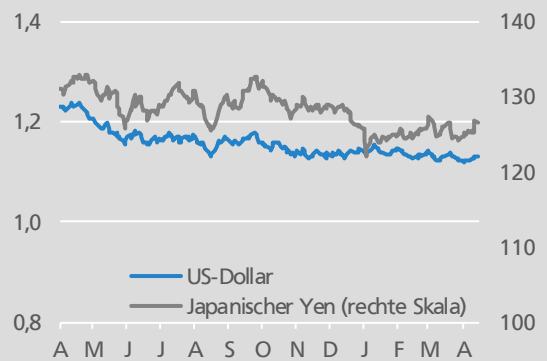
## Welche Währung ist schwächer?

Die Politik der Notenbanken dominierte auch in den letzten Wochen die Entwicklung des Wahrungspaares Euro und US-Dollar. Während nach der Zinsentscheidung der EZB im März der Euro noch deutlich unter Druck geriet, erfolgte nach der letzten Fed-Sitzung eine genau gegenteilige Reaktion. Die Ankündigung, in diesem Jahr keine weiteren Zinserhöhungen vornehmen zu wollen, nahm der US-Währung die Fantasien auf einen steigenden Zinsvorteil. Zwischen beiden Entscheidungen lagen rund 14 Tage und etwa 3 Cent – die Handelsspanne zwischen 1,118 und 1,145 US-Dollar pro Euro. Die konjunkturellen Sorgen im Euroraum sorgten jedoch für eine erneute Abschwächung der europäischen Gemeinschaftswährung, die am 15. April mit etwa 1,131 US-Dollar pro Euro annähernd auf dem Niveau von vor vier Wochen notierte.

Auch das britische Pfund notiert gegenüber dem Euro weiterhin volatil, allerdings ebenfalls in einer engen Handelsspanne zwischen 0,847 und 0,872 Pfund pro Euro. Dies ist weiterhin erstaunlich, da die Unsicherheiten durch zwei Verschiebungen des Brexits in den letzten vier Wochen deutlich zugenommen haben. Ergänzt um verschiedene Abstimmungen im House of Commons in London, die allesamt zum Ausdruck brachten, dass keine Form des Austritts aus der EU Mehrheitsfahig ist. Mit der aktuellen Verlängerung der EU-Mitgliedschaft bis spätestens Ende Oktober bleibt die Phase der Unsicherheit erhalten. Das Risiko eines harten Brexits ist weiterhin nicht gebannt und könnte sich nach den anstehenden Kommunalwahlen am 2. Mai nochmalsverstarken. Sollte die Wahl eine Interpretation zulassen, dass die Mehrheit der Briten die Hardliner unterstützen, wäre eine weitere Eskalation im Unterhaus unausweichlich. Für das Pfund bedeutet dieses Szenario nichts Gutes. Die Märkte sind allerdings bereits in den letzten Monaten in einer Art Schockstarre verharret. Das Risiko des harten Brexits ist nicht eingepreist und würde bei einer Realisierung wohl deutliche Verwerfungen am Devisenmarkt auslösen.

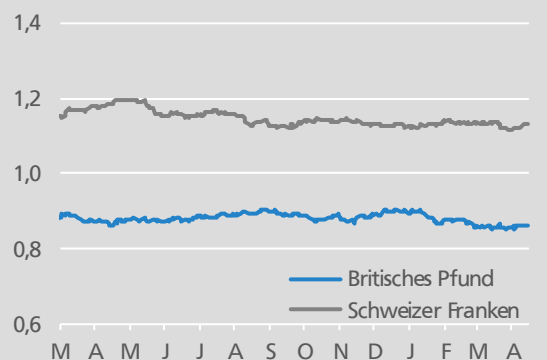
### Euro-Wechselkurs (I)

Auslanderwahrung pro Euro



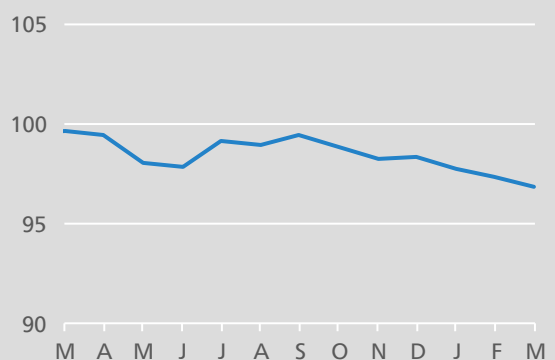
### Euro-Wechselkurs (II)

Auslanderwahrung pro Euro



### Effektiver Wechselkurs des Euro

in Euro, Quartal 1, 1999=100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Konjunktursorgen und Handelshoffnungen

Der zunächst seit Anfang März aufkommende Optimismus an den Aktienmärkten fand in der Hoffnung auf ein Beilegen des Handelskonfliktes zwischen den USA und China sowie der ersten Verlängerung der Brexitverhandlungen seine Unterstützung. Unterbrochen wurde diese Phase durch die Fed am 20. März. Diese veröffentlichte ihre angepasste Konjunkturprognose, welche an den Märkten für Ernüchterung sorgte. Das weitere Voranschreiten der Verhandlungen zu einem Handelsabkommen sorgte jedoch Anfang April wieder für deutlich steigende Kurse. So berichtete zwischenzeitlich auch die chinesische Seite über Fortschritte bei den Verhandlungen und die Aussicht auf eine baldige Einigung. Die Marktteilnehmer legen in diesem Zusammenhang ihre Hoffnung auf eine Beschleunigung der konjunkturellen Entwicklung – was zweifelsfrei ohne Zölle und Handelsstreitigkeiten gegeben wäre. Allerdings sollten die sich verdickenden Hinweise auf eine Eskalation der Streitigkeiten zwischen den USA und Europa an den Märkten für Ernüchterung sorgen.

Ergänzt wurden die Daten zur Konjunktur und zur Geopolitik durch starke Bewegungen von Einzelaktien. So musste die Bayer AG im Berichtszeitraum Urteile zur Verbindung von Krebserkrankungen und Glyphosat, welches vom übernommenen Konkurrenten Monsanto produziert wird, hinnehmen. Darin wird festgestellt, dass Schadensersatzansprüche in Höhe von 80 Mio. US-Dollar eines Erkrankten bestehen. Da dieses Urteil als Präzedenzfall für weitere anhängige Klagen dient, könnten die Schadensersatzansprüche für die Bayer AG sehr kostspielig werden, die Aktie fiel deutlich. Auf der anderen Seite stieg die Aktie von JP Morgan nach ausgezeichneten Quartalszahlen für das erste Quartal 2019 deutlich.

Der DAX notierte am 15. April bei 12.022 Punkten und somit rund 300 Punkte über dem Stand von Mitte März. Der Euro-Stoxx 50 gewann seit Mitte März rund 160 Punkte und auf 3.450 Punkte am 15. April, während der Dow-Jones-Index mit 26.384 Punkten rund 460 Punkte höher stand als Mitte März. ■

### 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 Euroraum

### Weitere Eintrübung des Wirtschaftsklimas

Im Euroraum verschlechterte sich die wirtschaftliche Stimmung im März etwas. Gegenüber dem Vormonat ist der Wirtschaftsklimaindex um 0,7 Punkte auf 105,5 Punkten gesunken, nachdem er im Februar im Wesentlichen stagniert hatte. Der auf einer, von der EU-Kommission in Auftrag gegebenen, regelmäßigen Umfrage unter Unternehmen und Verbrauchern ermittelte Indikator befindet sich damit aber weiterhin deutlich über seinem langjährigen Mittelwert von 100 Punkten. Insgesamt signalisieren die jüngsten Umfrageergebnisse, dass sich das Wirtschaftswachstum im Euroraum im 1. Quartal fortgesetzt hat, allerdings mit geringeren Tempo als zuvor.

### Etwas geringere Industrieproduktion

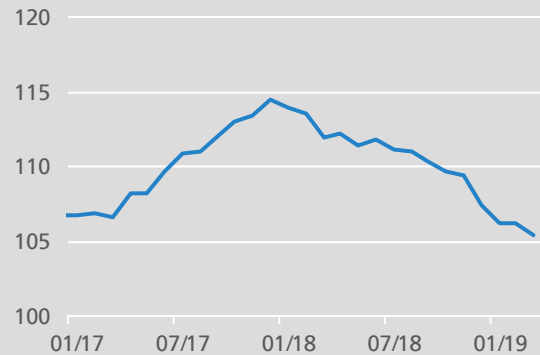
Die Industriebetriebe des Euroraums haben ihren Ausstoß im Februar leicht vermindert. Gemäß ersten amtlichen Berechnungen ist die Industrieproduktion gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um 0,2 % gesunken. Zuvor, im Januar, hatte die Erzeugung allerdings mit einer kräftigen Verlaufsrate von 1,9 % zugelegt und damit den Rückgang vom November und Dezember 2018 größtenteils ausgeglichen. Innerhalb der Industrie gab die Produktion im Energiebereich besonderes deutlich nach (-3,0 %), was im Zusammenhang mit einer vergleichsweise milden Witterung stehen könnte.

### Inflationsrate sinkt leicht auf 1,4 %

Gemäß heute bestätigten Angaben von Eurostat hat sich die Preisdynamik im Euroraum im März verringert. Basierend auf dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex fiel die Inflationsrate von 1,5 % im Februar auf 1,4 %. Sie liegt somit noch immer deutlich unter der geldpolitisch bedeutsamen 2-Prozent-Marke. Die einzelnen Komponenten des Gesamtindex zeigten zuletzt verschiedene Trends. Während sich der Preisauftrieb im Energiebereich erhöhte (+5,3 % nach +3,6 % im Februar), ließ er bei Nahrungsmitteln (+1,8 % gegenüber +2,3 %) und Dienstleistungen (+1,1 % gegenüber +1,4 %) nach.

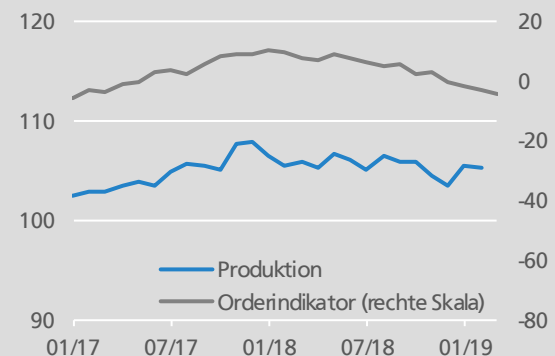
#### Wirtschaftsklima Euroraum

Durchschnittswert (1990-2015)=100, saisonbereinigt



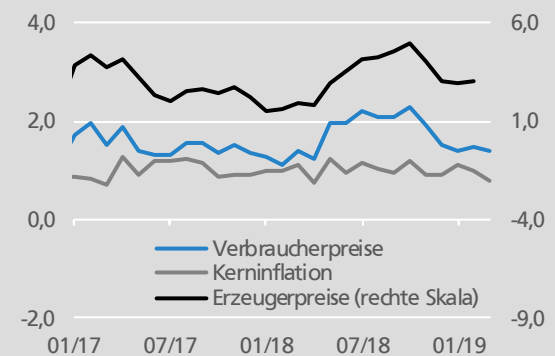
#### Produktion und Aufträge Euroraum

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



#### Verbraucher- und Erzeugerpreise Euroraum

gg. Vorjahr in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Konjunktur Deutschland

### Frühjahrgutachten: schwächere Konjunktur und hohe Risiken

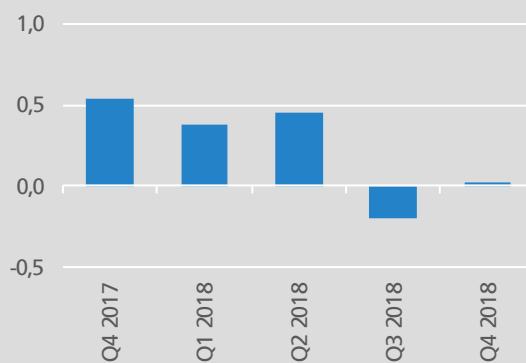
Anfang April haben die an der Gemeinschaftsdiagnose teilnehmenden Wirtschaftsforschungsinstitute ihr neues Frühjahrgutachten vorgelegt. Das Gutachten trägt den Titel „Konjunktur deutlich abgekühlt – Politische Risiken hoch“. Nach Einschätzung der Wirtschaftsforscher scheint der langjährige Aufschwung in Deutschland zu einem Ende gekommen zu sein. Maßgeblich für die seit Jahresmitte 2018 feststellbare schwächere Gangart der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung seien die, auch aufgrund politischer Risiken, eingetrübten weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und Produktionshemmnisse im hiesigen Verarbeitenden Gewerbe.

Vor diesem Hintergrund haben die Konjunkturoperen ihre Prognose zum Wirtschaftswachstum Deutschlands für das Jahr 2019 erheblich vermindert. Der Prognosewert zum Anstieg des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts (BIP) wurde gegenüber dem Herbstgutachten von 1,9 % auf 0,8 % herabgesetzt. Für das kommenden Jahr 2020 gehen die Wirtschaftsforschungsinstitute aber weiterhin von einem BIP-Zuwachs um 1,8 % aus, wobei etwa 0,4 Prozentpunkte des Zuwachses auf mehr Arbeitstage zurückzuführen sein werden. Bezüglich des Arbeitsmarkts erwarten die Forscher eine weitere Zunahme der Erwerbstätigenzahl um 430.000 in 2019 und 265.000 in 2020.

Die Risiken für die deutsche Konjunktur resultieren nach Auffassung der Wirtschaftsforscher nach wie vor in erster Linie aus den globalen Rahmenbedingungen. So könne es zu einer weiteren Eskalation der von den USA ausgehenden Handelskonflikte sowie zu einem vertraglich nicht geregelten EU-Austritt Großbritanniens Ende Oktober kommen. Deutschland wäre in beiden Fällen besonders betroffen, denn sowohl die USA als auch Großbritannien zählen zu den wichtigsten Partnerländern der inländischen Wirtschaft. Aus Sicht des BVR ist der im Frühjahrgutachten dargestellte Konjunkturausblick insgesamt realistisch. Der BVR hat seinen BIP-Prognosewert für 2019 bereits Anfang März auf 0,8 % revidiert.

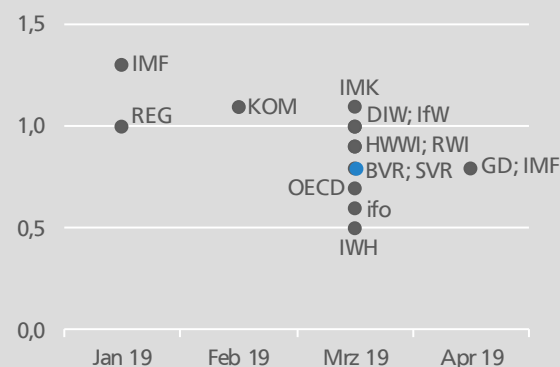
### Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschland

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



### Konjunktur 2019 - Prognosen für Deutschland

BIP gg. Vorjahr in Prozent, preisbereinigt



|      |  |
|------|--|
| Bbk  | - Deutsche Bundesbank  |
| DIW  | - Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin              |
| GD   | - Gemeinschaftsdiagnose  |
| HWWI | - Hamburger WeltWirtschaftsinstitut                                |
| ifo  | - Institut für Wirtschaftsforschung, München                       |
| IfW  | - Institut für Weltwirtschaft, Kiel                                |
| IMF  | - Internationaler Währungsfonds                                    |
| IMK  | - Institut für Makroökonomie u. Konjunkturforschung                |
| IW   | - Institut der deutschen Wirtschaft, Köln                          |
| IWH  | - Institut für Wirtschaftsforschung, Halle                         |
| KOM  | - Europäische Kommission   |
| OECD | - Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit u. Entwicklung   |
| REG  | - Bundesregierung  |
| RWI  | - Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung, Essen |
| SVR  | - Sachverständigenrat  |

Quelle: Thomson Reuters Datastream, BVR

## Konjunkturerwartungen hellen sich auf

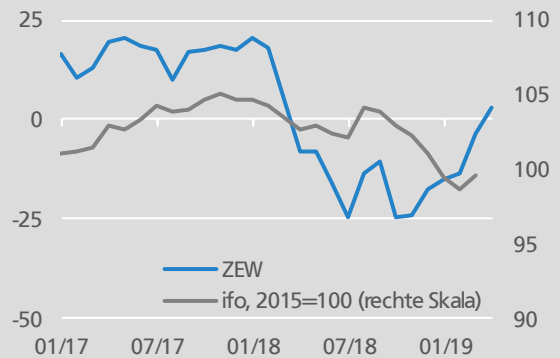
Die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland sind im April erneut gestiegen, um 6,7 Punkte auf 3,1 Punkte. Zwar befindet sich der Indikator damit erstmals seit März 2018 wieder im positiven Bereich. Er liegt aber noch immer erheblich unter seinem langfristigen Mittelwert von 22,2 Punkten, was auf eine erst allmählich erfolgende Belebung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung schließen lässt. Zur jüngsten Aufhellung der Konjunkturerwartungen dürfte nicht zuletzt die Verschiebung des Brexit und die zunehmende Hoffnung auf eine Entspannung im Handelskonflikt zwischen den USA und China beigetragen haben. Beim ifo Geschäftsklimaindex hat sich die Abwärtsbewegung zuletzt nicht fortgesetzt. Der Indikator legte im März um 0,9 Punkte auf 99,6 Punkte zu, nachdem er zuvor sechs Monate in Folge zurückgegangen war.

## Verhaltene Industrieproduktion

Im Februar hat sich die Lage der deutschen Industrie noch immer nicht entscheidend verbessert. Der im Zuge des Pkw-Zulassungsstaus und der niedrigen Pegelstände der Binnenschifffahrt seit Sommer 2018 feststellbare Abwärtstrend in der Industrieproduktion scheint sich aber abzuflachen. Die preis-, kalender- und saisonbereinigte Produktion des Verarbeitenden Gewerbes ist im Vormonatsvergleich leicht um 0,2 % zurückgegangen, nachdem sie bereits im Januar (-0,5 %) nachgegeben hatte. Im Baugewerbe wurde die Produktion hingegen um kräftige 6,8 % ausgeweitet, wozu die vergleichsweise milde Witterung beigetragen haben dürfte. In naher Zukunft ist mit einer weiterhin gedämpften Industriekonjunktur zu rechnen. Darauf deuten zumindest die industriellen Neuaufträge hin, die zuletzt erheblich nachgaben. So ist der Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes im Februar mit einer Verlaufsrate von 4,2 % gesunken. Im Zweimonatsvergleich Januar/Februar gegenüber November/Dezember ergab sich ein Orderminus von 3,7 %. Verantwortlich für den merklichen Rückgang war vor allem die schwächere Nachfrage aus den Ländern außerhalb des Euroraums. So sind die Bestellungen aus diesen Ländern um deutliche 7,0 % gesunken.

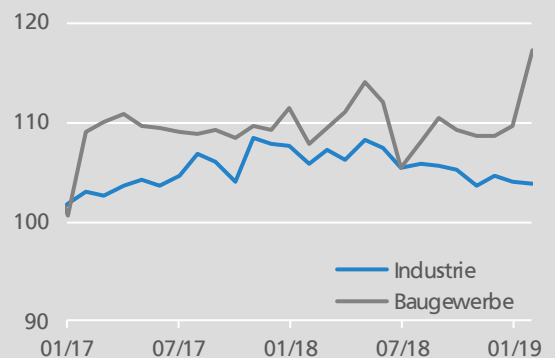
### Wirtschaftliche Einschätzung Deutschland

Saldenwerte, saisonbereinigt



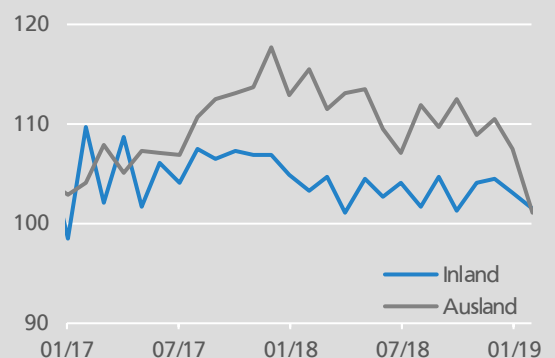
### Produktion Deutschland

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



### Aufträge Deutschland

2015=100, preis-, kalender- und saisonbereinigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream

### Kalendereffekt dämpft Inflationsrate

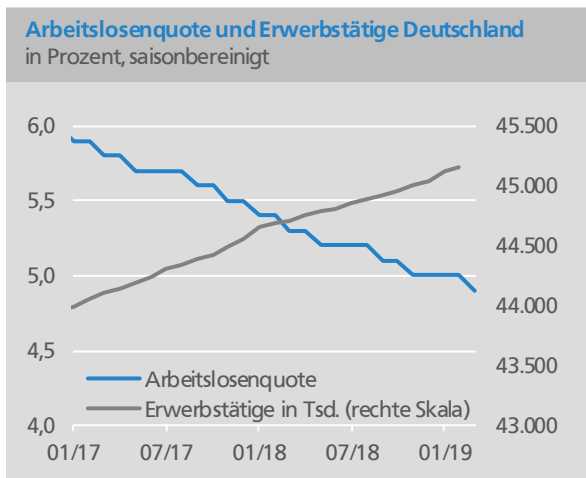
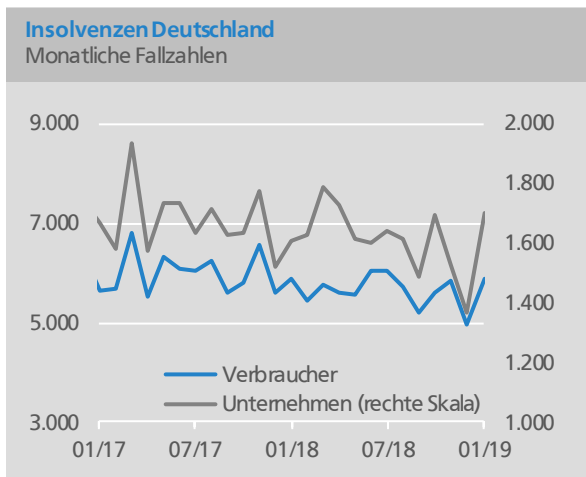
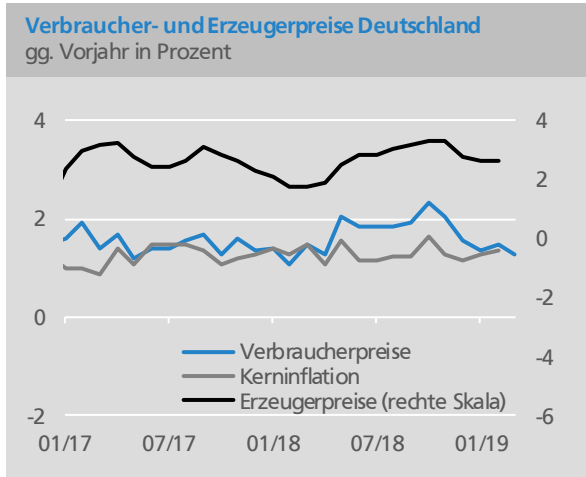
Die Inflationsrate Deutschlands, gemessen am Verbraucherpreisindex, ist von 1,5 % im Februar auf 1,3 % im März gesunken. Für den leichten Rückgang waren in erster Linie die Dienstleistungspreise verantwortlich. Diese sind im März um 1,2 % gestiegen, nachdem sie sich im Vormonat um 1,4 % verteuert hatten. Zur Abschwächung des Preisauftriebs bei Dienstleistungen dürfte unter anderem auch ein Kalendereffekt beigetragen haben. So fand das Osterfest, das üblicherweise mit höheren Preisen für Reisen und Verkehr einhergeht, im vergangenen Jahr nicht wie in diesem Jahr im April statt, sondern im März.

### Anstieg der Unternehmensinsolvenzen

In Deutschland hat sich der langjährige Abwärtstrend in den Insolvenzdaten zu Jahresbeginn 2019 zunächst nicht fortgesetzt. Die Amtsgerichte registrierten im Januar 1.700 Unternehmens- und 5.868 Verbraucherinsolvenzen. Während die Anzahl der Verbraucherinsolvenzen gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat im Wesentlichen unverändert blieb (+0,1 %), war bei den Firmenpleiten ein Anstieg um 5,7 % zu verzeichnen. Der BVR geht in seiner aktuellen Insolvenzprognose davon aus, dass sich die Fallzahl bei den Unternehmensinsolvenzen im gesamten Jahr 2019 gegenüber dem Vorjahr um 2,9 % auf 18.700 vermindern wird.

### Arbeitsmarktaufschwung hält an

Der Arbeitsmarkt zeigt sich noch immer weitestgehend unbeeindruckt von der schwächeren Konjunktorentwicklung. Im Zuge der Frühjahrsbelebung ist die Arbeitslosigkeit im März erneut zurückgegangen. Nach Angaben der Bundesagentur für Arbeit ist die Arbeitslosenzahl gegenüber Februar um 72.000 auf 2,301 Mio. Menschen gesunken. Auch unter Berücksichtigung der üblichen saisonalen Einflüsse war ein Rückgang um 7.000 Personen zu verzeichnen. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote gab geringfügig von 5,0 % im Februar auf 4,9 % im März nach. Auf ein Andauern des Arbeitsmarktaufschwungs lassen auch die jüngsten Erwerbstätigenzahlen schließen, die saisonbereinigt weiterhin nach oben tendieren. ■



Quelle: Thomson Reuters Datastream